



供给侧改革下的价值明珠

评级:

买入

报告摘要

中国神华是国内领先的综合型能源供应商公司。公司是中国乃至全球第一大煤炭上市公司, 2016 年煤炭销售量达到 394.9 百万吨。按发电机组装机规模计算, 公司位居中国电力上市公司前列, 装机容量达到 56,288 兆瓦。公司控制并运营的铁路营业里程约 2,155 公里, 运营国内第一大煤炭下水港口黄骅港, 拥有约 220 万载重吨自有船队, 运营 60 万吨/年的煤制烯烃项目。

供给侧改革下, 煤炭行业稳定向好, 火电行业复苏。截止 6 月, 煤炭行业已累计去除 4 亿吨过剩产能, 达“十三五”规划中去产能 8 亿吨目标的 50%。煤炭供给侧改革进入 2.0 阶段, 以优化结构为主, 预计未来煤炭市场份额将进一步向龙头集中, 未来 2-3 年煤炭价格将维持窄幅震荡。随着经济复苏, 电力需求恢复增长; 煤电供给侧改革正式实施, 将压缩未来装机规模, 带动利用小时数回升; 2018 年煤电联动大概率执行, 进一步带动火电板块复苏。

四大优势成就领先的综合能源供应商。其一, 公司是行业内煤电联营方面的领先者, 盈利稳定性, 并通过运输业务不断扩大煤炭市场份额; 我们看好公司未来继续维持较好的盈利稳定性, 在当前煤价窄幅震荡的背景下, 公司具有全行业最强的盈利确定性。其二, 公司资源禀赋好、资产价值高, 煤炭开采成本行业领先, 电厂利用小时数居行业前列。其三, 集团提供有力支持, 累计注入煤炭可售资源量 21 亿吨、电力装机容量 9474MW, 增厚公司资产规模, 并承诺未来还将有 11 个资产注入上市公司。其四, 神华集团与国电集团进行重组整合, 实现资源互补, 未来具有巨大想象空间。

盈利稳健, 现金流持续增长, 内含价值提升。我们预计 2017-2019 年公司净利润为 457 亿元、472 亿元和 493 亿元, 毛利率和净利率将恢复至 35% 和 19%, 为过去 5 年来最佳水平。随着公司业务版图逐步成型, 公司几年来资本开支需求逐步降低, 未来三年公司每股自由现金流可达 3.15 元、3.29 元和 3.44 元, 自由现金流收益率达 20%, 公司内含价值持续提升。

首次给予“买入”评级, 目标价 26.50 港元。我们预计未来三年公司盈利及现金流将维持稳定, 考虑到集团有长期资产注入计划以及国电集团的重组持续推进中, 公司未来还有较大发展空间。公司当前估值水平远低于历史上高煤价时期, 仅对应 2018 年 1x P/B, 股息率达 5.6%, 具有较高吸引力。我们首次给予公司“买入”评级, 将目标价定为 26.50 港元, 对应 2018 年 1.3x P/B, 较现价有 26% 提升空间。

风险提示: i) 煤价大幅下跌; ii) 产量不及预期; iii) 重组进度不及预期。

(12 月 31 日年结; 百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	177,069	183,127	239,013	251,696	262,662
增长率 (%)	-30.0	3.4	30.5	5.3	4.4
核心净利润	17,649	24,910	45,683	49,042	52,270
增长率 (%)	-55.1	41.1	83.4	7.4	6.6
毛利率 (%)	30.3	31.8	34.4	35.0	36.0
核心净利润率 (%)	10.0	13.6	19.1	19.5	19.9
每股收益 (人民币)	0.89	1.25	2.30	2.47	2.63
每股净资产 (人民币)	14.99	15.94	15.26	16.81	18.45
市盈率	19.76	14.00	7.63	7.11	6.67
市净率	1.17	1.10	1.15	1.04	0.95
净资产收益率 (%)	5.9	8.1	14.7	15.4	14.9
股息收益率 (%)	4.2	1.8	16.9	5.2	5.6

*资料来源: 公司资料, 安信国际预测

目标价格:

26.50

现价 (2018 年 1 月 2 日): 21.10 元
报告日期: 2018-01-03

总市值(百万港元)	543,520.34
流通股市值(百万港元)	71,710.10
总股本(百万股)	19,889.62
流通股股本(百万股)	3,398.58
12 个月低/高(港元)	12.23/21.3
平均成交(百万港元)	353.94

股东结构

神华集团	73.1%
JPMorgan Chase & Co.	1.6%
Blackrock, Inc.	1.0%
其他	24.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.19	3.88	31.03
绝对收益	8.65	12.71	69.46

数据来源: 彭博、港交所、公司

王煜
021-3508 2192

行业分析师
wangyu2@essence.com.cn

目录

1. 能源行业龙头，全球最大的煤炭生产商.....	3
1.1. 公司简介及发展历程	3
1.2. 公司业务概况	4
2. 行业分析：供给侧改革带动煤电行业复苏	6
2.1. 煤炭：供给侧改革进入 2.0 阶段	6
2.1.1. 需求：需求将维持稳定增长	6
2.1.2. 供给：供给侧改革进入 2.0 阶段	6
2.1.3. 未来 2-3 年煤炭价格将维持窄幅震荡	7
2.2. 电力：需求复苏，供给侧改革正式开启	8
2.2.1. 需求：经济复苏带动电力需求恢复增长	8
2.2.2. 供给：电力供给侧改革保障未来发电小时数	8
2.2.3. 煤电联动机制或将生效，2018 年电价有望迎来上调	9
3. 四大优势成就领先的综合型能源供应商	10
3.1. 一体化战略带来竞争优势	10
3.2. 资源禀赋好、资产价值高	11
3.3. 集团提供有力支持	11
3.4. 重组整合，资源互补	13
4. 盈利预测	15
4.1. 盈利假设	15
4.2. 盈利预测	17
4.3. 敏感性测试	17
5. 估值分析	19
5.1. 历史估值	19
5.2. 同业对比	19
6. 投资建议	20
7. 风险提示	20

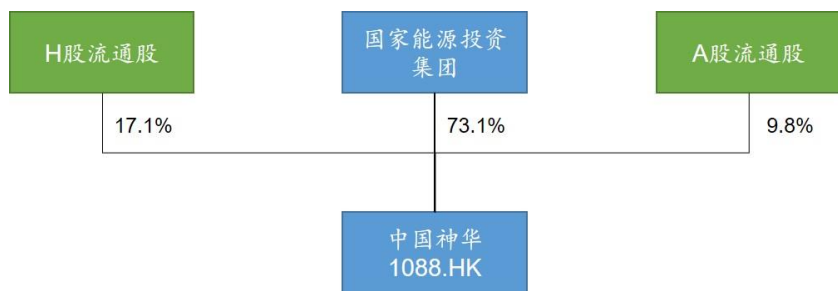
1. 能源行业龙头，全球最大的煤炭生产商

1.1. 公司简介及发展历程

中国神华成立于 2004 年，并于 2005 年在香港上市。神华集团有限责任公司是于 1995 年 10 月经国务院批准设立的国有独资公司，是以煤为基础，集电力、铁路、港口、航运、煤制油与煤化工为一体，产运销一条龙经营的特大型能源企业，是目前我国规模最大、现代化程度最高的煤炭企业和世界上最大的煤炭供应商。中国神华能源股份有限公司于 2004 年 11 月在北京成立，由神华集团有限责任公司独家发起。中国神华于 2005 年 6 月在香港联交所上市，并于 2007 年 10 月在上海证交所上市。

中国神华是国内领先的综合型能源供应商公司。按销售量计算，公司是中国乃至全球第一大煤炭上市公司，2016 年煤炭销售量达到 394.9 百万吨。按发电机组装机容量计算，公司位居中国电力上市公司前列，于 2016 年底公司控制并运营的发电机组装机容量达到 56,288 兆瓦。公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络和“神朔-朔黄线”西煤东运大通道，于 2016 年底控制并运营的铁路营业里程约 2,155 公里。公司还运营国内第一大煤炭下水港口黄骅港等多个港口和码头（总下水能力约 2.7 亿吨/年），拥有约 2.2 百万载重吨自有船舶的航运船队，以及运营 60 万吨/年的煤制烯烃项目。

图 1：中国神华股权结构图



资料来源：公司资料，安信国际

国企改革，组建全新能源巨头。2017 年 8 月 28 日，经报国务院批准，神华集团有限责任公司与中国国电集团公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司。2017 年 8 月 29 日，公司公告与关联公司国电电力（600795.SH）订立合资框架协议，双方各以火电公司股权及资产，共同组建合资公司。

图 2：中国神华发展历程



资料来源：公司资料，安信国际

1.2. 公司业务概况

公司实行煤电路港航一体化经营模式。中国神华业务板块分为煤炭、发电、运输和煤化工四大板块，业务内容覆盖了煤炭生产及销售、发电、铁路运输、港口、航运、煤化工等多个领域，实现了煤炭-电力产业链的纵向一体化。公司 2016 年实现收入人民币 1831.3 亿元，其中煤炭板块占 56%、发电板块 38%、运输板块占 3%、煤化工板块占 3%；实现毛利人民币 582.8 亿元，其中煤炭板块占 38%、发电板块 27%、运输板块占 33%、煤化工板块占 1%。

图 3：中国神华 2016 年收入构成

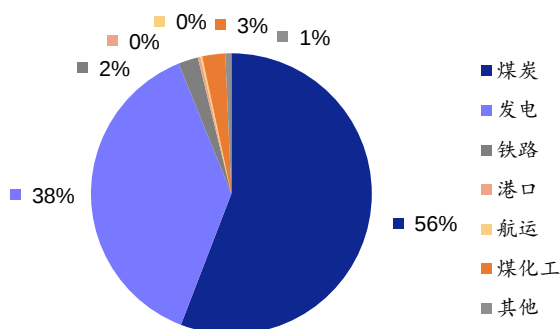
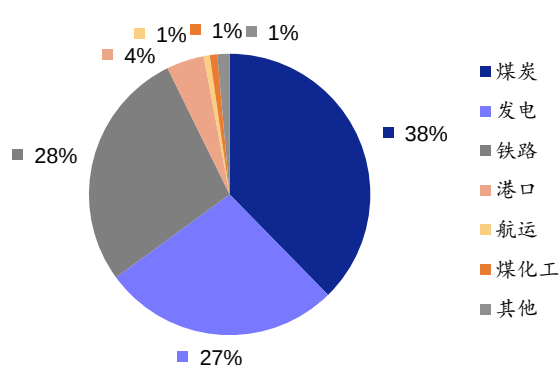


图 4：中国神华 2016 年毛利构成



资料来源：公司资料，安信国际

资料来源：公司资料，安信国际

煤炭板块资源优质丰富。公司拥有全国最大规模的煤矿资源，在内蒙古、陕西等地共拥有神东、准格尔、胜利、宝日希勒和包头 5 大矿区，主要出产低灰、低硫、中高热值的动力煤，年生产能力超过 3 亿吨。公司另有新街台格庙矿区于 2017 年 8 月取得发改委批复，规划 5 个矿井总产能达 6200 万吨/年。截止 2017 年 6 月，公司保有可采储量 153 亿吨、保有资源量 239 亿吨（中国标准下）。2016 年公司煤炭产量达 2.9 亿吨，同比增长 3.2%，是全国乃至世界最大的煤炭生产商。截止 2017 年 6 月，公司煤炭板块资产总额达 2167 亿元，占公司资产总额的 35%。

发电板块持续增长。公司是业内煤电联营的典范，在内蒙古、河北、广东、浙江、江苏等地拥有 26 个燃煤电厂、1 个风电厂、1 个水电厂及 2 个燃气电厂。近年来，公司装机规模持续增长，截止 2017 年 6 月，公司总装机容量达 54537 兆瓦，权益装机容量达 35166 兆瓦，分别较 2011 年底增长 50%和 54%。2016 年，公司总发电量达 2360 亿千瓦时，同比增长 4.5%，总售电量达 2206 亿千瓦时，同比增长 4.8%。截止 2017 年 6 月，发电板块资产总额达 2144 亿元，占公司资产总额的 35%。

优质的运输资产。公司拥有神朔、朔黄、黄万、大准等 9 条铁路及在建的黄大铁路（2018 年完工），总长度达 2155 万公里。2016 年公司自有铁路运输周转量达 2446 亿吨公里，同比增长 22.2%。公司拥有北方最大的煤炭下水港——黄骅港，并拥有天津煤码头、珠海煤码头及相应航运船队。2016 年公司自有港口煤炭下水量达 2 亿吨，同比增长 27%，其中黄骅港下水煤量 1.59 亿吨，同比增长 42%；航运货运量 7920 万吨，航运周转量 630 亿吨海里。截止 2017 年 6 月，公司煤炭板块资产总额达 1631 亿元，占公司资产总额的 27%。

煤化工领域的龙头。公司是国内煤化工领域的龙头，拥有年产 60 万吨的煤制烯烃项目。2016 年公司聚乙烯销售量 29.3 万吨，聚丙烯销售量 28.2 万吨，同比分别下降 8.3%和 9.8%。截止 2017 年 6 月，公司煤化工板块资产总额达 113 亿元，占公司资产总额的 2%。

图 5：中国神华主要资产分布



资料来源：公司资料，安信国际

2. 行业分析：供给侧改革带动煤电行业复苏

2.1. 煤炭：供给侧改革进入 2.0 阶段

随着 2016 年煤炭供给侧改革以来，煤炭行业全面复苏。目前，供给侧改革已近 2 年，我们认为供给侧改革已进入 2.0 阶段，去产能转向调结构，行业格局趋于稳定。我们预计未来这一格局将得以持续，煤炭价格将维持窄幅震荡。

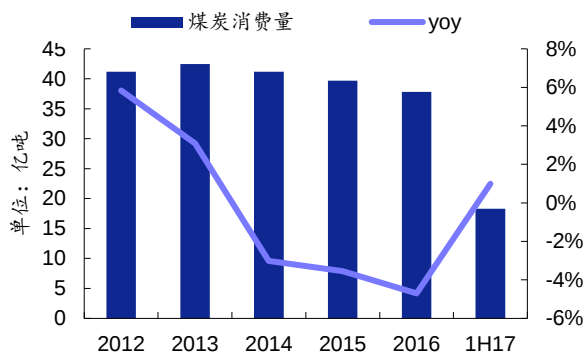
2.1.1. 需求：需求将维持稳定增长

煤炭消费扭转下滑势头。2014-2016 年，我国煤炭消费量持续下滑，每年下滑幅度约为 4%。今年以来，由于电力等领域需求增长，煤炭需求恢复增长，2017 年上半年国内煤炭消费量 18.3 亿吨，同比增长约 1%；今年以来，煤炭需求偏离指数平均在 4.6（正常增长），显示煤炭消费的下滑趋势已扭转，也拉动煤炭供求平衡指数恢复至-10~10 的平衡范围。

中长期看，煤炭市场总量将维持增长。根据《能源发展“十三五”规划》，2020 年煤炭占我国能源结构占比将从 2015 年的 64%下降到 58%，但由于能源需求整体维持稳定增长，煤炭消费总量依然将维持增长，到 2020 年将增长至 41-42 亿吨，CAGR 为 2.6%。

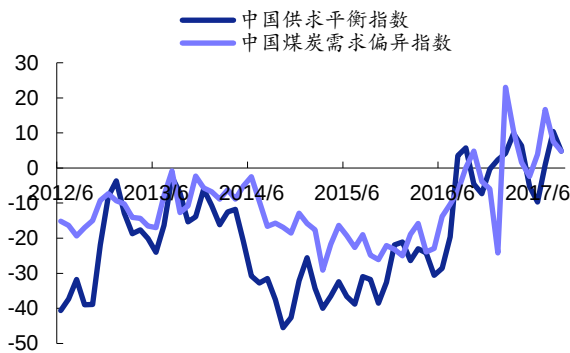
电煤是需求主要来源。随着国内房地产开发及基础设施建设放缓，未来水泥、冶金等领域用煤需求将出现下滑。但另一方面，我国电力需求恢复增长，尽管发改委要求降低火电占比，但火电发电总量仍将维持稳定增长，我们预计 2017-2020 年火电发电量增速可达 4-5%，拉动电煤需求稳定增长。

图 6：国内煤炭需求恢复增长



资料来源：国家统计局，安信国际

图 7：国内煤炭供应偏紧



资料来源：中国煤炭工业协会，安信国际

2.1.2. 供给：供给侧改革进入 2.0 阶段

供给侧改革重塑行业格局。按煤炭工业协会统计数据，截止 2015 年底，我国拥有煤炭产能 57 亿吨，其中在产产能 42 亿吨，在建产能 15 亿吨，而年需求仅约 39 亿吨，产能过剩严重。2016 年 2 月，国务院发布《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，计划从 2016 年开始，用 3-5 年的时间，退出产能 5 亿吨左右，减量重组 5 亿吨左右。2016 年 12 月发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》中进一步提出化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨，减量置换 5 亿吨；到 2020 年，煤炭产能达到 41 亿吨，产量 39 亿吨。

供给侧改革 1.0 阶段主要目标为去产能，2018-2020 年去产能步骤将放缓。由于煤炭产能严重过剩，2016 年开始的供给侧改革初期以去产能为主要目标，截止 2017 年 6 月，煤炭行业已累计去除 4 亿吨过剩产能（2016 年 2.9 亿吨、2017 年上半年

1.1 亿吨)，达“十三五”规划中去产能 8 亿吨目标的 50%。我们预计 2017 年全年可超额完成去产能 1.5 亿吨的目标，后续 2018-2020 年平均每年去产能约 1 亿吨，去产能步骤将开始逐步放缓。

供给侧改革 2.0 阶段主要目标为优化结构。今年以来，政府重点提出加快退出长期停工停产的“僵尸企业”、安全保障程度低风险大、违法违规和不达标、落后产能的煤矿。我们认为，相比于前一阶段单纯做减法，现阶段去产能更多关注提升煤炭行业的资产质量和安全保障程度。同时，政府在积极推进产能在 30 万吨以下的小煤矿的关停，计划到“十三五”末，煤矿数量控制在 6000 处（减少 39%），煤炭企业数量控制在 3000 家（减少 50%），5000 万吨级以上大型企业产能占比达到 60%（增加 5 pct）。预计未来煤炭市场份额将进一步向龙头集中，亦将对维持煤炭市场的稳定起到积极作用。

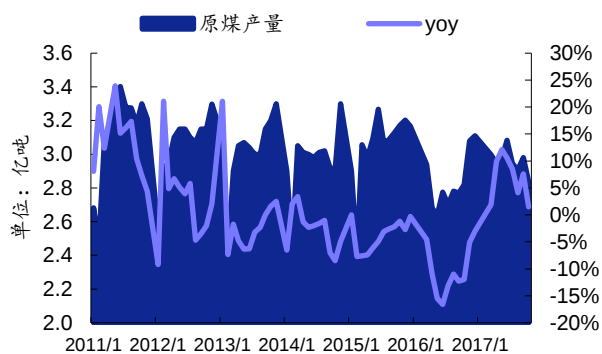
新增产能有序释放。根据能源局 2017 年 11 月公布的产能公告，我国取得安全生产许可证等证照的煤矿产能 34.10 亿吨/年；在建产能 10.53 亿吨/年，其中联合试运转产能 3.68 亿吨/年，其余以资源整合矿为主，预计投产进度将较慢。未来新增产能总量有限，同时叠加减量置换政策，不会对现有供应产生较大冲击。

2.1.3. 未来 2-3 年煤炭价格将维持窄幅震荡

产量释放稳定。今年以来，随着 276 制度取消，国内煤炭产能陆续释放，目前月产量稳定在 2.9-3 亿吨。我们预计随着环保、安全生产及大型活动等因素逐步消退，后续产量将继续维持稳定，维持短期偏紧、长期均衡的供求格局。

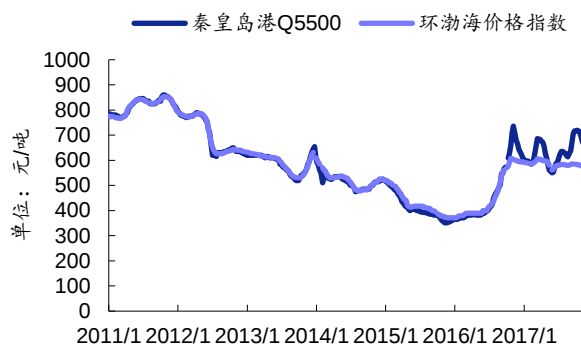
随着国内煤炭市场趋于稳定，进口煤对市场冲击减弱。2016 年由于煤炭产量大幅下降，供求失衡严重，进口煤需求大幅增长，全年煤炭进口量 2.55 亿吨，同比增长 25%，今年 1-10 月进口煤量同比增长 12%。随着行业进入稳定期，供求关系逐步稳定，加之政府加强对劣质进口煤的控制，我们预测未来进口煤数量将逐步减少，对国内煤炭市场的冲击也将减弱。

图 8：煤炭价格走势趋于稳定



资料来源：煤炭运销协会，安信国际

图 9：动力煤价格趋于平稳，窄幅波动



资料来源：Wind，安信国际

动力煤价格将维持窄幅震荡力，煤炭股公用事业化。我们预计未来 2-3 年内，煤炭市场需求侧保持平稳增长，供给格局逐步稳定，限产、进口煤等扰动因素边际影响减弱，动力煤价格将维持窄幅震荡。煤炭价格维持稳定将为煤炭公司带来稳定的业绩，而由于行业格局稳定，未来行业资本开支需求下降，煤炭公司自由现金流增加，分红派息比例有望提高，煤炭股将具备公用事业行业特点。

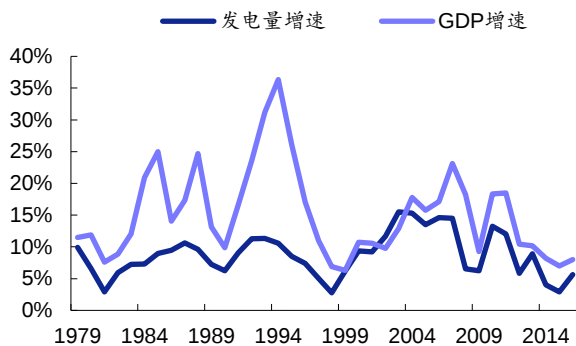
2.2. 电力：需求复苏，供给侧改革正式开启

去年下半年以来经济复苏，电力需求也恢复稳定增长。2017 年，电力行业供给侧改革正式开启，限制新增装机规模将提升未来利用小时数。此外，我们预测 2018 年将大概率触发煤电联动机制，带动火电板块复苏。

2.2.1. 需求：经济复苏带动电力需求恢复增长

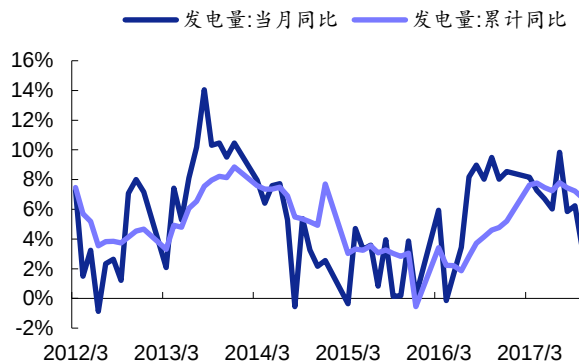
经济回暖，电力需求增速回升。我国电力需求增速与 GDP 增速高度相关，历史相关系数达 0.51，近 10 年来更是高达 0.86。“十二五”期间，电力需求增速呈现下行趋势，2015 年全社会用电量同比增长仅 0.5%。2016 年下半年以来经济复苏，GDP 增速持续好于预期，拉动电路里需求增速回升。2016 年全年社会用电量增速为 5%，2017 年前 11 个月为 6.5%，复苏态势明显。

图 10：GDP 增速与用电量增速高度相关



资料来源：Wind，安信国际

图 11：电能替代及新能源汽车带动需求增长



资料来源：Wind，安信国际

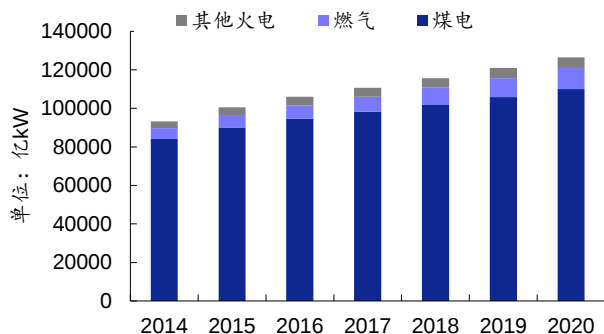
电能置换及新能源汽车将拉动未来电力需求增长。根据发改委在 2016 年发布的《关于推进电能替代的指导意见》和《电力发展“十三五”规划》，到 2020 年电能占终端能源消费比重将达到 27%，电能替代总量达 4500 亿 kWh。根据《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》和《汽车产业中长期发展规划》，我们预测到 2020 年、2025 年新能源汽车保有量将达 560 万辆和 2000 万辆，每年带来新增电力需求 400 亿 kWh 和 1400 亿 kWh。我们相信电能替代和新能源汽车将成为长期电力需求的主要增长点。

2.2.2. 供给：电力供给侧改革保障未来发电小时数

“十二五”期间装机容量快速增长，压缩发电小时数。“十二五”期间电力总装机容量年增长 9.5%，达 15.3 亿 kW，其中火电投产 2.9 亿 kW、水电投产 1.1 亿 kW、风电投产 1 亿 kW。而同期，社会用电量年增速为 6.5%，发电行业产能严重过剩，压缩发电小时数。

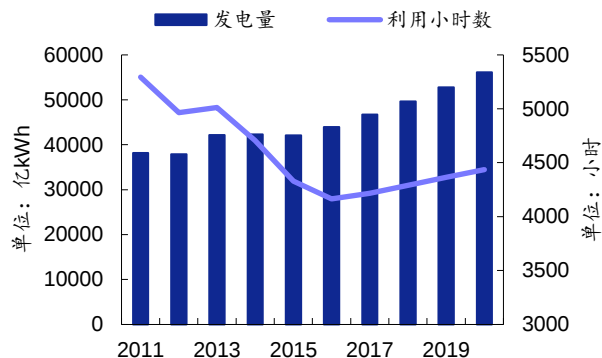
火电供给侧改革开始，严控未来装机规模。今年，发改委发布《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》，要求在“十三五”期间，停建和缓建煤电产能 1.5 亿 kW，淘汰落后产能 0.2 亿 kW 以上，到 2020 年煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。我们预计“十三五”期间火电装机数量将大幅放缓，年增长 4.5%，而稳定的用电需求带动火电发电量年增长 6.3%，火电发电小时数将回升至 4500 小时。

图 12: 2017-2020 年火电装机容量预测



资料来源: 煤炭运销协会, 安信国际

图 13: 火电发电小时数将提升至 4500 小时



资料来源: Wind, 安信国际

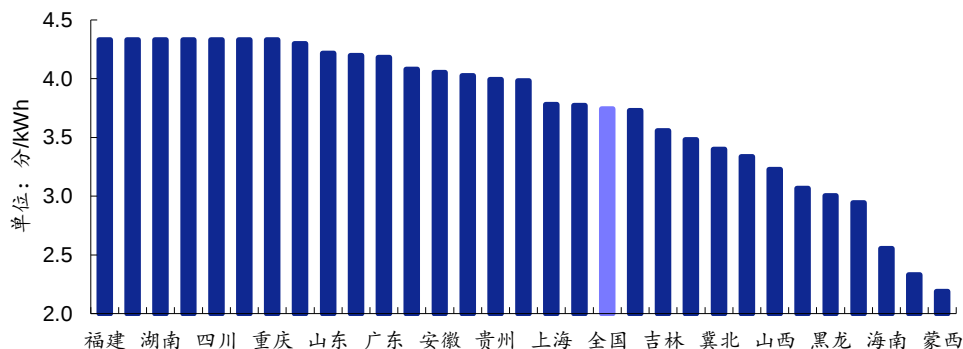
水电放缓、风电平稳，替代效应减弱。“十三五”期间水电规划装机容量 6000 万 kW，目前已明确的水电项目总容量仅 4300 万 kW，装机速度将大幅放缓。且随着国内可供开发流域减少，未来水电扩容潜力有限。“十三五”期间风电规划装机容量 7900 万 kW，新项目主要集中在东部、南部及海上，电力需求较好，弃风情况好于三北地区。放缓的装机速度与改善的弃风率相互对冲，风电总体将维持平稳增长。我们预计“十三五”期间，水电、风电对于火电的替代效应将减弱。

2.2.3. 煤电联动机制或将生效，2018 年电价有望迎来上调

煤电联动政策将大概率执行。根据发改委 2015 年发布的《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，周期内电煤价格与基准煤价相比波动每吨 30 元为启动点，每吨 150 元为熔断点；上网电价调整水平不足 0.2 分/kWh 的，当年不实施联动机制。由于煤价在 2016 年下半年才开始上涨，2016 年全年均价涨幅有限，故而发改委计算 2017 年煤电标杆上网电价全国平均应上涨 0.18 分/kWh，不满足调整要求，累计至下一年。今年以来煤价持续高位运行，按目前全年均价计算，煤电联动机制将被触发。

预测明年全国电价上调幅度为 3.7 分/kWh，火电板块复苏。根据发改委公布的煤电联动调价公式测算，目前煤价对于全国平均上网电价上调幅度为 3.7 分/kWh，其中华东、华南、华中等地上调幅度最高。我们预计煤电联动将大概率执行，带动火电板块全面复苏。同时，本次调价预计将采取电网让利的形式进行，不影响终端电价。

图 14: 煤电联动调价幅度测算



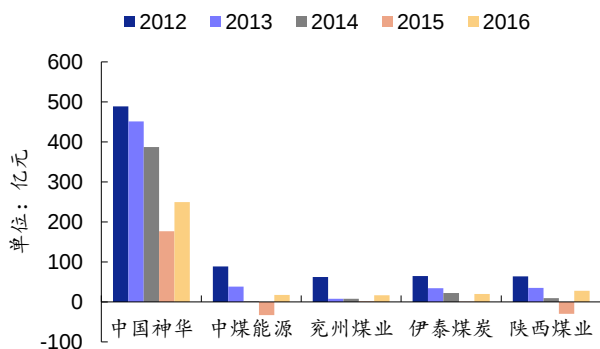
资料来源: 公司资料, 安信国际

3. 四大优势成就领先的综合型能源供应商

3.1. 一体化战略带来竞争优势

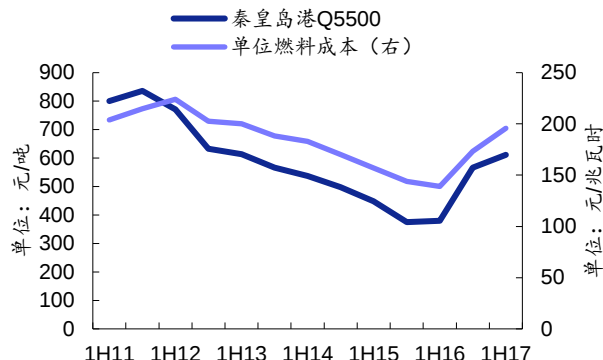
煤电联营维持盈利稳定性。公司是行业内煤电联营方面的领先者，通过煤电联营，公司煤炭板块与电力板块实现了良好的对冲。通过煤电联营的战略，在低煤价时期公司稳定了经营业绩，即便在行业最低谷的 2015 年，公司也实现了盈利；在高煤价时期，公司有效控制了单位燃料成本，1H17 公司单位燃料成本同比上涨 41%，好于行业平均 60-65% 的上涨幅度。我们看好公司未来继续维持较好的盈利稳定性，在当前煤价窄幅震荡的背景下，公司具有全行业最强的盈利确定性。

图 15：公司盈利稳定性最佳



资料来源：公司资料，安信国际

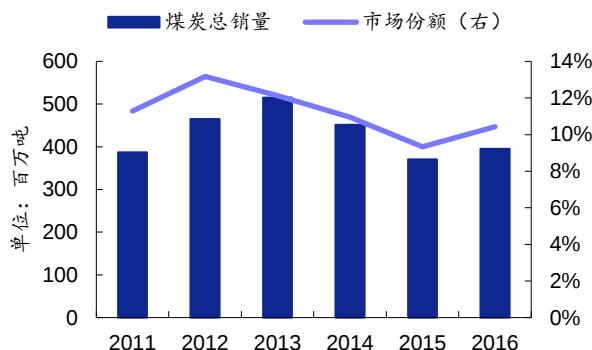
图 16：公司单位燃料成本较煤价变动更为平稳



资料来源：公司资料，安信国际

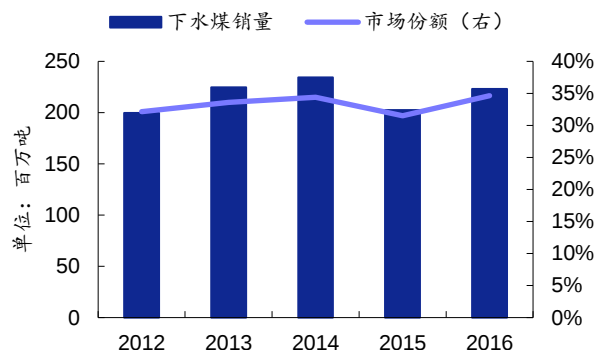
运输业务助力抢占煤炭市场份额，并将成为重要的盈利增长点。西煤东运、北煤南运的运输瓶颈一直是制约煤炭公司销售的一大难题。公司通过自建铁路、港口和航运船队，解决了煤炭的运输销售问题，占据了国内煤炭市场 10% 的市场份额。尤其是在利润空间最大的下水煤市场，公司占据了 35% 的市场份额。目前运输板块占公司毛利比例已达三分之一。公司同时也在拓展“大物流”业务，计划进入集装箱运输领域，拓展高毛利、高经济附加值的块煤、焦炭及化学品运输。我们预计未来运输业务将成为公司盈利的重要增长点。

图 17：公司煤炭总销量及市场份额



资料来源：公司资料，安信国际

图 18：公司下水煤销量及市场份额



资料来源：公司资料，安信国际

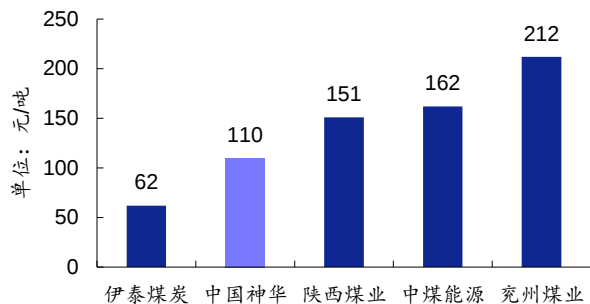
3.2. 资源禀赋好、资产价值高

煤炭资源禀赋高，开采成本行业领先。公司拥有优质的煤炭资源，总可采储量达 153 亿吨。其中神东矿区拥有 19 个矿井，整体产能超过 2 亿吨，是我国最大的井工煤矿开采地，也是全国第一个亿吨煤炭生产基地。公司煤矿开采条件好，机械化程度高，煤矿开采成本可达 110 元/吨，同业中仅高于伊泰煤炭，处于行业领先水平。

公司电厂布局好，利用小时数居行业前列。公司电厂主要布局在华北、华东及华南等经济较发达区域，电力需求旺盛，利用小时数超过行业平均水平。尽管近年来由于火电产能过剩，全行业利用小时数不断走低，但公司的利用小时数依然位居行业前列，领先于五大电力。

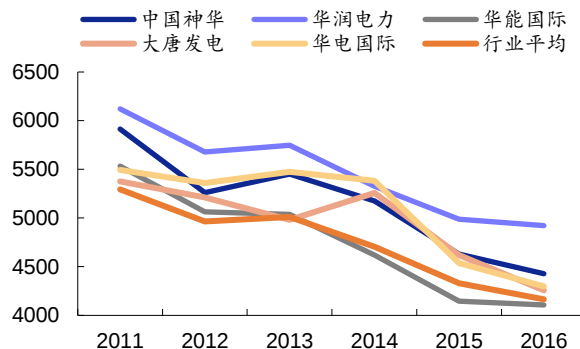
优秀的资源禀赋及资产价值维持行业龙头地位。我们认为由于公司资源禀赋好、资产价值高，且公司经营管理水平出色，公司各版块业务将持续健康发展，未来公司将继续维持其煤炭及电力行业龙头的地位，实现“强者更强”。

图 19：煤炭开采成本行业领先



资料来源：公司资料，安信国际

图 20：利用小时数处于行业前列



资料来源：公司资料，安信国际

3.3. 集团提供有力支持

集团多次资产注入，增厚公司资产规模。公司上市后，神华集团共向公司进行过五次资产注入，总金额达 300 亿人民币，注入资产类型包括煤矿、电厂、煤化工、铁路敞车等，总计煤炭可售资源量(JORC 标准)达 21 亿吨、电力装机容量达 9474MW (含 2800MW 在建)。集团注入的资产均为盈利质量较高的优质资产，使得公司可以扩大经营规模、拓展煤电路港航一体化的业务模式、增强各业务板块的协同效应并增强公司盈利能力。

表 1：神华集团历次资产注入一览

时间	收购作价 (亿元)	资产类型	JORC 可售储量 (亿吨)	装机容量 (MW)		交易细节
				建成	在建	
2007.7	33	煤炭、电力	3.7	644	800	煤炭：神东电力 100% 股权 (黄玉川煤矿) 电力：神东煤炭 100% 股权 (324MW)、神东电力 100% 股权 (320MW 建成，800MW 在建)
2010.8	87	煤炭、电力	17.5	1200	-	煤炭：阿刀亥煤矿、水泉露天煤矿、李家壕煤矿、柴家沟矿业 95% 股权 (柴家沟煤矿)、神宝公司 57% 股权 (宝雁煤矿、露天煤矿、露天煤矿接续区、第三煤矿接续区) 电力：呼电公司 80% 股权 (2*600MW) 其他：清浩煤公司 60% 股权 (褐煤提质加工)，财务公司 59% 股权，物资公司 100% 股权 (铁路返空运输)，天泓公司 100% 股权，信息公司 80% 股权，北通公司 100% 股权

2011.8	34.5	铁路、电力	-	1260	-	铁路: 3996 辆敞车 电力: 国华太仓公司 50%股权 (2*630MW)、神华国际 100% 股权 (风电投资) 其他: 巴彦淖尔公司 60%股权 (洗煤、焦炭)
2013.12	93	煤化工、电力	-	-	2000	煤化工: 包头公司 100%股权 电力: 九江电力 100%股权 (2*1000MW 在建)
2015.10	54	电力	-	3570	-	电力: 宁东电厂 100%股权 (2*330MW)、徐州电厂 100% 股权 (2*1000MW)、舟山电厂 51%股权 (910MW)
合计	302		21.2	6674	2800	

资料来源: 公司资料, 安信国际

集团其他资产还将继续注入。2014 年 2 月, 公司公告将根据 2005 年 5 月与神华集团签订的《避免同业竞争协议》, 继续收购集团公司资产。根据公司 2014 年 6 月公告, 公司目前拥有神华集团 14 个未上市资产的优先交易及选择权, 其中包含多个煤矿、电厂、铁路及煤化工项目, 注入后将进一步提升公司在煤炭和电力市场的份额、增强公司各业务板块协同效应。公司计划于 2019 年 6 月 30 日前启动收购工作, 目前还有 11 个未完成资产注入。我们预计国家能源投资集团重组后, 可能对原资产注入计划进行一定调整, 但我们认为集团资产注入上市公司的总体安排不会改变。

表 2: 神华集团待注入资产一览

编号	收购标的	所有方	股权比例	主要资产
1	神华宁夏煤业集团有限责任公司	神华集团	51%	生产矿井 14 对, 在建矿井 6 对, 洗煤厂 3 个, 以及煤化工、电力、建筑等 55 个生产经营单位。
2	神华国能集团有限公司	神华集团	100%	运营火电厂 28 座, 风电场 4 个, 光伏电站 1 个, 运营装机容量 2618.4 万千瓦 (含新能源装机 44 万千瓦); 生产矿井 7 对, 设计 (核定) 产能 5400 万吨/年; 已核准和在建电源项目 13 个, 装机容量 1283 万千瓦; 在建矿井 3 对, 设计产能 2780 万吨/年。
3	中国神华煤制油化工有限公司	神华集团	100%	煤直接液化百万吨级示范工程、18 万吨煤间接液化示范工程、年处理能力 10 万吨的二氧化碳捕集与封存示范工程
4	神华新疆能源有限责任公司	神华集团	100%	煤炭: 共有煤矿 12 座 自有铁路: 准东铁路专用线、铁厂沟铁路专用线、红沙泉铁路专用线、塔西河铁路专用线 参股铁路: 乌准铁路、甘泉堡神信铁路、将黑铁路、奎屯铁路专用线 其他: 2 万吨/年煤基活性炭生产线, 远景规划生产能力 12 万吨/年
5	新疆神华矿业有限责任公司	神华集团	100%	
6	神华乌海能源有限责任公司	神华集团	100%	矿井 11 座 (其中生产矿井 9 座)、洗煤厂 12 座、焦化厂 5 座、电厂 5 座、煤焦油加工厂 1 座、甲醇厂 2 座、苯加氢厂 1 座
7	神华集团包头矿业有限责任公司	神华集团	100%	
8	陕西神延煤炭有限责任公司	神华集团	51%	西湾露天煤矿
9	神华杭锦能源有限责任公司	神华集团	100%	塔然高勒煤矿
10	江苏国华高资发电有限公司	国华电力	45%	电厂
11	山西省晋神能源有限公司	神华集团	49%	沙坪煤矿、磁窑沟煤矿、沙坪洗煤厂、沙泉配煤中心、刘元头配煤中心

资料来源: 公司资料, 安信国际

集团资产可支持公司未来清洁化转型。公司计划未来以氢能源为主要转型方向，神华集团的鄂尔多斯直接液化和宁东间接液化项目拥有较多制氢能力，同时煤制氢在主要制氢方式中具有成本优势，将支持公司未来向清洁能源供应商的方向转型。

3.4. 重组整合，资源互补

神华集团与国电集团重组，拉开资产整合大幕。2017 年 6 月 5 日，公司公告控股股东神华集团拟筹划重大事项。2017 年 8 月 29 日，公司公告控股股东神华集团与国电集团将重组成立国家能源投资集团。2017 年 11 月 20 日，国家能源投资集团有限责任公司正式重组成立，并成立了 11 人的领导班子，原国电集团董事长乔保平任董事长，原神华集团副董事长凌文任总经理。

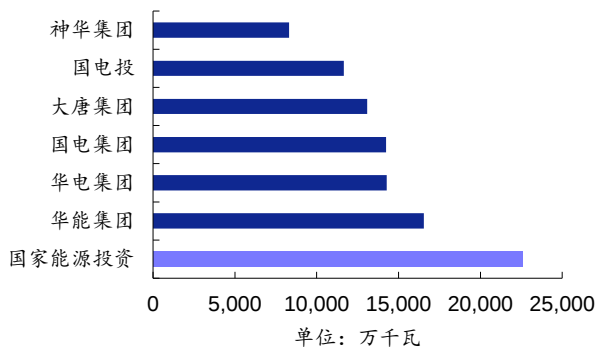
表 3：国家能源投资集团领导班子成员

姓名	职位	年龄	原任职
乔保平	董事长、党组书记	62	国电集团党组书记、董事长
凌文	董事、总经理、党组副书记	54	神华集团党组副书记、董事、总经理，中国神华执行董事、副董事长、总裁
韩建国	党组副书记	59	神华集团党组副书记、副总经理、总信息师/研究员
张国厚	党组副书记	55	国电集团党组副书记、副总经理
李东	副总经理、党组成员	57	神华集团党组成员、副总经理，中国神华高级副总裁
高嵩	副总经理、党组成员	56	国电集团副总经理、党组成员
米树华	副总经理、党组成员	55	国电集团副总经理、党组成员
王金力	副总经理、党组成员	58	神华集团副总经理，中国神华副总裁
陈斌	总会计师、党组成员	58	国电集团党组成员、总会计师
卞宝驰	纪检组组长、党组成员	54	神华集团党组成员、党组纪检组组长
王树民	副总经理、党组成员	57	神华集团党组成员、副总经理

资料来源：安信国际

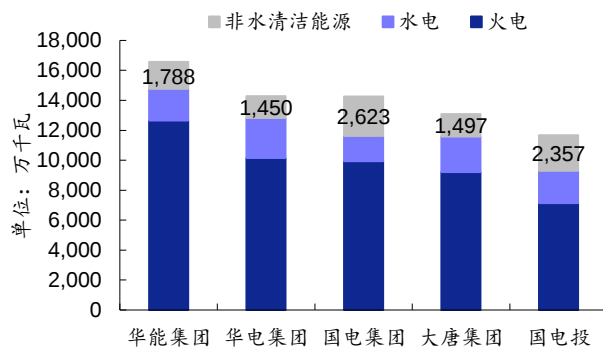
重组带来全面提升、资源互补。国电集团是按资产规模或装机容量计算，都是国内第三大的发电企业。合并后的国家能源投资集团煤炭总产量将达 4.8 亿吨，市场份额进一步扩大；总装机容量将超过 2.25 亿千瓦，超越华能集团成为国内最大的发电企业；总资产规模将达 1.8 万亿元，将成为国内第四大能源企业。同时，国电集团是五大发电集团中非水清洁能源装机容量最高的公司，而神华集团电力资产以煤电为主，两者将形成很好的互补。

图 21：重组后集团装机容量将超过 2.25 亿千瓦



资料来源：公司资料，安信国际

图 22：国电集团非水清洁能源装机容量最高

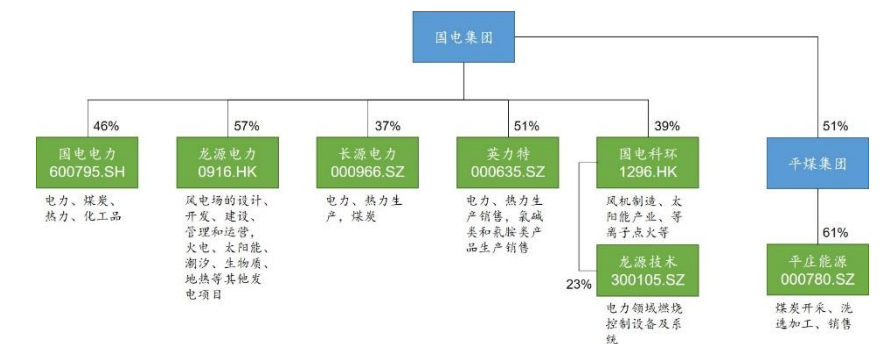


资料来源：公司资料，安信国际

上市公司层面整合开启。公司于 8 月 29 日发布公告，将与国电电力（600795.SH）分别以其持有的火电公司股权及资产共同组建合资公司，合资公司的总装机容量将达 66758MW，国电电力出资标的资产预估值 373.7 亿元，神华出资标的资产预估值 293.7 亿元，按账面价值计算，持股比例为 56%：44%，国电电力拥有合资公司控股权。这份方案稍显保守，只涉及双方的电力板块，且是以合资的方式、不涉及深层整合，但无论如何这是个良好且稳健的开端。

未来还有巨大想象空间。国电集团在 A 股及 H 股市场共控股 7 个上市公司，其中不乏与上市公司有业务协同的，如同样以煤炭为主业的平庄能源（000780.SZ）、以电力为主要业务的长源电力（000966.SZ）和英力特（000635.SZ），我们认为未来国家能源投资集团旗下的上市公司资产整合具有巨大的想象空间。

图 23：国电集团旗下主要上市资产



资料来源：公司资料，安信国际

4. 盈利预测

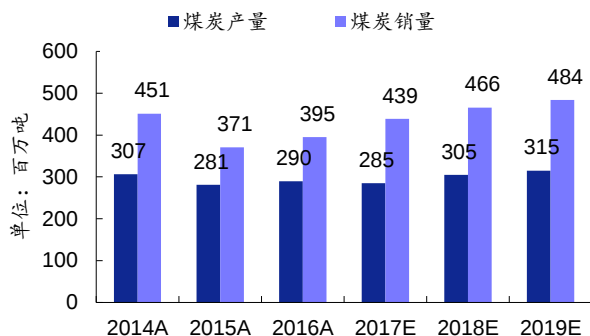
4.1. 盈利假设

煤炭产量：公司此前公告宝日希勒和哈尔乌素矿因露天矿征地问题将从 8 月起停减产，影响年度产量 2200 万吨，并将全年煤炭产量目标由年初 2.98 亿吨下调至 2.78 亿吨。由于安全管理等问题，两矿仍在进行维护性生产，实际减产情况好于预期。8 月以来公司煤炭产量稳定在月 2300 万吨/月，以此计算，公司全年产量可达 2.8-2.9 亿吨。我们预计两矿将于明年上半年完成征地工作并恢复生产。公司过去几年煤炭产量稳定维持在 2.8-3.1 亿吨/年，我们预计未来公司煤炭产量将维持稳中有升。我们预计 2017-19 年公司煤炭产量分别为 2.85 亿吨、3.05 亿吨、3.15 亿吨。

煤价：今年前三季度，公司国内煤炭销售均价为 418 元/吨，考虑到即将进入煤炭消费旺季，四季度煤价将企稳，全年均价将不低于前三季度平均水平。随着经济复苏带动煤炭需求增长以及供给端的持续偏紧，我们预计 2018-19 年煤炭价格仍将维持高位运行。

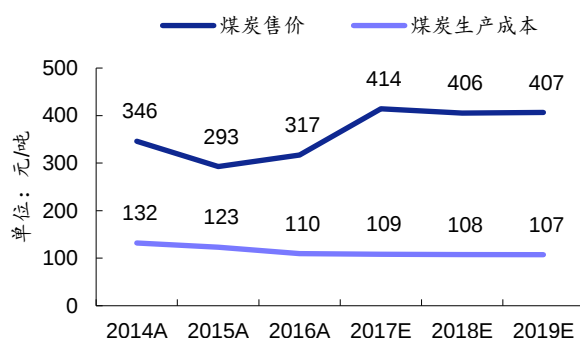
成本：公司近年来成本控制卓有成效，2016 年煤炭单位生产成本同比下降 11%。但考虑到后续降本空间有限以及人工开支的上升，我们预计未来煤炭生产成本将基本维持目前水平。

图 24：中国神华煤炭产销量预测



资料来源：公司资料，安信国际

图 25：中国神华煤炭售价及成本预测



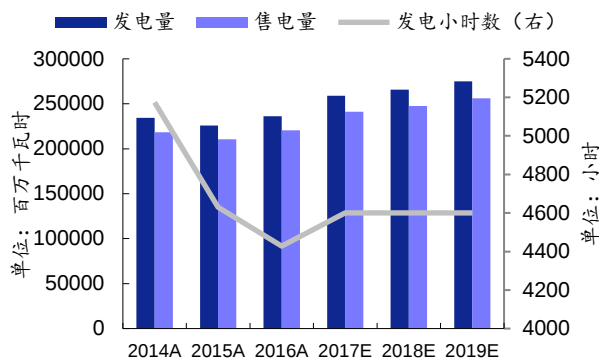
资料来源：公司资料，安信国际

发电量：随着经济复苏，今年以来电力需求加速增长，全行业平均利用小时数有较显著复苏，我们预计公司今年火电平均利用小时数将不低于 4600 小时。火电行业的供给侧改革政策限制了“十三五”期间的新增装进容量，未来火电行业的发电小时数有望维持相对稳定。公司在装机容量方面依然有较大的投资计划，我们预计，持续增长的装机容量将对冲潜在的发电小时下滑，未来 2-3 年公司年售电量将稳定在 2400 亿千瓦时左右。

上网电价：根据发改委政策，今年 7 月 1 日后火电企业停止征收工业结构调整基金并减少征收三峡水利基金，公司三季度上网电价较去年同期上涨 1.1 分/千瓦时，依此计算，全年单价将达 30.6 分/千瓦时。此外，目前煤价已触发煤电联动政策执行条件，电价具备在 2018 年再次上调的可能，潜在上调幅度在 2-3 分/千瓦时。上网电价每上调 1 分/千瓦时，公司收入增厚约 24 亿元。

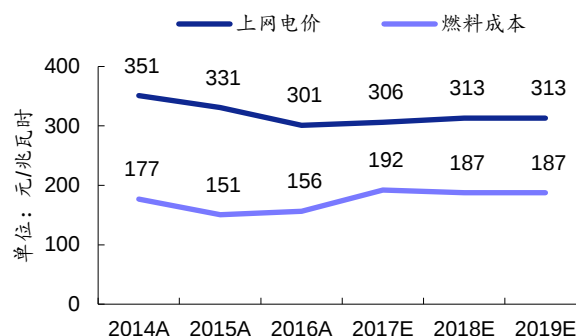
燃料成本：公司作为国内煤电联营的典范，通过自产煤炭有效控制了燃料成本的上涨。2017 年上半年燃料同比上涨 41%，好于行业平均水平。我们预计公司全年单位燃料成本同比上涨 23%。

图 26: 中国神华发电量售电量预测



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 27: 中国神华上网电价及燃料成本预测

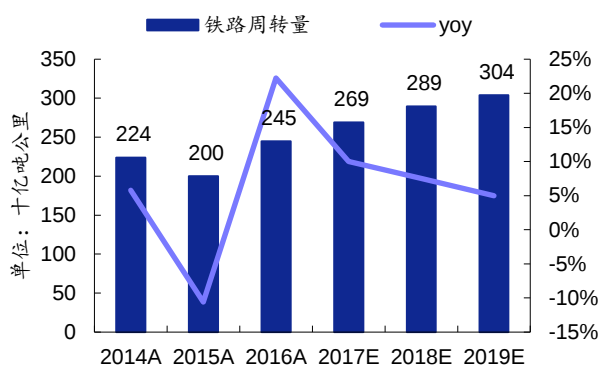


资料来源: 公司资料, 安信国际

运输板块: 我们预计随着公司煤炭销售规模增长、市场份额扩大及“大物流”战略持续推进, 公司运输板块业务量将持续增长, 运输价格将维持稳定。

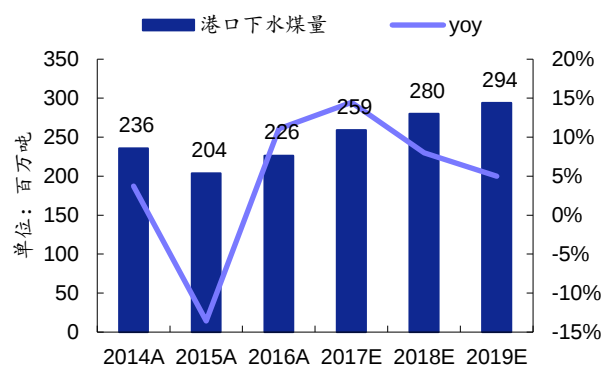
化工板块: 由于公司化工品产量已达到设计产能, 我们预计未来公司化工品产量将维持稳定。包头煤制烯烃项目扩产 75 万吨已获得内蒙古发改委核准, 带来远期增产空间。

图 28: 中国神华铁路货运量预测



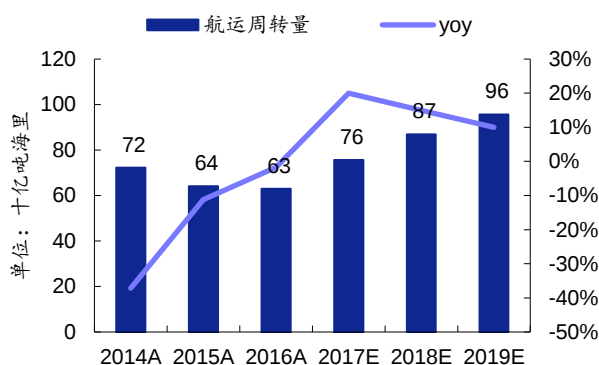
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 29: 中国神华港口下水煤量预测



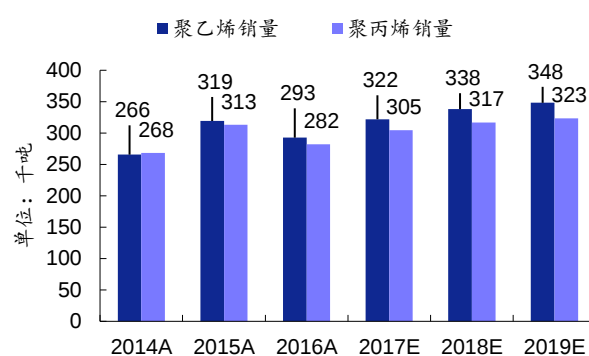
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 30: 中国神华航运周转量预测



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 31: 中国神华化工产品销量预测



资料来源: 公司资料, 安信国际

4.2. 盈利预测

盈利稳健，利润率全面复苏。公司出色的业务模式和绝对的行业龙头地位保障公司未来盈利的稳定性。我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 2390 亿元、2517 亿元和 2627 亿元，净利润为 457 亿元、490 亿元和 523 亿元，盈利稳健并持续增长。公司毛利率和净利率将恢复至 36% 和 20%，为过去 5 年来最佳水平。

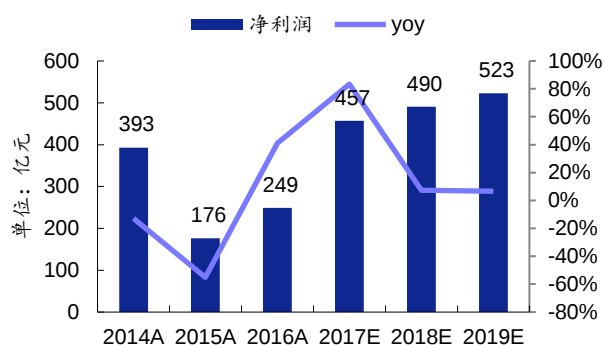
自由现金流持续增长，内含价值提升。强劲的盈利能力带动公司经营现金流持续增长。另一方面，随着公司业务版图逐步成型，公司几年来资本开支需求逐步降低。公司现金流持续增长，未来三年公司每股自由现金流可达 3.15 元、3.29 元和 3.44 元，自由现金流收益率达 20%，公司内含价值持续提升。

图 32：中国神华收入预测



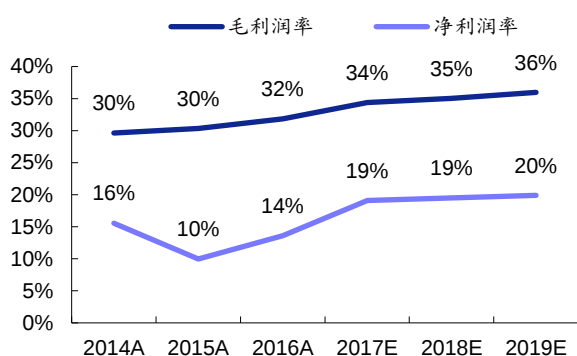
资料来源：公司资料，安信国际

图 33：中国神华净利润预测



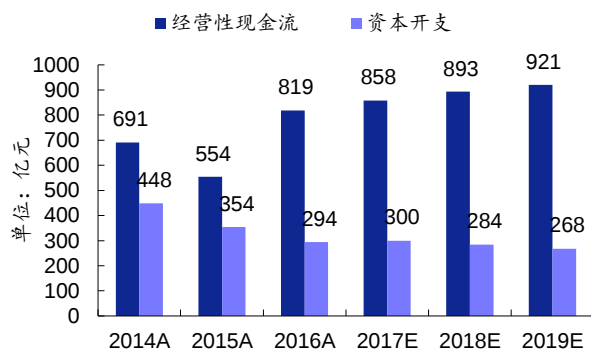
资料来源：公司资料，安信国际

图 34：中国神华利润率预测



资料来源：公司资料，安信国际

图 35：中国神华经营性现金流及资本开支预测



资料来源：公司资料，安信国际

4.3. 敏感性测试

敏感性测试显示公司盈利性有可靠保障。我们对公司 2018-2019E 净利润对煤价、煤炭产量、上网电价和发电小时数的敏感性进行了测试。根据我们的测算，环渤海煤炭价格指数 (Q5500) 每变动 10 元/吨，对公司 2018 和 2019 年净利润影响为 16.7 亿元和 17.2 亿元；自产煤产量每变动 500 万吨，对公司 2018 和 2019 年净利润影响为 7.6 亿元和 7.2 亿元；公司火电发电小时数每变动 100 小时，对公司 2018 和 2019 年净利润影响为 1.6 亿元和 1.7 亿元；公司上网电价每变动 0.5 分/千瓦时，对公司 2018 和 2019 年净利润影响为 8.0 亿元和 8.0 亿元。潜在的电价上调可能有效的对冲了潜在的煤价下滑风险，公司盈利性有可靠保障。

表 4: 中国神华 2018-2019E 净利润敏感性测试

2018E 净利润 (人民币百万元)		自产煤产量 (百万吨)						
		290	295	300	305	310	315	320
环渤海动力煤价格 (元/吨)	540	41,761	42,518	43,276	44,033	44,791	45,548	46,305
	550	43,431	44,188	44,945	45,703	46,460	47,218	47,975
	560	45,100	45,858	46,615	47,372	48,130	48,887	49,645
	570	46,770	47,527	48,285	49,042	49,799	50,557	51,314
	580	48,439	49,197	49,954	50,712	51,469	52,226	52,984
	590	50,109	50,866	51,624	52,381	53,139	53,896	54,653
	600	51,779	52,536	53,293	54,051	54,808	55,566	56,323
2019E 净利润 (人民币百万元)		自产煤产量 (百万吨)						
		300	305	310	315	320	325	330
环渤海动力煤价格 (元/吨)	540	44,939	45,661	46,383	47,105	47,826	48,548	49,270
	550	46,661	47,383	48,105	48,826	49,548	50,270	50,992
	560	48,383	49,105	49,827	50,548	51,270	51,992	52,714
	570	50,105	50,827	51,549	52,270	52,992	53,714	54,435
	580	51,827	52,549	53,271	53,992	54,714	55,436	56,157
	590	53,549	54,271	54,993	55,714	56,436	57,158	57,879
	600	55,271	55,993	56,715	57,436	58,158	58,880	59,601
2018E 净利润 (人民币百万元)		火电利用小时数 (小时)						
		4100	4200	4300	4400	4500	4600	4700
火电上网电价 (元/兆瓦时)	298	46,228	46,334	46,441	46,547	46,654	46,760	46,867
	303	47,006	47,130	47,255	47,379	47,503	47,627	47,751
	308	47,785	47,927	48,069	48,210	48,352	48,494	48,636
	313	48,564	48,723	48,883	49,042	49,201	49,361	49,520
	318	49,342	49,519	49,697	49,874	50,051	50,228	50,405
	323	50,121	50,316	50,510	50,705	50,900	51,095	51,289
	328	50,900	51,112	51,324	51,537	51,749	51,961	52,174
2019E 净利润 (人民币百万元)		火电利用小时数 (小时)						
		4000	4100	4200	4300	4400	4500	4600
火电上网电价 (元/兆瓦时)	298	49,391	49,501	49,612	49,722	49,833	49,943	50,054
	303	50,186	50,315	50,443	50,572	50,700	50,829	50,957
	308	50,981	51,128	51,274	51,421	51,568	51,714	51,861
	313	51,777	51,941	52,106	52,270	52,435	52,600	52,764
	318	52,572	52,754	52,937	53,120	53,302	53,485	53,668
	323	53,367	53,568	53,768	53,969	54,170	54,370	54,571
	328	54,162	54,381	54,600	54,818	55,037	55,256	55,475

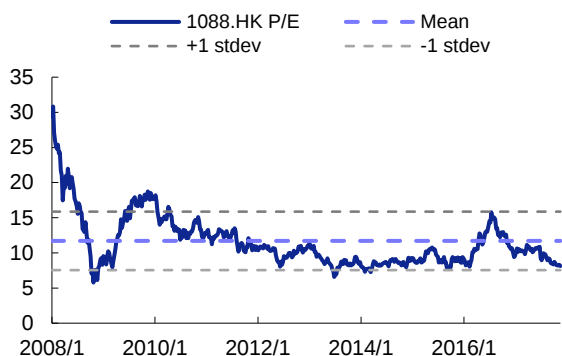
资料来源: 公司资料, 安信国际

5. 估值分析

5.1. 历史估值

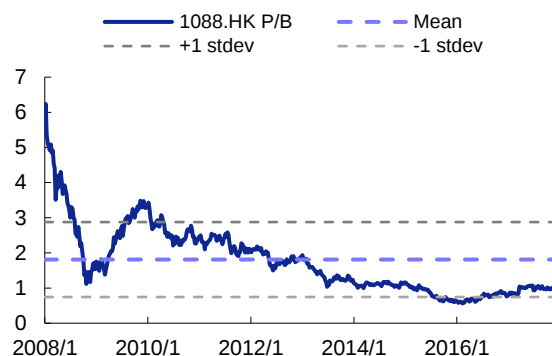
估值处于历史底部，有较大提升空间。自煤炭价格从 2011 年高点下跌以来，公司估值不断走低，最低时 P/B 仅为 0.6x。2016 年以来受益于供给侧改革影响，行业复苏，煤价触底反弹，公司盈利全面复苏，而同时公司估值并未有显著提升，目前公司 P/B 为 0.9x，尽管较最低点有所提升，但仍然处于过去十年中的底部。我们认为公司稳健的业绩表现、强劲的现金流以及稳定的分红派息将带动估值的持续提升。

图 36: 中国神华历史 P/E



资料来源：公司资料，安信国际

图 37: 中国神华历史 P/B



资料来源：公司资料，安信国际

5.2. 同业对比

在港股享有估值溢价，但仍有提升空间。公司因其行业龙头地位及出色的业绩，在港股煤炭板块享受估值溢价。但总体来看，港股煤炭板块的平均估值较 A 股有较大折价，以神华为例目前 A/H 溢价率已达 40%，具有较大提升空间。我们看好未来公司总体估值中枢上移。

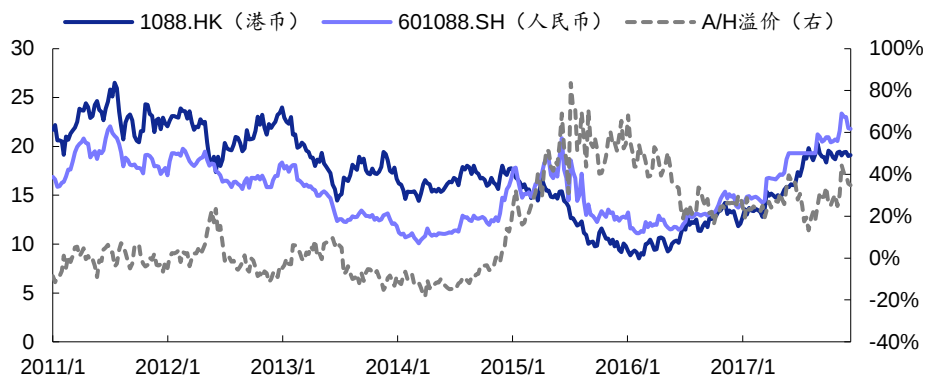
表 5: 两地主要煤炭公司估值对比

股份名称	代码	市值 百万元	最近报表 年结, Y0	-- 市盈率 (倍) --			-- EPS 增长 (%) --			股息率 (%)	市净率 (倍)	
				Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f		Y0	Y1f
港股 -- 煤炭 (港币)												
中国神华-H	1088	537,919	12/2016	14.1	7.9	8.6	41.1	78.8	-8.5	5.0	1.1	1.1
中煤能源-H	1898	78,893	12/2016	23.2	9.1	10.3	n/a	153.8	-11.2	3.1	0.5	0.4
兖州煤业-H	1171	76,463	12/2016	24.7	6.7	7.6	1033.3	270.0	-11.8	4.1	1.1	1.0
伊泰煤炭-H	3948	34,909	12/2016	12.7	6.0	7.4	1933.3	109.8	-18.0	4.9	1.0	0.8
首钢资源	639	9,649	12/2016	86.3	9.7	12.1	n/a	786.3	-19.3	4.6	0.7	0.6
平均:				32.2	7.9	9.2					0.9	0.8
A 股 -- 动力煤 (人民币)												
中国神华-A	601088	447,502	12/2016	18.8	10.4	10.8	41.1	81.2	-4.2	3.6	1.5	1.5
陕西煤业	601225	87,100	12/2016	31.6	8.4	8.7	n/a	274.2	-2.7	4.7	2.5	2.1
中煤能源-A	601898	65,632	12/2016	44.8	19.9	19.5	n/a	125.4	1.7	1.5	0.9	0.9
兖州煤业	600188	63,611	12/2016	46.9	12.3	11.6	1033.3	282.9	5.4	2.2	2.1	1.8
平均:				35.5	12.7	12.7					1.8	1.6
A 股 -- 焦煤煤 (人民币)												
西山煤电	000983	32,962	12/2016	76.0	n/a	n/a	207.4	n/a	n/a	0.7	2.0	1.8
冀中能源	000937	21,731	12/2016	89.1	17.7	14.7	-30.7	402.9	20.5	8.0	1.2	1.2
潞安环能	601699	36,346	12/2016	41.9	14.0	12.1	866.7	199.0	15.7	0.4	2.0	1.8
平均:				69.0	15.9	13.4					1.7	1.6

注：表内财务指标为彭博预测数据

资料来源：Bloomberg，安信国际

图 38: 中国神华 A/H 溢价率变化



资料来源: 公司资料, 安信国际

6. 投资建议

具备公用事业股特点, 现金流及股息率是估值主导因素。我们认为未来煤炭价格将维持窄幅波动, 动力煤公司的盈利性将维持稳定, 现金流大幅好转, 分红派息有望持续提升, 将具备公用事业股的特点。公司因其煤电联营的业务特点, 将具备更强的公用事业股特征。我们认为, 未来决定公司的估值的主要因素将是公司的自由现金流状况和股息率。

首次给予“买入”评级, 目标价 26.50 港元。我们预计未来三年公司盈利及现金流将稳定增长, EPS 分别为 2.30、2.47 和 2.63 元, 每股自由现金流 3.15、3.33 和 3.60 元, 自由现金流收益率达 20%。考虑到集团有长期资产注入计划以及与国电集团的重组持续推进中, 公司未来还有较大发展空间。公司当前估值水平远低于历史上高煤价时期, 仅对应 2018 年 1x P/B, 股息率达 5.2%, 具有较高吸引力。我们首次给予公司“买入”评级, 将目标价定为 26.50 港元, 对应 2018 年 1.3x P/B, 较现价有 26%提升空间。

7. 风险提示

- i) 煤价大幅下跌
- ii) 产量不及预期
- iii) 重组进度不及预期

附表：财务报表预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表					
主营业务收入	177,069	183,127	239,013	251,696	262,662
- 煤炭	93,502	102,283	148,965	156,164	162,859
- 发电	72,768	69,613	77,180	81,047	83,849
- 铁路	3,420	4,174	4,897	5,669	6,378
- 港口	317	575	715	873	1,028
- 航运	541	380	444	526	596
- 煤化工	5,547	4,831	5,520	6,061	6,527
- 其他	974	1,271	1,292	1,356	1,424
主营业务成本	(123,341)	(124,843)	(156,891)	(163,542)	(168,186)
毛利	53,728	58,284	82,122	88,154	94,475
其他业务收入	1,659	1,379	956	1,007	1,051
销售费用	(584)	(610)	(717)	(831)	(867)
管理费用	(9,714)	(8,423)	(8,843)	(9,564)	(10,244)
营业利润	44,463	49,119	72,322	77,507	83,102
其他收益及损失	(5,856)	(3,078)	-	-	-
联营及合资公司业绩	428	237	521	574	602
财务费用	(4,515)	(5,025)	(4,863)	(5,102)	(4,984)
税前利润	34,520	41,253	67,981	72,979	78,720
所得税	(9,561)	(9,283)	(13,596)	(14,596)	(15,744)
少数股东权益	(7,310)	(7,060)	(8,702)	(9,341)	(10,706)
净利润	17,649	24,910	45,683	49,042	52,270
核心净利润	17,649	24,910	45,683	49,042	52,270
总股数	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
EPS	0.89	1.25	2.30	2.47	2.63
EBIT	44,463	49,119	72,322	77,507	83,102
EBITDA	66,431	72,346	96,396	101,754	107,549
同比 (%)					
营业收入	-30%	3%	31%	5%	4%
毛利	-28%	8%	41%	7%	7%
营业利润	-32%	10%	47%	7%	7%
税前利润	-44%	20%	65%	7%	8%
核心净利润	-55%	41%	83%	7%	7%
现金流量表					
税前利润	34,520	41,253	67,981	72,979	78,720
折旧和摊销	21,968	23,227	24,074	24,247	24,447
营运资本变动	4,286	(12,812)	2,962	2,145	256
其他	(5,368)	30,215	(9,255)	(10,068)	(11,363)
经营性现金净流量	55,406	81,883	85,762	89,303	92,061
资本开支	(35,430)	(29,380)	(30,000)	(28,400)	(26,800)
其他	9,307	(35,274)	(3,592)	(2,749)	(2,733)
投资性现金净流量	(26,123)	(64,654)	(33,592)	(31,149)	(29,533)
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	(14,718)	(6,365)	(59,072)	(18,273)	(19,617)
新增债务	8,608	(1,017)	11,786	10,440	11,275
利息支出	(624)	(668)	(4,863)	(5,102)	(4,984)
其他	(16,423)	(10,440)	-	-	-
融资性现金净流量	(23,157)	(18,490)	(52,149)	(12,935)	(13,325)
净现金流	6,126	(1,261)	21	45,218	49,203
汇兑损益	235	126	-	-	-
期初现金余额	35,962	42,323	41,188	41,209	86,427
期末现金余额	42,323	41,188	41,209	86,427	135,630
其他存款	5,527	9,569	9,569	9,569	9,569
现金及存款	47,850	50,757	50,778	95,996	145,199
FCFF	19,976	52,503	55,762	60,903	65,261
FCFE	27,960	50,818	62,685	66,241	71,553

(续下页...)

附表：财务报表预测 (续)

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债表					
现金	47,850	50,757	50,778	95,996	145,199
应收账款	41,019	20,573	23,246	25,695	28,297
存货	12,816	13,341	14,551	15,432	16,337
其他流动资产	19,351	48,792	44,938	41,112	39,090
流动资产合计	121,036	133,463	133,513	178,234	228,922
固定资产	339,326	337,785	339,772	342,261	343,844
在建工程	33,610	35,220	38,736	40,075	40,633
无形资产	5,140	5,362	5,785	6,110	6,322
长期投资	6,908	6,942	7,463	8,037	8,639
其他长期资产	53,771	57,957	61,549	64,299	67,032
非流动资产合计	438,755	443,266	453,306	460,782	466,470
总资产合计	559,791	576,729	586,819	639,016	695,393
应付账款	33,990	35,156	36,317	37,277	38,407
短期借款	17,810	31,800	35,209	38,341	41,724
其他流动负债	49,687	45,229	47,060	47,747	48,359
流动负债合计	101,487	112,185	118,586	123,366	128,489
长期借款	88,785	73,778	82,155	89,462	97,355
递延税及递延收入	5,598	5,797	5,797	5,797	5,797
非流动负债合计	94,383	79,575	87,952	95,259	103,152
负债合计	195,870	191,760	206,537	218,625	231,641
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	278,178	297,085	283,696	314,465	347,118
少数股东权益	65,853	67,994	76,696	86,037	96,743
所有者权益合计	363,921	384,969	380,281	420,392	463,751
负债及所有者权益合计	559,791	576,729	586,819	639,016	695,393
主要财务比率					
P/E (x)	18.9	13.4	7.6	7.1	6.7
P/B (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Dividend yield (%)	4.4	1.9	16.9	5.2	5.6
EV/EBITDA (x)	8.6	7.9	6.2	5.8	5.5
EV/EBIT (x)	12.9	11.7	8.2	7.7	7.2
Gross margin (%)	30.3	31.8	34.4	35.0	36.0
Pre-tax profit margin (%)	19.5	22.5	28.4	29.0	30.0
Net margin (%)	10.0	13.6	19.1	19.5	19.9
SG&A/sales (%)	5.8	4.9	4.0	4.1	4.2
Effective tax rate (%)	27.7	22.5	20.0	20.0	20.0
ROE (%)	5.9	8.1	14.7	15.4	14.9
ROA (%)	3.2	4.4	7.9	8.0	7.8
Current ratio (x)	1.2	1.2	1.1	1.4	1.8
Stock turnover days (s)	42.0	37.7	32.0	33.0	34.0
A/R turnover days (s)	73.1	60.5	33.0	35.0	37.0
A/P turnover days (s)	106.5	99.7	82.0	81.0	81.0
Interest coverage (x)	9.8	9.8	14.9	15.2	16.7
Net debt/ (cash) to equity (%)	16.1	14.2	17.5	7.6	-1.3
Total asset to equity ratio (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Dividend payout ratio (%)	37.4	36.1	237.1	40.0	40.0

资料来源：公司资料，安信国际

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解釋),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010