



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

中国神华价值再发现

—中国神华(601088)公司深度报告

2020 年 12 月 10 日

左前明

S1500518070001

010-83326712

zuoqianming@cindasc.com

杜冲

S1500520100002

010-63080940

duchong@cindasc.com

周杰

S1500519110001

010-83326723

zhoujie@cindasc.com

证券研究报告

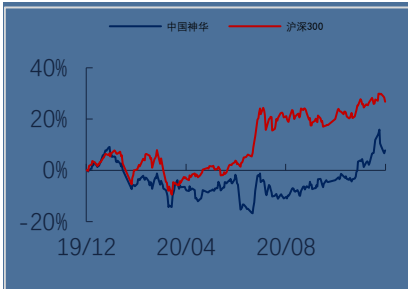
公司研究

公司深度报告

中国神华 (601088)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	18.60
52 周内股价波动区间 (元)	19.99-14.36
最近一月涨跌幅 (%)	-81.40
总股本 (亿股)	198.90
流通 A 股比例 (%)	82.91
总市值 (亿元)	3,699.47

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

中国神华价值再发现

2020 年 12 月 10 日

本期内容提要：

◆**一体化经营的核心资产，特许经营权价值独一无二。**一方面，主力矿区神东是全国煤价历史低位时唯一不亏矿区，成本优势显著，经营护城河深广。1) 资源禀赋优越：核心资源位于神东、准格尔矿区，资源最优质、最丰富，保有可采储量为 146.8 亿吨，测算服务年限长达 32.2 年。2) 先进产能、极低成本：国内在产核定产能 33480 万吨，其中 40% 为开采成本低的露天矿，生产成本徘徊在 130 元/吨以下，位列四大煤企首位。3) 2015 年行业出现全面亏损，中国神华扣非归母净利润规模依然达到 151 亿元，在煤炭板块遥遥领先，是第二名（露天煤业 5.5 亿）的 27.5 倍。另一方面，朔黄铁路是破解西煤东运瓶颈关键一环，具有类似特许经营权的优势，有助于公司构筑一体化经营网络。1) 中国神华自营铁路营业里程达 2155 公里，成为国内第二大铁路运营商。2) 铁路运价自主可控，运价低、运距短，陕蒙地区通过朔黄铁路实现下水的煤炭，相较于经由大秦铁路在秦皇岛港下水的煤炭，运输成本更低。3) 中国神华依托煤炭资源，构筑了铁路、港口、航运一体化运输网络，形成其核心竞争力，不仅有利于提升煤炭销售的稳定性，而且独有的运输线路有助于掌握区域煤炭定价权。

◆**经营业绩具有高确定性和强稳定性。**1) 煤电联营叠加路港公共事业属性，一体化经营锁定产业链整体利润。中国神华发电用煤中，自有燃煤消耗量 2011-2019 年平均占比为 86%。同时，自有铁路、港口以较低的运营成本，进一步保证公司经营的稳定性，成为业绩的压舱石，锁定产业链利润。2) 高比例中长协合同，煤价抗风险能力更强。中国神华长协煤占比约 80%，秉持自营铁路优势，公司与下游电厂签订了广泛的中长期协议，量价有保障，提高了盈利的确定性。A 股上市以来中国神华的盈利稳定性位列动力煤板块第一，煤电一体化经营优势彰显。

◆**被忽视的高质量成长属性，各板块均有亮点。煤炭：主业仍具增长潜力。**1) 哈尔乌素（3500 万吨）、宝日希勒（3500 万吨）、黑岱沟（3400 万吨）、胜利一号（2800 万吨）产能限制因素逐步解除，产能爬坡释放增量，测算 2020-2023 年自产煤产量同比增加 2.4%/2.0%/2.2%/3.0%。2) 设计产能 6200 万吨的新街台矿区建设后，中国神华国内煤炭产能同比将大增 21.51%，攀升至 40680 万吨，中国能源核心资产的优势地位将进一步得到巩固。**铁路：黄大铁路开通将带来新的业绩增长点。**黄大铁路设计年运输能力 3200 万吨（远期规划 4700 万吨），计划 2020 年底全线铺通，2021 年上半年投运。预计 2021-2023 年运输煤炭 1000 万吨、2000 万吨、2500 万吨，在缓解山东滨州、东营、潍坊等沿线地区用煤缺口的基础上，也将带动中国神华下水煤量同比增加，增厚业绩。**电厂：印尼爪哇电厂投运将带来长期稳定现金流。**采用“BOOT 特许经营权”模式运营的国华印尼爪哇电厂，服务年限长达 25 年，带来持续稳健的现金流。2019 年 12 月一号机组投入商业运营，盈利表现良好，测算全年利润贡献预计在 8-10 亿元左右。2020 年 10 月国华印尼爪哇二号机组已经建成，预计将于 2020 年底投运。**港口：黄骅港 3#、4# 码头建成将提升下水煤规模。**黄骅港煤炭港区 3#、4# 码头设计年通过能力 805 万吨，2020 年 8 月已经正式开工建设，该工程的实施可实现在通用泊位进行块煤装船，既可发挥通用泊位设备优势，又能确保块煤质量，预计黄骅港煤炭发运量将突破 21000 万吨。

◆**现金属性及高股息更加凸显配置价值。现金属性：**现金流充沛，蓄水力超强。1) 优质的资产给公司带来充沛的现金流：2004-2019 年，中国神华账面现金和经营性现金流量净额每年分别以 17.7% 和 7.5% 的复合增速增

长，其中账面现金的增速超过同期 M2 增速（14.9%），印钞机属性彰显。

2）资本开支规模下降，现金蓄水能力强化。2013-2019 年中国神华购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模年均下滑 13.7%，近三年资本开支完成率仅为 75%\80%\72%，现金蓄水能力不断强化。伴随黄大铁路和巴准铁路的建成完工，后续支出规模将进一步下滑。

高股息率：A 股上市以来累计分红率为动力煤板块之最。1）A 股上市以来累计实现归属于母公司所有者的净利润 4598 亿元，累计现金分红金额 2341 亿元，其中 2016 年派发特别股息 499.23 亿元，分红率达到 51%，为动力煤板块最高。2）2019-2021 年度每年按《公司章程》规定方式以现金方式分配的利润提高至不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%。3）H 股回购不超 10% 股份，将进一步提升每股收益水平，彰显投资价值。

- ◆**有别于市场的认识：**一是中国神华的特许经营属性价值被忽略：主力矿区神东与运营的东西煤运大通道朔黄铁路为国家划拨、筹建的计划单列资产，经营属性独一无二。二是一体化运营业绩的确定性及成长性被低估：中国神华经营业绩稳定性位列行业第一，且在煤炭、铁路、港口、电力板块未来仍存在较大成长空间，预计将释放足够的业绩弹性。
- ◆**盈利预测与估值：**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 2309.39、2381.60、2436.56 亿元，实现归母净利润分别为 424.07、438.90、461.58 亿元（原预测 433.07、432.31、435.27 亿元），每股收益分别为 2.17、2.24、2.36 元（考虑 H 股回购），维持“买入”评级，结合 PE 和 FCFE 估值法，给予公司目标价 29.03 元。
- ◆**风险因素：**煤矿产能释放受限、黄大铁路建设进度放缓、资本开支和现金分红风险、股份回购不及预期、煤炭价格大幅下跌。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
增长率 YoY %	6.2%	-8.4%	-4.5%	3.1%	2.3%
归属母公司净利润(百万元)	43,867	43,250	42,407	43,890	46,158
增长率 YoY%	-2.6%	-1.4%	-1.9%	3.5%	5.2%
毛利率%	41.1%	40.7%	40.4%	41.5%	42.3%
净资产收益率 ROE%	13.4%	12.3%	11.1%	10.8%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.17	2.24	2.36
市盈率 P/E(倍)	7.19	7.74	8.58	8.29	7.88
市净率 P/B(倍)	0.96	0.95	0.97	0.91	0.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2020 年 12 月 09 日收盘价

目 录

中国能源行业核心资产的经营护城河深广	6
1、公司历史沿革和股权结构	6
2、煤炭业务是公司营收和利润的主要来源	6
3、中国神华的特许经营权独一无二	7
3.1、主力矿区之神东矿区是全国煤价历史低位时唯一不亏矿区	7
3.2、朔黄铁路是破解西煤东运瓶颈的关键一环，构筑中国神华一体化经营网络	9
经营业绩具有高确定性和强稳定性	12
1、高比例中长协合同，煤价抗跌能力更强	12
2、煤电联营叠加路港公共事业属性，一体化经营锁定产业链利润	13
被忽视的高质量成长属性	14
1、煤炭主业仍具增长潜力	14
1.1、限制因素逐步解除，产能爬坡释放增量	14
1.2、设计产能 6200 万吨，新街台矿区建设积极推进	15
2、黄大铁路开通将带来煤炭需求增量	15
3、印尼爪哇电厂带来长期稳定现金流	16
4、黄骅港煤炭港区 3#、4# 码头工程已开工建设	17
现金属性及高股息凸显配置价值	18
1、现金属性：现金流充沛，蓄水力超强	18
2、高股息率：A 股上市以来累计分红率为动力煤板块之最	20
盈利预测	22
1、盈利预测与关键假设	22
2、估值与投资建议	23
风险因素	24
1、煤矿产能释放受限	24
2、黄大铁路工程进度放缓	24
3、资本开支和现金分红风险	24
4、股份回购不及预期	24
5、煤炭价格大幅下跌	24

表 目 录

表 1：中国神华主要矿区煤炭资源储量情况（截止 2019 年底）	7
表 2：中国神华国内煤炭产能一览表（截止 2019 年底）	8
表 3：中国神华自营铁路里程达 2155 公里（截止 2019 年底）	9
表 4：准格尔矿区煤炭到黄骅港比秦皇岛港下水运距更短、运费更低	10
表 5：神东矿区煤炭到黄骅港比秦皇岛港下水运距更短、运费更低	10
表 6：中国神华港口信息一览	11
表 7：2016-2019 年发改委要求煤炭价格稳定在绿色区间	12
表 8：发改委煤炭价格区间设置及干预措施	12
表 9：中国神华在建电厂一览	16
表 10：中国神华 2017-2020 年资本支出完成情况（亿元）	19
表 11：中国神华 2020 年上半年重大在建工程资本支出完成情况一览表	20
表 12：中国神华 A 股上市以来累计现金分红率位列动力煤板块首位	21
表 13：中国神华回购 H 股方案	21
表 14：中国神华 2018-2022 年营业收入预测表（百万元）	22
表 15：中国神华可比公司盈利预测与估值表	23
表 16：中国神华 2020-2051 年自由现金流预测表（百万元）	23

图 目 录

图 1：中国神华股权结构图	6
图 2：2016-2020Q3 中国神华营业收入变化	7
图 3：2016-2020Q3 中国神华毛利变化	7
图 4：2020Q3 中国神华营业收入构成	7
图 5：2020Q3 中国神华毛利构成	7
图 6：中国神华自产煤单位生产成本维持在较低水平	9
图 7：中国神华自产煤吨煤成本为四大上市动力煤企最低（元/吨）	9
图 8：2015 年中国神华盈利规模遥遥领先	9

图 9: 2007-2019 年中国神华自有铁路周转量迭创新高	11
图 10: 中国神华“西煤东运”一体化运营网络示意图	11
图 11: 2018 年以来年度长协价运行在绿色区间	12
图 12: 预计 2020 年煤炭现货平均价格 565 元/吨	12
图 13: 中国神华长期占比约 80% (2020Q3)	13
图 14: 中国神华煤炭价格波动幅度明显小于现货价格	13
图 15: 动力煤、火电板块盈利水平呈现明显的负相关性	13
图 16: 2012-19 年动力煤和火电板块合计盈利稳定在 900 亿左右	13
图 17: 2011-2019 发电分部自有燃煤消耗占比维持高位	14
图 18: 中国神华对内煤炭销售价格相比市场价格更低	14
图 19: 2007-2019 年中国神华在动力煤板块盈利稳定性排名第一	14
图 20: 2019-2023 年中国神华自产煤产量将不断攀高	15
图 21: 新街矿区建成后, 中国神华国内煤炭产量将攀升至 40680 万吨	15
图 22: 预计 2020-2023 年中国神华下水煤量呈现逐步增加趋势	16
图 23: 黄骅港煤炭港区 3#、4# 码头工程用海界址图	17
图 24: 3#、4# 码头建成后, 预计黄骅港煤炭发运量将突破 21000 万吨	18
图 25: 2019 净资产上升到 4156 亿元, 负债率下降到 25.58%	18
图 26: 中国神华资产负债率水平位列动力煤板块前列 (第 2 名)	18
图 27: 2020Q3 账面现金 1336 亿, 经营现金流量净额 715 亿	19
图 28: 中国神华 2004-2019 账面现金年均复合增速领先于 M2	19
图 29: 2013 年以来中国神华资本支出规模呈现下降趋势	19
图 30: 2007-2019 中国神华归母净利润和现金分红金额	20
图 31: 中国神华 2020Q3 分红派息能力相较于 2016 年更强 (亿元/%)	21

中国能源行业核心资产的经营护城河深广

1、公司历史沿革和股权结构

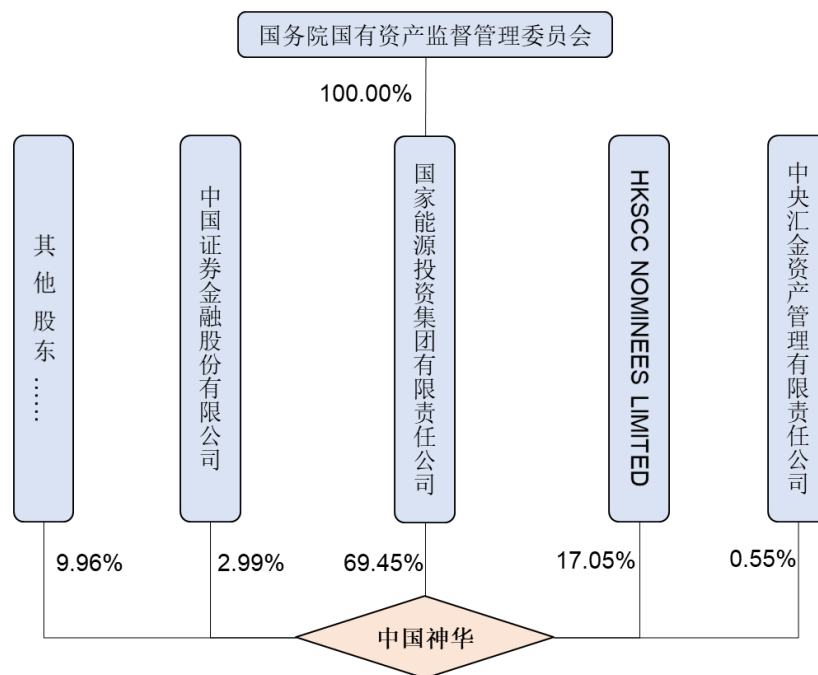
中国神华的前身是隶属于中国华能集团公司的华能精煤公司。1995年8月，国务院以国函[1995]75号文批复原国家计划委员会，同意在华能精煤公司的基础上组建“神华集团有限责任公司”。根据国务院批复，神华集团负责开发经营神府东胜煤田及其配套的铁路（包括包神、神朔、朔黄线）、电站、港口、航运船队以及与之相关的产业。神华集团拥有对外融资、外贸经营和煤炭出口权。

1995年10月，神华集团有限责任公司正式注册成立，成为国家投资组建的国有独资公司，被列入国务院大型企业集团试点，在国家计划中实行单列。1999年4月，国家明确神华集团的财务关系在中央财政中单列。

经国务院和国资委批准同意，神华集团有限责任公司进行了重组改制，于2004年11月08日以其煤炭的生产与销售、电力的生产与销售、铁路及港口运输等业务的主要资产、负债和权益作为出资发起设立了中国神华能源股份有限公司，并于2005年6月15日在香港主板上市、2007年10月09日在上海证券交易所上市，股票简称“中国神华”。中国神华是世界领先的以煤炭为基础的一体化能源公司，是我国最大的煤炭生产和销售企业。

根据2020年中报，控股股东国家能源投资集团有限责任公司持股占比69.45%，公司前十大股东合计占比91.24%，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

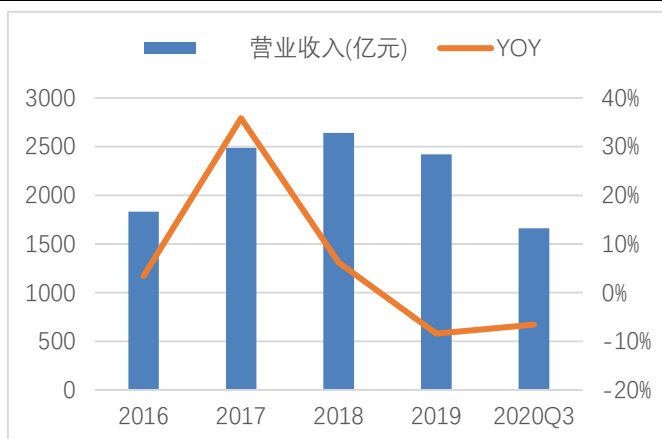
图 1：中国神华股权结构图



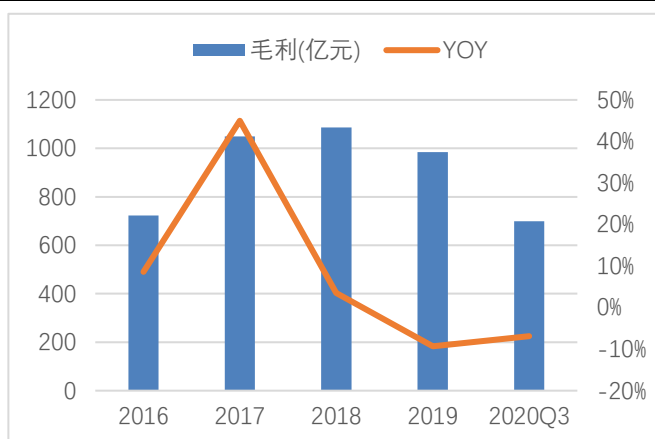
资料来源：Wind、信达证券研发中心

2、煤炭业务是公司营收和利润的主要来源

公司主营业务是煤炭、电力的生产和销售、铁路、港口和船舶运输、煤制烯烃等。2019、2020Q3 公司营业收入分别为 2418.71、1661.03 亿元，同比增长-8.42%和-6.60%；毛利分别为 984.77、699.73 亿元，同比增长-9.3%、-6.89%。公司营收下滑主要是受煤炭价格下跌及新冠疫情影响。

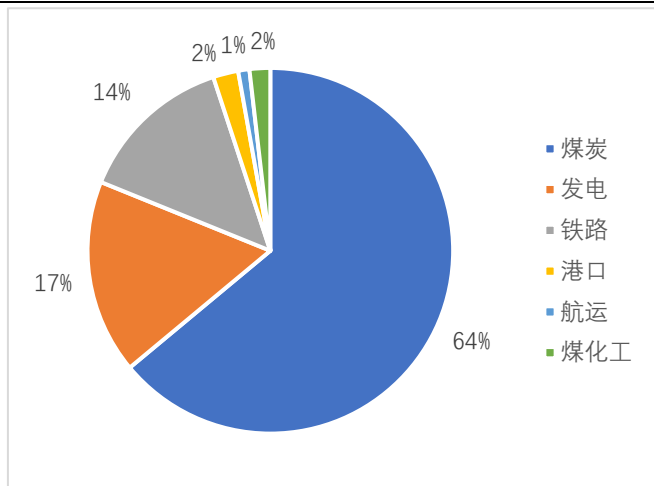
图 2: 2016-2020Q3 中国神华营业收入变化


资料来源: Wind、信达证券研发中心

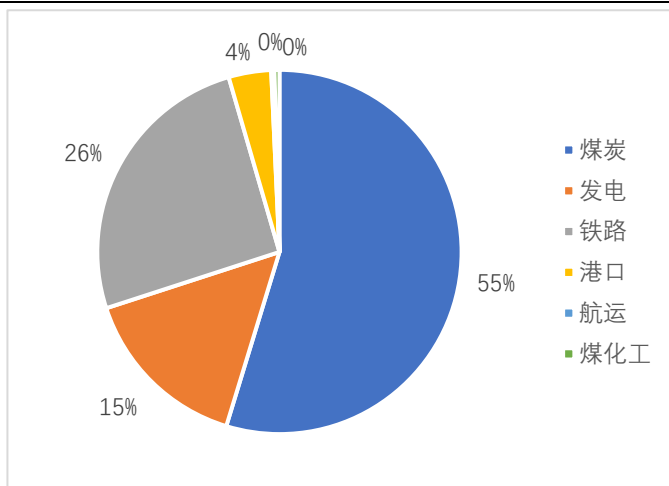
图 3: 2016-2020Q3 中国神华毛利变化


资料来源: Wind、信达证券研发中心

煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工一体化经营模式是中国神华的独特经营方式和盈利模式。中国神华主营业务收入主要来自煤炭分部，其产品主要为动力煤。2020 年前三季度煤炭分部实现营业收入 1349.65 亿元（合并抵消前），占总营收的 64%；毛利 376.86 亿元，占总毛利的 55%。其次为发电、铁路分部，港口、航运、煤化工营收规模较小。

图 4: 2020Q3 中国神华营业收入构成


资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 5: 2020Q3 中国神华毛利构成


资料来源: Wind、信达证券研发中心

3、中国神华的特许经营权独一无二

3.1、主力矿区之神东矿区是全国煤价历史低位时唯一不亏矿区

煤炭储量丰富，资源禀赋优越。中国神华核心煤炭资源所处的神东矿区，拥有国内最优质、丰富的动力煤炭资源，为我国平均规模最大的井工煤矿开采矿区，优质的地址条件适宜建设现代化高产高效煤矿。截至 2019 年末，公司拥有和控制的煤炭矿业权，在中国标准下煤炭保有资源量为 299.9 亿吨，煤炭保有可采储量为 146.8 亿吨；JORC 标准下的煤炭可售储量为 80.2 亿吨，测算服务年限长达 32.2 年。

表 1: 中国神华主要矿区煤炭资源储量情况（截止 2019 年底）

矿区	保有资源储量 (中国标准)(亿吨)	保有可采储量 (中国标准)(亿吨)	煤炭可售储量 (JORC 标准)(亿吨)	核定产能 (亿吨)	储量备用系数	服务年限
神东矿区	158.1	90.5	46.3	1.96	1.40	33.0
准格尔矿区	38.5	30.8	20.1	0.74	1.30	32.0

胜利矿区	20.1	13.7	2	0.28	1.30	37.6
宝日希勒矿区	13.7	11.5	11.8	0.35	1.30	25.3
包头矿区	0.5	0.3	0	0.02	1.40	10.2
合计	230.9	146.8	80.2	3.35	1.36	32.2

数据来源: wind、信达证券研发中心 备注: 新街矿区(台格庙北区探矿权)煤炭储量64.2亿吨,其他4.8亿吨

产能优质、成本较低,竞争优势突出。截止 2019 年底,中国神华国内在产核定产能达到 33480 万吨/年、海外在产产能 200 万吨/年(印尼),权益产能分别为 27918 万吨/年、140 万吨/年。国内矿井集中分布在内蒙古、陕西、山西等富煤地区,其中 40%为开采成本较低的露天矿。公司煤炭生产成本受煤价波动影响较小,2011-2019 年徘徊在 130 元/吨以下,其中 2019 年煤炭单位生产成本 118.8 元/吨,稳居四大动力煤企首位。

表 2: 中国神华国内煤炭产能一览表(截止 2019 年底)

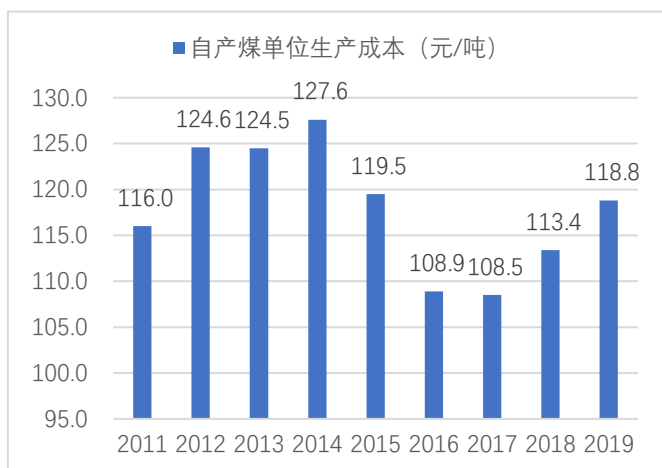
所属公司	矿区	煤矿名称	作业类型	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)
神东煤炭集团	神东矿区	补连塔	井工矿	2800	100%	2800
神东煤炭集团	神东矿区	布尔台	井工矿	2000	100%	2000
神东煤炭集团	神东矿区	上湾	井工矿	1600	100%	1600
神东煤炭集团	神东矿区	万利一矿	井工矿	1000	100%	1000
神东煤炭集团	神东矿区	乌兰木伦	井工矿	400	100%	400
神东煤炭集团	神东矿区	柳塔	井工矿	300	100%	300
神东煤炭集团	神东矿区	寸草塔一矿	井工矿	270	100%	270
神东煤炭集团	神东矿区	寸草塔二矿	井工矿	240	100%	240
神东煤炭集团	神东矿区	神山露天	露天矿	60	100%	60
神东煤炭集团	神东矿区	哈拉沟	井工矿	1600	100%	1600
神东煤炭集团	神东矿区	大柳塔-柳塔井	井工矿	1800	100%	1800
神东煤炭集团	神东矿区	大柳塔-活鸡兔	井工矿	1500	100%	1500
神东煤炭集团	神东矿区	榆家梁	井工矿	1300	100%	1300
神东煤炭集团	神东矿区	石圪台	井工矿	1200	100%	1200
包头矿业 1 家	神东矿区	李家壕	井工矿	600	100%	600
锦界能源 1 家	神东矿区	锦界	井工矿	1800	70%	1260
榆林神华	神东矿区	郭家湾	井工矿	800	50%	401
榆林神华	神东矿区	青龙寺	井工矿	300	50%	150
小计				19570		18481
包头 矿业 2 家	包头矿区	水泉露天煤矿	露天矿	120	100%	120
包头 矿业 2 家	包头矿区	阿刀亥	井工矿	90	100%	90
小计				210		210
哈尔乌素分公司 1 家	准格尔矿区	哈尔乌素露天煤矿	露天矿	3500	100%	3500
准格尔能源公司 1 家	准格尔矿区	黑岱沟	露天矿	3400	58%	1972
神东煤炭集团 1 家	准格尔矿区	保德(康家滩)	井工矿	500	100%	500
小计				7400		5972
神宝能源公司 1 家	宝日希勒矿区	宝日希勒露天煤矿	露天矿	3500	57%	1995
北电胜利能源公司 1 家	胜利矿区	胜利一号露天矿	露天矿	2800	63%	1260
小计				6300		3255
总计				33480		27918

数据来源: wind、信达证券研发中心

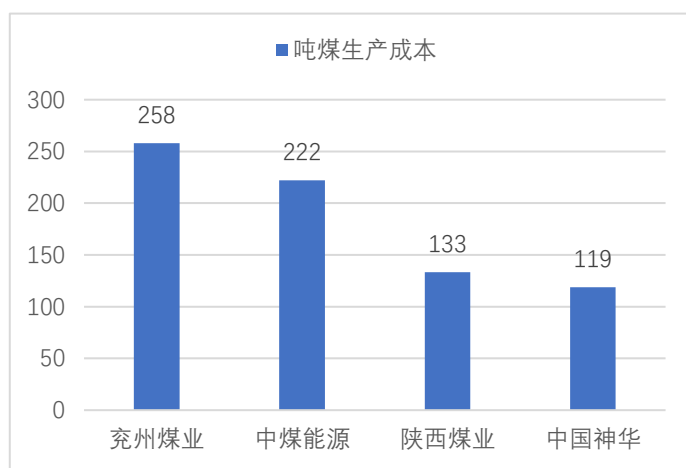
备注: 1) 澳大利亚 1000 万吨/年沃特马克露天煤矿项目完成初步设计,探矿权更新等工作;

2) 产能规模 6200 万吨/年(持股 60%)的新街矿区台格庙北区 2018 年 7 月完成探矿权延续,取得新的详查探矿权证,南区探矿权正在积极申办;

3) 在建黄玉川煤矿 1000 万吨,受限于配套铁路建设,产能释放不足。

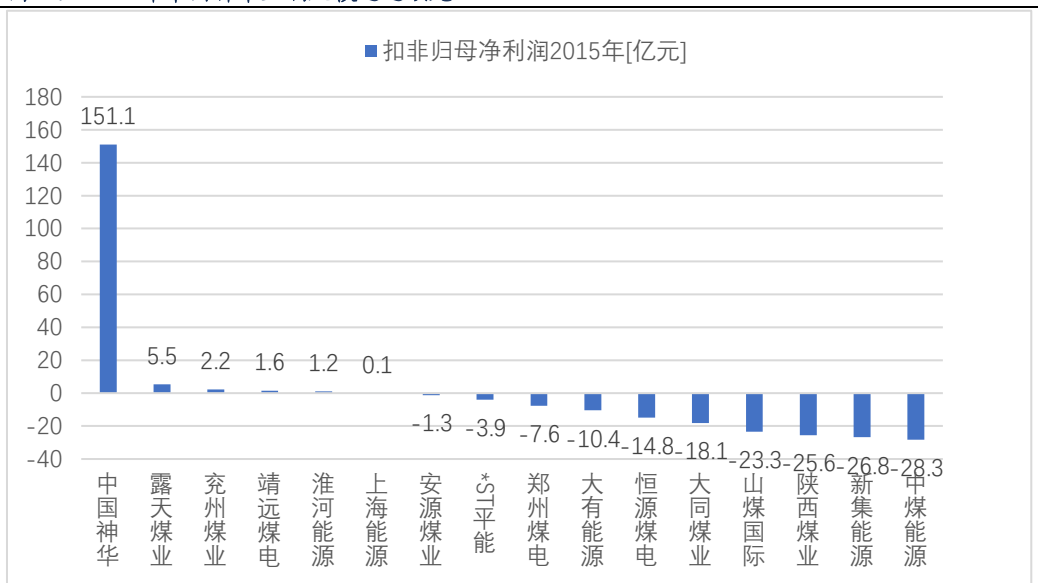
图 6：中国神华自产煤单位生产成本维持在较低水平


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 7：中国神华自产煤吨煤成本为四大上市动力煤企最低（元/吨）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

中国神华凭借卓越的煤炭资源优势，构筑了深广的盈利护城河。2015 年动力煤价格迎来十年新低，行业出现全面亏损，中国神华扣非归母净利润规模达到 151 亿元，在动力煤板块遥遥领先，是第二名（露天煤业 5.5 亿）的 27.5 倍。

图 8：2015 年中国神华盈利规模遥遥领先


资料来源：Wind、信达证券研发中心

3.2、朔黄铁路是破解西煤东运瓶颈的关键一环，构筑中国神华一体化经营网络

中国神华凭借控制并运营围绕“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”西煤东运大通道，自营铁路营业里程达 2155 公里。

表 3：中国神华自营铁路里程达 2155 公里（截止 2019 年底）

铁路名称	起止点	运输能力（万吨）	权益比	运费（元/吨公里）	里程（公里）
神朔铁路	大柳塔-朔州西	31500	100.00%	0.18	270
朔黄铁路	神池南-黄骅港	35600	52.72%	0.12	593
黄万铁路	黄骅港-万家码头	4200	52.72%	0.12	69
大准铁路	大同东-薛家湾	15000	57.76%	0.15	306

包神铁路	北线: 转龙湾——万水泉南 南线: 巴图塔——神东站	15300	100.00%	0.22	192
甘泉铁路	甘其毛都-万水泉南站	1700	88.46%	0.22	335
巴准铁路	巴图塔-点岱沟	3300	90.00%	0.3	129
准池铁路	外西沟-神池南	10000	85.00%	0.25	183
塔韩铁路	塔然高勒矿区-韩家村	900	100.00%	0.3	78
合计	/	117500	/	/	2155

数据来源: wind、信达证券研发中心 注: 未考虑在建铁路(黄大铁路)、缓建铁路(阿莫铁路)。

中国神华下水煤主要来自神东矿区和准格尔矿区,公司通过密集的自有铁路网深度覆盖核心煤矿。陕蒙地区通过朔黄铁路实现下水的煤炭,相较于经由大秦铁路在秦皇岛港下水的煤炭,具备运价低、运距短的竞争优势。

表 4: 准格尔矿区煤炭到黄骅港比秦皇岛港下水运距更短、运费更低

准格尔矿区-黄骅港	运距 (公里)	费率 (元/吨公里)	运费 (元/吨)	运费 (元/吨)	费率 (元/吨公里)	运距 (公里)	准格尔矿区-秦皇岛港
大准线 (点岱沟-外西沟)	112	0.15	16.8	45.9	0.15	306	大准线 (点岱沟-大同)
准池线	183	0.25	45.75	106.4	0.138	653	大秦线
朔黄线	593	0.12	71.16				
合计	888	/	133.7	152.3	/	959	合计

数据来源: wind、信达证券研发中心

注: 大秦线跨线运输执行国铁运价(基价1 为 16.3 元/吨+基价2 为 0.098 元/吨公里+ 电气化附加费 0.007 元/吨公里+ 铁路建设基价 0.033 元/吨公里)

表 5: 神东矿区煤炭到黄骅港比秦皇岛港下水运距更短、运费更低

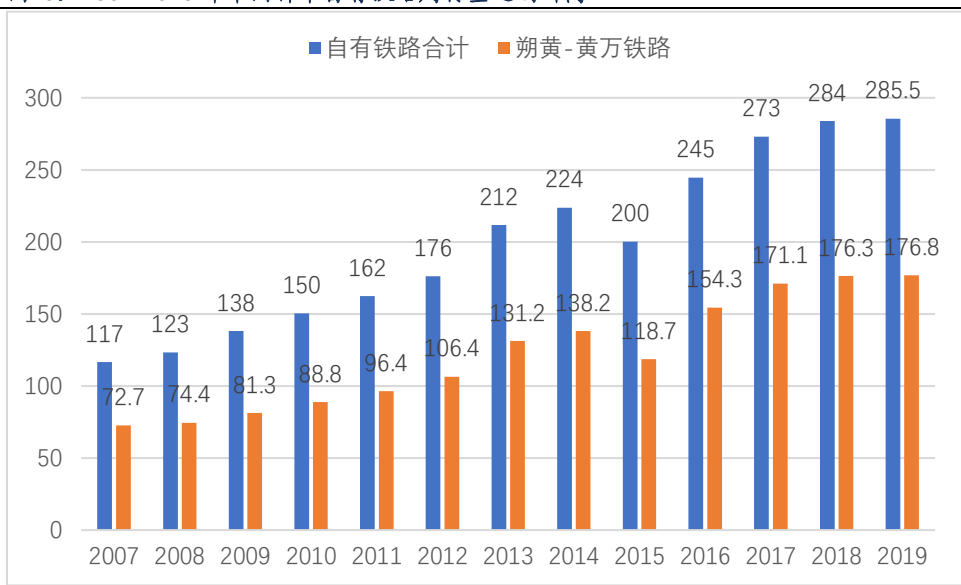
神东矿区-黄骅港	运距 (公里)	费率 (元/吨公里)	运费 (元/吨)	运费 (元/吨)	费率 (元/吨公里)	运距 (公里)	神东矿区-秦皇岛港
神朔线	270	0.18	48.6	38.7	0.3	129	巴准线
朔黄线	593	0.12	71.16	45.9	0.15	306	大准线
				106.4	0.138	653	大秦线
合计	863	/	119.8	191.0	/	1088	合计

数据来源: wind、信达证券研发中心

注: 大秦线跨线运输执行国铁运价(基价1 为 16.3 元/吨+基价2 为 0.098 元/吨公里+ 电气化附加费 0.007 元/吨公里+ 铁路建设基价 0.033 元/吨公里)

铁路运价自主可控,运价低、运距短,使得朔黄铁路不仅成为破解西煤东运瓶颈的重要一环,也成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分。公司自有铁路周转量 2007-2019 年复合增速 7.7%,2019 年合计周转量达到新高 285.5 十亿吨公里,核心线路朔黄-黄万线 176.8 十亿吨公里。运量层面,朔黄铁路 2019 年完成总运量 3.05 亿吨,连续两年突破 3 亿吨。

图 9: 2007-2019 年中国神华自有铁路周转量迭创新高



资料来源: Wind、信达证券研发中心

中国神华依托煤炭资源, 构筑了铁路、港口、航运一体化运输网络, 形成对内服务竞争优势。一方面, 有利于提升煤炭销售的稳定性; 另一方面, 独有的运输线路成为煤炭外运的稀缺资源, 有利于形成区域煤炭定价权。

表 6: 中国神华港口信息一览

港口	位置	吞吐能力 (万吨)	持股比例	运营时间	联结铁路/公路
黄骅港	河北沧州	20000	中国神华能源股份有限公司: 70%; 河北建投交通投资有限责任公司: 30%	2001	朔黄铁路、邯黄铁路、黄万铁路、沧港铁路、黄大铁路 (正建) 直通港口
神华天津煤码头	天津滨海	8000	中国神华能源股份有限公司: 55%; 天津港: 45%	2007	黄万铁路、朔黄铁路
神华珠海煤码头	广东珠海	4080	中国神华能源股份有限公司: 40%; 广东粤电能源投资有限公司: 30%; 珠海港股份有限公司: 30%	2011	连接京珠高速公路 (G4)、国道 G105 线、粤西沿海高速和广珠铁路线

资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 10: 中国神华“西煤东运”一体化运营网络示意图



资料来源: Wind、信达证券研发中心

经营业绩具有高确定性和强稳定性

1、高比例中长协合同，煤价抗跌能力更强

2016 年供给侧改革以来，国家推出了中长协合同、基础价+浮动价的制度。2016 年 11 月发改委发文《加快签订中长期合同建立煤炭行业平稳发展长效机制》指出：重点煤炭、发电企业就电煤中长期合同进行了全面协商，确定从 12 月 1 日起，按照“基准价+浮动价”的定价模式，供给侧改革进入“量价统筹”阶段。2017-2019 年定价机制进一步明确，引导煤价在绿色区间运行：“基准价+浮动价”机制确立以后，发改委进一步提出建立年度中长期价格异常波动预警机制，引导中长期合同煤价在“绿色区间”（500-570 元）运行。

表 7：2016-2019 年发改委要求煤炭价格稳定在绿色区间

时间	发文机构	文件名称	主要内容
2016 年 11 月	发改委	《加快签订中长期合同建立煤炭行业平稳发展长效机制》	电煤中长期合同确定从 12 月 1 日起，按照“基准价+浮动价”的定价模式、5500 大卡动力煤 535 元/吨的基准价格水平执行
2016 年 12 月	发改委等四部委	《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》	建立年度中长期价格异常波动预警机制，明确三种价格区间： 绿色区间（500-570）、蓝色区间（470-500/570-600）、红色区间（470 以下、600 以上）
2017 年 11 月	发改委	《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行的通知》	明确 75%以上中长期合同数量、不低于 90%合同履约率要求，重点对 20 万吨以上的中长期合同进行监管，并明确三种定价机制。
2018 年 6 月	发改委	《关于进一步做好煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	鼓励签订 3-5 年中长期、产运需三方合同，将季度、月度、外购煤长协纳入年度长协定价机制
2018 年 11 月	发改委	《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》	鼓励签订两年及以上中长期合同，再次明确下水煤、直达煤的定价机制
2019 年 11 月	发改委	《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》	进一步要求煤炭价格原则上应稳定在绿色区间。 对确因采购成本较高的外购煤长协，价格应不超过黄色区间上限。

数据来源：Wind、发改委、CCTD、信达证券研发中心

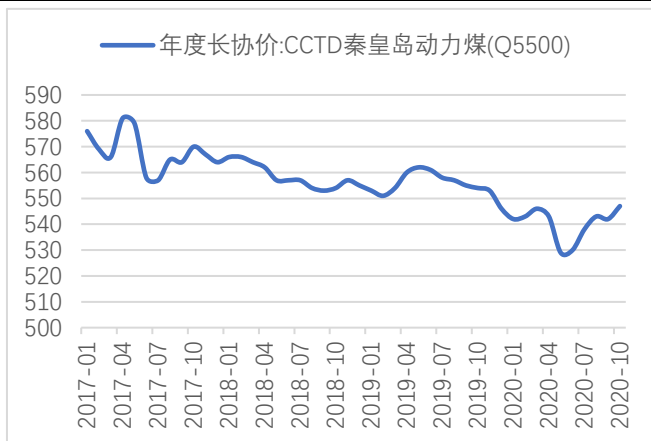
表 8：发改委煤炭价格区间设置及干预措施

类别	价格区间	价格定性	波动幅度	干预措施
绿色区域	500-570 元/吨	正常	0%-6%	充分发挥市场调节作用，不采取调控措施
黄色区域	570-600 元/吨或 470-500 元/吨	轻度上涨或下跌	6%-12%	密切关注生产和价格变化情况，适时采取必要的引导措施
红色区域	600 元/吨以上或 470 元/吨以下	异常上涨或下跌	12%以上	启动平抑煤炭价格异常波动的响应机制

数据来源：Wind、发改委、CCTD、信达证券研发中心

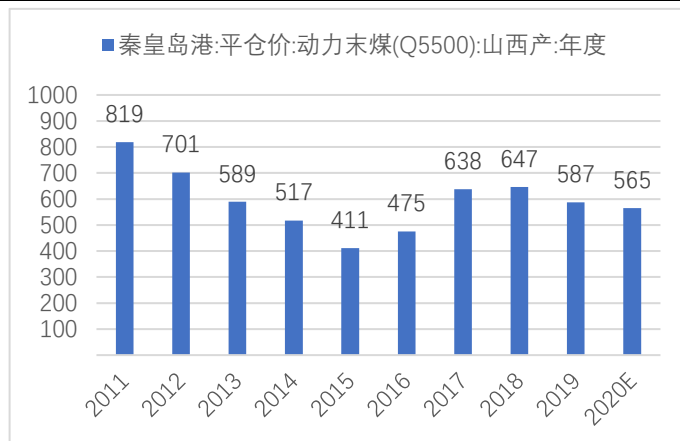
后供给侧改革时代，预计煤价运行在 500-570 绿色区间。国家鼓励煤电企业签订中长期合同以来，“基准价+浮动价”定价机制日益完善，年度长协价格已经基本稳定运行在“绿色区间”（500-570 元）。伴随国内新冠疫情的缓解、内蒙倒查 20 年的结束，煤炭产能释放回归正常，预计秦皇岛动力煤现货平仓价（Q5500）2020 年均价将运行在绿色区间。

图 11：2018 年以来年度长协价运行在绿色区间



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 12：预计 2020 年煤炭现货平均价格 565 元/吨



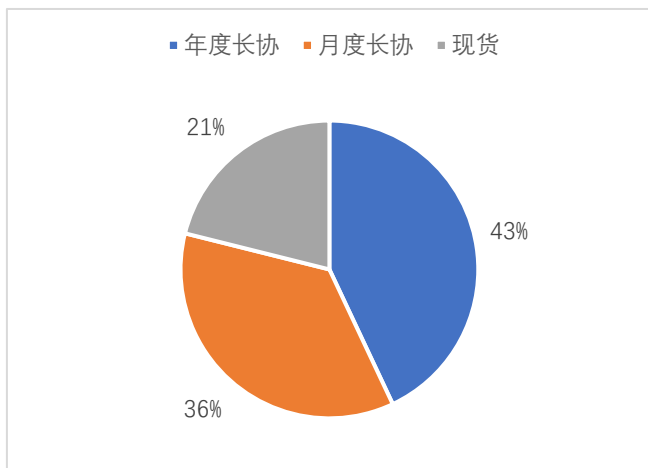
资料来源：Wind、信达证券研发中心

中国神华长协煤占比约 80%，秉持自营铁路优势，公司与下游电厂签订了广泛的中长期协

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

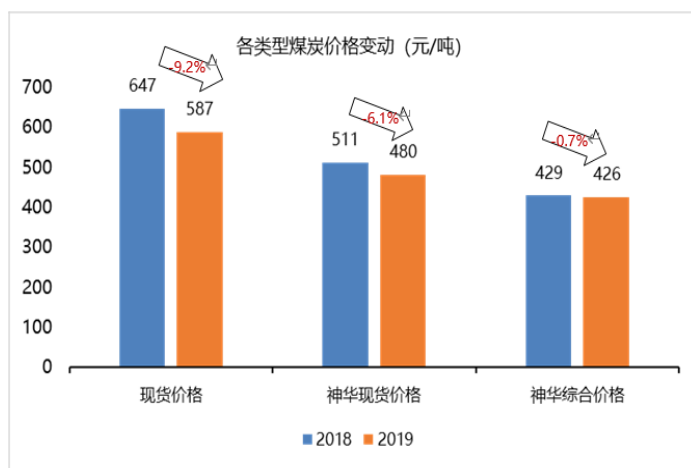
议，量价有保障，提高了对煤炭价格下跌的防御能力。测算 2019 年中国神华月度长协、年度长协价格下浮弹性仅为现货的 0.66 和 0.08，充分展现出神华对于煤炭价格下行的抗风险能力。

图 13：中国神华长期占比约 80%（2020Q3）



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 14：中国神华煤炭价格波动幅度明显小于现货价格

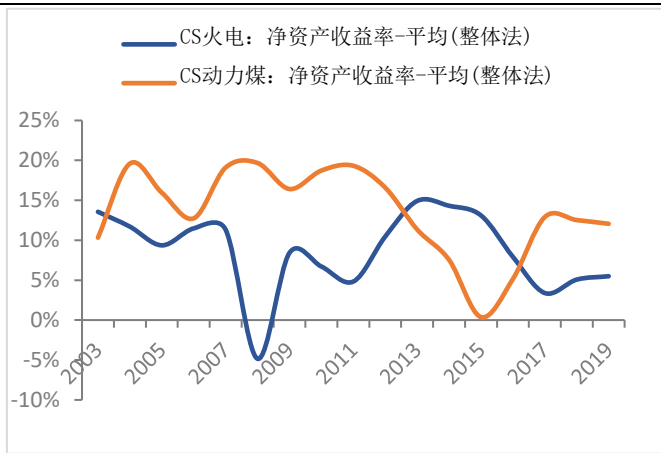


资料来源：Wind、信达证券研发中心

2、煤电联营叠加路港公共事业属性，一体化经营锁定产业链利润

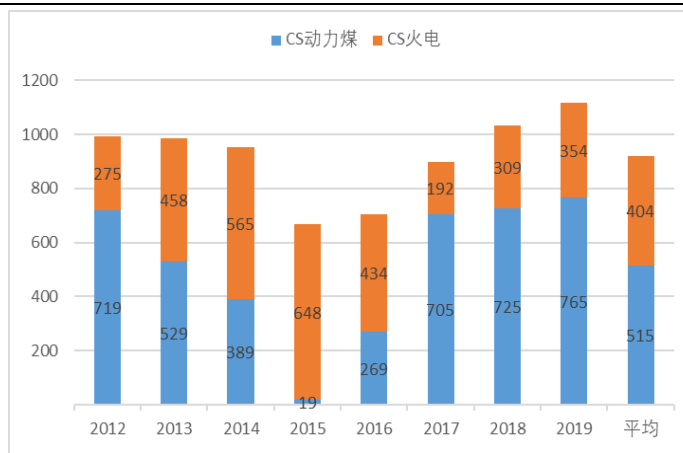
动力煤和火电板块盈利均受煤炭价格波动的影响，盈利呈现明显的负相关性，而煤电联营模式可以有效缓解煤炭价格波动对公司业绩的冲击，使公司盈利保持稳定。

图 15：动力煤、火电板块盈利水平呈现明显的负相关性



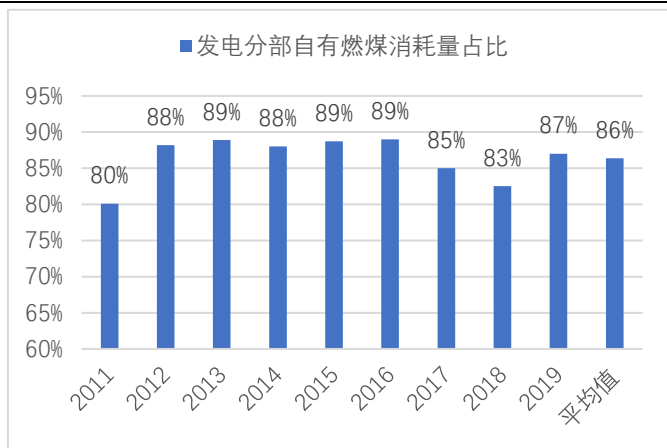
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 16：2012-19 年动力煤和火电板块合计盈利稳定在 900 亿左右

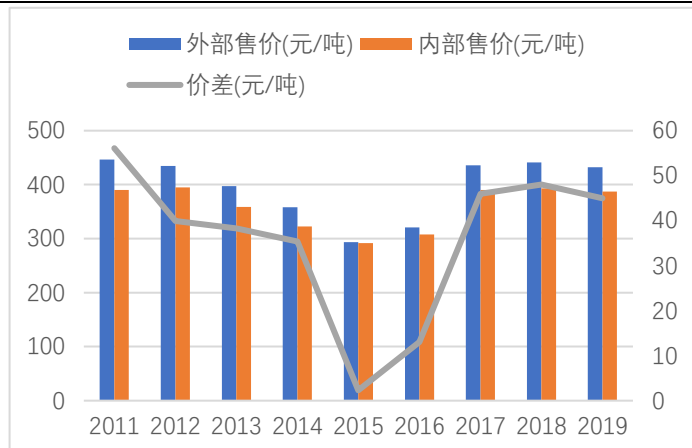


资料来源：Wind、信达证券研发中心

中国神华“煤电联营”一体化模式下，自有煤炭直供发电分部，发电分部自有燃煤消耗量占比始终保持在高位，2011-2019 年平均占比为 86%。同时，中国神华自有铁路、港口的公共事业属性，能够以较低的运营成本，进一步保证公司经营的稳定性，成为业绩的压舱石，锁定产业链利润。

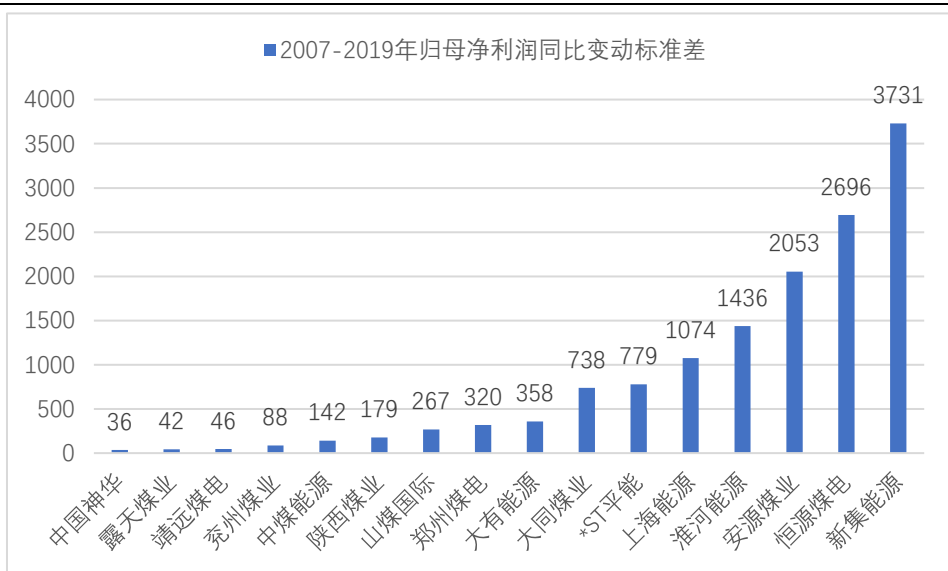
图 17：2011-2019 发电分部自有燃煤消耗占比维持高位


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 18：中国神华对内煤炭销售价格相比市场价格更低


资料来源：Wind、信达证券研发中心

依据中信行业划分，我们计算动力煤板块 16 家上市公司 2007 年-2019 年归母净利润同比变动标准差，结果显示中国神华的盈利稳定性排名第一，其煤电一体化经营优势彰显。

图 19：2007-2019 年中国神华在动力煤板块盈利稳定性排名第一


资料来源：Wind、信达证券研发中心

被忽视的高质量成长属性

1、煤炭主业仍具增长潜力

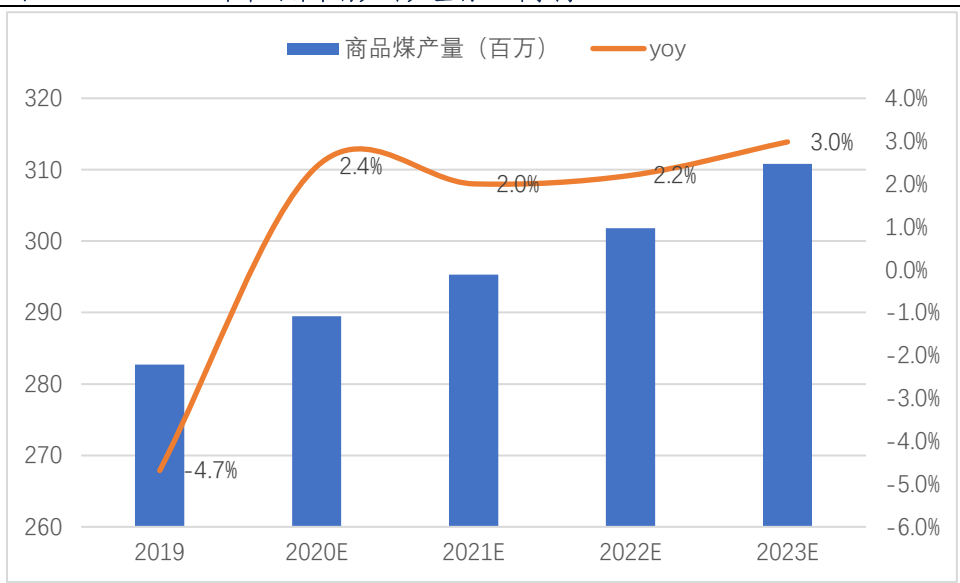
1.1、限制因素逐步解除，产能爬坡释放增量

因采矿用地征用、拆迁补偿、证照手续办理等原因，中国神华四座千万吨级露天煤矿哈尔乌素、宝日希勒、黑岱沟、胜利一号产能释放受限，2020 年以来用地审批、矿业权接续工作取得进展：1）哈尔乌素、黑岱沟露天矿共取得规划用地 606 公顷，两矿林草地报批工作有序推进；2）宝日希勒露天矿 325 公顷用地预审获得批复；3）胜利一号露天矿完成办理采矿用地手续，核定产能由 2000 万吨/年核增至 2800 万吨/年。

伴随限制因素逐步解除，四大露天矿的产能爬坡将带来自产煤增量。测算中国神华 2020-2023 年自产煤产量同比增加 2.4%/2.0%/2.2%/3.0%，分别达到 289.5、295.3、301.8、310.8

百万吨，将进一步提升主业盈利能力。

图 20：2019-2023 年中国神华自产煤产量将不断攀高



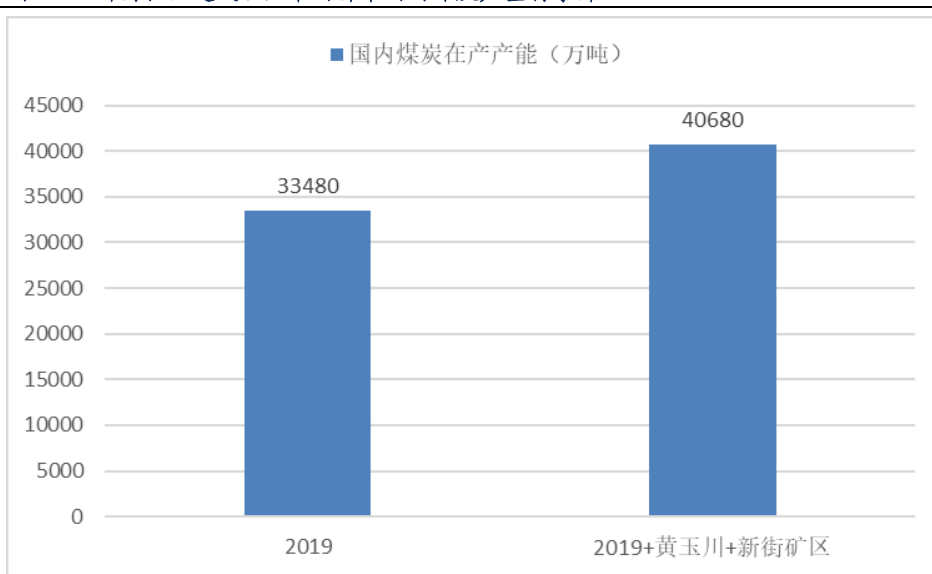
资料来源：Wind、信达证券研发中心

1.2、设计产能 6200 万吨，新街台矿区建设积极推进

新街台矿区设计总产能规模 6200 万吨/年（5 个矿），总投资 500 亿元左右，新街矿区台格庙北区取得详查储量登记书，南区完成详查压覆报告评审备案，探矿权申办工作积极推进。在建的新街一井（1500 万吨）煤矿项目产能置换方案、用地预审等 4 个前置条件均获批复，当前面临水源地置换问题，正在积极沟通、解决，预计最快将于 2023 年投产。

新街台矿区建成后，中国神华的国内煤炭产能将由现在的 33480 万吨攀升至 40680 万吨，同比大增 21.51%，中国能源核心资产的优势地位进一步得到巩固。

图 21：新街矿区建成后，中国神华国内煤炭产量将攀升至 40680 万吨



资料来源：Wind、信达证券研发中心

2、黄大铁路开通将带来煤炭需求增量

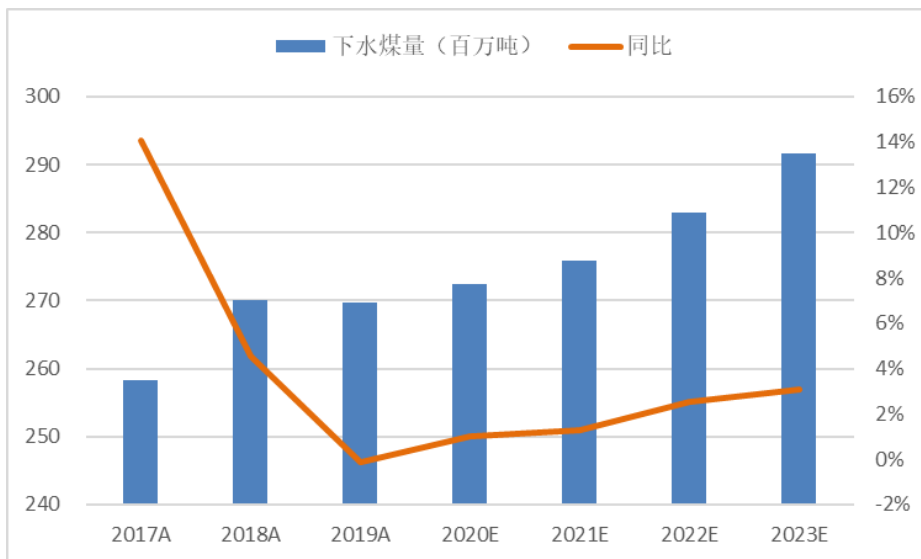
黄大铁路北起朔黄铁路黄骅南站，向南经河北省海兴县，跨漳卫新河进入山东省，途经黄骅、滨州、东营、潍坊市寿光，抵益羊铁路大家洼站，线路全长 216.8 千米，其中在山东省境内

172.6 千米，预计总投资 111.44 亿元，由神华集团、中石化、山东省及地方（滨州、东营、潍坊）共同投资修建，为国铁 I 级单线电气化铁路。中国神华控股子公司朔黄铁路发展有限责任公司(52.7211%)持股黄大铁路有限责任公司（75%）。

黄大铁路设计年运输能力 3200 万吨（近期），远期规划 4700 万吨。2020H 黄大铁路山东段建设进展顺利，河北段已开展铺架工程，计划 2020 年底全线铺通，预计 2021 年上半年投运。

黄大铁路投运初期，运输能力将经历产能爬坡期，在逐步缓解山东滨州、东营、潍坊等沿线地区用煤缺口的基础上，也将带动中国神华下水煤量同比增加。

图 22：预计 2020-2023 年中国神华下水煤量呈现逐步增加趋势



资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：假设黄大铁路运煤量下水比例 35%

3、印尼爪哇电厂带来长期稳定现金流

根据国华印尼爪哇与印度尼西亚国家电力公司之间签订的购电协议，国华印尼爪哇将兴建两座 105 万千瓦的发电厂并自其投入商业运营起为印度尼西亚国家电力公司供电 25 年。项目采用“BOOT 特许经营权”模式，协议到期后，发电厂的所有权将转移至印度尼西亚国家电力公司。

国华印尼爪哇 7 号项目 1 号机组于 2019 年 12 月投入商业运营，标志着印尼装机容量最大、参数最高、技术最先进、指标最优的高效环保型电站正式投产。该项目 2020 年上半年营业收入约 15 亿元，按照 50% 的毛利率、20% 的费用率测算，全年贡献利润预计在 8-10 亿元左右，盈利表现良好。截止 2020 年 10 月国华印尼爪哇 7 号项目二号机组已经建成，预计将于年底投产。

除了印尼爪哇电厂之外，中国神华当前在建 7 座电厂，预计将于 2020 年底开始逐步投运，不仅有利于提高电力板块的盈利规模，而且将带动煤炭需求量增加，提升煤电一体化运营的抗风险能力，增强业绩稳定性。

表 9：中国神华在建电厂一览

在建电厂	类型	权益比 (%)	地理位置	装机容量 (MW)	投资预算 (亿元)	预计投产日期
神华巴蜀江油燃煤机组新建工程	火电	51	四川	2*1000	63.44	2021 下半年
锦界煤电一体化项目三期工程	火电	70	陕西	2*660	43	2020 年底、2021 年初
神华国华湖南永州电厂新建工程	火电	100	湖南	2*1000	74.26	2022 上半年

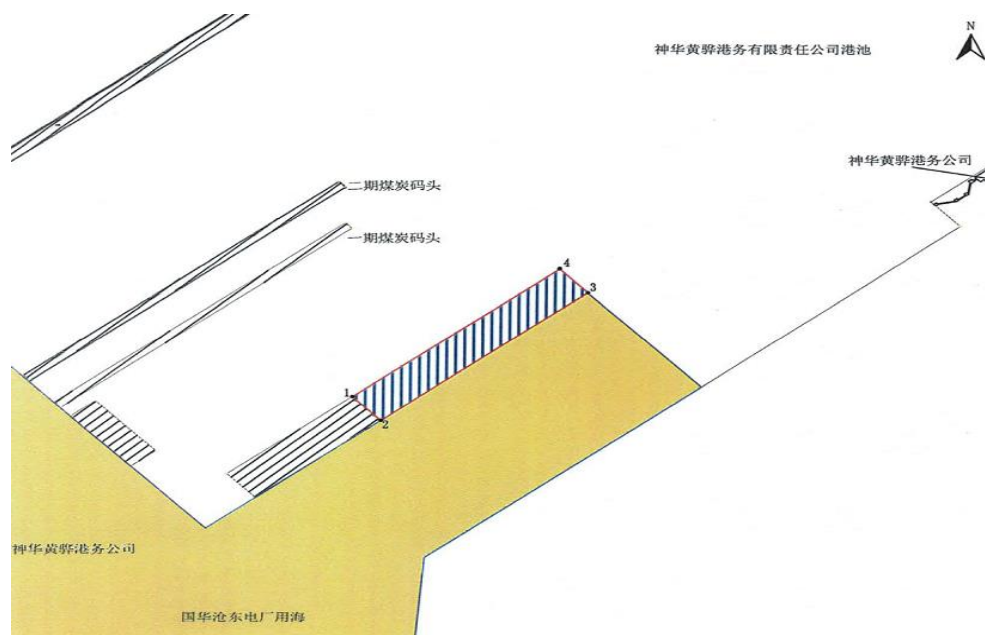
胜利能源分公司一期工程	火电	100	内蒙古	2*660	56.26	2021 下半年
神华福建罗源湾储煤一体化发电厂工程	火电	51	福建	2*1000	79.92	/
神华国华广投北海电厂新建工程	火电	52	广西	2*1000	75.63	/
印尼南苏 1 号坑口煤电项目	火电	75	印尼	2*350	52.39	2023 年

数据来源: Wind、信达证券研发中心

4、黄骅港煤炭港区 3#、4#码头工程已开工建设

黄骅港煤炭港区 3#、4#码头工程位于黄骅港煤炭港区南部作业区 1 号、2 号杂货泊位东侧，将建设 2 个 5 万吨级通用散杂货泊位（水工结构按靠泊 10 万吨级散货船设计和建设）及相关生产建筑、辅助建筑等设施。工程占用岸线 627 米，设计年通过能力 805 万吨，估算总投资 8.86 亿元。

图 23：黄骅港煤炭港区 3#、4#码头工程用海界址图

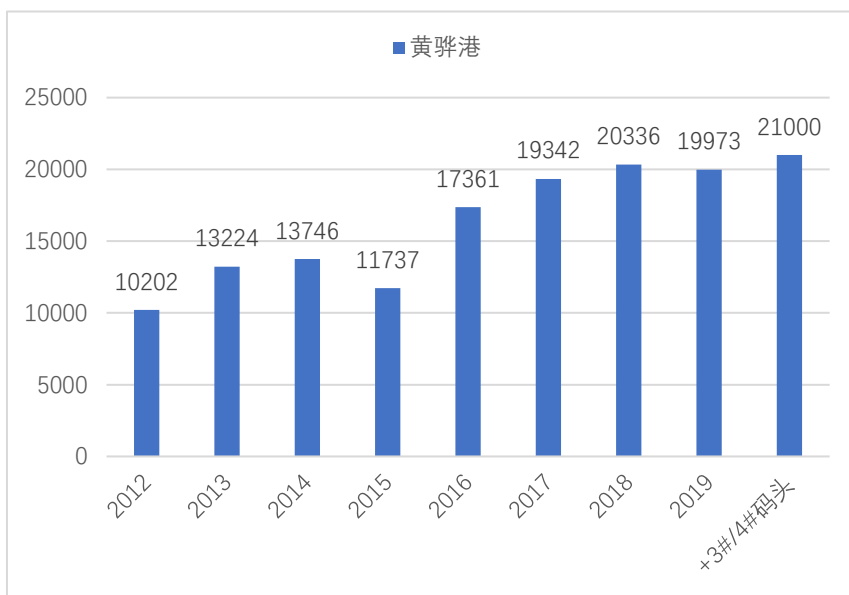


资料来源: 河北省自然资源厅(海洋局)、信达证券研发中心

2020 年 8 月，该工程项目已经正式开工建设。黄骅港煤炭港区 3、4 号码头是国家为应急煤炭储备需要而建设的码头，该工程的实施可实现在通用泊位进行块煤装船，既可发挥通用泊位设备优势，又能确保块煤质量，进一步提升黄骅港保障华东、华南沿海地区能源供应的能力。

当前，黄骅港全流程智能装船取得突破性进展，翻-堆-取-装各环节实现智能管控，填补了世界散货港口智能化装船作业的技术空白。叠加 7 万吨双向航道项目的改造升级，未来黄骅港下水煤量有望创新高。

图 24：3#、4#码头建成后，预计黄骅港煤炭发运量将突破 21000 万吨



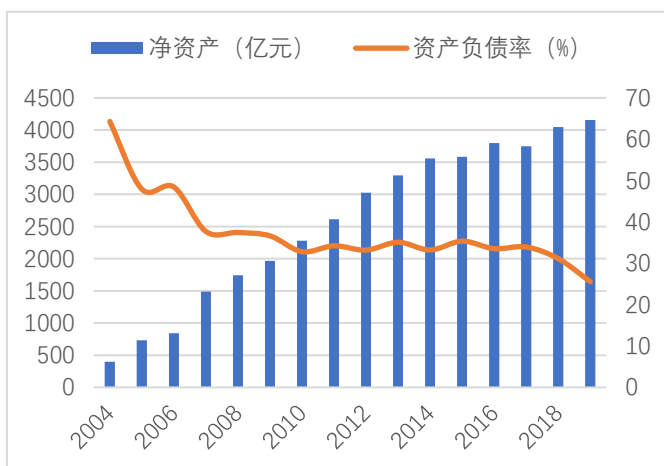
资料来源：Sxcoal、信达证券研发中心

现金属性及高股息凸显配置价值

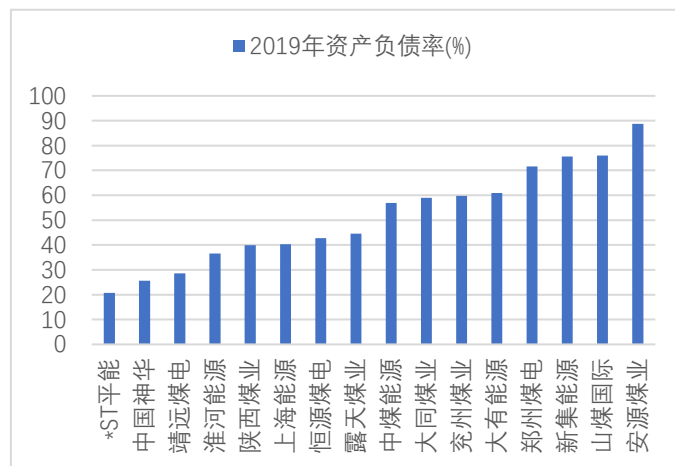
1、现金属性：现金流充沛，蓄水力超强

中国神华优质资产助推公司价值抬升，近年来资产负债率持续下降。截止到 2019 年，公司净资产由 2004 年的 401 亿元上升到 4156 亿元，涨幅 937%，资产负债率由 2004 年的 64.30% 下降到 2019 年的 25.58%。动力煤板块横向对比方面，中国神华的资产负债率水平位列第 2，仅次于 ST 平能。

图 25：2019 净资产上升到 4156 亿元，负债率下降到 25.58% 图 26：中国神华资产负债率水平位列动力煤板块前列（第 2 名）



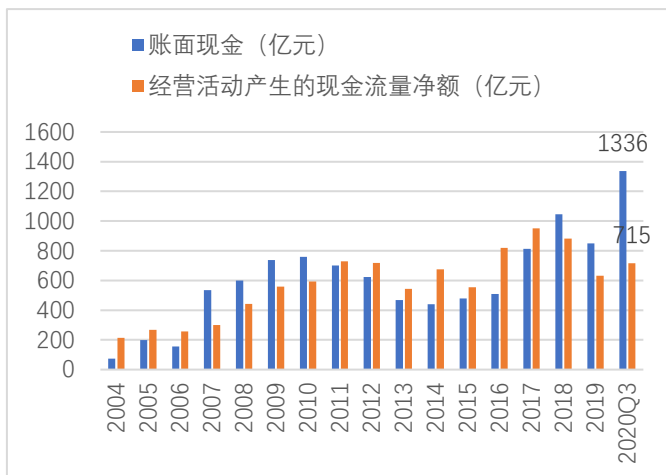
资料来源：Wind、信达证券研发中心



资料来源：Wind、信达证券研发中心

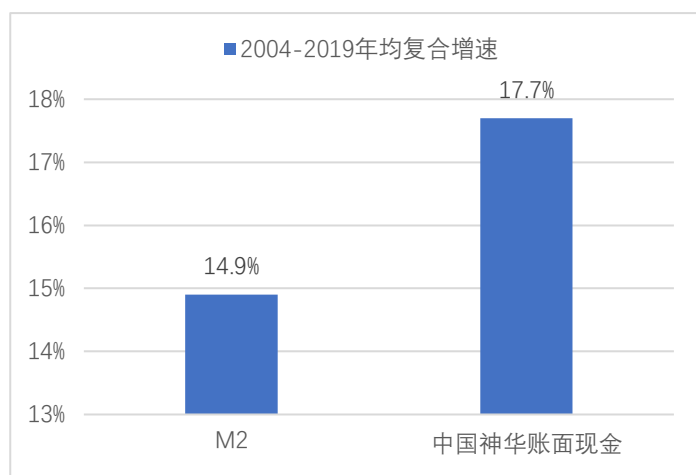
优质的资产给公司带来充沛的现金流，2020 年前三季度中国神华经营活动现金流量净额 715 亿元，同比增加 26.1%，账面现金（含货币资金和交易性金融资产）规模达到新高 1336 亿元，而负债和有息负债仅为 1378 亿元、629 亿元，已近成为净现金公司。回顾 2004-2019 年，中国神华账面现金和经营性现金流量净额每年分别以 17.7% 和 7.5% 的复合增速增长，其中账面现金的增速超过同期 M2 增速（14.9%），印钞机属性彰显。

图 27: 2020Q3 账面现金 1336 亿, 经营现金流量净额 715 亿 图 28: 中国神华 2004-2019 账面现金年均复合增速领先于 M2



资料来源: Wind、信达证券研发中心

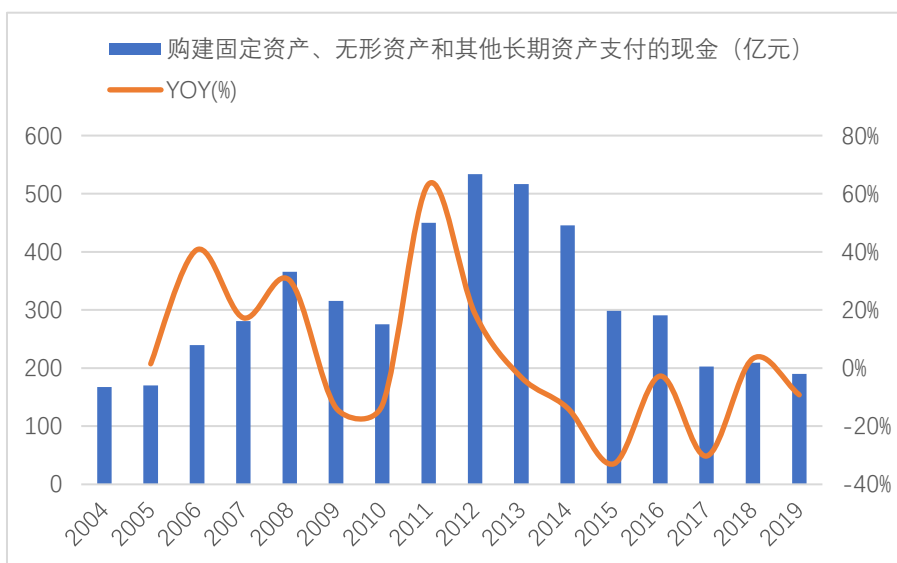
备注: 账面现金=货币资金+交易性金融资产



资料来源: Wind、信达证券研发中心

资本开支规模下降, 现金蓄水能力强化。从 2013 年开始, 中国神华购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金已经连续七年下滑, 年均下滑 13.7%, 现金蓄水能力得到不断强化。2017-2019 年中国神华资本开支边际向下, 完成金额为 262.0 亿元、232.1 亿元、195.2 亿元, 分别完成年度计划金额的 75%、80%、72%。2020 年公司资本开支计划总额为 318.3 亿元, 依据近三年平均 76% 的完成率计算, 预计支出规模 241 亿元。

图 29: 2013 年以来中国神华资本支出规模呈现下降趋势



资料来源: Wind、信达证券研发中心

表 10: 中国神华 2017-2020 年资本支出完成情况 (亿元)

资本支出项目	2020 年计划	2019 年完成	2018 年完成	2017 年完成
1.煤炭业务	56.1	52.91	51.3	45.7
2.发电业务	121.5	68.28	129.2	152.3
3.运输业务	114.5	72.58	48.8	61.1
其中: 铁路	99.4	69.9	37.4	53.8
港口	15	2.38	11.3	7.2
航运	0.1	0.3	0.1	0.1
4.煤化工业务	16.1	1.42	0.7	1.1
5.其他	10.1	0.02	2.1	1.8

合计	318.3	195.2	232.1	262.0
完成率	/	72%	80%	75%

资料来源: Wind、信达证券研发中心

预计未来资本支出规模维持低位。截至 2020 年上半年,中国神华重大在建工程合计投资预算规模 703 亿元,扣除工程进度超过 80%的黄大铁路、巴准铁路,预计后续待支出预算规模仅剩余 489 亿元,假设项目平缓有序开工,公司资本支出规模将进一步下行。

表 11: 中国神华 2020 年上半年重大在建工程资本支出完成情况一览表

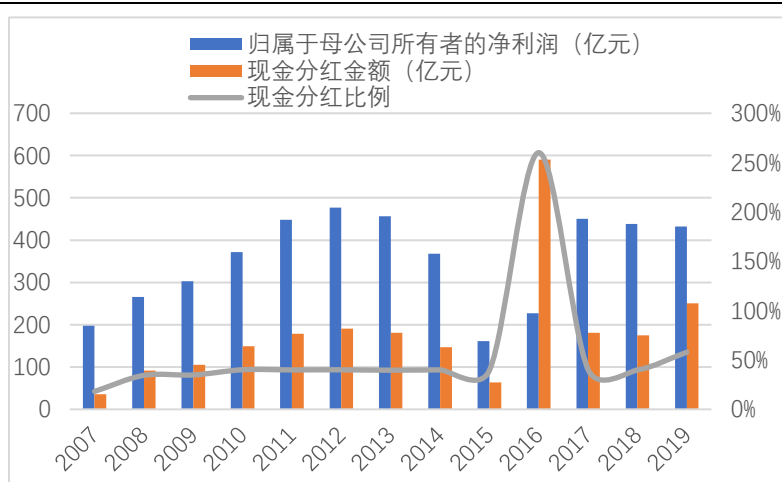
重大在建工程	预算数(亿元)	工程进度(%)	资金来源	备注
黄大铁路	105	88	自筹及贷款	2021 年投运
神华福建罗源湾储煤一体化发电厂工程	80	35	自筹及贷款	
神华巴蜀江油 2 台 100 万燃煤机组新建工程	63	49	自筹及贷款	
神华陕西国华锦界煤电一体化项目三期工程	43	54	自筹及贷款	
恒联码头和恒发码头工程	32	58	自筹及贷款	
中国神华胜利发电厂一期工程*	56	25	自筹及贷款	
神华国华湖南永州电厂新建工程	74	22	自筹及贷款	
神华国华广投北海电厂 2*1000MW 新建工程	76	12	自筹及贷款	
印尼南苏 1 号坑口煤电项目	52	14	自筹及贷款	
神华国华广投北海能源基地 1、2 号码头工程	12	48	自筹及贷款	
新建巴准(巴图塔至点岱沟)铁路	109	99	自筹及贷款	
合计	703	/	/	

资料来源: Wind、信达证券研发中心

2、高股息率: A 股上市以来累计分红率为动力煤板块之最

中国神华《公司章程》规定:“在符合条件的情况下,每年以现金方式分配的利润不少于归属于本公司股东净利润的 35%”,且 2019-2021 年度每年按《公司章程》规定方式以现金方式分配的利润提高至不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%。

图 30: 2007-2019 中国神华归母净利润和现金分红金额



资料来源: Wind、信达证券研发中心

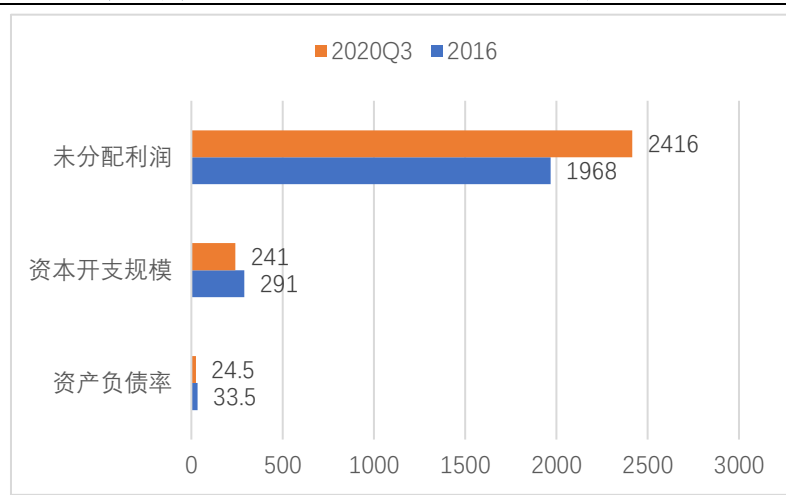
A 股上市以来公司累计实现归属于母公司所有者的净利润 4598 亿元,累计现金分红金额 2341 亿元,其中 2016 年派发特别股息 499.23 亿元,分红率达到 51%,为 A 股动力煤板块上市公司之最。相较于 2016 年,中国神华 2020Q3 资产负债率(24.53%)更低、资本开支规模(预计 241 亿元)更小、未分配利润总额(2415.90 亿元)更多,派发特别股息能力更强。

表 12：中国神华 A 股上市以来累计现金分红率位列动力煤板块首位

上市公司	A 股上市年份	上市年份数量	累计分红次数	累计实现净利润（百万元）	累计现金分红（百万元）	A 股上市以来累计现金分红率	A 股上市以来亏损报告期数（年度）
中国神华	2007	13	13	4598	2341	51%	
兖州煤业	1998	22	22	785	297	38%	
露天煤业	2007	13	12	159	55	35%	
大有能源	2003	17	9	24	19	33%	2 次
陕西煤业	2014	6	5	338	123	33%	1 次
中煤能源	2008	12	11	545	171	30%	1 次
恒源煤电	2004	16	9	67	23	28%	1 次
靖远煤电	1994	26	13	35	10	26%	4 次
上海能源	2001	19	16	104	25	24%	
新集能源	2007	13	8	29	18	24%	2 次
山煤国际	2003	17	9	16	12	21%	2 次
平庄能源	1997	23	10	18	8	20%	7 次
大同煤业	2006	14	8	62	18	19%	2 次
郑州煤电	1998	22	7	11	5	14%	3 次
金瑞矿业	1996	24	1	1	0	4%	5 次

数据来源：Wind、信达证券研发中心

注：当年如果分红多次，计一次。截止 2019 年 12 月 31 日，统计数据为中信动力煤板块（不含安源煤业），排除上市以来亏损报告期的影响。

图 31：中国神华 2020Q3 分红派息能力相较于 2016 年更强（亿元/%）


资料来源：Wind、信达证券研发中心

H 股回购将提升每股收益水平，彰显投资价值。公司《关于第五届董事会第三次会议决议的公告》，拟回购 H 股不超 10% 股份（约 3.4 亿股，占总股本 1.7%）并予以注销，股本减少将增厚每股收益、提升股息率。

表 13：中国神华回购 H 股方案

回购事项	具体内容
a. 回购方式	根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》《收购守则》及其他适用法律法规规定，于香港联合证券交易有限公司场内进行回购。
b. 回购数量	不超过于本议案获股东大会、A 股类别股东会及 H 股类别股东会通过时本公司已发行 H 股总数的 10%。
c. 回购价格	回购将分批次实施，回购价格不高出各次实际回购日前 5 个交易日平均收市价的 5%。实施回购时，根据市场和公司实际情况在该范围内确定具体回购价格。
d. 回购股份处置	公司完成回购后，将分阶段或一次性注销回购的 H 股股份，公司相应减少注册资本。
e. 回购资金来源	公司自筹资金。

自股东大会、A股类别股东会及H股类别股东会特别决议通过本议案之日起至下列两者最早之日止：
f. 回购时间
1) 2020年度股东周年大会结束时；
2) 股东大会、A股类别股东会或H股类别股东会通过特别决议撤销或更改本议案所述授权之日。

资料来源：Wind、信达证券研发中心

盈利预测

1、盈利预测与关键假设

中国神华营业收入预测主要涉及煤炭与电力供给和需求的判断，2020-2022年经营核心假设如下：

- 1) 2020-2022年煤炭产量增速 2.4%/2.0%/2.2%，发电量增速-5.0%/3.5%/3.5%
- 2) 2020-2022年煤炭销量增速-0.6%/2.3%/2.1%，且自产煤销售优先；售电量增速-11.5%/-3.5%/3.5%
- 3) 2020-2022年煤炭年度长协、月度长协、非长协销量占比 45%/35%/20%，5500Q 动力煤现货全年平均价格 565/570/570 元/吨
- 4) 2020-2022年电价增速 1.0%/0.0%/0.0%
- 5) 2020-2022年哈尔乌素煤矿产量分别为 2300/2800/3100 万吨，黑岱沟煤矿产量 2820/3000/3200 万吨，宝日希勒煤矿产量 2100（含保供 600 万吨）/1500/1500 万吨，北电胜利煤矿产量 2000/2500/2500 万吨
- 6) 国华印尼爪哇 7 号项目二号机组电厂 2020 年底投运
- 7) 在建黄大铁路 2021 年上半年投运
- 8) 无其他重大资本支出

基于以上假设，我们预测中国神华 2020-2022 年营业收入同比保持-4.5%/3.1%/2.3%的增长，对应 EPS 分别为 2.17/2.24/2.36 元/股。

表 14：中国神华 2018-2022 年营业收入预测表（百万元）

营业收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭营业收入	205191	197396	188940	194873	199027
煤炭营业成本	147313	143878	137480	137480	137480
毛利	57878	53518	51460	57393	61547
发电营业收入	88452	52626	47057	48685	50369
发电营业成本	68491	37881	35645	37239	38828
毛利	19961	14745	11412	11446	11541
铁路营业收入	39149	39701	38366	39517	40307
铁路营业成本	15574	16225	15679	16150	16473
毛利	23575	23476	22687	23367	23835
港口营业收入	6124	5926	6149	6298	6400
港口营业成本	3016	2508	2772	2869	2836
毛利	3108	3418	3377	3429	3563
航运营业收入	4089	3297	4130	4254	4339
航运营业成本	3179	2881	3609	3717	3791
毛利	910	416	521	537	547

煤化工营业收入	5840	5327	5162	5241	5321
煤化工营业成本	4392	4150	4022	4083	4145
毛利	1448	1177	1141	1158	1176
分部间抵消营业收入	-87507	-65215	-61545	-63470	-64934
分部间抵消营业成本	-86461	-64129	-61559	-62279	-62902
营业收入合计	263726	241871	230939	238160	243656
营业成本合计	155504	143394	137648	139258	140651
毛利合计	108222	98477	93291	98902	103004
税后归母净利润	43867	43250	42407	43890	46158
每股收益 (元/股)	2.21	2.17	2.17	2.24	2.36

数据来源: Wind、信达证券研发中心

2、估值与投资建议

按照 2020 年 11 月 30 日的收盘价, 可比公司中煤能源、兖州矿业、陕西煤业等 3 家公司 2020 年平均 PE 为 9.2 倍。我们认为中国神华一体化经营优势和龙头地位具备估值溢价, 合理 PE 水平为 12 倍, 对应每股价值 26.03 元。

表 15: 中国神华可比公司盈利预测与估值表

代码	证券简称	收盘价 2020/11/30	PB	EPS (元/股)			市盈率 PE		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
601898.SH	中煤能源	4.45	0.6	0.42	0.37	0.42	10.6	12.0	10.6
600188.SH	兖州煤业	11.36	1.0	1.76	1.47	1.41	6.5	7.7	8.1
601225.SH	陕西煤业	10.44	1.6	1.16	1.32	1.17	9.0	7.9	8.9
	平均值	/	1.0	/	/	/	8.7	9.2	9.2
601088.SH	中国神华	19.62	1.1	2.17	2.17	2.24	9.0	9.0	8.7

数据来源: Wind、信达证券研发中心 注: 中国神华 EPS 为信达煤炭预测值, 其他公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

依据预测, 2020-2022 年中国神华股权自由现金流 FCFE 值为 525.81、545.49、564.23 亿元, 假设公司按照煤矿剩余开采年限存续经营至 2051 年且每年的股权自由现金流与 2020 年保持一致, 按照 10%贴现率测算, 测算每股价值为 32.03 元。

表 16: 中国神华 2020-2051 年自由现金流预测表 (百万元)

DCF 估值	2020E	2021E	2022E	2023E-2051E
EBIT	63640.80	67553.04	70463.92	
所得税税率	22.80%	22.78%	22.79%	
息前税后利润(NOPLAT)	49133.36	52162.64	54407.26	
加: 折旧与摊销	20619.50	20137.25	20378.38	
减: 营运资金的增加	3056.85	-804.29	-386.25	
减: 资本性投资	22000.00	22000.00	22000.00	
加: 资产损失准备	487.00	487.00	487.00	
利息费用 (税后)	1766.67	2042.51	2235.43	
新增付息债务	9165.00	5000.00	5000.00	
股权自由现金流量 FCFE	52581.34	54548.67	56423.45	
贴现率	10%	10%	10%	
贴现值	52581.34	49589.70	46630.95	421117.24
合计贴现值				569919.23
净负债				63443.00
少数股东权益				65778.00

投资/非核心资产价值	185505.00
股本	19550.99
每股价值（元/股）	32.03

数据来源：Wind、信达证券研发中心

综合考虑 PE、FCFE 估值方法，取平均值，给予公司 29.03 元目标价，维持“买入”评级。

风险因素

1、煤矿产能释放受限

因受到采矿用地征用、拆迁补偿、证照手续办理等因素影响，哈尔乌素露天矿（3500 万吨/年）、黑岱沟露天矿（3400 万吨/年）、宝日希勒露天矿（3500 万吨/年）产能尚未完全恢复，从而降低煤矿盈利能力。另外，北电胜利煤矿（2800 万吨/年）坑口电站的建设进度仍存不确定性，增加了产能释放的预测难度。

2、黄大铁路工程进度放缓

中国神华在建黄大铁路预计 2021 年上半年建成通车，是未来朔黄线下水煤炭运量增长的重要支撑，若工程建设进度不及预期，或将拉低公司营收增长预期。

3、资本开支和现金分红风险

中国神华在建包头煤制烯烃升级示范项目（二期，已核准）、澳洲沃特马克煤矿项目（前期工作阶段）、内蒙古新街台格庙矿项目（前期工作阶段），具体建设进度尚不能够确定，未来资本开支规模存不确定性。如果支出规模较大，可能影响当期现金流和分红金额。

4、股份回购不及预期

中国神华《关于第五届董事会第三次会议决议的公告》拟回购 H 股不超 10% 股份（约 3.4 亿股，占总股本 1.7%）并予以注销，本报告假设 10% H 股股份足额回购且正常予以注销，如果回购数量及股份注销不及预期，可能导致每股盈利水平偏差。

5、煤炭价格大幅下跌

报告的盈利预测和分析是基于经济平稳运行的假设前提。受新冠疫情影响，当前宏观经济尚未完全恢复，叠加贸易战风险，或将带来经济增长不及预期的风险，从而导致煤炭市场需求下降，煤炭价格大幅下跌。



资产负债表					
单位:百万					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	233,296	160,494	211,797	269,375	324,276
货币资金	72,205	51,481	105,061	161,725	216,290
应收票据	4,567	2,589	2,979	2,898	3,024
应收账款	8,488	7,847	7,469	7,711	7,886
预付账款	2,589	4,434	3,601	3,864	3,829
存货	9,967	12,053	10,654	11,088	11,095
其他	135,480	82,090	82,033	82,090	82,153
非流动资产	353,943	397,990	388,524	372,240	358,015
长期股权投资	9,983	40,475	40,475	40,475	40,475
固定资产(合计)	237,227	226,112	220,626	219,534	208,394
无形资产	36,463	37,059	38,080	38,888	39,802
其他	70,270	94,344	89,344	73,344	69,344
资产总计	587,239	558,484	600,321	641,615	682,291
流动负债	123,381	95,483	89,315	91,033	91,755
短期借款	2,000	835	0	0	0
应付票据	1,305	792	892	858	881
应付账款	25,579	24,251	23,067	23,408	23,618
其他	94,497	69,605	65,356	66,766	67,255
非流动负债	59,408	47,382	57,382	62,382	67,382
长期借款	46,765	36,943	46,943	51,943	56,943
其他	12,643	10,439	10,439	10,439	10,439
负债合计	182,789	142,865	146,697	153,415	159,137
少数股东权益	76,687	63,691	71,984	80,566	89,592
归属母公司股东权益	327,763	351,928	381,641	407,634	433,562
负债和股东权益	587,239	558,484	600,321	641,615	682,291

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
同比(%)	6.2%	-8.4%	-4.5%	3.1%	2.3%
归属母公司净利润	43,867	43,250	42,407	43,890	46,158
同比(%)	-2.6%	-1.4%	-1.9%	3.5%	5.2%
毛利率(%)	41.1%	40.7%	40.4%	41.5%	42.3%
ROE%	13.4%	12.3%	11.1%	10.8%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.17	2.24	2.36
P/E	7.19	7.74	8.58	8.29	7.88
P/B	0.96	0.95	0.97	0.91	0.85
EV/EBITDA	3.00	3.76	3.78	3.04	2.39

利润表					
单位:百万					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
营业成本	155,502	143,394	137,648	139,258	140,651
营业税金及附加	10,053	10,299	9,833	10,141	10,375
销售费用	725	640	611	630	645
管理费用	19,879	18,479	18,475	19,767	20,711
研发费用	454	940	731	811	810
财务费用	4,086	2,515	1,114	644	60
减值损失合计	1,042	1,905	-487	-487	-487
投资净收益	593	2,624	3,354	1,250	1,263
其他	-1,891	-3,504	276	283	290
营业利润	73,146	66,629	65,669	67,955	71,470
营业外收支	-3,077	95	0	0	0
利润总额	70,069	66,724	65,669	67,955	71,470
所得税	16,028	15,184	14,970	15,482	16,286
净利润	54,041	51,540	50,699	52,473	55,184
少数股东损益	10,174	8,290	8,293	8,583	9,026
归属母公司净利润	43,867	43,250	42,407	43,890	46,158
EBITDA	101,072	88,679	84,260	87,690	90,842
EPS(当年)(元)	2.21	2.17	2.17	2.24	2.36

现金流量表					
单位:百万					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	88,248	63,106	67,694	75,310	78,080
净利润	54,041	51,540	50,699	52,473	55,184
折旧摊销	23,584	20,560	20,620	20,137	20,378
财务费用	4,086	2,515	2,288	2,645	2,895
投资损失	-593	-2,624	-3,354	-1,250	-1,263
营运资金变动	4,593	-11,242	-3,057	804	386
其它	2,537	2,357	497	500	500
投资活动现金流	-53,056	-46,307	552	945	-2,541
资本支出	-19,993	-17,880	-2,802	-305	-3,805
长期投资	-33,601	-29,536	0	0	0
其他	538	1,109	3,354	1,250	1,263
筹资活动现金流	-44,715	-37,172	-14,666	-19,590	-20,974
吸收投资	376	732	-339	0	0
借款	-12,390	-11,575	9,165	5,000	5,000
支付利息或股息	-33,156	-27,192	-23,492	-24,590	-25,974
现金流净增加额	-9,474	-20,036	53,580	56,664	54,565

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。