

采掘

2019 年 11 月 13 日

中国神华 (601088)

——穿越周期能源巨头，低估值高股息优质标的

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2019 年 11 月 12 日

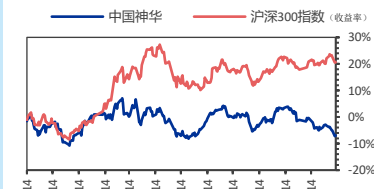
收盘价 (元) 17.67
 一年内最高/最低 (元) 21.68/17.38
 市净率 1.0
 息率 (分红/股价) 4.98
 流通 A 股市值 (百万元) 291397
 上证指数/深证成指 2914.82/9670.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 17.44
 资产负债率% 26.05
 总股本/流通 A 股 (百万) 19890/16491
 流通 B 股/H 股 (百万) -/3399

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
 mengxw@swsresearch.com
 刘晓宁 A0230511120002
 liuxn@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230119030003
 shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
 (8621)23297818×转
 shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国家能源投资集团控股，“煤电运化”全产业链运营造就业绩稳定，高现金流、高分红特征凸显。**公司控股股东为国家能源集团。公司业务涉及煤炭、电力、铁路、港口、航运以及煤化工，全产业链运营模式构筑公司综合能源供应商地位，同时也大幅提高了公司的抗风险能力。公司持续稳定盈利和高分红比例，使得公司具备长期投资价值。
- **哈尔乌素等矿逐步复产，预计 21 年自产煤产量将增 11%。**公司煤炭可采储量 149.5 亿吨，在产产能 3.31 亿吨，权益产能 2.83 亿吨（含青龙寺）。公司露天煤矿占比 38.5%，使得自产煤吨煤历史平均成本仅 110 元/吨左右，同时煤炭销售近 60%为下水煤，使得公司售价较高，2018 年吨毛利高达 316 元/吨。预计随着青龙寺煤矿正式投产和哈尔乌素矿、宝日希勒矿的复产，到 2021 年自产煤将达到 3.30 亿吨，较 18 年产量增幅 11%。另外，集团为解决同业竞争，承诺 5805 万吨/年煤矿权益产能 5 年内注入上市公司，叠加远期筹建澳洲沃特马克煤矿（1000 万吨/年）和新街台格庙矿（6200 万吨/年），公司中长期成长可期。
- **煤电联营降低发电成本，未来两年新增权益装机增幅 18%。**公司在电力行业底部战略性投资火电板块，公司现有装机 3103 万千瓦，权益 2148 万千瓦，主要电厂均分布于煤矿、铁路沿线以及航运直达区域，自供煤比例高达近 90%，使耗煤成本较低。同时公司 60.77% 的装机分布于电量有缺口省份，使得公司机组利用小时数高于全国平均水平 10% 左右。预计 19-20 年公司爪哇项目、胜利发电、锦界三期和印尼南苏项目将陆续投产，即合计新投产机组 509 万千瓦，装机增幅 16.4%；权益装机合计 196 万千瓦，权益装机增幅 18.44%。
- **黄大铁路通车有望带来利润大幅增长。**2020 年下半年黄大铁路有望通车，有效解决朔黄铁路运力瓶颈问题，将为公司增加煤炭销量 4000 万吨，预计对公司煤炭以及铁路业务板块综合贡献归母净利润 30 亿元左右。
- **受益于高比例长协煤和非煤业务占比，公司业绩相对稳定。**公司煤炭销售中 89% 的长协和 41% 的非煤业务占比，导致公司业绩相对稳定，按 2019 年煤炭产量和电力资产测算，当秦皇岛港现货价格下跌至 550 元/吨时，公司归母净利润预计 427 亿元；当煤价跌至 500 元/吨时，归母净利润降至 389 亿元，公司仍具备较好盈利能力，公司业绩稳定性较强。
- **盈利预测与评级：**我们维持 19 年盈利预测，由于 20、21 年公司将继续有大型煤矿产能以恢复，加之新建电厂将于 20、21 年陆续投产，我们上调 20、21 年盈利预测，分别上调 8.13 亿元、2.66 亿元至 468.91 亿元和 480.53 亿元，预计 2019-2021 年 EPS 为 2.31 元、2.36 元和 2.42 元，对应 PE 分别为 7.7 倍、7.495 倍和 7.3 倍。由于公司产业链齐全，我们采用企业价值倍数（EV/EBITDA）估值方法，选取各个业务对应可比上市公司进行比较，依据测算，公司 2019 年合理市值应为 4653 亿元，基于公司当前 198.9 亿股的股本可得公司合理股价应为 23.4 元，2019 年 11 月 12 日收盘价 17.67 元，故股价上涨空间为 32.4%。预计 2019 年底公司账面自有可支配现金 1500 亿元左右，在无资本开支的前提下，公司特别派息预期提升。叠加公司未来自产煤产量的增加、新建电厂和铁路的投产，使得公司兼具成长性和高股息避险属性，因此强调原有评级，继续给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，需求不及预期，煤价持续下跌。标杆上网电价大幅下调。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	264,101	177,849	233,655	240,022	251,875
同比增长率 (%)	6.2	-8.4	-11.5	2.7	4.9
归母净利润 (百万元)	43,867	37,088	45,873	46,891	48,053
同比增长率 (%)	-2.6	5.1	4.6	2.2	2.5
每股收益 (元/股)	2.21	1.86	2.31	2.36	2.42
毛利率 (%)	41.1	42.3	41.7	42.7	40.7
ROE (%)	13.4	10.7	12.9	13.6	12.9
市盈率	8		8	7	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计 2019-2021 年 EPS 为 2.31 元、2.36 元和 2.42 元，对应 PE 分别为 7.7 倍、7.495 倍和 7.3 倍。由于公司产业链齐全，我们采用企业价值倍数（EV/EBITDA）估值方法，选取各个业务对应可比上市公司进行比较，依据各业务板块对应可比上市公司行业企业价值倍数测算，公司 2019 年合理市值应为 4653 亿元，基于公司当前 198.9 亿股的股本可得公司合理股价应为 23.4 元，2019 年 11 月 12 日收盘价 17.67 元，故股价上涨空间为 32.4%。预计 2019 年底公司账面自有可支配现金 1500 亿元左右，在无资本开支的前提下，公司特别派息预期提升。叠加公司未来自产煤产量的增加、新建电厂和铁路的投产，使得公司兼具成长性和高股息避险属性，因此强调原有评级，继续给予“买入”评级。

关键假设点

1. 煤炭业务方面：煤炭行业供给侧改革促煤价窄幅震荡，未来几年“降杠杆”背景下，长协煤价将维持在 560 元/吨左右；公司煤炭产量仍保持在 3 亿吨左右，无重大事件性因素导致企业减产，2020 年黄大铁路通车分别新增 2020 年、2021 年煤炭销量 1000 万吨、3000 万吨。假设 19-21 年公司煤炭综合平均售价变化幅度分别为-1.74%、-2.06%和-1.43%。
2. 电力业务方面：能源结构调整使得电力消费总量得以保障，受电价政策调整影响，公司售电价格 19-21 年变化幅度 3%、-1.5%、-0.6%。
3. 铁路方面：“朔黄线”单位运价长期不变，运力存在提升空间；2020 年公司“黄大铁路”有望投产，2020 年、2021 年增加运力 1000 万吨、3000 万吨。

有别于大众的认识

1. 市场对煤价认为宏观经济下行，煤炭需求下滑，煤价承压下跌。我们分析认为，即便在宏观经济增速放缓的前提下，受益于用电需求的增长，不存在煤价大幅下跌风险。在煤炭行业“去杠杆”的压力下，政府通过适应需求调控供给，促煤炭供需弱平衡，煤价保窄幅盘整，近三年内煤价有望维持当前水平，公司煤炭业务盈利基本稳定。
2. 市场认为组建合资公司剥离电厂之后，公司发电分部未来几年营收受较大影响，但是未来 3 年公司还有新电厂投产，有望提升装机容量，且目前发电分部售电单价高于去年同期，高效率的机组有望带动发电分部逐渐提升营业收入、增厚盈利。

股价表现的催化剂

四季度受益于东北地区冬储煤需求拉动、产地安监环保升级，环渤海地区动力煤价格上涨。公司无新增重大项目，资本开支逐步减少，现金流充裕，预期分红比例提升。

核心假设风险

宏观经济下行，需求不及预期，煤价持续下跌。标杆上网电价大幅下调。

目录

1. “煤电路港航”全产业链运营的综合能源供应商	7
1.1 央企背景，综合能源生产龙头公司	7
1.2 公司业务涉及煤炭、电力、运输、港口、化工等全产业链	8
2. 公司煤炭资源禀赋优质，高比例长协促盈利稳定	11
2.1 公司资源禀赋优势凸显，产能扩张可期	11
2.2 有效控制成本，吨煤盈利水平居行业前列	16
2.3 行业“去杠杆”和公司长协高占比，促公司综合售价稳定	19
3. 煤电联营优势凸显，新增装机强化抗风险能力	21
3.1 经济结构调整，促使火电行业景气度触底反弹	21
3.2 火电行业底部战略性介入，电厂分布配合“煤电联营”	22
3.3 出表部分机组不影响盈利，未来两年新增权益装机达 18%	23
3.4 公司“煤电联营”模式，内部供煤价格优势明显	27
4. “路港航”联运，产业链优势创造超额利润	30
4.1 铁路业务对内打造成本优势，对外业务贡献高额毛利	30
4.2 三大港口发运接卸联动，奠定产业链枢纽低位	33
4.3 航运业务完善煤炭运输链条	35
5. 公司投资价值分析	36
5.1 煤价变动对公司业绩、估值影响的敏感性分析	36
5.2 公司现金流充裕，提高分红预期	37
5.3 盈利预测与估值	41

图表目录

图 1：控股股东为国家能源集团（截至 19 年三季报）	7
图 2：“巨无霸”国能投集团坐拥多项世界第一	7
图 3：集团资产如约逐步注入上市公司	8
图 4：各分部业务构成	9
图 5：近年公司合并抵消后各分部营收及占比（亿元，%）	10
图 6：近十年分部抵消前业务毛利及占比（亿元，%）	10
图 7：公司主要业务毛利率情况（%）	10
图 8：公司神东、准格尔和包头三个矿区储量占比超 85%（2018 年）	11
图 9：公司吨煤生产成本居行业第二低位（元/吨）	16
图 10：煤炭总产能中，露天矿产能占比近四成，开采成本低（万吨/年）	17
图 11：自产煤吨毛利自 15 年底部反弹，且维持高位	17
图 12：公司自产煤吨毛利居于行业上游水平（元/吨）	17
图 13：公司自产煤销量占总销量七成左右	18
图 14：公司煤炭业务毛利中近九成来源于自产煤	18
图 15：下水煤吨煤售价远高于铁路直达售价	18
图 16：公司下水煤占比维持高位，提高吨煤盈利能力	18
图 17：公司煤炭营收和毛利大幅上升	19
图 18：受益供给侧改革秦皇岛港 5500 大卡动力煤 FOB 价持续维持高位（元/吨）	19
图 19：煤炭集团平均资产负债率已降至 70% 以下，但距 65% 的目标还有一定差距	20
图 20：中国神华煤炭销售高比例长协定价，综合售价基本持稳（元/吨）	20
图 21：2016 年后全社会发电量增速回暖	21
图 22：火电发电量于 2016 年重回正增长	21
图 23：火电装机容量占比自 2007 年以来略有下滑	21
图 24：电煤消费量自 2016 年以来维持正增长	21
图 25：公司 17-18 年电力业务量价均出现回升	22
图 26：公司发电分部毛利率 17-18 年两年持稳	22
图 27：中国神华总装机容量变化	22
图 28：中国神华历年新增装机容量	22
图 29：2018 年公司总装机容量行业第三（万千瓦）	23

图 30: 2018 年公司发电量/售电量行业第二	23
图 31: 中国神华占合资公司股权比例 42.53%.....	23
图 32: 公司电力资产 61%装机容量分布在有电力缺口省份 (亿千瓦时, %)	25
图 33: 双方出资资产近六成集中于江浙皖地区, 约两成集中于西部地区	26
图 34: 公司“超低排放”机组比例逐年增大	26
图 35: 全部电力产能为超低排放机组, 煤耗极低	26
图 36: 公司电厂分布集中在煤炭产区、铁路沿线和沿海沿江地域.....	28
图 37: 发电分部耗煤近 90%采购自公司内部	28
图 38: 电厂耗煤总量占煤炭销量比例高达 27%	28
图 39: 公司内部长协煤定价波动平稳 (元/吨)	29
图 40: 公司内部采购煤价较电煤市场价波动平稳	29
图 41: 公司单位售电燃料成本近年基本保持平稳	29
图 42: 公司单位售电燃料成本行业领先 (元/千瓦时)	29
图 43: 公司铁路运输网分布图.....	30
图 44: 公司铁路业务 18 年贡献毛利高达 236 亿元, 毛利占比 22% (亿元, %) 31	
图 45: 准格尔矿区煤炭通过朔黄线下水运距大幅缩短	31
图 46: 朔黄线运价 0.12 元/吨公里, 优势明显	32
图 47: 朔黄线运量连续两年维持大幅增长趋势	33
图 48: 准池线开通对大秦铁路运量产生一定分流效应	33
图 49: 铁路分部对外收入占比约 15%	33
图 50: 铁路分部对外运输规模和占比持续扩大	33
图 51: 公司港口资产分布.....	34
图 52: 公司三大港口下水煤量.....	34
图 53: 黄骅港煤炭下水量基本追平秦皇岛港	34
图 54: 公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高	35
图 55: 港口分部对外交易收入占比有所提升	35
图 56: 公司航运分部货运量以及货运结构	35
图 57: 公司航运分部收入和毛利润变化.....	35
图 58: 对港口现货价及公司月度长协价均取对数 ln 求解两者波动相关性.....	36
图 59: 公司净利润自 2015 年底起逐步回升.....	38
图 60: 供给侧改革以来公司资产负债率稳步下降	38

图 61: 近年来公司资本开支金额逐年缩减	39
图 62: 近年公司年折旧额逐步稳定在 200 亿元左右	39
图 63: 经营活动产生现金流净额同比震荡上升	39
图 64: 利息保障倍数维持在 15 倍以上.....	39
图 65: 历年分红率 40%，16 年派发特别股息.....	40
图 66: 2018 年公司分红率远高于行业平均.....	40
表 1: 各矿区资源储量一览	11
表 2: 中国神华资源保有量和可采储量均居煤炭上市公司首位	12
表 3: 公司矿井产能情况 (万吨、%、百万吨)	13
表 4: 集团拟注入上市公司资产	15
表 5: 集团声明待注入上市公司煤矿资产一览.....	15
表 6: 公司自产煤成本近 3 年维持在 110 元/吨左右	16
表 7: 公司长协及现货销量情况 (2018 年)	20
表 8: 公司发电分部资产梳理.....	24
表 9: 2019 年 6 月底较去年同期电厂经营情况明细 (亿千瓦时)	25
表 10: 剥离标的电厂后发电分部经营效率同比变化汇总.....	26
表 11: 公司基本开支情况 (亿元)	27
表 12: 公司新建电厂投产预期及装机增速 (万千瓦, %)	27
表 13: 铁路资产一览 (红色为在建铁路)	30
表 14: 国铁、大秦本线、朔黄铁路采取不同的定价方式.....	32
表 15: 公司港口资产一览.....	34
表 16: 秦皇岛港口现货价变动对公司平均售价的影响 (中性假设下)	36
表 17: 煤价变动对公司售价及归母净利润的敏感性测算.....	37
表 18: 市值超百亿煤炭上市公司 18 年年报财务指标对比, 中国神华名列前茅... 38	
表 19: 母公司现金增加额.....	40
表 20: 2019 年股息率假设测算	41
表 21: 公司 EV/EBITDA 企业价值倍数估值法估值	42
表 22: 各分部估值 (2019/11/12)	43
表 23: 公司各业务板块对标上市公司平均企业价值倍数 (倍) (2019/11/12) 44	

1. “煤电路港航”全产业链运营的综合能源供应商

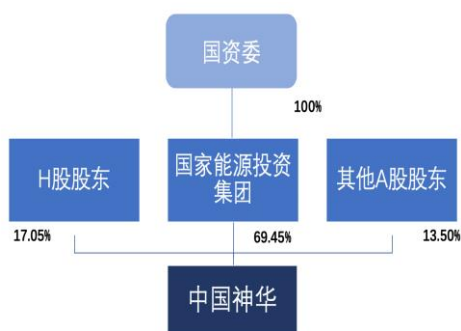
1.1 央企背景，综合能源生产龙头公司

（一）国家能源投资集团控股，沪港两地上市唯一综合能源上市公司平台

中国神华能源股份有限公司（中国神华）成立于 2004 年 11 月，分别于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月在港交所和上交所上市。截止 2019 年 6 月 30 日，公司总股本为 198.9 亿股，其中内地流通股为 164.9 亿股，占比 82.9%，香港流通股为 34 亿股，占比 17.1%。公司控股股东为国家能源投资集团，持股 69.45%，实际控制人为国务院国资委。

公司原控股股东为神华集团，2017 年 8 月 28 日，经国务院批准，神华集团与中国国电集团联合重组，神华集团更名为国家能源投资集团（国能投集团），作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。重组后国家能源集团在煤炭产量、发电装机容量及煤制油化工产量方面均居世界第一，成为具备极强竞争力的综合性能源集团，使得上市公司在煤炭、电力等资源获取和全产业链布局上具备先天优势。

图 1：控股股东为国家能源集团（截至 19 年三季报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：“巨无霸”国能投集团坐拥多项世界第一



资料来源：新华网，申万宏源研究

（二）历经多次资产注入和兼并收购，逐步缔造世界级综合能源上市平台

公司是全球第一大煤炭上市公司及世界首屈一指的综合能源供应商。自成立以来公司积极整合母公司神华集团煤炭、电力、运输等优质资产，及集团外相关优质标的，通过资产注入等方式不断壮大上市公司业务规模，积极布局上下游产业。

目前公司已布局了煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工等六大主要业务板块，其中主营业务煤炭占营收中占比约 63%，其次是发电分部和铁路分部，占比约 18% 和 14%，上下游产业链渐具规模。但是公司在 2015 年后，已经近 4 年未开展并购重组、资产注入等资本运作计划。

图 3：集团资产如约逐步注入上市公司

公司成立	港股上市	收购华东电力、东胜煤炭等	A股上市	收购绥中发电、盘山发电等	收购柴家沟矿业、洁净煤公司等	收购洛阳铝业	收购太仓公司、巴彦淖尔公司等	收购包头公司及九江电力	收购宁东电厂、徐州电厂等
2004年11月	2005年6月	2007年7月	2007年10月	2008年3月	2010年12月	2011年4月	2012年3月	2013年12月	2015年12月
公司由神华集团独家发起，于2004年11月18日在中国北京注册成立	公司于2005年6月15日在香港联交所成功上市，首次发行33.99亿股，股票代码“1088.HK”	公司斥资约33.3亿人民币向神华集团收购华东电力公司和华府东胜煤炭公司的100%股权	公司于2007年10月9日在上海证券交易所成功上市，首次发行18亿股，股票代码“601088.SH”	公司斥资约8.7亿人民币向辽宁省电力有限公司和河北电网有限责任公司收购绥中发电公司的15%股权和国华盘山发电公司的15%股权	公司斥资约87亿人民币向神华集团及其下属公司收购煤炭及电力领域的10家子公司，包括柴家沟矿业及洁净煤公司等	公司以现金收购方式，斥资约9.7亿元向华阳投资（香港）有限公司收购其全资子公司洛阳铝业51%的股权	公司斥资约34.5亿人民币收购神华集团及其下属公司所持共四家从事电力及煤炭相关业务公司的股权或资产，包括“国华太仓公司、神华香港公司及巴彦淖尔公司等	公司斥资约93.2亿人民币收购神华集团所持包头公司100%股权及国华电力所持九江电力100%股权	公司斥资约53.9亿人民币收购神华集团及其下属公司所持宁东电厂100%股权、徐州电厂100%股权及舟山电厂51%股权

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 公司业务涉及煤炭、电力、运输、港口、化工等全产业链

（一）立足煤炭行业，深度布局下游“煤电运化”全产业链

公司基于煤炭的生产和销售，积极布局下游电力、铁路、港口、航运、煤化工等业务，逐步涵盖了煤炭行业的全产业链。截至2018年，中国神华是国内煤炭类上市公司中唯一可以做到煤炭全产业链运营的企业。“煤电运化”四位一体业务模式构筑了公司强大的核心竞争实力。

煤炭业务资源丰富、产销量巨大，助力公司成为全国最大煤炭生产商。中国神华目前拥有神东、准格尔、胜利、宝日希勒和包头5大矿区，截至2018年末，公司煤炭保有资源量为303亿吨、煤炭可采储量达149.5亿吨，**资源储量稳居国内煤炭上市公司首位**。以2018年产量测算，公司煤炭可采年限约为50.4年。2018年公司煤炭销售量达到4.61亿吨，其中国内煤炭销售量达到4.56亿吨，占同期全国煤炭销售量33.9亿吨的13.46%，稳坐国内煤炭企业销量鳌头。远期产能方面，公司内蒙古新街台格庙矿区总体规划于2017年8月得到发改委批复，台格庙北区截至目前已完成矿产资源储量评审，公司保有资源量增加，投产后将进一步增厚公司煤炭年产销量。

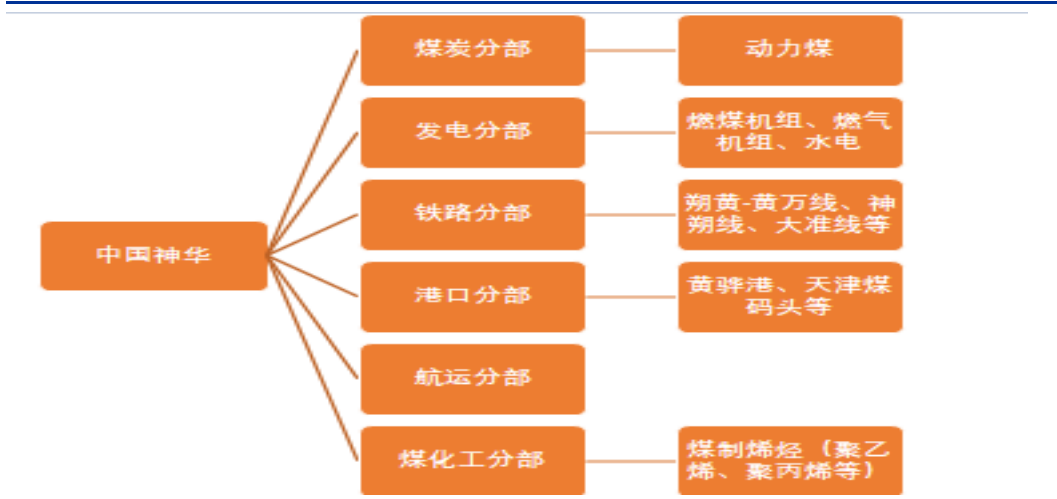
剥离资产成立合资公司后，电力板块经营效率更高。中国神华目前控制并运营大规模高容量的清洁燃煤机组，包括国内13家和海外1家燃煤电厂；公司同时注重清洁能源的发展，目前拥有1家燃气电厂和1家水电厂。截至2019年6月30日，公司控制并运营的发电机组装机容量达到3102.9万千瓦，加权平均度电售电价约为0.325元，同比增长了4.33%，度电毛利同比增长15.55%，经营效率更高。此外，国华爪哇7项目2*1050MW工程进度超70%，投产后将进一步扩大公司装机容量。

铁路、港口、航运业务构筑强大运输网，有利于降低公司煤炭销售成本。铁路方面，中国神华控制并运营围绕“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。目前在运营铁路8条，在建铁路3条，总营业里程

约 2155 公里。2018 年公司自有铁路总运输周转量 2839 亿吨公里，是除国有铁路之外的最大铁路网运营商。港口方面，公司控制并运营黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头等多个综合港口和码头，其中黄骅港为北方最大的煤炭下水港之一，2018 年煤炭吞吐量 2.03 亿吨，与秦皇岛港煤炭吞吐量基本持平。2018 年公司通过自有港口下水的煤炭销售量 2.38 亿吨，占公司总下水煤销量 2.7 亿吨的 88.26%。航运方面，公司拥有约 218 万载重吨自有船舶的航运船队，年航运货运量达 1.04 亿吨。完善的铁路、港口、航运运输网络对降低公司煤炭业务成本起到了重要的作用。

煤化工业务打造煤炭产业链下游应用。中国神华煤化工板块产品主要包括聚乙烯（产能 30 万吨/年）、聚丙烯（产能 30 万吨/年）及其他少量副产品。煤制烯烃项目的甲醇制烯烃（MTO）装置是国内首创的大规模甲醇制烯烃装置。公司煤制烯烃项目生产所用燃料煤及原料煤全部由集团内部供应，煤炭运输和产品外运均使用铁路专线，保证原料供应和产品外送。

图 4：各分部业务构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

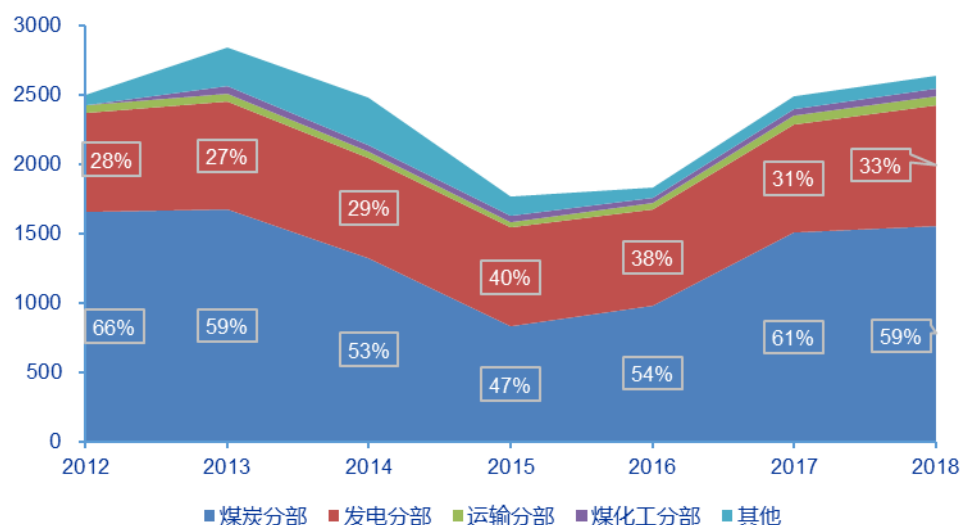
（二）煤炭、发电、铁路三分部贡献公司主要毛利，且毛利率水平波动较小

从各个业务分部来看，公司主要营收和利润来自于煤炭、电力和铁路三板块，三板块营收和毛利合计占比约 95%。

公司营业收入方面，2012 年以来，至 2018 年 7 年期间，公司的总营业收入平均 2365 亿元。其中 2015 年和 2016 年受煤价较低影响，公司营业收入相对较低，分别为 1771 亿元和 1831 亿元。距 2013 年 2838 亿元，下降 35-38%。但是煤、电业务仍存在互补性，2015-2016 年煤炭、电力业务营收合计占比分别为 87%和 91%。煤炭业务营收受煤价影响占比下降时，电力业务营收占比明显提升。

随着公司新建电力机组的投产，到 2018 年即便在煤价相对高位的前提下，公司非煤业务占比也提升至 41%的水平。我们分析预测，未来 2019-2021 年公司营收由于部分电力资产的剥离，煤炭营收占比会有所提升，随着公司黄大铁路通车带来销量的增长，将会弥补煤价下跌对公司营收的影响，公司营收基本保持小幅增长态势。

图 5：近年公司合并抵消后各分部营收及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

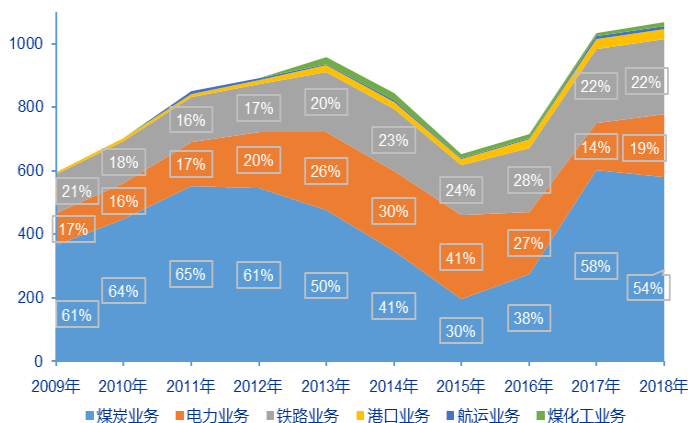
公司毛利润方面，主要依靠于煤炭、电力和铁路三业务板块贡献，三板块占比高达 95%。

依照各业务合并抵消前数据，公司近十年煤炭业务毛利率平均 27%，其中 2014-2015 年水平相对较低，为 18%和 16%，近年来受益于供给侧改革已经恢复至 30%左右水平。2018 年，煤炭业务实现毛利 579 亿元，占比 54%。

电力业务和煤炭业务历史平均毛利率基本相当，电力业务近十年平均毛利率 28%。电力业务在毛利方面和煤炭业务形成互补局面，在 2014-2015 年煤价低迷时期，公司电力业务毛利率高达 35-36%，远高于历史平均水平。2018 年公司电力业务毛利率 23%略低于历史平均，但是进入 2019 年上半年，由于公司剥离部分电力资产，使得公司电力业务毛利率有所提升，提升至 26%水平。毛利占比 19%。

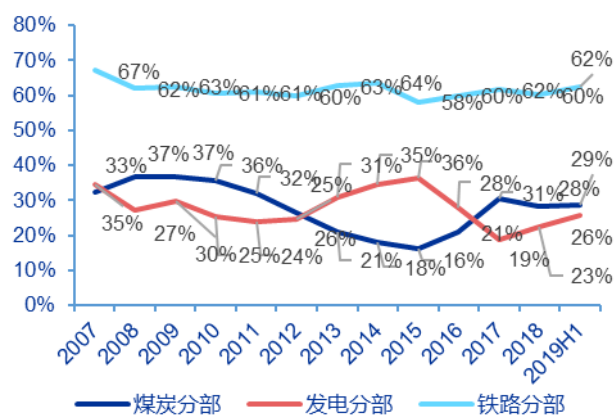
铁路方面近年来毛利率持续维持在 60%左右，是公司毛利率水平最高的业务分部。2018 年铁路板块实现毛利润高达为 235.75 亿元，毛利占比高达 22%，略高于电力板块。

图 6：近十年分部抵消前业务毛利及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司主要业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 公司煤炭资源禀赋优质，高比例长协促盈利稳定

2.1 公司资源禀赋优势凸显，产能扩张可期

（一）煤炭资源分布集中，储量丰富，新规划内蒙矿区已完成部分矿产资源评审

中国神华目前拥有五大矿区，资源分布集中且煤炭禀赋优质。公司国内矿井资产主要分布在内蒙古和陕西两个产煤大省，目前拥有五大矿区：神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区以及包头矿区。一方面，公司煤矿资源分布较为集中：截至 2018 年末，五大矿区中国标准下保有资源量达 234 亿吨，其中神东、准格尔和包头三个矿区分布在内蒙古和陕西两省交界，其中大部分煤矿分布在直径 500 公里的范围内，三个矿区资源保有量总和达 199.8 亿吨，占总资源比重的 85.4%。另一方面，公司煤矿资源禀赋优质：以神东矿区为例，神东煤炭具有“三低一高”的特点，即特低灰、特低硫、特低磷、中高发热值，是优质的动力、化工和冶金用煤，此外，公司众多煤矿埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单，故开采成本较低。

图 8：公司神东、准格尔和包头三个矿区储量占比超 85%（2018 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司煤矿资源储量十分丰富，资源保有量和可采储量均居国内首位，新街台格庙矿区完成资源储量评审后将进一步提升公司资源储量。截止 2018 年末，神华煤炭资源储量为 303 亿吨、可采储量 149.5 亿吨，可售储量（JORC 标准）82.6 亿吨。以 2018 年产量测算，公司可采年限达 50.4 年。其中，2018 年 11 月，新规划新街矿区台格庙北勘查区完成矿产资源储量评审，为公司保有资源量贡献 64.2 亿吨新增量。由于 2017 年 8 月发改委批复的总体规划中，该矿区拥有煤炭资源总量约 144 亿吨，故南区完成资源储量评审后，公司资源储量预计还将增加 79.8 亿吨，增幅超过 26%。

表 1：各矿区资源储量一览

矿区	保有资源量（中国标准/亿吨）	可采储量（中国标准/亿吨）	煤炭可售储量（JORC 标准/亿吨）	主要煤种
已投产矿区				
神东矿区	160.3	92.3	47.8	长焰煤/不粘煤
准格尔矿区	39	31.2	20.7	长焰煤

矿区	保有资源量 (中国标准/亿吨)	可采储量 (中国标准/亿吨)	煤炭可售储量 (JORC 标准/亿吨)	主要煤种
胜利矿区	20.3	13.8	2.1	褐煤
宝日希勒矿区	13.9	11.8	12	褐煤
包头矿区	0.5	0.4	0	不粘煤
已投产矿区小计	234	149.5	82.6	
新批复新街矿区				
新街台格庙矿区 (北)	64.2	-	-	不粘煤
新街台格庙矿区 (南)	等完成批复后预计为 79.8		-	不粘煤
新街矿区小计	64.2			
其他	4.8			
合计	303	149.5	82.6	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：中国神华资源保有量和可采储量均居煤炭上市公司首位

公司	保有资源量 (中国标准/亿吨)	可采储量 (中国标准/亿吨)	产量 (2018 年 亿吨)	可采年限 (以 2018 年产量测算/年)
中国神华	303.0	149.5	2.966	50.4
中煤能源	236.5	139.6	0.771	181.0
陕西煤业	164.3	98.1	1.081	90.8
兖州煤业	117.4	25.4	0.951	26.7
盘江股份	61.9	10.5	0.068	153.7
大同煤业	54.4	29.2	0.311	94.1
新集能源	45.4	19.3	0.152	126.7
冀中能源	32.3	7.0	0.283	24.6
永泰能源	38.5	26.8	0.098	273.9
阳泉煤业	25.4	14.1	0.385	36.5
潞安环能	29.4	11.4	0.415	27.4
山煤国际	20.1	10.1	0.344	29.2
露天煤业	19.7	—	0.471	—
平煤股份	19.4	9.7	0.308	31.4
昊华能源	14.4	9.4	0.105	89.9
兰花科创	16.1	7.4	0.076	98.6
上海能源	13.6	6.3	0.054	117.7
恒源煤电	10.7	5.0	0.106	47.1
开滦股份	6.0	3.9	0.029	133.2
平庄能源	—	2.2	0.050	45.0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

(二) 公司矿井总产能约 3.3 亿吨，权益产能超过 2.8 亿吨

国内煤矿资产方面，截至 2018 年底，公司五大矿区处于在产状态的 24 家（含一家联合试运转）煤矿核定产能共计 3.288 亿吨/年，权益产能达到 2.8118 亿吨/年。其中产能 1000 万吨/年及以上的矿井 14 座，占比 58%，说明公司产能结构中先进产能占主导低位；而能源局公布的全国矿井产能名单中，该规模矿井合计 41 座，公司占比超过 1/3。

2018 年，核定产能 800 万吨/年的郭家湾煤矿已转固进入生产状态，公司权益占比 50%，权益产能 400 万吨/年；另外，公司全资持有的两座矿井于 2018 年核增产能：乌兰木伦煤矿核增产能 110 万吨/年，至 510 万吨/年；寸草塔一矿核增产能 210 万吨/年至 450 万吨/

年。在建矿井方面，子公司亿利能源所属黄玉川煤矿处于在建状态，核定产能 1000 万吨/年，公司持股 51%。

境外煤矿资产方面，公司目前拥有印尼煤矿和澳大利亚-沃特马克煤矿，后者建成后公司海外总产能将达到 1200 万吨/年，目前沃特马克露天煤矿项目已完成初步设计、探矿权更新等工作。

宝日希勒煤矿及哈尔乌素两大露天煤矿产能有望恢复。据公司公告披露，受露天矿征地进度滞后导致土方剥离施工暂缓的影响，公司所属哈尔乌素露天矿、宝日希勒露天矿于 2017 年 8 月起暂时停止或减少煤炭生产。据公司 2018 年报披露，哈尔乌素露天矿草原占用证、采矿接续用地手续等已经办理完毕；宝日希勒露天矿采掘场接续用地预审获批复，两矿产能的恢复正在稳步推进中。

表 3：公司矿井产能情况（万吨、%、百万吨）

煤矿名称	核定产能 (万吨)	权益 占比	权益产能 (万吨)	产量（百万吨）				
			(万吨)	2014	2015	2016	2017	2018
神东矿区	19860		18771.1	189.2	173.3	183.0	193.3	195.8
神东煤炭集团 14 家：								
中国神华能源股份有限公司补连塔煤矿	2800	100%	2800	28.2	27.7	26.3	27.6	
中国神华能源股份有限公司布尔台煤矿	2000	100%	2000	17.9	18.1	17.2	18.2	
中国神华能源股份有限公司上湾煤矿	1600	100%	1600	15.0	14.8	14.1	14.1	
中国神华能源股份有限公司万利一矿	1000	100%	1000	3.1		3.0	3.0	
中国神华能源股份有限公司乌兰木伦煤矿	510	100%	510	7.4	3.9	3.5	3.7	
中国神华能源股份有限公司柳塔煤矿	300	100%	300	3.8	3.0			
中国神华能源股份有限公司金烽寸草塔煤矿（寸草塔一矿）	450	100%	450	3.3	2.2	2.0	2.1	
中国神华能源股份有限公司寸草塔煤矿（寸草塔二矿）	240	100%	240	5.9	5.2	5.3	5.6	
中国神华能源股份有限公司神山露天煤矿	60	100%	60					
中国神华能源股份有限公司哈拉沟煤矿	1600	100%	1600	14.9	14.7	14.5	14.8	
中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿大柳塔井	1800	100%	1800					
中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿活鸡兔井	1500	100%	1500	35.8	33.0	32.3	33.0	
中国神华能源股份有限公司榆家梁煤矿	1300	100%	1300	17.2	16.3	16.3	16.4	
中国神华能源股份有限公司石圪台煤矿	1200	100%	1200	10.5	10.2	10.0	10.3	
包头矿业 1 家：								
神华集团包头矿业有限责任公司李家壕煤矿	600	100%	600	5.9	5.6	5.0	5.3	
锦界能源 1 家：								
陕西国华锦界能源责任有限公司锦界煤矿	1800	70%	1260	18.9	18.0	17.1	18.0	
榆林神华 2 家：								
榆林神华能源有限责任公司郭家湾煤矿	800	50%	400.8				3.0	
榆林神华能源有限责任公司青龙寺煤矿（试运转）	300	50%	150.3					
其他				1.4	0.6			
包头矿区	120		120	0.8	1.1	1.1	0.4	0.6
包头矿业 2 家：								
神华集团包头矿业有限责任公司水泉露天煤矿	120	100%	120	0.8	1.1	1.0	1.0	

煤矿名称	核定产能 (万吨)	权益 占比	权益产能 (万吨)	产量 (百万吨)				
准格尔矿区	7400		5972	66.3	64.7	62.9	55.4	52.3
哈尔乌素分公司 1 家:								
中国神华能源哈尔乌素分公司 (哈尔乌素露天矿)	3500	100%	3500	31.4	30.3	29.7	31.2	
准格尔能源公司 1 家:								
神华准格尔能源有限责任公司黑岱沟露天矿	3400	58%	1972	30.4	30.7	30.1	31.6	
神东煤炭集团 1 家:								
神华能源股份有限公司保德煤矿 (19/9/25 安全生产许可证被注销)	500	100%	500	4.5	3.7	3.0	0.0	
宝日希勒矿区	3500		1995	28.7	25.1	25.0	25.3	29.2
神宝能源公司 1 家								
神华宝日希勒能源有限公司露天煤矿	3500	57%	1995	28.7	25.1	23.8	25.0	
胜利矿区	2000		1260	17.0	12.1	16.0	19.2	18.7
北电胜利能源公司 1 家								
中国神华能源股份有限公司胜利一号露天矿	2000	63%	1260	17.0	12.1	11.5	12.1	
国内产能小计 (万吨/年)	32880							
国内权益产能小计 (万吨/年)			28118.1					
海外煤矿	200		140		1.9	1.8	1.8	0
印尼	200	70%	140	2.1	1.9	1.8	1.8	-
澳大利亚-沃特马克 (在建)	1000	100%	1000					
目前在产总产能 (万吨/年)	33080		—					
目前在产总权益产能 (万吨/年)	—		28258					
其他在建产能								
神华亿利能源有限责任公司黄玉川煤矿	1000	51%	510					

资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

(三) 集团未上市产能存在注入预期，叠加新街台格庙矿区投产，上市公司远期产能或达 4.9 亿吨/年

公司与控股股东国家能源集团（原神华集团）于 2005 年签订的《避免同业竞争协议》及于 2018 年 3 月签订的《避免同业竞争协议之补充协议》，本公司作为国家能源集团下属煤炭业务的整合平台，集团承诺不与本公司在国内外任何区域内的主营业务（煤炭勘探、开采、洗选、销售；煤炭综合利用制品的生产、销售；矿产品的开发经营；铁路运输；港口运输以及与上述业务相关的产业及配套服务）发生竞争。根据承诺，**本公司将于集团完成整合后 5 年内优先对前对原神华集团及其附属企业的 14 项资产启动收购工作（资产一至资产九以及资产十三、资产十四中除常规能源发电业务以外的资产），其中宁东电力 100% 股权、徐州电力 100% 股权、舟山电力 51% 股权三项资产的收购已于 2015 年完成。**

表 4：集团拟注入上市公司资产

序号	资产（只包括除常规能源发电业务以外的资产）	收购状态
资产一	原神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51%股权	未启动收购
资产二	原神华集团所持神华国能集团有限公司 100%股权	未启动收购
资产三	原神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100%股权	未启动收购
资产四	原神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产五	原神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产六	原神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产七	原神华集团所持神华集团包头矿业有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产八	原神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51%股权	未启动收购
资产九	原神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100%股权	未启动收购
资产十	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持国华徐州发电有限公司 100%股权	已收购
资产十一	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持宁夏国华宁东发电有限公司 100%股权	已收购
资产十二	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持神华国华（舟山）发电有限责任公司 51%股权	已收购
资产十三	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持江苏国华高资发电有限公司 45%股权	未启动收购
资产十四	原神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49%股权	未启动收购
其他	原国电集团持有的与中国神华主营业务直接或间接构成竞争的非上市业务（但不包括内蒙古平庄能源股份有限公司的相关资产）	未启动收购

资料来源：公司公告，申万宏源研究

待收购企业的煤矿资产核定产能总计达 9795 万吨/年，权益产能 5805 万吨/年。此外，前述获得发改委批复的内蒙古新街台格庙矿区项目规划矿井建设总产能规模预计达 6200 万吨/年。在未来收购计划和新项目投产全部顺利实施的乐观假设下，公司远期煤炭产能或达 4.9 亿吨/年。

表 5：集团声明待注入上市公司煤矿资产一览

煤矿名称	产能（万吨/年）	权益占比	权益产能（万吨/年）	计划收购情况
神华乌海能源有限责任公司	1535		1394	计划集团层面完成整合后 5 年内启动收购神华乌海 100%股权
神华集团海勃湾矿业有限责任公司公乌素煤矿三号井	270	100%	270	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司露天煤矿	210	100%	210	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司平沟煤矿	180	100%	180	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司老石旦煤矿	150	100%	150	
神华集团海勃湾矿业有限责任公司露天煤矿三采区	45	100%	45	
神华集团乌达五虎山矿业有限责任公司五虎山煤矿	200	65%	130	
神华集团乌达矿业有限责任公司黄白茨煤矿	180	100%	180	
神华蒙西煤化股份有限公司棋盘井煤矿	300	76%	229.02	
神华宁夏煤业集团有限责任公司	7675		3914	计划集团层面完成整合后 5 年内启动收购宁夏煤业 51%股权
神华宁夏煤业集团有限责任公司梅花井煤矿	1200	51%	612	
神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿一号井	900	51%	459	
神华宁夏煤业集团有限责任公司枣泉煤矿	800	51%	408	
神华宁夏煤业集团有限责任公司清水营煤矿	500	51%	255	
神华宁夏煤业集团有限责任公司灵新煤矿	320	51%	163.2	
神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿二号井	300	51%	153	
神华宁夏煤业集团有限责任公司石沟驿煤业分公司	0	51%	0	
神华宁夏煤业集团红石湾煤矿	60	51%	30.6	
神华宁夏煤业集团有限责任公司金能煤业分公司	340	51%	173.4	

神华宁夏煤业集团白茆沟煤矿	160	51%	81.6	
神华宁夏煤业集团有限责任公司大峰露天煤矿	95	51%	48.45	
神华宁夏煤业集团有限责任公司金凤煤矿	400	51%	204	
神华宁夏煤业集团红柳煤矿（试运转）	800	51%	408	
神华宁夏煤业集团麦垛山煤矿（试运转）	800	51%	408	
神华宁夏煤业集团石槽村煤矿（试运转）	600	51%	306	
神华宁夏煤业集团双马一矿（试运转）	400	51%	204	
神华新疆能源有限责任公司	585		496.8	
神华新疆能源有限责任公司苇湖梁煤矿	135	100%	135	
神华新疆能源有限责任公司昌吉屯宝煤矿	270	100%	270	
神华天电矿业有限公司宽沟煤矿	180	51%	91.8	
目前总产能（万吨/年）	9795		5805	

资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

2.2 有效控制成本，吨煤盈利水平居行业前列

（一）自产煤成本维持低位，居行业第二低。

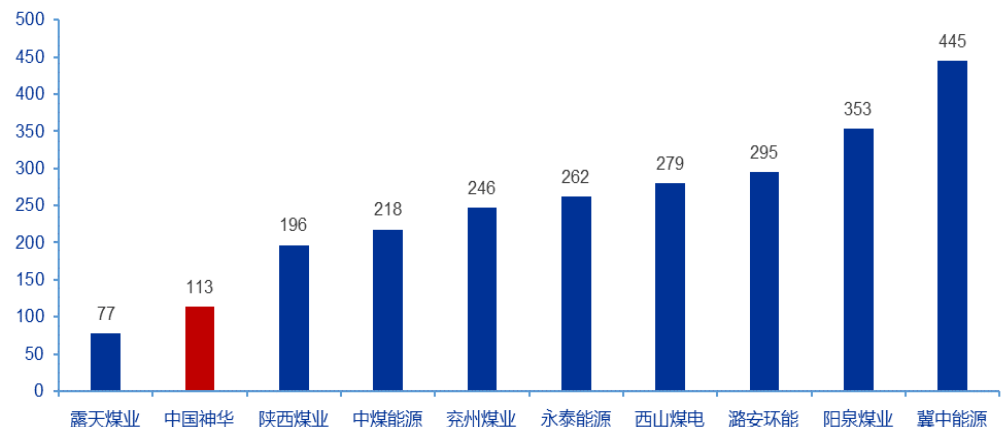
多年来，公司坚持优化生产组织、实施精细化成本管控、坚持提质增效等，有效地控制了自产煤单位成本增长。2018 年公司自产煤单位成本 113.4 元/吨，同比小幅增长 4.5%，近三年公司的平均吨煤成本维持在约 110 元/吨的低水位；而在 A 股上市的众多煤炭生产企业中，中国神华吨煤成本是行业第二低，仅次于露天煤业。

表 6：公司自产煤成本近 3 年维持在 110 元/吨左右

吨煤成本（元/吨）	2013	2014	2015	2016	2017	2018
自产煤生产成本	124.5	127.6	119.5	108.9	108.5	113.4
自产煤生产成本增幅	-0.08%	2.49%	-6.35%	-8.87%	-0.37%	4.52%
其中：原料燃料及动力	26.6	24.6	20.6	18.3	17.9	23.0
人工成本	15.2	15.4	17.7	17.6	18.8	21.2
折旧及摊销	23.9	24.5	24.4	19.7	17.5	18.5
其他	58.8	63.1	56.8	53.3	54.3	50.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

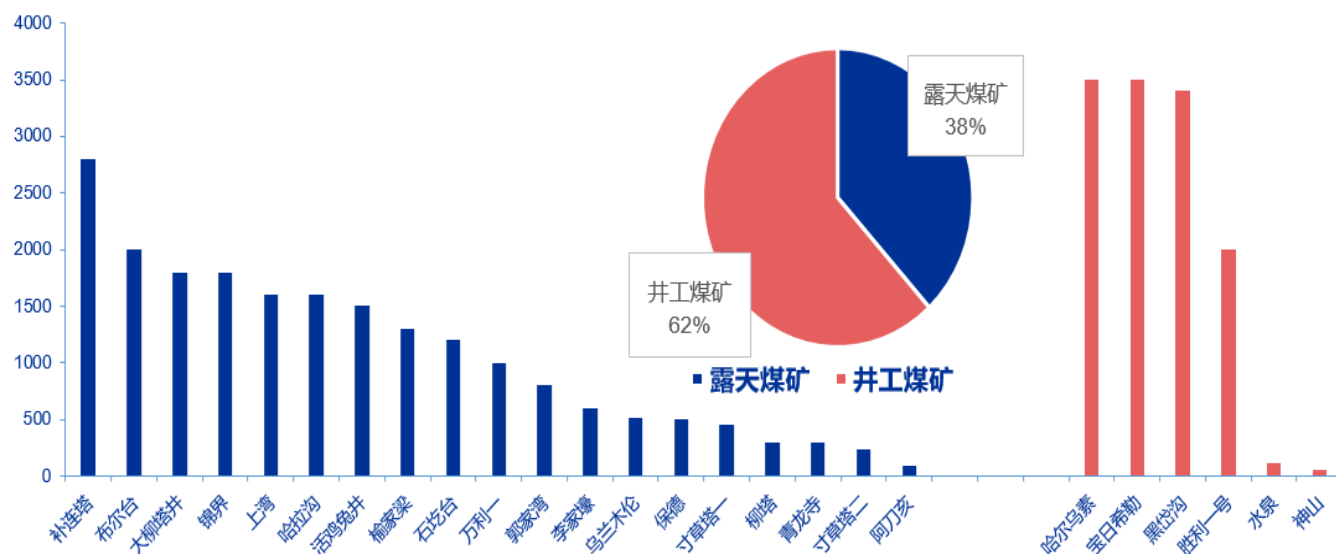
图 9：公司吨煤生产成本居行业第二低位（元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司吨煤生产成本低的主要原因之一是露天矿占比高，为降低开采成本提供先天优势。一般来讲，煤矿可按照煤层与地表距离分为露天煤矿和井工煤矿，露天煤矿由于煤层较浅，相比井工煤矿开采难度小、开采成本低。截至 2018 年底，公司已投产矿井中产能最大的三家均属于露天煤矿，公司全部露天煤矿产能占总产能的 38.16%，开采成本客观优势尽显。

图 10：煤炭总产能中，露天矿产能占比近四成，开采成本低（万吨/年）



资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

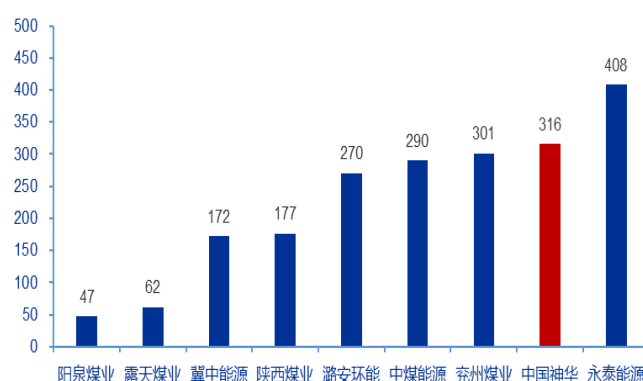
自产煤吨毛利较 15 年大幅回升，处行业上游水平。得益于煤炭价格的持续上涨与公司不断加强的成本管理，公司自产煤单吨毛利从 2015 年的底部反弹，之后大幅回升，2018 年实现吨毛利 315.6 元/吨，同比小幅降低 0.6%，较 2015 年的 173.4 元/吨已增长 82.01%。而在行业中，2018 年公司自产煤吨毛利高于大部分公司如陕西煤业、中煤能源等，处行业上游水平。

图 11：自产煤吨毛利自 15 年底部反弹，且维持高位



资料来源：公司公告，申万宏源研究

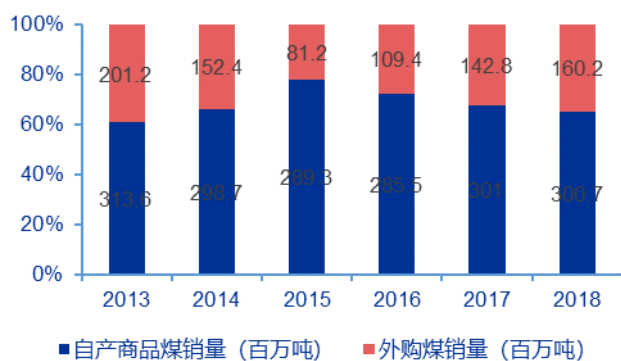
图 12：公司自产煤吨毛利居于行业上游水平（元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

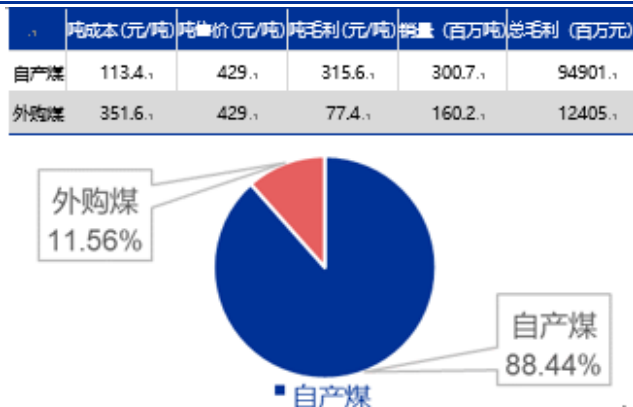
自产煤销量占总销量 65%，贡献煤炭板块 88% 的毛利，有效提高公司盈利能力。公司煤炭销售包括自产煤和外购煤，其中自产煤成本受公司控制，而外购煤成本主要由市场煤价决定，自产煤吨毛利大幅高于外购煤吨毛利。2018 年，公司自产煤销量达 3 亿吨，占煤炭总销量比例仅 65%，但由于自产煤吨毛利达 315.6 元/吨，远高于外购煤吨毛利 77.4 元/吨，公司煤炭业务总体毛利中自产煤贡献约 88%。

图 13：公司自产煤销量占总销量七成左右



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 14：公司煤炭业务毛利中近九成来源于自产煤

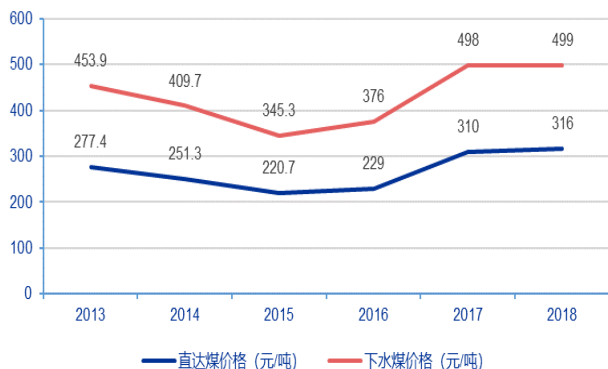


资料来源：公司公告、申万宏源研究

(二) 公司下水煤销售量占比近六成，全产业链运营大幅提高吨煤利润水平

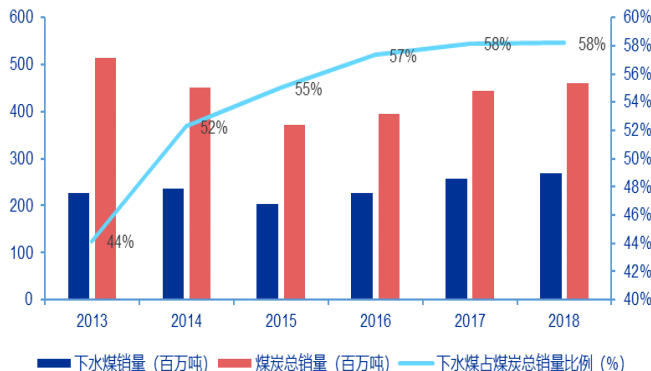
2018 年中国神华商品煤销量约 4.61 亿吨，其中下水煤销售量达 2.68 亿吨，同比增长 4.8%，占总销量的 58.13%。由于下水煤的销售涉及“开采→陆路运输→港口转运→水路运输”等众多环节，中国神华可以依靠全产业链布局优势在各环节获利，公司长期以最大化下水煤销售为目标，下水煤销量占比自 2014 年以来常年维持在 50% 以上。随着黄大线路 2020 年投产，公司销售到沿海的煤炭占比有望进一步提升，吨煤利润也有望提高。

图 15：下水煤吨煤售价远高于铁路直达售价



资料来源：公司公告、申万宏源研究

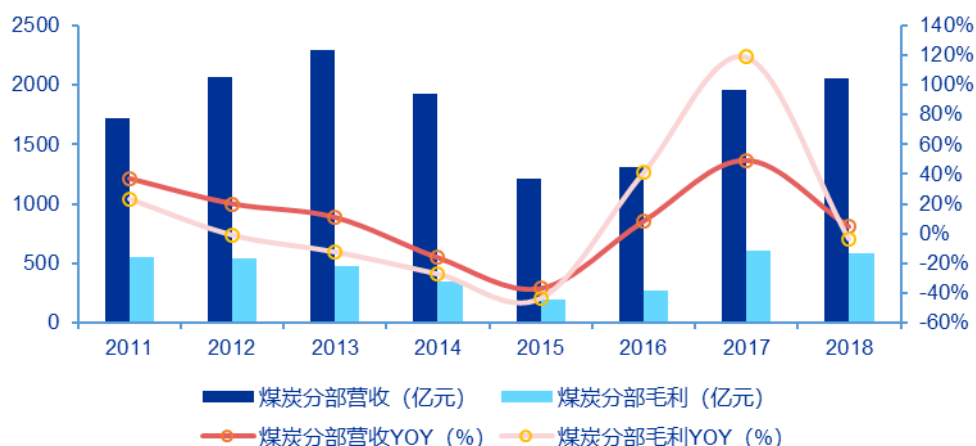
图 16：公司下水煤占比维持高位，提高吨煤盈利能力



资料来源：公司公告、申万宏源研究

受煤价上涨和高比例下水煤带动，2018 年公司合并抵销前煤炭分部业绩大幅上扬，录得营业收入 2051.91 亿元，同比大幅增长 47.33%；2018 年录得毛利 578.78 亿元，同比小幅减少 3.7%，已基本维持在较高水位。

图 17：公司煤炭营收和毛利大幅上升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 行业“去杠杆”和公司长协高占比，促公司综合售价稳定

（一）供给侧改革促煤价回升，降杠杆压力迫使煤价维持当前水平

为防范系统性的金融风险，2015 年底中央决定实施供给侧改革，推动煤价上涨。经过三年供给侧改革，已退出落后产能约 6.9 亿吨，秦皇岛 500 大卡动力煤现货年均价从 2015 年的 411 元/吨，上涨至 2017 年的 638 元/吨，2018 年均价进一步上涨为 647 元/吨，而进入 2019 年，煤价处于高位盘整状态。当前煤炭价格就历史而言，处于中位数偏上合理水平。

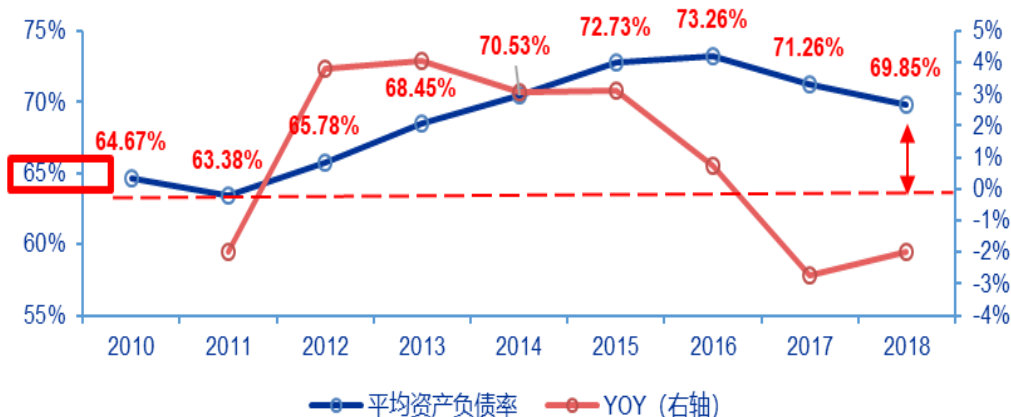
图 18：受益供给侧改革秦皇岛港 5500 大卡动力煤 FOB 价持续维持高位（元/吨）



资料来源：秦皇岛煤炭网，申万宏源研究

受益于煤价上涨，煤炭集团及上市公司经营大幅改善，尤其是净现金流均在 2017 年实现大幅回升，并创历史最高水平，18 年上市公司现金流继续增长而煤炭集团则有余力开始偿还债务。2018 年，煤炭集团有息负债规模首次出现负增长，且降幅高达 8.9%，但是直接融资占比增加，导致财务费用增长 9%。2017 年煤炭集团资产负债率多年来首次实现负增长，18 年继续下降，降至 69.85%。由于当前资产负债率距离发改委要求的 65% 还有一定差距，煤价还需维持高位，助煤企增加现金流以偿还负债，降低杠杆水平。

图 19：煤炭集团平均资产负债率已降至 70% 以下，但距 65% 的目标还有一定差距



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司长协销售比例高，三年长协落地，公司煤炭售价更趋稳定。公司对内外部客户实行统一定价机制，执行年度长协、月度长协及现货三种定价机制。截至 2018 年底公司长协煤销量 3.79 亿吨，占其总销量的 82.32%。而作为国内率先探索三年期长协的先驱，国家能源集团层面 2018 年分两批三年长协的合同量接近每年 5000 万吨，三年的合同总量接近 1.5 亿吨。截至 2018 年底，公司已与国内 15 家信誉良好的优质客户签署了三年（2019-2021 年）电煤年度长协合同，长期合同的签订一方面有利于稳定公司销售价格，同时也有利于公司安排生产和运输计划，维持高生产效率。

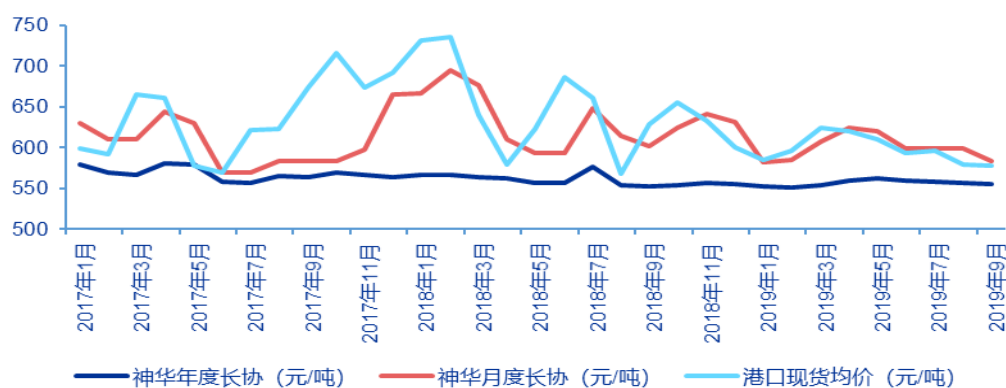
表 7：公司长协及现货销量情况（2018 年）

	销售量 (百万吨)	占销售量合计比例 (%)
年度长协	220.5	47.84%
月度长协	158.9	34.48%
现货	81.5	17.68%
销量合计	460.9	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

值得注意的是，神华自 2019 年 4 月至 9 月已经连续 6 个月月度长协价格高于港口现货价格，说明神华在环渤海地区煤炭价格定价话语权极强，最终使得市场煤价下跌对公司煤炭售价的影响变小。

图 20：中国神华煤炭销售高比例长协定价，综合售价基本持稳（元/吨）



资料来源：CCTD、公司公告、申万宏源研究

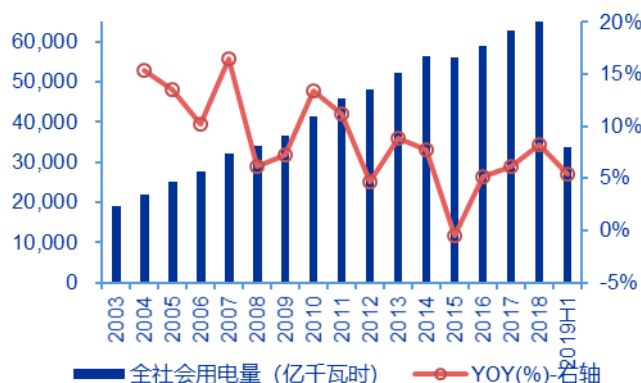
3. 煤电联营优势凸显，新增装机强化抗风险能力

3.1 经济结构调整，促使火电行业景气度触底反弹

(一) 经济结构调整带动全社会电力消费回暖

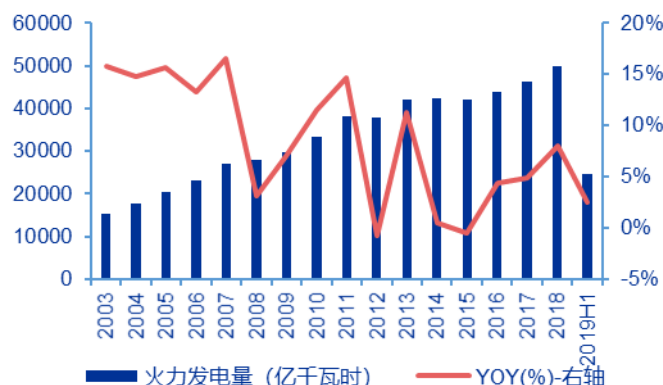
全社会用电需求回暖，火电发电量增速近 3 年保持正增长。近来我国经济呈“L”型走势，进入新常态，自 2011 年起用电需求增速明显下降，直至 2015 年全社会用电量增速跌至-0.55%的谷底。2016 年后，随着经济结构调整、形势逐步好转，用电需求相应回暖，2016-2018 年用电量增速分别为 5.21%、6.17%和 8.22%。2019 年用电需求仍较旺盛，上半年全社会用电量 33673 亿千瓦时，同比增长 5.41%。火电的发电量也是在 2015 年出现负增长，而后止跌回升，2016 至 2018 年的同比增速分别为 4.41%、4.91%及 7.98%，19 年上半年同比增速为 2.51%，仍保持正增长。

图 21：2016 年后全社会发电量增速回暖



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

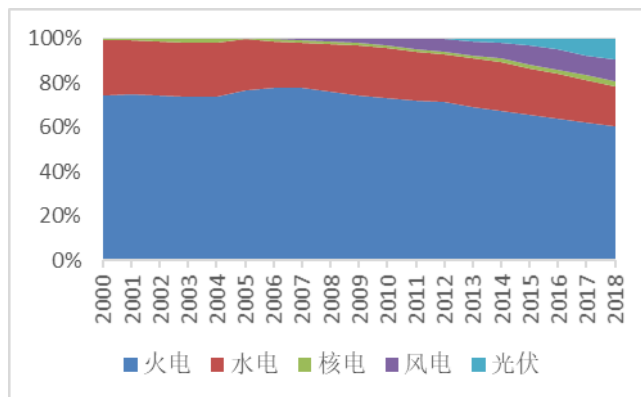
图 22：火电发电量于 2016 年重回正增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

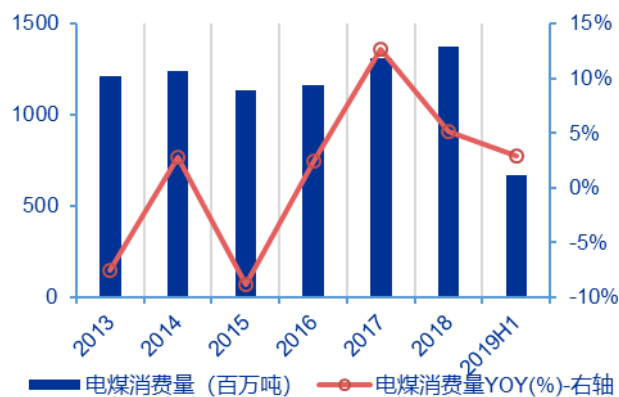
火电装机容量占比虽有下滑，但受益于社会用电量总量的不断增长，电煤消费量仍保持正增长。2005 年以来国家对清洁能源给予了巨大的政策倾斜，促使了非化石能源发电占比不断上升，使得火电装机容量占比自 2007 年起呈小幅下滑趋势，从 2007 年占比 77.81% 下滑至 2018 年的 60.34%。然而，受益于社会用电总量的不断增长，火电发电量仍保持相对较高增速，电煤消费量自 2016 年回归正增长以来，2017 年及 2018 年，全国电煤消费量为 13.09 亿吨及 13.76 亿吨，同比增幅为 12.65% 和 5.11%，保持较稳定增长。

图 23：火电装机容量占比自 2007 年以来略有下滑



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 24：电煤消费量自 2016 年以来维持正增长



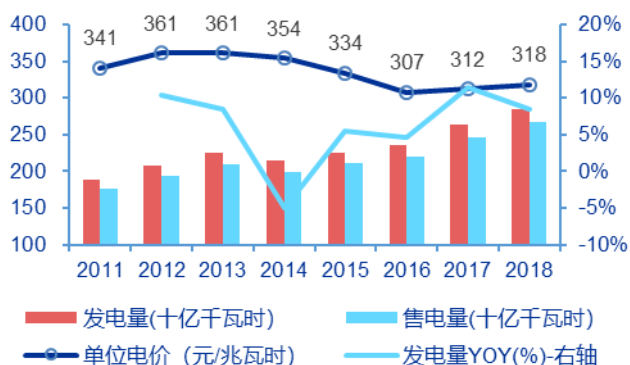
资料来源：CCTD，申万宏源研究

(二) 上网电价维持稳定, 17-18 年公司发电业务量价齐增。

2019 年政府工作报告中提出了降低一般工商业电价 10% 的目标, 并于 4 月 1 日和 7 月 1 日开始执行两批降电价措施, 终端电价不断下调, 难以实现“煤电联动”火电上网电价上调。但是, 终端电价下调主要是调节输配电价和政府性基金等环节, 属于上网电价的下游环节, 故对上网电价影响较小, 上网电价基本保持平稳。随着电价和煤价的稳定, 公司近两年发电业务毛利率持稳。

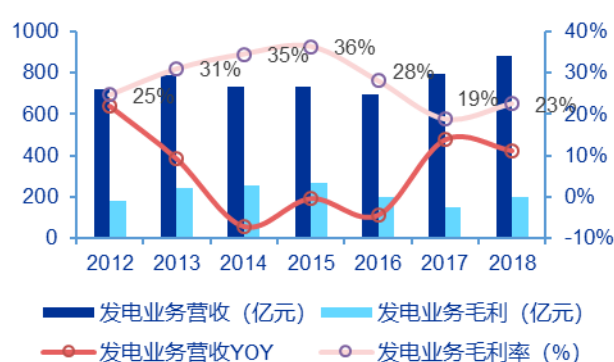
2017 年以来, 公司的平均售电价格出现回升, 连续两年呈正增长; 同时受益于全社会发电需求的增加, 发电量和售电量近两年均出现 10% 左右的增长, 2018 年分别录得 2853.1 亿千瓦时和 2675.9 亿千瓦时。受益于量价齐升, 公司 17-18 年发电分部营收增速也保持在 10% 以上, 稳步增长, 而由于近两年煤价也趋于稳定, 发电分部营业成本得到较好控制, 分部毛利率分别录得 18.85% 和 22.57%, 稳定在较高水平。

图 25: 公司 17-18 年电力业务量价均出现回升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 26: 公司发电分部毛利率 17-18 年两年持稳



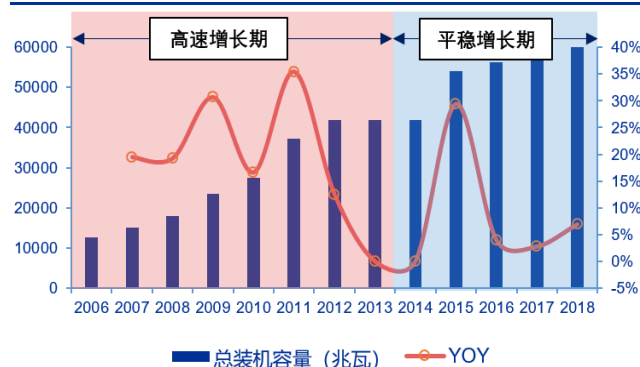
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.2 火电行业底部战略性介入, 电厂分布配合“煤电联营”

(一) 公司在电力行业底部逆势投资火电, 迅速占据电力行业前三

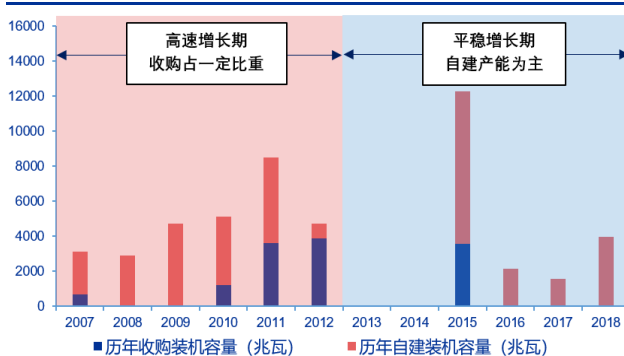
自 2004 年公司成立之初便开始涉及电力业务。2007 年公司上市以来, 持续扩张电力业务, 尤其是在 2007 年至 2011 年期间, 在煤价大幅上涨, 国内火电投资低迷的背景下, 公司逆流而上斥巨资大力发展火电, 加快电力板块扩张和布局, 五年间公司通过自建和并购的方式实现装机规模复合增速 19.74%。在 2015 年公司通过并购和新建投产 1230 万千瓦后, 公司电力装机进入平稳期。

图 27: 中国神华总装机容量变化



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

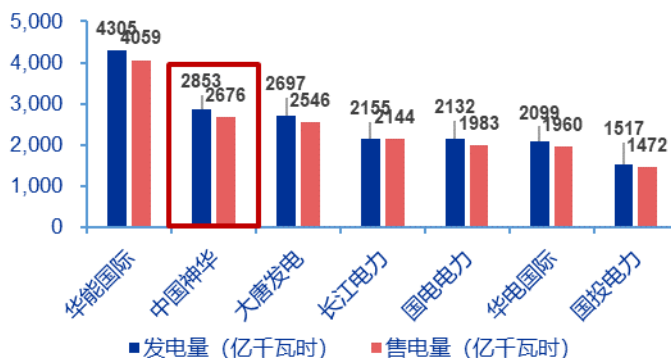
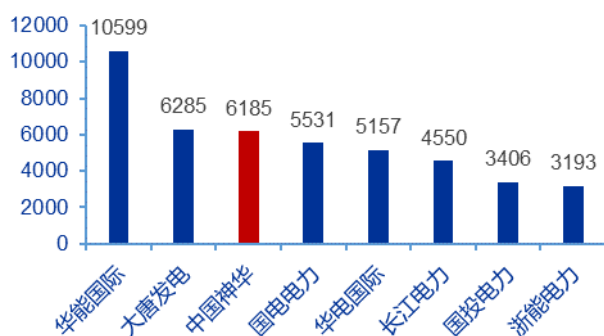
图 28: 中国神华历年新增装机容量



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

截至 2018 年底，公司总装机容量、发电量、售电量均在上市电力企业中名列前茅。截至 2018 年，中国神华旗下 6184.9 万千瓦的总装机容量在所有上市电力公司第三位，仅低于华能国际装机容量 1.06 亿千瓦和大唐发电的 6285 万千瓦。2018 年公司发电量 2853 亿千瓦时，总售电量 2676 亿千瓦时，位居所有上市电力公司第二位，仅次于华能国际。

图 29: 2018 年公司总装机容量行业第三 (万千瓦) 图 30: 2018 年公司发电量/售电量行业第二



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 出表部分机组不影响盈利,未来两年新增权益装机达 18%

(一) 中国神华出资 18 家电厂参股合资公司，发电分部并表规模有所缩小

公司拟携手国电电力 (600795.SH) 分别以其持有的火电资产共同组建合资公司，国电持有控股权。根据 2017 年 8 月 29 日发布的交易预案，中国神华拟出资 18 项标的资产，其中包括 14 家全资或控股子公司、3 家分公司和 1 家参股公司。于评估基准日 2017 年 6 月 30 日，神华方出资资产经评估值合计 277.10 亿元，国电方出资 22 项标的资产经评估值合计 374.49 亿元，基于上述评估值，经合资双方协商，中国神华持有合资公司 42.53% 股权，国电电力持有合资公司 57.47% 股权，国电电力持有合资公司的控股权。2019 年 1 月 31 日，神华方标的资产完成交割，据 2019 年中报披露，剥离的标的电厂总装机容量达 3053 万千瓦，占神华总电力装机的 49.59%，权益装机容量达 1906 万千瓦。

合资公司不再并表，对中国神华经营性现金流影响有限。由于中国神华不再控股新设合资公司，中国神华出资的发电资产将不再并表。体现在财报层面，公司发电分部的营业收入将有所下滑，新设立公司产生的净利润将按参股比例计入中国神华利润表的“投资收益”科目，中国神华的归母净利润、EPS 等指标均不受并表规模削减影响。经营性现金流方面预计影响 66 亿元左右，影响有限。而公司资产负债率、ROE 等指标将会明显改善。

图 31: 中国神华占合资公司股权比例 42.53%

序号	中国神华标的资产	中国神华持股比例	装机容量 (MW)	权益装机 (MW)
1.1	国华国际-三河发电	70%×55%	1330	512
1.2	国华国际-绥中发电	70%×50% + 15%	3760	1880
1.3	国华国际-淮格尔发电	70%×65% + 58%×5%	1320	639
1.4	国华国际-盘山发电	70%×65%	1060	482
2	保定发电	91.3%	270	247
3	河南发电	80.0%	700	560
4	萨拉齐电厂	分公司直属-持股 100%	600	600
5	呼伦贝尔发电	80.0%	1200	960
6	上海热电厂	分公司直属-持股 100%	300	300
7	太仓发电	50.0%	1260	630
8	陈家港发电	55.0%	1320	726
9	徐州发电	100.0%	2000	2000
10	舟山发电	51.0%	910	464
11	余姚燃气发电	80.0%	780	624
12	浙能发电	60.0%	4520	2712
13	神皖能源	51.0%	5920	3019
14	宁夏宁东发电	100.0%	660	660
15	神华宁东发电	56.77%	1320	749
16	米东热电厂	分公司直属-持股 100%	600	600
17	五彩湾发电	100.0%	700	700
18	嘉华发电 (非控股)	20.0%	4640	928
总装机容量			35170	19992
权益总装机容量				19992



序号	国电电力标的资产	国电电力持股比例	装机容量 (MW)
1	大同发电	60%	2520
2	大同第二发电厂	-	1200
3	东胜热电厂	55%	660
4	庄河发电	51%	1200
5	大连开发区热电厂	-	700
6	新阳热电厂	100%	700
7	凌源发电	100%	660
8	江苏电力	100%	8520
9	北仑第一发电	70%	1200
10	北仑第三发电	50%	2000
11	浙能北仑	49%	1980
12	浙能乐清	23%	2640
13	南湾天然气热电 (在建)	100%	0
14	国电安徽	100%	3357.5
15	大武口分公司 (在建)	-	660
16	宁夏石嘴山发电	50%	1320
17	石嘴山第一发电	60%	680
18	国电宁东 (在建)	51%	0
19	大武口热电 (在建)	60%	660
20	新疆电力	100%	3610
21	酒泉发电	100%	660
22	外高南第二发电	40%	1800
总装机容量			36728

资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前发电分部以火电为主，清洁能源为辅。剥离标的电厂后，中国神华目前控制并运营燃煤机组，包括国内 13 家和海外 1 家燃煤电厂；公司同时注重清洁能源的发展，目前拥有 1 家燃气电厂和 1 家水电厂。截至 2019 年 6 月 30 日，公司控制并运营的发电机组装机容量达到 3103 万千瓦，占全社会发电总装机容量 19 亿千瓦的 1.6%；2018 年公司总售电量 74.96 亿千瓦时，占同期全社会用电量 68449 亿千瓦时的 1.1%。公司燃煤机组总装机容量 2995 万千瓦，燃气和水电机组装机容量分别为 95 万千瓦及 12.5 万千瓦。

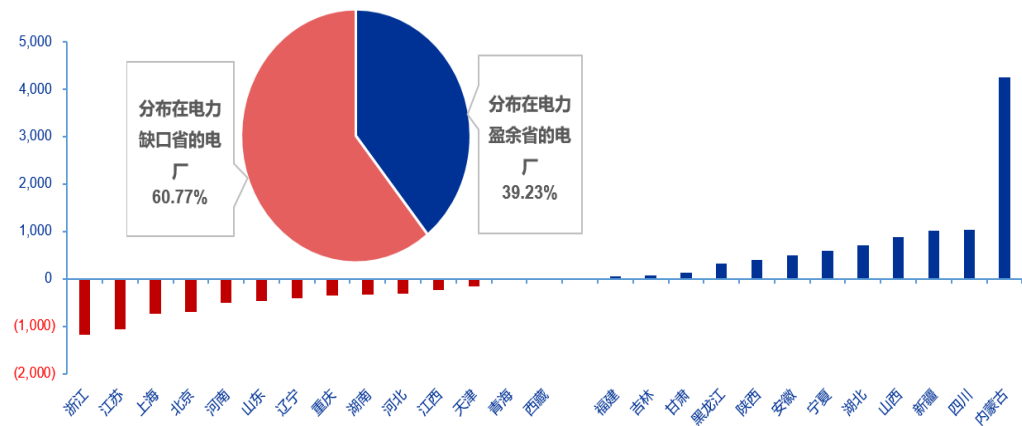
表 8：公司发电分部资产梳理

电厂名称	在产机组构成(红色为 2019 年上半年变化)	在产装机容量(MW)	权益占比 (%)	权益装机容量(MW)
神华神东电力有限责任公司 (神东电力)		5814		4942
神东电力河曲发电公司	2×350MW	700	80%	560
神华亿利能源有限责任公司	4×200MW	800	51%	408
神华神东电力山西河曲发电有限公司	4×600MW	1700	80%	1360
神华神东电力重庆万州港电有限责任公司	2×1000MW + 2×50MW	1014	100%	1014
神华神东电力有限责任公司店塔电厂	2×135MW	270	100%	270
神华神东电力有限责任公司郭家湾电厂	2×300MW	600	100%	600
神东热电公司大柳塔热电厂	2×3MW + 2×12MW	30	100%	30
陕西富平热电有限公司	1×700MW	700	100%	700
中国神华能源股份有限公司国华电力分公司		21020		14447
国华沧东电厂 (沧东电力)	2×600MW + 2×660MW	2520	51%	1285
国华台山电厂 (台山电力)	5×600MW + 2×1000MW + 30MW+60MW	5090	80%	4072
国华锦界电厂 (锦界能源)	4×600MW	2400	70%	1680
国华准能电厂 (准能电力)	3×320MW-300MW	660	58%	381
国华定州电厂 (定州电力)	2×600MW + 2×660MW	2520	41%	1021
国华印尼南苏电厂 (海外)	2×150MW	300	70%	210
国华惠州热电厂 (惠州热电)	2×330MW	660	100%	660
国华孟津电厂 (孟津电力)	2×600MW	1200	51%	612
国华寿光电厂 (寿光电力)	2×1000MW + 20MW	2020	60%	1212
国华北京燃气热电厂 (北京燃气) (燃气)	950MW	950	100%	950
国华柳州电厂 (柳州电力)	2×350MW	700	52%	364
九江电力	1×2000MW	2000	100%	2000
神华四川能源有限公司		1385		706
神华四川能源有限公司煤电机组	4×315MW	1260	51%	643
神华四川能源有限公司水电机组 (水电)	18 台	125	51%	64
神华 (福建) 能源有限责任公司 (福建能源)		2810		1383
神华福能发电有限责任公司	2×1000MW + 100MW	2100	51%	1071
神华福能 (福建雁石) 发电有限责任公司	2×300 MW	600	38%	230
神华福建晋江热电有限公司	2×50MW+10MW	110	75%	82
合计		31029		21478

资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前发电分部机组主要分部于用电有缺口省份，公司机组利用小时数远高于全国平均水平。我们分析发现，公司 60.77%的装机容量分布于用电量有缺口的省份，这有利于公司就近消纳所发电量，减少输耗电成本，提升盈利水平。2018 年全国平均火电机组利用小时数 4361 小时，公司平均利用小时 4834 小时，高于全国平均水平 10.85%；2019 年上半年全国火电机组利用小时数 2066 小时，公司 2216 小时，比全国水平高 7.26%。

图 32：公司电力资产 61%装机容量分布在有电力缺口省份（亿千瓦时，%）



资料来源：公司公告，国家能源局，国家统计局，申万宏源研究

公司剥离了合计 3053 万千瓦的电厂资源组建合资公司，剥离以上资产后，公司截至 2019 年 6 月底发电分部装机容量为 3103 万千瓦，该部分机组的加权平均度电电价约为 0.3254 元/千瓦时，较 2018 年同期的 0.3139 元/千瓦时增长了 3.67%，度电毛利率由 18.32% 增加到 20.56%，增加 2.24 个百分点。虽然发电分部的装机容量减少，但是单位售电价及毛利明显提升，该分部经营效率有望提升。

表 9：2019 年 6 月底较去年同期电厂经营情况明细（亿千瓦时）

发电分部 2018 年 6 月底机组情况	装机容量（兆瓦）	总发电量	总售电量	平均利用小时数	售电电价（元/兆瓦时）
燃煤机组	56914	1308.1	1226.7	2364	307
北京燃气	950	17.5	17	1838	623
余姚电力	780	7.5	7.3	961	780
四川（水电）	125	2.8	2.8	2257	243
合计/加权平均	58769	1336	1254	2349	314
发电分部 2019 年中机组情况	装机容量（兆瓦）	总发电量	总售电量	平均利用小时数	售电电价（元/兆瓦时）
准能电力	660	16.9	15.3	2561	235
神东电力	5814	117.1	109.2	1845	282
沧东电力	2520	63.2	60.4	2509	318
定州电力	2520	66.8	61.9	2652	315
台山电力	5090	75.9	70.8	1489	316
惠州热电厂	660	18.4	16.6	2792	366
福建能源	2810	62.6	59.9	2228	347
锦界能源	2400	79.4	73	3310	269
神华四川能源（煤电）	1260	22.7	20.7	1799	375
孟津电力	1200	24	22.6	2003	307
寿光电力	2020	46.7	44.5	2314	344
柳州电力	700	9.2	8.7	1321	349
九江电力	2000	41.8	39.9	2091	363
南苏 EMM	300	7	6	2321	548
北京燃气	950	19.7	19.3	2077	568
神华四川能源（水电）	125	2.9	2.8	1923	638
合计/加权平均	31029	674.3	631.6	2256	325

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10：剥离标的电厂后发电分部经营效率同比变化汇总

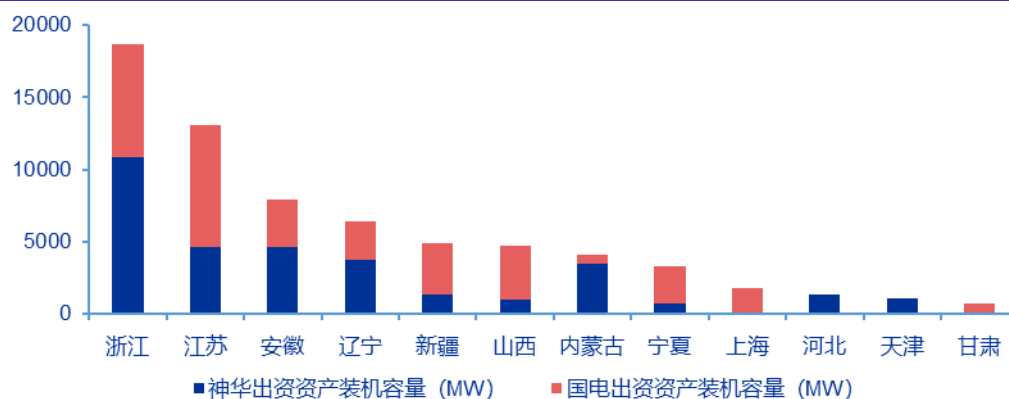
	装机容量 (万千瓦)	平均利用小时数 (小时)	度电售价 (元/千瓦时)	平均度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)	度电毛利率
2018/6/30	5876.9	2349	0.3139	0.2564	0.0575	18.32%
2019/6/30	3102.9	2256	0.3254	0.2585	0.0669	20.56%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

(二) 电力资源优势互补，中国神华“煤电运”业务均将受益于重组后的协同效应

重组后将加强火电业务的区域集中度，避免同业竞争。双方出资资产总装机容量约 7190 万千瓦，其中近六成集中于江浙皖地区，约两成集中于西部地区。我们分析认为，合资公司的成立，有利于提升在以上地区电力行业的市场份额，避免同业竞争。

图 33：双方出资资产近六成集中于江浙皖地区，约两成集中于西部地区

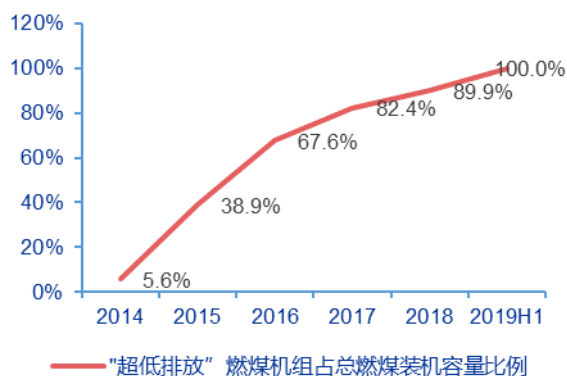


资料来源：公司公告，申万宏源研究

(三) 低排放机组占比逐年升高，耗煤成本不断降低，清洁能源补贴尽享政策红利

公司注重煤电清洁发展，低排放机组单位发电耗煤低，成本优势明显。截至 2018 年底，公司“超低排放”机组装机容量累计实现 5396 万千瓦，占公司燃煤发电机组总装机容量的 89.9%。2018 年燃煤机组烟尘、二氧化硫和氮氧化物排放强度（克/千瓦时）同比分别下降 29.73%、12.5%和 6.67%，继续保持国内领先水平。截至 19 年 6 月底，公司常规燃煤机组实现 100%超低排放。受益于低排放机组带来的发电效率和原料利用率的提升，18 年公司燃煤发电机组平均售电标准煤耗下降 3 克/千瓦时至 311 克/千瓦时，2019 年上半年，组平均售电标准煤耗为 309 克/千瓦时，维持历史低位。

图 34：公司“超低排放”机组比例逐年增大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：全部电力产能为超低排放机组，煤耗极低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(四) 电力业务持续大比例资本开支，预计 19-20 年新增权益装机 18%

由于公司目前在建项目以火电机组为主，近两年公司电力业务资本开支占比最大。2018 年发电业务资本开支高达 129 亿元，占比 56%，2019 年上半年该比例为 39%。

预计 2019 年四季度公司爪哇 7 项目一号机组正式投产，预计 2020 年公司爪哇 7 项目 2 号机组、胜利发电一期、锦界三期和印尼南苏 1 号坑口煤电项目均将陆续投产，2019-2020 年合计新投产机组装机 509 万千瓦，装机增幅 16.4%；权益合计装机 396 万千瓦，权益装机增幅 18.44%。

表 11：公司基本开支情况（亿元）

	2019 年上半年完成	2018 年完成
1. 煤炭业务	19.2	51.3
2. 发电业务	26.6	129.2
3. 运输业务	26.2	48.8
其中：铁路	25.9	37.4
4. 煤化工业务	0.2	0.7
5. 其他	0	2.1
合计	72.2	232.1

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 12：公司新建电厂投产预期及装机增速（万千瓦，%）

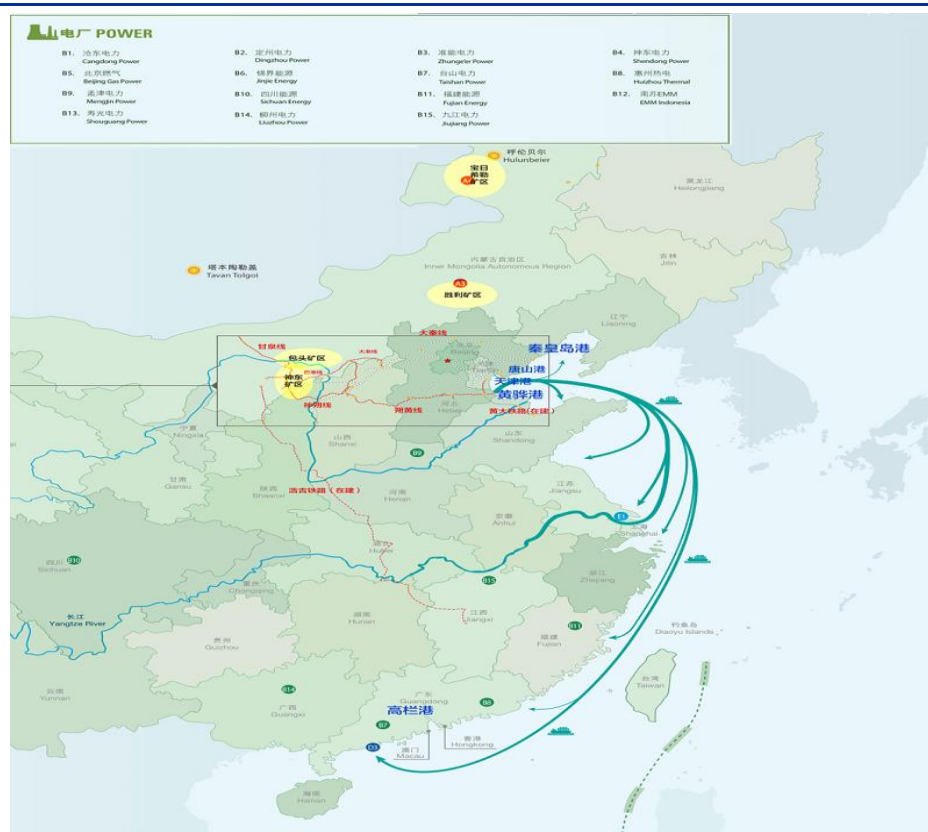
在建项目	装机容量	权益比例	权益装机	2019E	2020E	2021E	2022E	备注
国华爪哇 7 项目	210	70%	147	105	105			1 号 19 年 Q4 投产
胜利发电厂一期工程	132	100%	132		132			
锦界煤电一体化项目三期	132	70%	92		132			
印尼南苏 1 号坑口煤电项目	70	70%	49		35	35		
罗源湾储煤一体化发电厂	200	51%	102			100	100	
巴蜀江油燃煤机组项目	200	51%	102				200	停缓建项目
神华国华湖南永州电厂	200	100%	200				200	停缓建项目
神华国华广投北海电厂	200	52%	104				200	停缓建项目
权益装机合计			928.48	73.54	322.44	75.50	457	
年权益装机增幅（%）				3.42%	14.52%	2.97%	17.45%	
并表装机合计	1344			105	404	135	700	
年并表装机增幅（%）				3.38%	12.59%	3.74%	18.68%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 公司“煤电联营”模式，内部供煤价格优势明显**(一) 电厂主要分布于产煤区、铁路沿线和航运直达地区，凸显“煤电联营”模式**

公司电厂分布凸显“煤电联营”模式。公司坑口电厂主要分布于公司煤炭主产地神东矿区、宁东矿区以及宝日希勒地区。公司华北地区电厂主要集中于大秦铁路沿线、朔黄铁路沿线。而南方电厂主要集中于“海进江”航运线辐射区以及东南沿海省份浙江、福建、广东的港口运输可辐射沿海地区。充分利用公司煤炭生产和运输优势，充分发挥“煤电路港航”一体化产业链优势。

图 36：公司电厂分布集中在煤炭产区、铁路沿线和沿海沿江地域



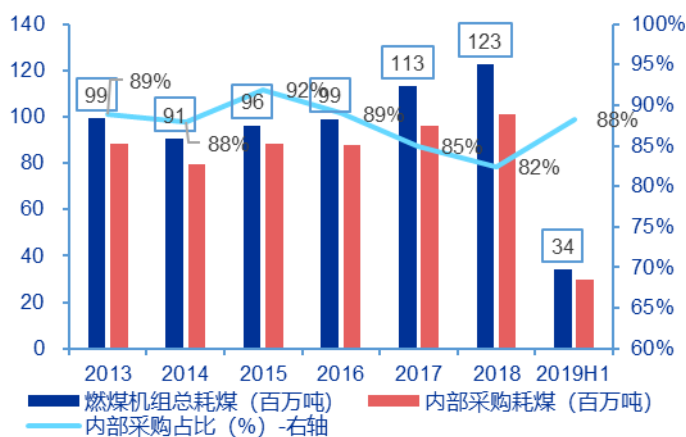
资料来源：公司公告，申万宏源研究

(二) 公司内部电煤采购采用长协定价，长协价波动较市场价波动平稳。

近年来随着公司煤电装机机组的持续增加，公司煤耗总量持续增加，到 2018 年末公司电力业务煤耗总量已经达到 1.23 亿吨。而其中 1.01 亿吨来自中国神华内部，占比 82%。从历史来看，受益于“煤电联营”模式，公司电力业务内部供煤持续保持在 80%以上水平。

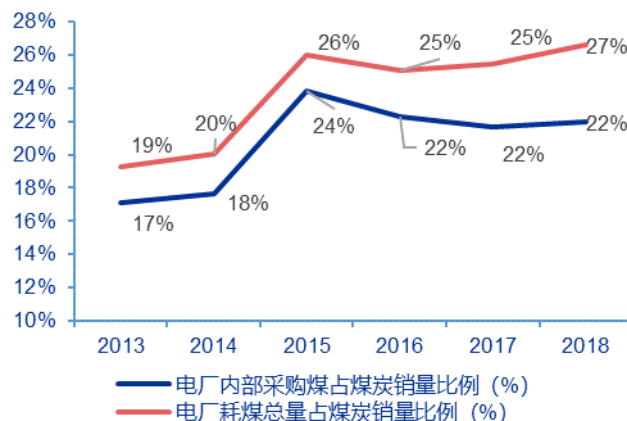
从煤、电对冲角度分析，公司电厂内部采购煤占煤炭总销量比例近三年来一直维持在 22%左右水平。电厂耗煤总量占煤炭销量总量持续攀升，甚至在 2018 年上升至 27%水平。电厂耗煤对煤炭销售总量的高占比，使得公司煤电两业务形成有效对冲，增强了公司的竞争力和抗风险能力。

图 37：发电分部耗煤近 90%采购自公司内部



资料来源：公司公告，申万宏源研究

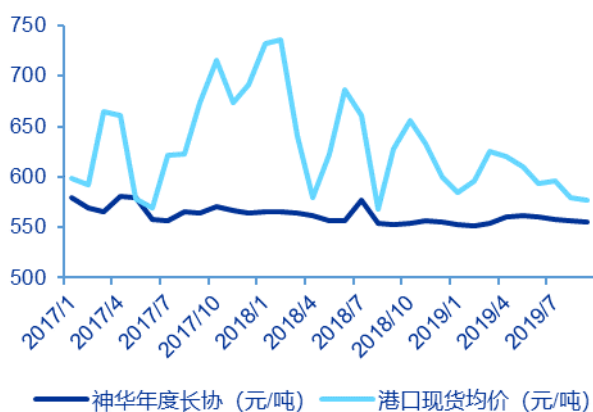
图 38：电厂耗煤总量占煤炭销量比例高达 27%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

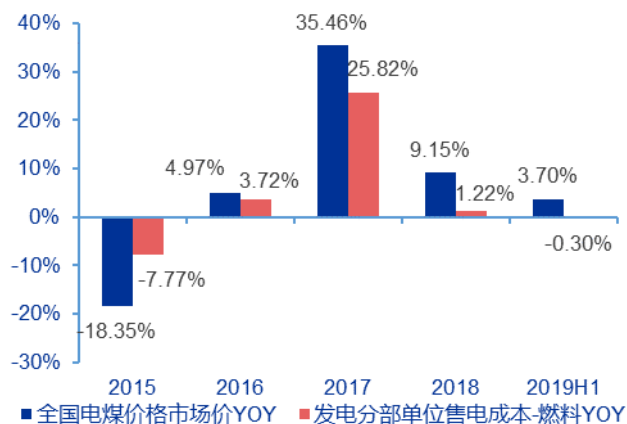
公司对内外部客户的电煤销售采用统一定价机制，价格采用年度长协合同，价格机制为“基准价（5,500 大卡动力煤 535 元/吨）+浮动价”，有利于公司煤炭销量和价格的稳定。从数据来看，公司发电分部内部采购的年度长协煤价格涨跌幅小于同期港口现货煤采购价格涨跌幅，而我们统计了 17 年 1 月以来每月公布的年度长协价格，环比涨跌幅在 -3.99 至 3.59 之间窄幅波动，年度长协价格十分平稳。

图 39：公司内部长协煤定价波动平稳（元/吨）



资料来源：CCTD，公司公告，申万宏源研究

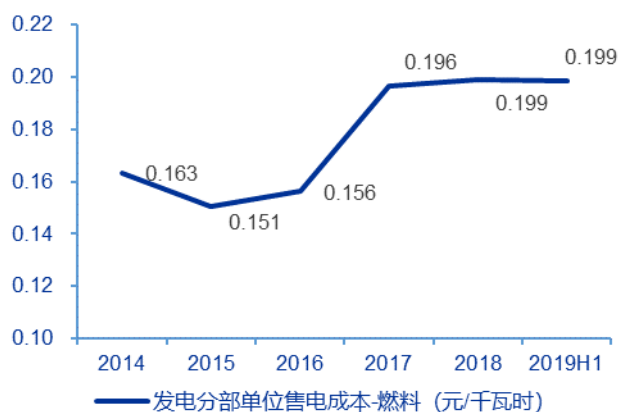
图 40：公司内部采购煤价较电煤市场价波动平稳



资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

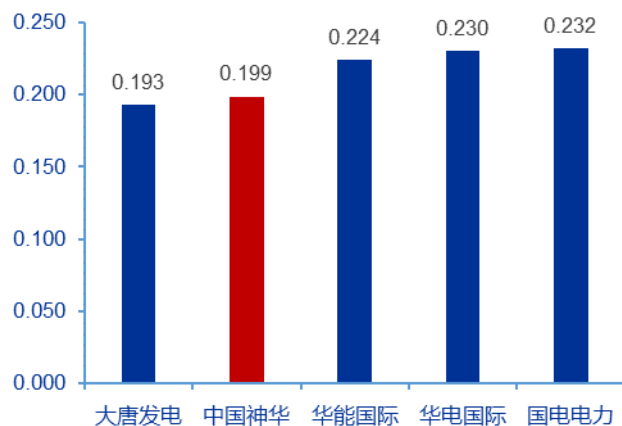
公司煤电一体化战略抵消煤炭价格波动，缓解高煤价带来的发电成本高企，对冲火电周期底部风险。纵观发电行业，自煤价进入上升通道以来，各大火电厂单位发电燃料成本涨幅普遍超过 30%。全国电煤价格指数 2017 年曾达到 35% 的涨幅。但发电分部得益于中国神华自身电煤采购全部采取长协定价，单位售电燃料成本涨幅一直低于市场电煤价格涨幅，有效对冲成本压力。2019 年上半年公司单位发电燃料成本 0.199 元/千瓦时，同比下降 0.3%，为行业第二低，仅高于大唐发电。

图 41：公司单位售电燃料成本近年基本保持平稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：公司单位售电燃料成本行业领先（元/千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. “路港航”联运，产业链优势创造超额利润

4.1 铁路业务对内打造成本优势，对外业务贡献高额毛利

（一）公司自营铁路拥有运输距离和运输成本优势，黄大铁路通车大幅增厚业绩

公司铁路网围绕主要煤炭基地打造，是中国第二大铁路运营商。截至 2018 年末，公司铁路分部目前运营与管理 8 条铁路，另外还有 3 个铁路项目在建或缓建。公司建立了围绕“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，控制并运营的铁路营业里程约 2,155 公里，是除中国铁路总公司以外国内最大的铁路运营商。

表 13：铁路资产一览（红色为在建铁路）

铁路线路	权益	起点	终点	里程（公里）
神朔铁路	100.00%	神木大柳塔	朔州	266
朔黄-黄万铁路	52.72%	朔州	黄骅-天津	663
大准铁路	58.00%	山西大同	准格尔旗	264
包神铁路	88.16%	陕西神木	内蒙古包头	192
甘泉铁路	88.46%	甘其毛都	包头万水泉南	367
巴准铁路	90.00%	准格尔旗	伊金霍洛旗	135
准池铁路	85.00%	准格尔旗	朔州神池	180
塔韩铁路	100.00%	塔然高勒	东胜区韩家村站	78
黄大铁路	39.54%	黄骅	山东潍坊大家洼	210.2
阿莫铁路	75.00%	阿荣旗	达斡尔族自治县	97
浩吉铁路	10.00%	浩勒报吉	吉安	1837

资料来源：公司公告，申万宏源研究

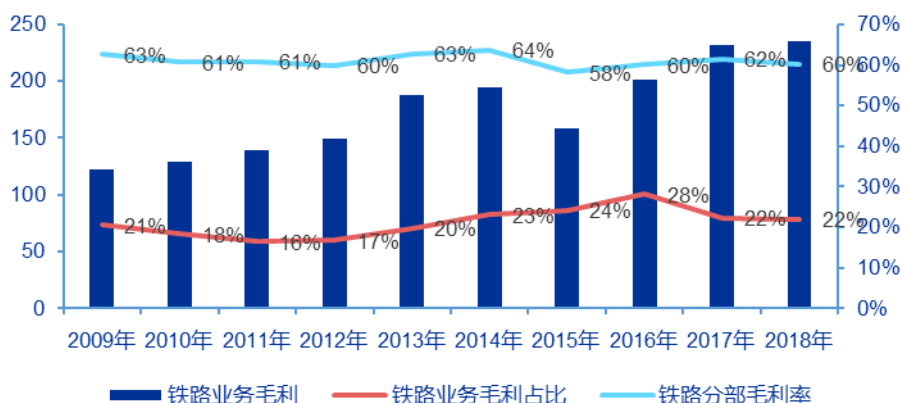
图 43：公司铁路运输网分布图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

受益于煤炭市场量价齐升，公司 2018 年铁路货运周转量达到 2839 亿吨公里，同比增长 3.99%，创历史最好水平。公司铁路业务毛利率一直保持在 60%以上水平，在公司六大分部中排名首位。按照合并抵消前口径，铁路业务近两年毛利保持在 230 亿元以上水平，2018 年达到 235.75 亿元，创历史最高水平，对公司总毛利贡献保持达 22%。

图 44: 公司铁路业务 18 年贡献毛利高达 236 亿元, 毛利占比 22% (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

黄大铁路 2020 年投产后，预计对公司煤炭以及铁路业务板块综合贡献归母净利润 30 亿元左右。黄大铁路从黄骅港至山东潍坊，运距 207.68 公里，年设计运力 4000 万吨。按照 4000 万吨运力计算，将促使朔黄铁路进一步提高运量，增厚神朔-朔黄铁路税前利润 28 亿元；预计黄大铁路毛利润 3.9 亿元。年贡献煤炭销售量 4000 万吨，销售增幅 8.89%，且山东煤价偏高，使得煤炭业务盈利增厚明显，预计年增厚利润 24 亿元。因此合计预计增厚税前利润 39 亿元，税后约 30 亿元净利润。

准池铁路开通后，打通南北铁路干线，为准格尔矿区煤炭下水提供运距更近的选择。准池铁路于 2015 年建成后投入运营，打通了朔黄铁路和大秦铁路南北两大“西煤东运”通道。自此，公司形成了以甘泉、包神、神朔、巴准和大准铁路构成的，围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环型辐射状重载铁路网。更重要的是，准池线的投运为准格尔矿区煤炭下水提供了距离更短的选择：根据测算，原来选择“大准线-大秦线-秦皇岛港”线路下水的准格尔矿区煤炭运距约为 922 千米，而选择通过“大准线-准池线-朔黄线-黄骅港”下水的运距约为 889 千米，较之前运输距离减小约 5%，运输效率得到提升。

图 45: 准格尔矿区煤炭通过朔黄线下水运距大幅缩短



资料来源：公司公告，申万宏源研究

相比国铁和大秦本线铁路，朔黄线单位运价优势明显。在铁路货运领域，货主实际支付的费用包括运费（运价+铁路建设基金）和杂费（装卸费、计划费等）。具体说来，不同运营主体的定价规则稍有不同：

1. 国铁：整车原煤执行4号运价，包括基价1、基价2和铁路建设基金，基价1为16.3元/吨，基价2为0.105元/吨公里（包括电气化附加费0.007元/吨公里），铁路建设基金为0.033元/吨公里。

2. 大秦、京原、丰沙：本线煤炭货运执行特殊运价、铁路建设基金和电气化附加费，不收取基价1，特殊运价为0.1001元/吨公里，铁路建设基金为0.033元/吨公里，电气化附加费0.012元/吨公里，该部分货量每年约2000万吨；跨线运输执行国铁统一运价。

3. 朔黄线：不区分货种和本线直通货物，一律执行特殊运价，不收取铁路建设基金，为0.12元/吨公里。

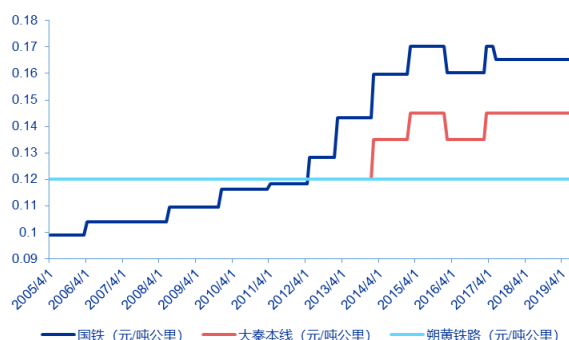
截至目前，国铁运价约为0.165元/吨公里；大秦、京原、丰沙铁路本线煤炭运价为0.145元/吨公里，而朔黄线特殊运价长期稳定在0.12元/吨公里，长期低于国铁和大秦铁路本线，运输成本优势明显。

表 14：国铁、大秦本线、朔黄铁路采取不同的定价方式

线路	运价
国铁煤炭	基价1*货运量+基价2*周转量+铁路建设基金
大秦、京原、丰沙本线煤炭	周转量*煤炭特殊运价+铁路建设基金+电气化附加费
朔黄线	周转量*特殊运价

资料来源：公司公告、申万宏源研究

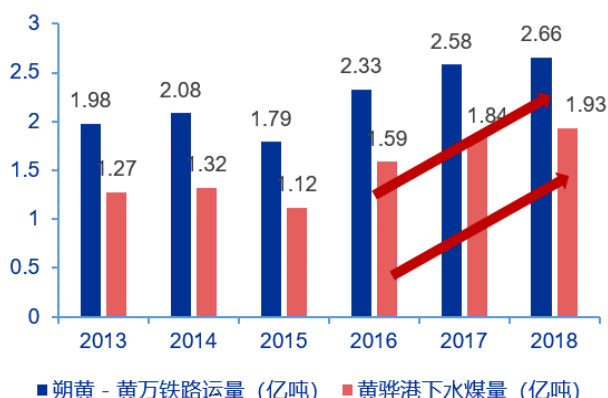
图 46：朔黄线运价 0.12 元/吨公里，优势明显



资料来源：公司公告、申万宏源研究

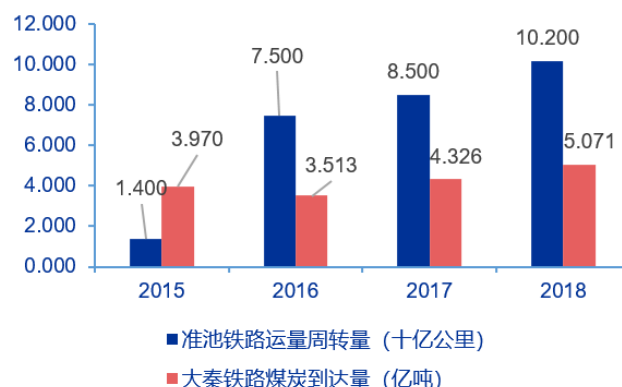
凭借运距和成本优势，“准池线→朔黄线”对大秦铁路起到一定程度上的分流，在排除供给侧煤炭产量变化情况下，“准池线→朔黄线”运量也将维持稳步增长。朔黄是西煤东运的主力专线之一，目前，公司持股52.72%，大秦铁路参股41.16%。朔黄线西起山西省朔州市，东至河北省黄骅市黄骅港，与神朔、北同蒲、京广、京九等铁路干线接轨，设计最大运能5亿吨，2018年运量达到3.16亿吨，连续两年维持大幅增长趋势。值得注意的是，受益于准池线开通带来的运距优势和相较于国铁与大秦线更为低廉稳定的运价优势，朔黄线对大秦铁路实质上形成了一定程度的分流，数据显示，池准线自15年通车以来运量明显增长，17-18年增速分别为13%、20%，呈上升趋势；而大秦线18年增速有所回落，由17年的23%回落至17%。我们认为，在排除供给侧煤炭产量变化情况下，“准池线→朔黄线”运量也将受益于分流效应，维持稳步增长。

图 47：朔黄线运量连续两年维持大幅增长趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：准池线开通对大秦铁路运量产生一定分流效应

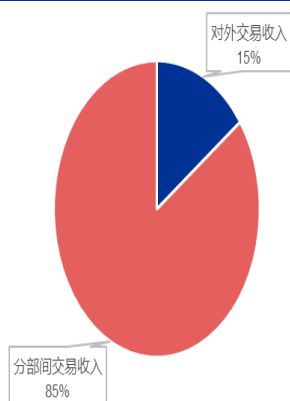


资料来源：公司公告，申万宏源研究

（二）积极拓展对外运输服务，充分利用闲置产能提高边际收益

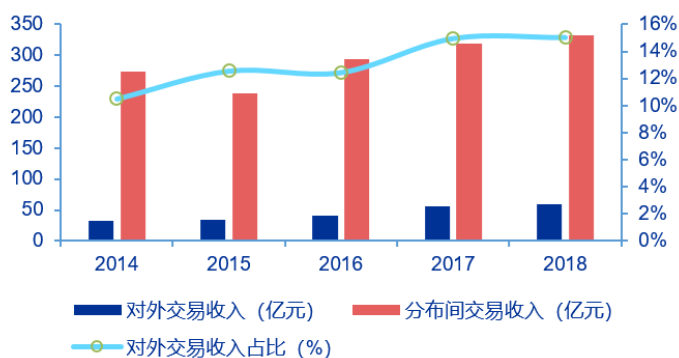
努力开拓市场，“大物流”工作取得积极进展，对外运输规模和占比持续扩大。2016 年以来旨在合理充分利用现有运输资源，提高闲置产能收益，公司提出在保障自有煤炭分部的运输和销售业务不受影响的前提下，逐步对外开放神华运输业务。2016 年以来公司铁路对外运输业务规模持续扩大，2016-2018 年，公司铁路分部为外部客户提供运输服务的周转量分别达 218 亿吨公里、294 亿吨公里和 307 亿吨公里，分别同比增长 23.9%、34.9% 和 4.4%。2018 年获得收入 58.77 亿元，同比增长 4.7%，占铁路分部总收入的 15%。

图 49：铁路分部对外收入占比约 15%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 50：铁路分部对外运输规模和占比持续扩大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 三大港口发运接卸联动，奠定产业链枢纽低位

（一）受益于铁路网不断完善，港口板块煤炭下水量连年增长

三大自有港口资产打造“北煤南运”煤炭下水通道。港口方面，目前公司港口资产主要包括黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头三个港口，2018 年自有港口总下水量约 2.38 亿吨。

1. 黄骅港目前煤炭下水量与秦皇岛港基本持平，居全国第二（取 2018 年数据）。黄骅港隶属于神华黄骅港务有限责任公司，中国神华持股 70%。从地理位置来看，黄骅港直通朔黄铁路、邯黄铁路、黄万铁路、沧港铁路和黄大铁路，是山西地区和内蒙古准格尔地

区运距最短的出海口。黄骅港目前拥有 17 个煤炭专用泊位, 2018 年黄骅港下水煤量 2.033 亿吨 (秦皇岛港 2.034), 同比增长 5.12%。

2. 神华天津煤码头位于天津港南疆港区东端, 隶属于神华天津煤炭码头有限责任公司, 中国神华持股 55%。天津煤码头通过黄万铁路与朔黄铁路相连, 目前拥有 3 个大型煤炭泊位。2018 年经神华天津煤码头下水销售的煤炭为 0.451 亿吨, 同比增长 3.2%。

3. 神华珠海煤码头隶属于神华粤电珠海港煤炭码头公司, 中国神华持股 40%。珠海煤码头通过广珠铁路线在全国铁路网相连, 海路横渡珠江口可达深圳和香港。该煤炭储运中心项目 (一期工程) 布置了 1 个 5 万吨级、4 个 3000 吨级装船泊位和 2 个 10 万吨级 (远期兼顾 15 万吨级) 卸船泊位。2018 年以来, 珠海煤码头持续发挥中转基地作用。

表 15: 公司港口资产一览

港口名称	泊位数	18 年煤炭下水量
黄骅港	各类泊位总共 39 个, 万吨级以上泊位 32 个, 其中 17 个煤炭专用泊位	2.03 亿吨
神华天津煤码头	15 万吨级泊位 1 个、7 万吨级泊位 2 个	0.45 亿吨
神华珠海煤码头	5 万吨级装船泊位 1 个、3000 吨级装船泊位 4 个、10 万吨级卸船泊位 2 个	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

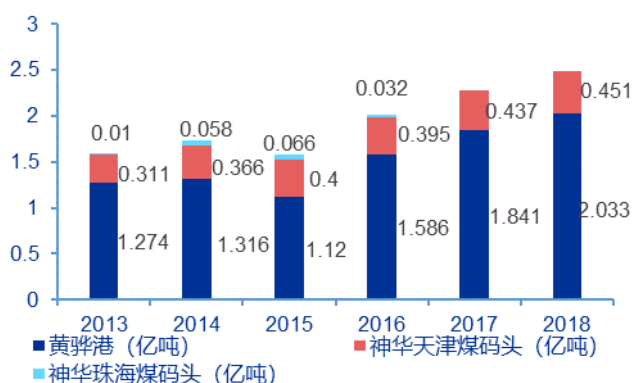
图 51: 公司港口资产分布



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

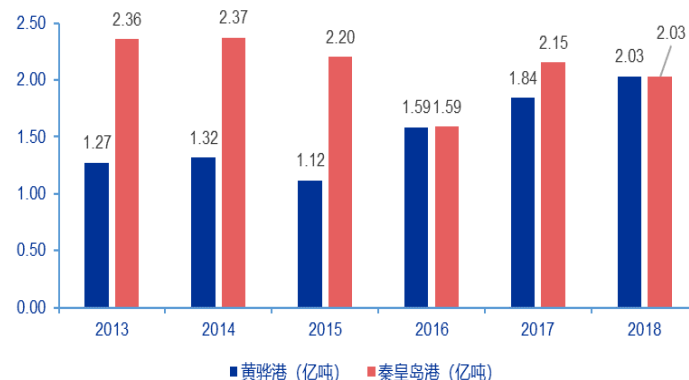
黄骅港煤炭下水量与秦皇岛港基本持平。截至 2018 年末, 黄骅港目前拥有各类泊位 39 个, 其中煤炭泊位 17 个, 其中, 黄骅港四期工程建设 1 个 10 万吨级、2 个 7 万吨级、1 个 5 万吨级和 1 个 3.5 万吨级共 5 个煤炭泊位, 已于 2017 年 11 月通过竣工验收。2017 年黄骅港吞吐能力达到 2.7 亿吨。受益于准池线的建成, 朔黄线对大秦线煤炭运输分流影响日益凸显, 黄骅港 2018 年煤炭下水量达 2.033 亿吨, 与秦皇岛港 2.034 亿吨基本持平。

图 52: 公司三大港口下水煤量



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 53: 黄骅港煤炭下水量基本追平秦皇岛港



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

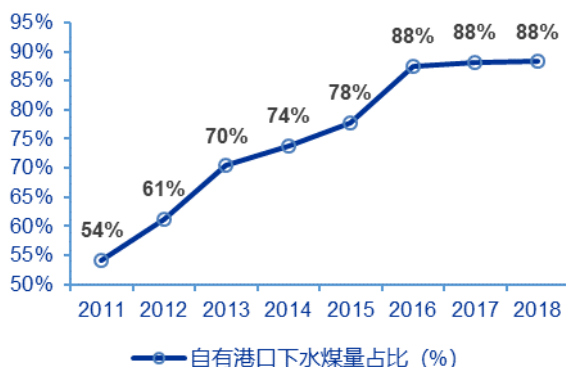
(二) 对内拓宽自有煤下水比例, 对外积极拓宽非煤业务

公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高。自有港口下水煤量占公司港口下水煤总量的比例由 2011 年的 54.20% 逐步提高到 2018 年的 88.26%。分析认为, 公司不断加大通过自有港口下水销售的煤炭量, 有利于进一步优化煤炭运输环节成本管控和不同地区之间

的统筹协调，帮助中国神华构筑并完善“煤电运”一体化战略下的“产→运→销”全价值链。

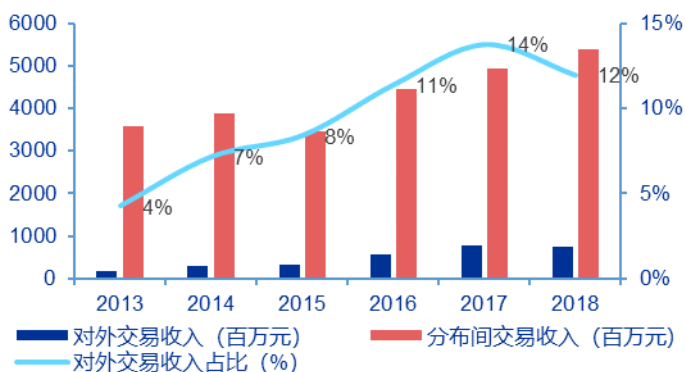
积极拓展外部客户，港口分部对外交易收入占比不断提升。公司港口分部外部客户收入占比从 2012 年的 4.08% 震荡上升到 2018 年的 11.97%，2018 年对外交易收入额达到 7.33 亿元。我们认为，港口分部外部客户收入占比的提升，有利于合理充分利用现有运输资源，合理调配闲置产能，提高业绩弹性，进一步完善公司“大物流”战略。

图 54：公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 55：港口分部对外交易收入占比有所提升



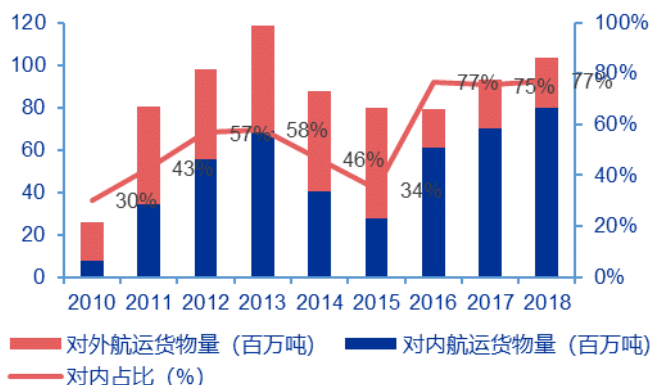
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 航运业务完善煤炭运输链条

航运业务配合煤炭销售工作，紧密服务于一体化运营。公司航运业务主要由子公司神华中海航运有限公司运营，中国神华持股 51%，中海散货运输持股 49%。截至 2018 年末，神华中海航运公司拥有船舶的总载重量约为 218 万吨。航运分部配合煤炭销售工作，紧密服务于一体化运营。2018 年，面对煤炭市场运输需求增加、自有船舶运力不足的经营环境，公司航运分部加大运输衔接力度，精细化配置运力，有效落实“准班轮”制度，全力保障一体化运输需求。2018 年航运分部航运货运量达 1.036 亿吨，同比增长 11.4%；航运周转量 89.9 十亿吨海里，同比增长 11.8%。

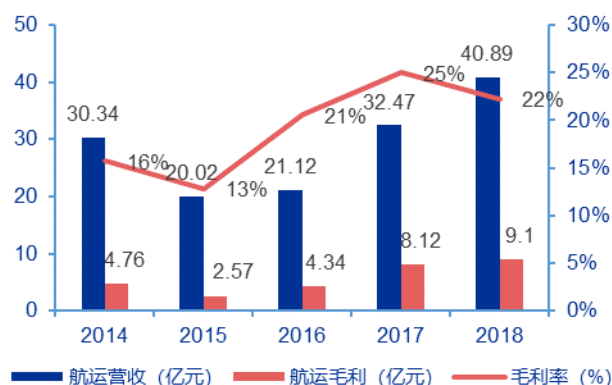
航运分部以对内运输为主。2018 年航运分部为本集团内部客户提供航运货运量为 79.90 百万吨，同比增长 14.00%，占公司总航运货运量约 77.1%；外部客户航运货运量为 23.7 百万吨，同比增长 3.50%，占公司总航运货运量约 22.9%

图 56：公司航运分部货运量以及货运结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 57：公司航运分部收入和毛利润变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

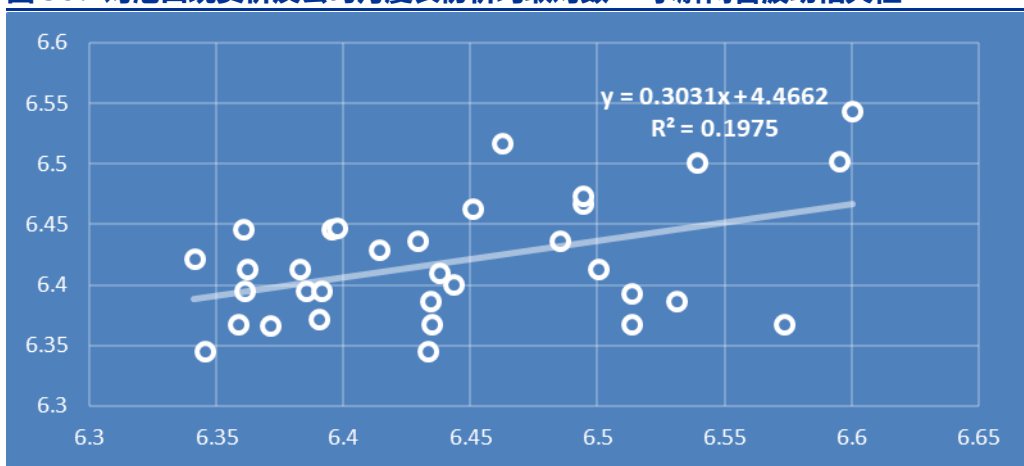
5. 公司投资价值分析

5.1 煤价变动对公司业绩、估值影响的敏感性分析

为了更好地了解中国神华的抗风险能力，及目前煤价下跌主要对公司煤炭、发电两业务板块产生影响，进而对公司业绩产生影响。对此，我们以 2019 年公司现有煤、电资产为基础，进行了以下煤价变动敏感性分析测算。我们先测算秦皇岛港现货价变动对公司煤炭平均售价的影响，进而探究公司平均售价变动后，公司的归母净利润及整体估值如何变化。

首先，我们测算了港口现货价变动对公司煤炭平均售价的影响。我们采用的数据是公司 2017 年 1 月至 2019 年 9 月每月公布的年度长协价、月度长协价及现货价。据公司 19 年中报披露，公司年度长协销量比例已由 18 年的 47.8% 上升至当前的 49.8%；而公司月度长协合同销量比例由 34.5% 上升至 39.1%，当前现货占比为 11.1%。在中性场景下，由于公司年度长协价极其稳定，我们假设港口现货价的变动对年度价格几乎没有影响，而月度价受现货影响，我们首先利用带对数的线性回归模型，测算得出当港口现货均价变动 1% 时，神华月度长协价格将变化 0.3031%。假设公司销售构成不变，测试得出当港口现货均价下跌至 580 元/吨，甚至 450 元/吨时，公司整体售价将下跌 1% 至 6.1%，对应公司售价为 566 元/吨至 537 元/吨。

图 58：对港口现货价及公司月度长协价均取对数 ln 求解两者波动相关性



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 16：秦皇岛港口现货价变动对公司平均售价的影响（中性假设下）

秦皇岛 5500 大卡现货价 (元/吨)	605	580	550	535	500	450
秦皇岛 5500 大卡现货价变动幅度	0.0%	-4.1%	-9.1%	-11.6%	-17.4%	-25.6%
公司整体售价 (元/吨)	571	566	559	556	548	537
公司整体售价变动幅度	0.0%	-1.0%	-2.2%	-2.8%	-4.1%	-6.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

而在悲观场景下，我们预期随着港口现货价的下跌，其对月度长协价的变化影响加大，并且年度长协价也随现货价波动出现较为明显的波动。在 17 年 1 月以来公布的价格数据中，我们取年度长协价变动最大的 2018 年 7 月至 8 月，长协价下跌 3.99%，相对应同期港口现货价下跌 14.18%，即当现货价下跌 1% 时，对应年度长协价下跌 0.2812%；而取月度长

协下跌幅度最大的 2018 年 3 月至 4 月，跌幅为 9.9%，同期现货价跌幅 9.53%，即现货价下跌 1% 时对应月度长协价下跌 1.0381%。故我们假设悲观情况下，当港口现货价下跌至 535 元/吨，对应公司的售价会下跌至 390 元/吨，跌幅 7.5%。而当市场价下跌至 535 元/吨后，意味着供给偏宽松格局更趋严重，年度、月度长协价格变动幅度加大，我们假设长协价格下跌幅度各增 0.05 个百分点，即年度长协价的相应下跌幅度变为 0.3312%，月度变为 1.0881%，导致公司综合售价变动幅度进一步加大，故当市场价低于 535 元/吨，即假设跌至 520 元/吨、500 元/吨、450 元/吨时，公司销售均价跌幅增大，将分别下跌 9.9%、12.1%、17.9%，分别跌至 380 元/吨、371 元/吨和 346 元/吨。

综上所述，按照 2019 年经营资产测算，公司煤炭销售中的大比例的长协和较高的非煤业务占比，导致公司业绩相对稳定。当秦皇岛港现货价格下跌至 550 元/吨时，公司归母净利润预计 427 亿元；当煤价跌至 500 元/吨时，公司归母净利润将降至 389.11 亿元，公司仍具备较好盈利能力，公司业绩稳定性较强。

表 17：煤价变动对公司售价及归母净利润的敏感性测算

秦皇岛 5500 大卡现货价 (元/吨)	649	605	580	550	535	520	500	450	399
秦皇岛 5500 大卡现货价变动幅度	18 年均价	19 年均价	-4.1%	-9.1%	-11.6%	-14.0%	-17.4%	-25.6%	-34.1%
对应公司平均售价 (元/吨)	429	422	411	397	390	380	371	346	321
公司平均售价变动幅度	18 年均价	19 年模型预测均价	-2.6%	-5.9%	-7.5%	-9.9%	-12.1%	-17.9%	-23.9%
公司归母净利润 (亿元)	438.67	458.73	446.98	427.05	417.08	417.09	389.11	353.64	315.76
股权价值 (亿元)	4090	4653	4529	4374	4296	4184	4078	3802	3514
当前市值 (亿元) 2019/11/12	3514	3514	3514	3514	3514	3514	3514	3514	3514
上涨空间	16.4%	32.4%	28.9%	24.4%	22.2%	19.1%	16.0%	8.2%	0.0%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

经过三年供给侧改革，目前价格极其稳定的年度长协销售量基本达到整个公司销售量的 1/2，而且公司不断推进三年期（2019 年-2021 年）电煤长协合同的签订，使得公司大约一半的销量售价相对稳定，受市场价格波动的影响小，故公司整体的业绩稳定性和抗风险能力较强。

同时我们也做了临界值测算，如果市场煤价下跌超过 34.1%，即当现货价达到 399 元/吨、公司售价 321 元/吨时，公司的股权价值基本不存在溢价。但是当前的煤炭市场竞争格局已远好于 2015 年行业低谷时期，大量落后产能得以退出，先进产能不断释放，我们分析认为市场回去当时无序竞争的状态概率极低，故煤价再度下跌至当时水平的可能性不大。

5.2 公司现金流充裕，提高分红预期

（一）供给侧改革以来，公司经营状况改善、资产负债率下降、经营现金流充裕

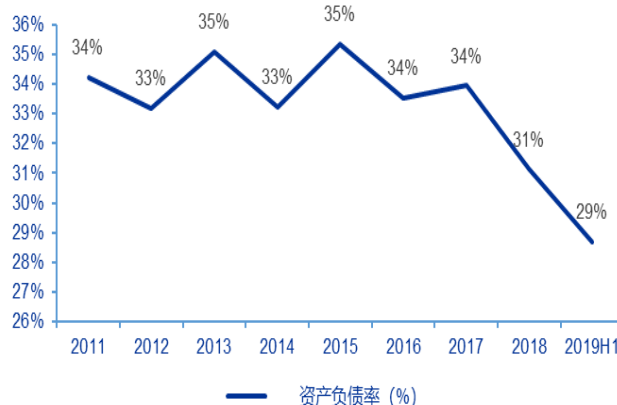
受益于供给侧改革以来煤价上涨，公司经财报情况自 2015 年开始均出现明显改善。2015 年煤炭全行业亏损，但公司当年实现归母净利润 161.44 亿元，是行业中少数仍盈利的企业。随着 16 年推行供给侧改革，煤价上涨，公司 18 年实现归母净利润为 439 亿元，较 2015 年增加 1.73 倍。同时，公司的资产负债率出现明显下降，由 2015 年的 35.35% 下降至 2019 年上半年的 29%，远低于行业平均 51% 的水平。

图 59：公司净利润自 2015 年底起逐步回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 60：供给侧改革以来公司资产负债率稳步下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

通过对比国内上市的 12 家市值超百亿煤炭公司的盈利指标，中国神华表现名列前茅，四项指标均位居前五名，大幅高于行业中位值。

表 18：市值超百亿煤炭上市公司 18 年年报财务指标对比，中国神华名列前茅

排名	ROE(摊薄/%)	ROA (%)	销售净利率(%)	销售毛利率(%)
1	陕西煤业 21.70%	陕西煤业 16.62%	蓝焰控股 28.60%	陕西煤业 48.69%
2	蓝焰控股 17.67%	露天煤业 15.17%	陕西煤业 27.84%	露天煤业 44.54%
3	山西焦化 16.60%	中国神华 12.76%	露天煤业 24.76%	中国神华 41.12%
4	露天煤业 16.49%	蓝焰控股 12.37%	山西焦化 20.81%	潞安环能 40.15%
5	中国神华 13.38%	山西焦化 11.32%	中国神华 20.46%	蓝焰控股 38.31%
6	兖州煤业 12.97%	兖州煤业 8.86%	潞安环能 7.72%	西山煤电 31.78%
7	潞安环能 11.14%	山煤国际 7.97%	西山煤电 6.66%	中煤能源 28.64%
8	阳泉煤业 9.31%	阳泉煤业 7.64%	兖州煤业 6.53%	冀中能源 26.84%
9	西山煤电 9.12%	西山煤电 6.68%	阳泉煤业 6.40%	永泰能源 26.53%
10	冀中能源 4.38%	潞安环能 5.94%	中煤能源 5.98%	山煤国际 20.03%
11	山煤国际 4.00%	中煤能源 4.85%	冀中能源 4.89%	兖州煤业 19.49%
12	中煤能源 3.73%	永泰能源 4.50%	山煤国际 3.70%	阳泉煤业 18.76%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

(二) 公司资本开支缩减至 150 亿元左右，而折旧金额今年基本稳定在 200 亿元左右

自 2012 年以来，随着公司新建项目尤其是新建铁路项目的逐步投产，公司资本开支逐年缩减，截至 2018 年公司资本开支仅为 232.1 亿元，2019 年资本开支计划为 271.3 亿元，主要计划用于燃煤电厂建造、黄大铁路建设，以及煤矿采掘设备购置等。但 19 年上半年实际完成量仅为 72.2 亿元，仅使用了计划金额的 26.61%。

公司目前重大在建项目中只有黄大铁路、爪哇电厂及巴准铁路预算数达 100 亿元以上，而以上三项目的工程进度都已达到 70%以上，单项目的投资所需金额都是 35 亿以下，近一年内公司无其他大型新建项目，如果公司未有新增项目的前提下，公司未来三年资本开支规模基本 150 亿元左右。

而折旧金额方面，随着公司新建项目投产转固，公司折旧金额趋稳，公司自 2015 年以来折旧金额持续维持在 200 亿元左右规模。

图 61：近年来公司资本开支金额逐年缩减



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 62：近年公司年折旧额逐步稳定在 200 亿元左右



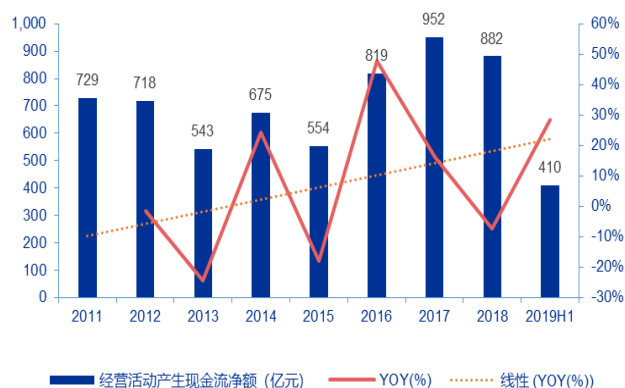
资料来源：公司公告，申万宏源研究

（三）短期负债金额较小，且无新增借款，无需占用过多现金

截至 2019 年 6 月 30 日，公司报表显示，公司短期借款 90 亿元、一年内到期的非流动负债 11.19 亿元，合计 101.19 亿元。公司自 2016 年至今没有在公开市场新发行债券，即无新的偿债需求，故一年内公司必须准备 101.19 亿元现金偿债，对公司当前总体现金流影响较小。

公司现金流充裕。2018 年公司经营活动现金流净额录得 882.48 亿元，同比下降 7.3%，但仍高于 2011 年行业黄金时期的 728.64 亿元，保持高位盘整；18 年公司净现金流-94.74 亿元，主要是 18 年公司购买了 324.47 亿元理财和同业存单，以及偿还了 2 笔美元债券共计 82.08 亿元，合计占用现金 406.55 亿元，故 2018 年公司实际产生现金流 311.31 亿元，高于 17 年的 306.84 亿元。2018 年公司利息保障倍数为 15.50，自 2015 年以后一直保持在 15 倍左右水平，2019 年上半年更是达到了 21.61 倍，基本达到 2011 年时的水平。

图 63：经营活动产生现金流净额同比震荡上升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 64：利息保障倍数维持在 15 倍以上



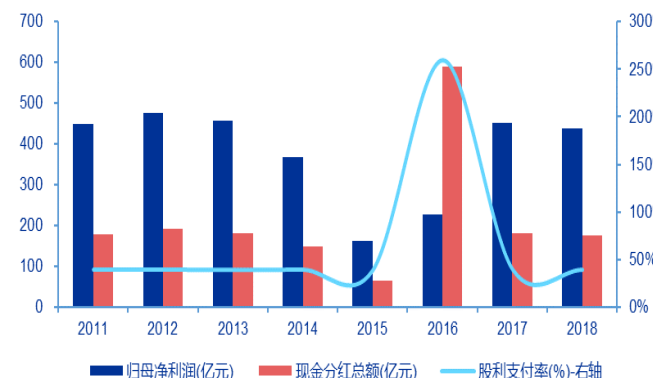
资料来源：公司公告，申万宏源研究

（四）分红比例多年稳定在 40% 左右，可支配现金流充裕提升派息预期

公司保持相对稳定的分红率，自 2011 年以来分红率维持在 40% 左右，即使是行业低迷、公司归母净利润相对较少的 2015 年，分红率也有 39.42%。其中值得注意的是，2016 年，公司分红率高达 260.09%，是因为在正常每股派息 0.46 元的基础上，额外派发特别股息 499.23 亿元，共派息 590.72 亿元，折合股息率高达 15.2%。2018 年公司现金分红 175.03

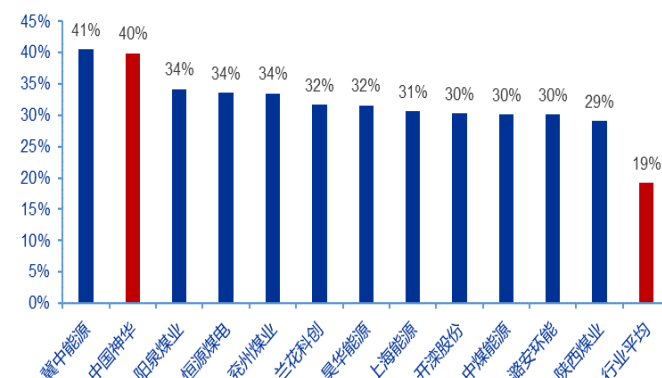
亿元，分红率 39.90%，折合股息率 4.51%，远高于申万二级行业煤炭采掘 39 家公司的平均值 19.21%和 2.38%。

图 65：历年分红率 40%，16 年派发特别股息



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 66：2018 年公司分红率远高于行业平均



资料来源：公司公告，申万宏源研究

截至 2019 年 6 月 30 日，合并报表显示有货币资金及交易性金融资产合计 1334.42 亿元，其中母公司有货币资金 1048.71 亿元，及交易性金融资产 50.98 亿元，即公司可自由支配的现金（剔除财务公司归集的集团其它资金）共计 1099.69 亿元。合并报表中另外 234.73 亿元现金为财务公司归集集团其他公司资金。

而 2018 年年报显示母公司货币资金与交易性金融资产之和为 892.74 亿元，较之 2019 年 6 月底的 1099.69 亿元，则 2019 年上半年公司现金增加了 206.95 亿元。另外，上半年分红派息占用了 175.03 亿元，及母公司偿还短期借款占用 20.64 亿元，故上半年合计增加现金约 402.62 亿元。在公司经营稳定的情况下，我们保守估计 2019 年下半年公司增加现金 380 亿元左右，预计 2019 年年末公司可支配自有现金则有望达到 1480 亿元左右。

表 19：母公司现金增加额

母公司报表	金额 (亿元)
2018 年 12 月 31 日货币资金	592.74
2018 年 12 月 31 日交易性金融资产	300
小计	892.74
2019 年 6 月 30 日货币资金	1048.71
2019 年 6 月 30 日交易性金融资产	50.98
小计	1099.69
19 年上半年货币及交易性金融资产增加额	206.95
加回	
19 年上半年现金分红支出	175.03
短期借款减少	20.64
19 年上半年实际现金增加	402.62

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上，公司目前现金流充裕稳定，至 19 年底有望进一步增加，同时，折旧已充分计提，且短期内没有大型新建项目，即不会大幅增加资本性开支，短期内也没有大额偿债需求，因此有望提高现金分红比例或再次进行特别派息。我们模型预测中国神华 2019 年归母净利润约为 458.73 亿元，基于对 2019 年的盈利预测，对公司 19 年分红做了测算：假设维持 18 年的分红比例 40%，则现金分红金额预计为 183.49 亿元，对应公司当前市值，则股息

率为 5.22%；假设 19 年归母净利润全部用于分红，即分红金额 458.73 亿元，则股息率预计将达到 13.05%；假设 19 年特别派息，假设分红金额总计 700 亿元，则对应分红率为 152.6%，对应股息率将达到 19.92%。

表 20：2019 年股息率假设测算

	假设 1：正常分红 40%	假设 2：全部利润分红	3. 假设有特别派息
归母净利润（亿元）	458.73	458.73	458.73
年度分红总额（亿元）	183.49	458.73	700.00
分红率（%）	40.00%	100.00%	152.60%
总市值（亿元）	3,514	3,514	3,514
股息率（%）	5.22%	13.05%	19.92%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.3 盈利预测与估值

在以下条件下我们对中国神华 2019-2021 年业绩进行预测：

煤炭业务：受行业“降杠杆”压力影响，动力煤价格保持窄幅波动，处于历史中位数偏上水平。从公司角度，因公司煤炭销售积极推进长协合同，使公司煤炭售价较市场更加稳定。销量上，哈尔乌素露天矿和宝日希勒露天矿 20 年、21 年产量逐渐恢复，2020 年黄大铁路通车，新增 20 年、21 年煤炭销量 1000 万吨、3000 万吨。假设 19-21 年公司煤炭综合平均售价变化幅度分别为-1.74%，-2.06 和-1.43%。预计 2019-2021 年煤炭业务内部抵消前销售收入为 1956 亿元、1951 亿元和 2044 亿元。

电力业务：因公司国华爪哇 7 项目 2*105 万千瓦工程进度已超 70%，有望在 19 年四季度至 21 年一季度陆续投产，而目前公司正全力建设锦界及胜利电厂，两电厂也有望于 21 年投产，叠加社会用电需求持续增长，公司主要电厂分布于缺电省份，公司利用小时数有所提升，综合使得公司发电量大幅增加。且剥离部分电厂后，公司单位电价大幅提升，19 年同比增幅有望达到 3%，使得公司 2019-2021 年电力业务内部抵消前销售收入为 490 亿元、553 亿元和 585 亿元。

铁路业务：主要是 2020 年下半年黄大铁路投产，带来公司 20-21 年铁路运输周转量和煤炭销售量大幅提升。

公司其他业务中港口、煤化工等业务较为平稳发展，而航运板块 19 年毛利降幅较大，但对公司毛利润贡献占比较小，对公司盈利能力影响较小。

盈利预测与投资建议：预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 2337 亿元、2400 亿元和 2519 亿元，归母净利润分别为 459 亿元、469 亿元和 481 亿元，EPS2.31 元、2.36 元和 2.42 元，对应 PE 分别为 7.7 倍、7.495 倍和 7.3 倍。由于公司产业链齐全，各个板块基本成型，我们采用企业价值倍数（EV/EBITDA）估值方法，选取各个业务对应可比上市公司进行比较，依据各业务板块对应可比上市公司行业企业价值倍数测算。从业务相似性角度考虑选取可比公司，煤炭、电力、煤化工、港口四行业可比公司较多，选取了可比公司企业价值倍数的平均值，铁路、航运业务选取了可比公司中企业价值倍数最低值，据

测算，公司 2019 年合理市值应为 4653 亿元，基于公司当前 198.9 亿股的股本可得公司合理股价应为 23.4 元，2019 年 11 月 12 日收盘价 17.67 元，故上涨空间为 32.4%。预计 2019 年底公司账面自有可支配现金 1500 亿元左右，在无资本开支的前提下，公司特别派息预期提升。叠加公司未来自产煤产量的增加、新建电厂和铁路的投产，使得公司兼具成长性和高股息避险属性，因此强调原有评级，继续给予“买入”评级。

表 21：公司 EV/EBITDA 企业价值倍数估值法估值

	2019E	2020E	2021E
企业价值（百万元）	401,529	406,506	397,170
现金及其等价物（百万元）	160,388	156,400	203,025
有息负债（百万元）	42,426	33,966	27,006
少数股东权益价值（百万元）	54,161	55,363	56,735
股权价值（百万元）	465,330	473,578	516,455
总股数（百万）	19,890	19,890	19,890
目标股价（元）	23.40	23.81	25.97
目前股价（2019/11/12）	17.67	17.67	17.67
上涨空间	32.40%	34.75%	46.95%

资料来源：公司公告，WIND，申万宏源研究

表 22：各分部估值 (2019/11/12)

煤炭业务估值 (百万元, %, 倍)						电力业务估值 (百万元, %, 倍)					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	195,918	205,191	195,649	195,100	204,402	营业收入	79,511	88,452	49,025	55,278	58,526
营业成本	135,814	147,313	133,578	134,750	144,564	营业成本	64,522	68,491	38,210	43,904	46,830
毛利	60,104	57,878	62,070	60,350	59,838	毛利	14,989	19,961	10,816	11,373	11,696
毛利率	30.7%	28.2%	31.7%	30.9%	29.3%	毛利率	18.9%	22.6%	22.1%	20.6%	20.0%
费用	16,822	16,493	18,000	17,364	17,987	费用	7,590	7,241	4,013	4,643	5,853
费用率	8.6%	8.0%	9.2%	8.9%	8.8%	费用率	9.5%	8.2%	8.2%	8.4%	10.0%
经营收益	43,282	41,385	44,071	42,986	41,851	经营收益	7,399	12,720	6,802	6,730	5,843
经营收益率	22.1%	20.2%	22.5%	22.0%	20.5%	经营收益率	9.3%	14.4%	13.9%	12.2%	10.0%
折旧摊销	5,268	5,565	4,727	4,847	5,077	折旧摊销	9,523	8,298	4,826	5,746	6,244
EBITDA	48,550	46,950	48,798	47,833	46,928	EBITDA	16,922	21,018	11,628	12,477	12,088
EV/EBITDA	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	EV/EBITDA	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
估值	193,021	186,662	194,008	190,173	186,574	估值	125,676	156,096	86,358	92,660	89,774
铁路业务估值 (百万元, %, 倍)						港口业务估值 (百万元, %, 倍)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	37,586	39,149	41,318	43,745	45,469	营业收入	5,717	6,124	6,027	6,455	6,781
营业成本	14,446	15,574	16,130	17,480	18,206	营业成本	2,497	3,016	2,922	3,055	3,170
毛利	23,140	23,575	25,188	26,265	27,263	毛利	3,220	3,108	3,105	3,400	3,611
毛利率	61.6%	60.2%	61.0%	60.0%	60.0%	毛利率	56.3%	50.8%	51.5%	52.7%	53.2%
费用	5,644	5,915	6,487	7,437	9,094	费用	704	777	783	1,000	1,322
费用率	15.0%	15.1%	15.7%	17.0%	20.0%	费用率	12.3%	12.7%	13.0%	15.5%	19.5%
经营收益	17,496	17,660	18,701	18,828	18,169	经营收益	2,516	2,331	2,322	2,399	2,289
经营收益率	46.5%	45.1%	45.3%	43.0%	40.0%	经营收益率	44.0%	38.1%	38.5%	37.2%	33.7%
折旧摊销	3,813	3,899	4,119	4,392	4,520	折旧摊销	868	1,075	1,007	1,048	1,090
EBITDA	21,309	21,559	22,820	23,221	22,689	EBITDA	3,384	3,406	3,329	3,447	3,379
EV/EBITDA	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	EV/EBITDA	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
估值	82,425	83,392	88,271	89,820	87,764	估值	23,050	23,199	22,675	23,479	23,013
航运业务估值 (百万元, %, 倍)						煤化工业务估值 (百万元, %, 倍)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,247	4,089	3,368	3,642	3,752	营业收入	5,681	5,840	5,729	5,863	6,001
营业成本	2,435	3,179	2,945	3,113	3,291	营业成本	4,518	4,392	4,313	4,465	4,610
毛利	812	910	423	529	461	毛利	1,163	1,448	1,416	1,398	1,391
毛利率	25.0%	22.3%	12.6%	14.5%	12.3%	毛利率	20.5%	24.8%	24.7%	23.8%	23.2%
费用	151	187	185	299	263	费用	661	694	573	545	600
费用率	4.7%	4.6%	5.5%	8.2%	7.0%	费用率	11.6%	11.9%	10.0%	9.3%	10.0%
经营收益	661	723	238	231	199	经营收益	561	754	843	853	791
经营收益率	20.4%	17.7%	7.1%	6.3%	5.3%	经营收益率	9.9%	12.9%	14.7%	14.5%	13.2%
折旧摊销	188	188	138	143	149	折旧摊销	890	870	824	848	874
EBITDA	849	911	376	374	348	EBITDA	1,451	1,624	1,667	1,701	1,665
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	EV/EBITDA	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
估值	4,934	5,294	2,183	2,174	2,021	估值	6,995	7,829	8,035	8,200	8,024

资料来源：公司公告，WIND，申万宏源研究

表 23：公司各业务板块对标上市公司平均企业价值倍数（倍）（2019/11/12）

煤炭业务			电力业务			煤化工业务		
代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA
	最高值	7.34		最高值	9.56		最高值	5.61
	最低值	1.86		最低值	5.41		最低值	4.10
	平均值	3.98		平均值	7.43		平均值	4.82
601225.SH	陕西煤业	3.43	600011.SH	华能国际	8.89	600691.SH	阳煤化工	4.74
601898.SH	中煤能源	6.28	600023.SH	浙能电力	5.41	000830.SZ	鲁西化工	4.10
600188.SH	兖州煤业	3.27	600795.SH	国电电力	9.56	600426.SH	华鲁恒升	5.61
000983.SZ	西山煤电	4.69	601991.SH	大唐发电	7.32			
002128.SZ	露天煤业	7.34	600027.SH	华电国际	7.53			
600348.SH	阳泉煤业	2.78	600642.SH	申能股份	6.69			
601001.SH	大同煤业	2.50	000539.SZ	粤电力 A	7.04			
000552.SZ	靖远煤电	3.85	600021.SH	上海电力	6.56			
600971.SH	恒源煤电	1.86	000600.SZ	建投能源	6.75			
601699.SH	潞安环能	3.76						
港口业务			铁路业务			航运业务		
代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA	代码	证券简称	EV/EBITDA
	最高值	8.16		最高值	13.83		最高值	11.26
	最低值	5.17		最低值	3.87		最低值	5.81
	平均值	6.81		平均值	8.85		平均值	8.54
600717.SH	天津港	6.13	000557.SZ	西部创业	13.83	600428.SH	中远海特	11.26
601326.SH	秦港股份	7.57	601006.SH	大秦铁路	3.87	600798.SH	宁波海运	5.81
600317.SH	营口港	7.03						
601000.SH	唐山港	5.17						
600017.SH	日照港	8.16						

资料来源：公司公告，WIND，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	248,746	264,101	233,655	240,022	251,875
营业收入	248,746	264,101	233,655	240,022	251,875
煤炭分部	195,918	205,191	195,649	195,100	204,402
发电分部	79,511	88,452	49,025	55,278	58,526
铁路分部	37,586	39,149	41,318	43,745	45,469
港口分部	5,717	6,124	6,027	6,455	6,781
煤化工分部	5,681	5,840	5,729	5,863	6,001
营业总成本	179,664	191,893	165,900	169,723	179,779
营业成本	143,842	155,502	136,192	137,517	149,238
煤炭分部	135,814	147,313	133,578	134,750	144,564
发电分部	64,522	68,491	38,210	43,904	46,830
铁路分部	14,446	15,574	16,130	17,480	18,206
港口分部	2,497	3,016	2,922	3,055	3,170
煤化工分部	4,518	4,392	4,313	4,465	4,610
税金及附加	9,640	10,053	9,813	10,081	9,823
销售费用	612	725	641	720	756
管理费用	19,053	19,879	17,290	18,962	18,639
研发费用	341	454	350	480	403
财务费用	3,457	4,086	1,830	1,731	921
资产减值损失	2,719	1,042	14	0	0
信用减值损失	0	152	-232	232	0
其他收益	401	317	359	338	338
投资收益	1,321	593	2,109	1,700	1,700
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-19	22	0	0	0
资产处置收益	317	6	50	50	50
营业利润	71,102	73,146	70,272	72,387	74,184
营业外收支	-769	-3,077	-364	-364	-364
利润总额	70,333	70,069	69,909	72,024	73,820
所得税	16,283	16,028	14,102	14,979	15,362
净利润	54,050	54,041	55,806	57,045	58,459
少数股东损益	9,013	10,174	9,934	10,154	10,406
归母净利润	45,037	43,867	45,873	46,891	48,053

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	54,050	54,041	55,806	57,045	58,459
加: 折旧摊销减值	27,344	24,626	22,338	23,388	23,597
财务费用	3,457	4,086	1,830	1,731	921
非经营损失	-1,302	-615	-2,501	-1,562	-1,750
营运资本变动	7,943	1,935	-8,375	-1,446	4,908
其它	3,660	4,175	78,377	0	0
经营活动现金流	95,152	88,248	147,476	79,155	86,134
资本开支	18,926	19,993	13,683	11,821	12,615
其它投资现金流	32,289	-33,063	-9,728	-1,323	-289
投资活动现金流	13,363	-53,056	-23,411	-13,144	-12,904
吸收投资	1,164	376	0	0	0
负债净变化	-9,839	-12,390	-17,391	-8,460	-6,960
支付股利、利息	69,083	33,156	19,333	61,365	19,677
其它融资现金流	137	455	842	-174	32
融资活动现金流	-77,621	-44,715	-35,882	-70,000	-26,605
净现金流	30,684	-9,474	88,183	-3,988	46,625

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	132,644	233,296	221,358	220,225	266,563
现金及等价物	81,198	104,657	172,840	168,852	215,477
应收款项	24,564	18,521	21,432	22,681	22,393
存货净额	11,647	9,967	13,659	15,265	15,265
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	15,235	100,151	13,427	13,427	13,427
长期投资	10,303	20,146	51,146	54,247	56,267
固定资产	348,272	273,812	265,105	255,714	246,677
无形资产及其他资产	75,905	59,985	61,033	58,950	57,055
资产总计	567,124	587,239	598,642	589,135	626,561
流动负债	115,905	123,381	110,045	111,685	116,305
短期借款	24,392	6,229	3,230	3,230	3,230
应付款项	56,498	40,699	35,645	35,992	39,060
其它流动负债	35,015	76,453	71,170	72,464	74,016
非流动负债	76,592	59,408	45,346	36,584	29,624
负债合计	192,497	182,789	155,391	148,269	145,929
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	74,730	74,720	74,720	74,720	74,720
其他综合收益	-33	-600	-615	-537	-506
盈余公积	11,433	11,433	11,433	11,433	11,433
未分配利润	182,407	207,213	235,583	222,839	252,136
少数股东权益	73,140	76,687	86,621	96,775	107,180
股东权益	374,627	404,450	443,251	440,866	480,632
负债和股东权益合计	567,124	587,239	598,642	589,135	626,561

资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	2.26	2.21	2.31	2.36	2.42
每股经营现金流	4.78	4.44	7.41	3.98	4.33
每股红利	-	-	0.88	3.00	0.94
每股净资产	15.16	16.48	17.93	17.30	18.78
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	14.3	16.1	18.4	19.3	20.5
ROE	14.9	13.4	12.9	13.6	12.9
毛利率	42.2	41.1	41.7	42.7	40.7
EBITDA Margin	39.6	37.0	40.4	40.4	39.0
EBIT Margin	29.7	28.1	30.7	30.7	29.7
营业总收入同比增长	35.8	6.2	-11.5	2.7	4.9
归母净利润同比增长	98.3	-2.6	4.6	2.2	2.5
资产负债率	33.9	31.1	26.0	25.2	23.3
净资产周转率	0.83	0.81	0.66	0.70	0.67
总资产周转率	0.44	0.45	0.39	0.41	0.40
有效税率	23.6	23.1	20.8	21.3	21.3
股息率	-	-	5.0	17.0	5.3
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	7.8	8.0	7.7	7.5	7.3
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/Sale	1.8	1.4	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.5	3.9	3.2	3.2	2.7
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。