



煤炭/能源

中国神华 (601088)

## 周期长顶稳盈利，现金王者立潮头

### 中国神华深度报告

	翟堃 (分析师)	杜冲 (分析师)
	021-38675862	021-38677235
	zhaikun@gtjas.com	duchong@gtjas.com
证书编号	S0880517100004	S0880517080006

#### 本报告导读:

一体化低成本运营优势稳固，盈利对煤价不敏感已验证，安全检查引领的后供改时代拉长周期顶部，货币资金增加将带来财务费用下行和利润持续提升，强现金价值凸显。  
**投资要点:**

维持盈利预测，维持“增持”评级。维持公司 2019~2021 年 EPS 2.27、2.44、2.47 元，维持 25.89 元目标价，维持“增持”评级。

一体化运营的能源巨头。1) 坐拥国内动力煤质最优的神东矿区，目前核定产能、权益产能 3.37、2.85 亿吨，长期可达 4.15、3.35 亿吨，A 股煤企中开采成本最低。2) 电力装机 6189 万千瓦（成立合资公司前），煤电装机规模 A 股上市公司排名第二，利用小时数排名第一。3) 装机容量依托煤炭资源构筑铁路、港口、航运网络，运距短、运价低，具备对铁路沿线煤矿强议价能力和区域定价能力，外购煤吨净利 2018 年提升至 18 元。

煤电联营+高比例长协，保障盈利强稳定性。燃煤电厂规模持续提升加大对抗周期力度，绝大多数电厂位于自有铁路沿线或沿海沿江，可使用超 80% 比例的低成本内部煤。长协政策完善进一步降低盈利波动率，扣非净利基本不受煤价影响在 2018Q4 和 2019Q1 财季基本验证，测算 80% 自产煤年度长协比例之下，折合成跟随港口价格波动的规模仅 0.49 亿吨。

稳健分红+财务费用下降，现金价值不容忽视。安全检查引领的后供改时代拉长周期顶部，预计煤价将在长期维持相对高位，带动现金流持续提升。公司主要在建工程余额 505 亿，资本开支下行+现金流量稳定保障至少 40% 分红。资产负债表进一步优化下有息负债的收缩和在手现金规模的增加，将带来利息支出的减少、利息收入的增加和理财收入的提升，测算目前已经可带来年化近 26 亿元的税前利润贡献，支撑盈利规模和高股息率。

风险提示。产能释放不达预期；资本开支规模加大；子公司分红不达预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	248,746	264,101	242,817	250,901	252,116
(+/-)%	36%	6%	-8%	3%	0%
经营利润 (EBIT)	75,258	77,488	70,804	75,476	76,106
(+/-)%	60%	3%	-9%	7%	1%
净利润 (归母)	45,037	43,867	45,179	48,483	49,163
(+/-)%	98%	-3%	3%	7%	1%
每股净收益 (元)	2.26	2.21	2.27	2.44	2.47
每股股利 (元)	0.91	0.88	0.91	0.98	0.99
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	30.3%	29.3%	29.2%	30.1%	30.2%
净资产收益率 (%)	14.9%	13.4%	12.7%	12.6%	11.9%
投入资本回报率 (%)	14.9%	16.6%	15.7%	18.0%	19.5%
EV/EBITDA	4.76	3.41	3.92	3.03	2.38
市盈率	10.23	8.14	9.30	8.67	8.55
股息率 (%)	4.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.7%

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 25.89**

上次预测: 25.89

**当前价格: 19.15**

2019.06.11

#### 交易数据

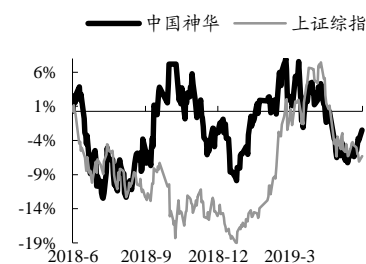
52 周内股价区间 (元)	16.70-21.75
总市值 (百万元)	380,886
总股本/流通 A 股 (百万股)	19,890/16,491
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,399
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	19.16
日均成交值 (百万元)	378.12

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	340,714
每股净资产	17.13
市净率	1.1
净负债率	-19.95%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.59	0.63
Q2	0.57	0.61
Q3	0.62	0.61
Q4	0.43	0.42
全年	2.21	2.27

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-4%	-3%
相对指数	6%	0%	4%

#### 相关报告

- 《煤炭稳、电力优，现金牛属性加速显现》2019.04.26
- 《更稳健的业绩，更稳健的分红》2019.03.24
- 《业绩符合预期，盈利仍存增长空间》2019.01.31
- 《探寻变与不变，低估值中掘金》2018.12.23
- 《“印钞”孜孜不倦，用途仍留悬念》2018.03.25

模型更新时间: 2019.06.10

**股票研究**

能源  
煤炭

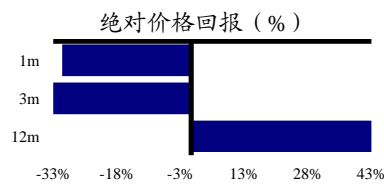
**中国神华 (601088)**

**评级:** **增持**  
上次评级: 增持  
**目标价格:** **25.89**  
上次预测: 25.89  
**当前价格:** 19.15

公司网址  
www.shenhuachina.com/www.csec.com

**公司简介**

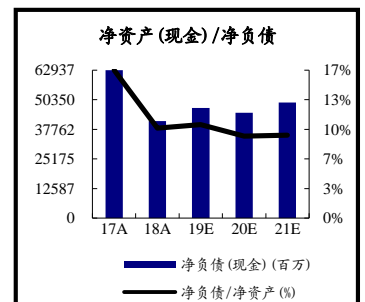
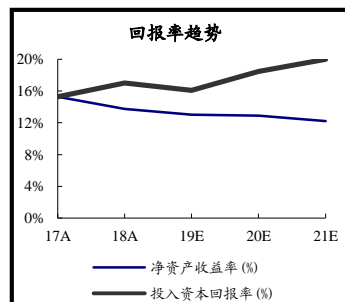
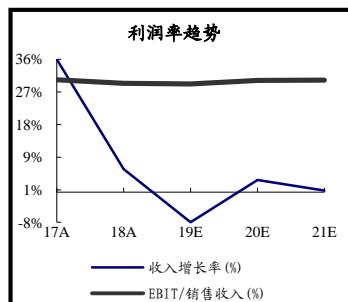
公司是世界领先的以煤炭为基础的一体化能源公司, 是我国最大的煤炭生产企业和销售企业, 全球第二大煤炭上市公司, 并拥有中国最大规模的优质煤炭储量。主营业务是煤炭、电力的生产和销售, 铁路、港口和船舶运输, 煤制烯烃等业务。



52 周价格范围 16.70-21.75  
市值 (百万) 380,886

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	248,746	264,101	242,817	250,901	252,116
营业成本	143,842	155,502	143,325	145,826	146,245
税金及附加	9,640	10,053	9,243	9,551	9,597
销售费用	612	725	632	671	665
管理费用	19,053	19,879	18,438	18,969	19,102
<b>EBIT</b>	<b>75,258</b>	<b>77,488</b>	<b>70,804</b>	<b>75,476</b>	<b>76,106</b>
公允价值变动收益	-19	22	1,100	1,300	1,300
投资收益	1,321	593	2,000	2,000	2,000
财务费用	3,457	4,086	2,273	1,920	1,475
<b>营业利润</b>	<b>71,102</b>	<b>73,146</b>	<b>71,937</b>	<b>77,161</b>	<b>78,236</b>
所得税	16,283	16,028	16,341	17,536	17,782
少数股东损益	9,013	10,174	9,917	10,643	10,792
<b>归母净利润</b>	<b>45,037</b>	<b>43,867</b>	<b>45,179</b>	<b>48,483</b>	<b>49,163</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	81,198	104,657	160,091	219,395	287,256
其他流动资产	51,446	128,639	130,023	130,822	130,946
长期投资	9,449	9,983	9,983	9,983	9,983
固定资产合计	309,218	237,227	222,991	202,780	183,056
无形及其他资产	115,813	106,733	105,160	101,604	98,895
<b>资产合计</b>	<b>567,124</b>	<b>587,239</b>	<b>628,249</b>	<b>664,584</b>	<b>710,137</b>
流动负债	115,905	123,381	129,767	141,370	151,633
非流动负债	76,592	59,408	56,408	41,408	36,408
股东权益	374,627	404,450	442,074	481,807	522,096
<b>投入资本(IC)</b>	<b>387,785</b>	<b>359,610</b>	<b>348,800</b>	<b>324,229</b>	<b>301,657</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	57,835	59,763	54,608	58,211	58,697
折旧与摊销	24,625	23,584	20,970	21,975	21,405
流动资金增量	-15,259	-3,460	4,999	-804	-140
资本支出	-18,926	-19,993	-5,657	1,297	532
<b>自由现金流</b>	<b>48,275</b>	<b>59,894</b>	<b>74,920</b>	<b>80,679</b>	<b>80,495</b>
经营现金流	95,152	88,248	71,277	81,976	81,572
投资现金流	13,363	-53,056	-2,557	4,597	3,832
融资现金流	-77,621	-44,715	-13,286	-27,270	-17,542
<b>现金流净增加额</b>	<b>30,894</b>	<b>-9,523</b>	<b>55,434</b>	<b>59,303</b>	<b>67,862</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	35.8%	6.2%	-8.1%	3.3%	0.5%
EBIT 增长率	60.5%	3.0%	-8.6%	6.6%	0.8%
净利润增长率	98.3%	-2.6%	3.0%	7.3%	1.4%
利润率					
毛利率	42.2%	41.1%	41.0%	41.9%	42.0%
EBIT 率	30.3%	29.3%	29.2%	30.1%	30.2%
归母净利润率	18.1%	16.6%	18.6%	19.3%	19.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.9%	13.4%	12.7%	12.6%	11.9%
总资产收益率(ROA)	7.9%	7.5%	7.2%	7.3%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	14.9%	16.6%	15.7%	18.0%	19.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	32	25	25	25	25
应收账款周转天数	29	22	22	22	22
总资产周转天数	836	798	914	940	995
净利润现金含量	211.3%	201.2%	157.8%	169.1%	165.9%
资本支出/收入	7.6%	7.6%	2.3%	-0.5%	-0.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.9%	31.1%	29.6%	27.5%	26.5%
净负债率	16.8%	10.2%	10.6%	9.3%	9.4%
<b>估值比率</b>					
PE	10.23	8.14	9.30	8.67	8.55
PB	1.53	1.09	1.18	1.09	1.01
EV/EBITDA	4.76	3.41	3.92	3.03	2.38
P/S	1.69	1.59	1.73	1.68	1.67
股息率	4.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.7%



## 目录

1. 细数神华“三最”——一体化运营的能源巨头 .....	5
1.1. 煤炭：国内产能最大，资源禀赋奠定持续经营优势 .....	5
1.2. 电力：利用小时数最高，装机容量逐年增加 .....	7
1.3. 运输：最大的低成本贸易商，巩固煤炭龙头地位 .....	8
2. 煤电联营+高比例长协，保障盈利强稳定性 .....	11
2.1. 盈利的低波动性已经得到验证 .....	11
2.2. 自产煤对内：煤电联营锁定低成本煤源，减少盈利波动 .....	11
2.3. 自产煤对外：高比例长协进一步保障盈利能力 .....	12
3. 稳健分红+财务费用下降，现金价值不容忽视 .....	14
3.1. 后供改时代产能释放有序，拉长周期顶部 .....	14
3.2. 资本开支边际向下但现金流持续提升，为现金流基础 .....	16
3.3. 分红率长期稳定，板块内不可多得的现金奶牛 .....	17
3.4. 财务费用下行&利息收入提升，将带来利润可持续增长 .....	18
4. 盈利预测与估值 .....	20
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 中国神华自产煤单位生产成本维持低位 (元/吨) .....	5
图 2: 中国神华 2018 吨煤成本为四大上市动力煤企最低 .....	5
图 3: 中国神华燃煤发电机组占比 97.0% .....	7
图 4: 中国神华上市以来发电装机容量复合增速 13.69% .....	7
图 5: 中国神华燃煤机组平均利用小时数持续领先于全国 10 个百分点 .....	8
图 6: 中国神华煤电利用小时数领先其他大型火电企业 .....	8
图 7: 中国神华 2007-2017 年自有铁路周转量复合增速 8.6% .....	9
图 8: 中国神华铁路外部客户周转量持续提升，成本维持低位 .....	9
图 9: 中国神华测算外购煤毛利超 70 元/吨 .....	10
图 10: 中国神华销售集团吨煤净利超 10 元/吨 .....	10
图 11: 中国神华自有港口下水煤占比不断提升 .....	10
图 12: 中国神华航运货运量内部客户比例不断提升 .....	10
图 13: 中国神华扣非净利变动标准差板块最低 .....	11
图 14: 中国神华在 2015 年亦可维持较强盈利 .....	11
图 15: 中国神华北方电厂多位于产区或铁路沿线 .....	11
图 16: 中国神华南方电厂多位于沿海和江内 .....	11
图 17: 中国神华发电使用内部煤炭比例超过 80% .....	12
图 18: 火电行业净利润变动和煤炭价格负相关 .....	12
图 19: 长协签订机制更加完善 .....	12
图 20: 煤炭长协价和综合交易价较现货波动更小 .....	13
图 21: 2018 年后中国神华业绩波动与煤价相关性减弱 .....	13
图 22: 中国神华现货价格波动小于港口平仓价 .....	13
图 23: 供给侧改革去产能超额完成目标 .....	15
图 24: 安全检查使煤矿问题加速暴露 .....	15
图 25: 2018 年全国 30 万吨以下煤矿 1181 处，占比 35% .....	15
图 26: 2018 年全国 30 万吨以下煤矿产能 1.39 亿吨，占比 4% .....	15

图 27: 晋陕蒙一季度煤炭产量合计仅增加 2752 万吨 .....	16
图 28: 全国原煤产量增速明显小于前一波周期高点 .....	16
图 29: 中国神华“经营-投资”现金差额在扩大 .....	17
图 30: 中国神华净资产规模持续提升, 负债率稳定下降 .....	18
图 31: 中国神华上市以来累计分红率 50%, 一般分红率连续九年稳定在 40% .....	18
图 32: 中国神华有息负债规模持续下降 .....	19
图 33: 中国神华 2018 年四季度负债规模下降明显 .....	19
图 34: 中国神华近年来借款费用率稳定在 5% 左右 .....	19
图 35: 中国神华借款和债券净偿还规模不断扩大 .....	19
图 36: 中国神华货币资金和利息收入规模逐年提升 .....	20
图 37: 中国神华利息收入规模持续提升 .....	20
表 1: 中国神华所属煤矿剩余服务年限 33.6 年 (截止 2018 年) (产能单位: 亿吨) .....	5
表 2: 中国神华国内煤炭生产产能列表 .....	6
表 3: 中国神华自营铁路里程达 2,155 公里 .....	8
表 4: 准格尔矿区煤炭到黄骅港下水比秦皇岛港下水运距更短、运费更低 9	
表 5: 神东矿区煤炭到黄骅港下水比秦皇岛港下水运距更短、运费更低 9	
表 6: 中国神华自产煤年度长协占比对外部销售量影响测算 .....	14
表 7: 中国神华资本支出规模维持稳定 .....	16
表 8: 截至 2018 年末中国神华主要在建项目仍待投资 505 亿元 ....	17
表 9: 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 18	
表 10: 中国神华收入成本预测拆分——按业务分部计算 (单位: 百万元) .....	21
表 11: 中国神华可比公司市盈率估值 .....	22
表 12: 中国神华可比公司市净率估值 .....	23

## 1. 细数神华“三最”——一体化运营的能源巨头

### 1.1. 煤炭：国内产能最大，资源禀赋奠定持续经营优势

中国神华核心煤炭资源位于神东矿区，拥有国内最优质、丰富的动力煤炭资源，为我国最大的井工煤矿开采地，优质的地址条件适宜建设现代化高产高效煤矿。截至 2018 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 303.0 亿吨，煤炭保有可采储量为 149.5 亿吨；JORC 标准下的煤炭可售储量为 82.6 亿吨，规模在国内绝对领先，测算服务年限长达 33.6 年。

表 1：中国神华所属煤矿剩余服务年限 33.6 年（截止 2018 年）（产能单位：亿吨）

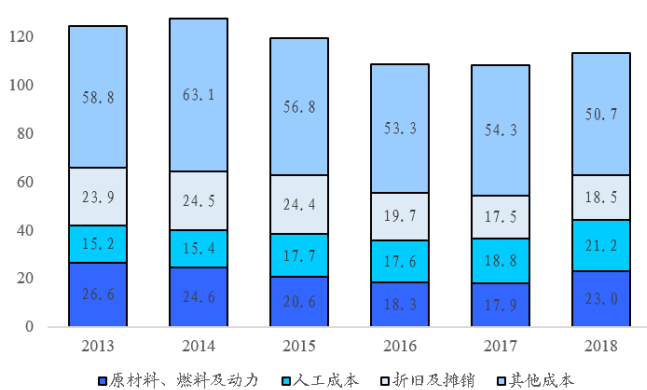
矿区	保有资源储量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)	在产矿井 核定产能	主要作 业类型	储量备 用系数	发热量 (千卡/千克)	服务年 限
神东	160.3	92.3	47.8	1.96	井工矿	1.40	4,800-5,800	33.7
准格尔	39	31.2	20.7	0.74	露天矿	1.30	4,300-4,900	32.4
胜利	20.3	13.8	2.1	0.28	露天矿	1.30	3,100-3,400	53.1
宝日希勒	13.9	11.8	12	0.35	露天矿	1.30	3,300-3,600	25.9
包头	0.5	0.4	-	0.02	井工矿	1.40	4,200-4,800	13.6
合计	237	151.9	85.5	3.35	/	1.36	/	33.6

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

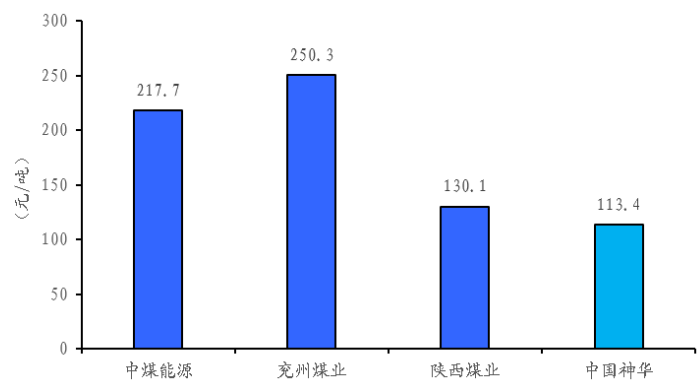
注：计算服务年限时，未考虑在建煤矿和海外煤矿资源。

公司煤炭综合成本受煤炭价格波动较小，虽然近年来材料、人工成本有所上升，但综合成本依然维持绝对低位，2018 年煤炭单位生产成本 113.4 元/吨，居于行业领先水平。

图 1：中国神华自产煤单位生产成本维持低位（元/吨） 图 2：中国神华 2018 吨煤成本为四大上市动力煤企最低



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司于 2018 年通过购买产能置换指标新增北电胜利露天矿产能 800 万吨/年，使国内在产核定产能达到 33480 万吨/年、海外在产产能 200 万吨/年（印尼煤矿）；国内外权益产能分别 28403、140 万吨/年。国内矿井区域结构中，内蒙古、陕西、山西分别占比 68%、31%、1%，均享受西部大开发 15% 所得税率；产能结构中，40% 为开采成本更低的露天矿。优质的产能资源，奠定了税收和成本的双重优势。

**表 2: 中国神华国内煤炭生产产能列表**

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)	所属区域
神东煤炭集团	神东矿区	补连塔	井工矿	2800	100%	2800	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	布尔台	井工矿	2000	100%	2000	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	上湾	井工矿	1600	100%	1600	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	乌兰木伦	井工矿	400	100%	400	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	柳塔	井工矿	300	100%	300	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	寸草塔一矿	井工矿	270	100%	270	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	寸草塔二矿	井工矿	240	100%	240	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	万利一矿	井工矿	1000	100%	1000	内蒙古-鄂尔多斯
神东煤炭集团	神东矿区	神山露天	露天矿	60	100%	60	内蒙古-准格尔
神东煤炭集团	神东矿区	哈拉沟	井工矿	1600	100%	1600	陕西-神木
神东煤炭集团	神东矿区	大柳塔-大柳塔井	井工矿	1800	100%	1800	陕西-神木
神东煤炭集团	神东矿区	大柳塔-活鸡兔	井工矿	1500	100%	1500	陕西-神木
神东煤炭集团	神东矿区	榆家梁	井工矿	1300	100%	1300	陕西-神木
神东煤炭集团	神东矿区	石圪台	井工矿	1200	100%	1200	陕西-神木
锦界能源	神东矿区	锦界	井工矿	1800	70%	1260	陕西-神木
榆林神华	神东矿区	郭家湾	井工矿	800	50%	401	陕西-神木
榆林神华	神东矿区	青龙寺	井工矿	300	50%	150	陕西-神木
包头矿业	神东矿区	李家壕	井工矿	600	100%	600	内蒙古-鄂尔多斯
神东矿区合计				19570	94%	18481	
哈尔乌素分公司	准格尔矿区	哈尔乌素	露天矿	3500	100%	3500	内蒙古-准格尔
准能集团	准格尔矿区	黑岱沟	露天矿	3400	58%	1972	内蒙古-准格尔
神东煤炭集团	准格尔矿区	保德	井工矿	500	100%	500	山西-忻州
准格尔矿区合计				7400	81%	5972	
北电胜利能源公司	胜利矿区	胜利一号	露天矿	3500	57%	1981	内蒙古-锡林郭勒
神宝能源公司	宝日希勒矿区	宝日希勒	露天矿	2800	63%	1759	内蒙古-呼伦贝尔
包头矿业	包头矿区	水泉露天	露天矿	120	100%	120	内蒙古-包头
包头矿业	包头矿区	阿刀亥	井工矿	90	100%	90	内蒙古-包头
包头矿区合计				210	100%	210	
产能分类				核定产能 (万吨/年)	平均权益	权益产能 (万吨/年)	核定产能占比
<b>国内投运产能总计</b>				<b>33480</b>	<b>85%</b>	<b>28403</b>	
其中(按区域):							
内蒙古-鄂尔多斯				9210	100%	9210	28%
内蒙古-准格尔				6960	79%	5532	21%
内蒙古-锡林郭勒				2800	63%	1759	8%
内蒙古-呼伦贝尔				3500	57%	1981	10%
内蒙古-包头				210	100%	210	1%
陕西-神木				10300	89%	9211	31%
山西				500	100%	500	1%
其中(按作业类型):				33480	85%	28403	100%
露天矿				13380	70%	9392	40%
井工矿				20100	95%	19011	60%

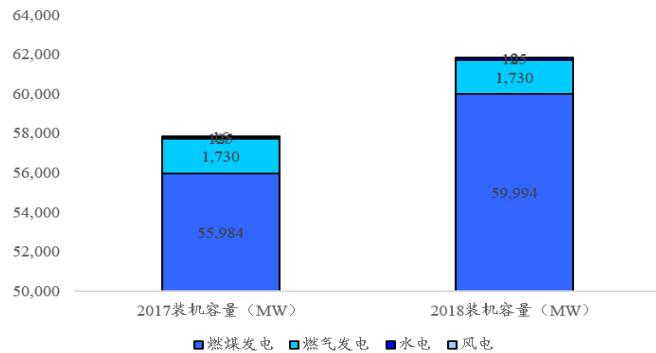
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司积极布局新产能。海外方面，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。国内方面，总产能规模 6000 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；产能 1000 万吨/年（持股 51%）的黄玉川煤矿仍在建设中。未来全部建设完成投产后，公司总产能、权益产能将分别达到 41480、33513 万吨。

### 1.2. 电力：利用小时数最高，装机容量逐年增加

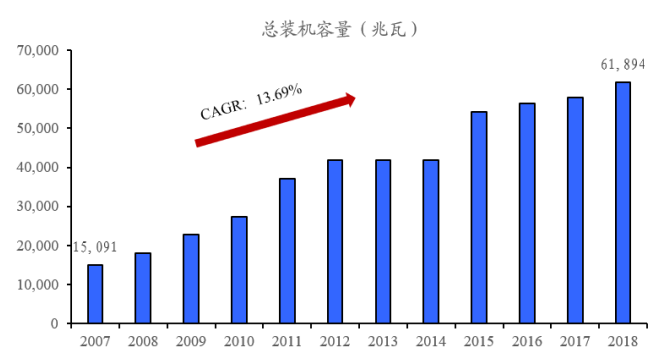
自公司 2007 年 A 股上市以来，中国神华发电分部总装机容量由 15091 兆瓦(2007 年底)，攀升至 2018 年的 61894 兆瓦，年均复合增速 13.69%，成为第二大利润贡献板块。公司发电机组以燃煤发电机组为主，受益于九江电力（2000MW）、富平热电（700MW）、神皖能源（1320MW）于 2018 年投运，燃煤发电机组总装机容量达到 59994 兆瓦

图 3：中国神华燃煤发电机组占比 97.0%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4：中国神华上市以来发电装机容量复合增速 13.69%

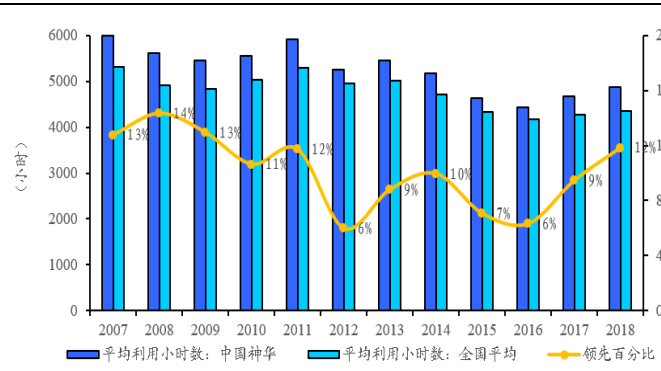


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司 2018 年发布公告，将 14 家子公司、3 家分公司、1 家参股公司，合计在运 3313MW、在建 330MW 发电机组作为出资，与国电电力成立子公司，中国神华持有合资公司 42.53% 股权。合资电力公司在 2019 年 1 月完成交割，公司获得资产置出的投资收益 11.21 亿元。若不考虑本次合资公司的成立，则公司的火电规模仅次于华能国际，且考虑到合资公司未来以运营为主，对外投资仍将以上市公司作为主体，因此在分红上将保持稳定，对上市公司整体利润不会造成影响。

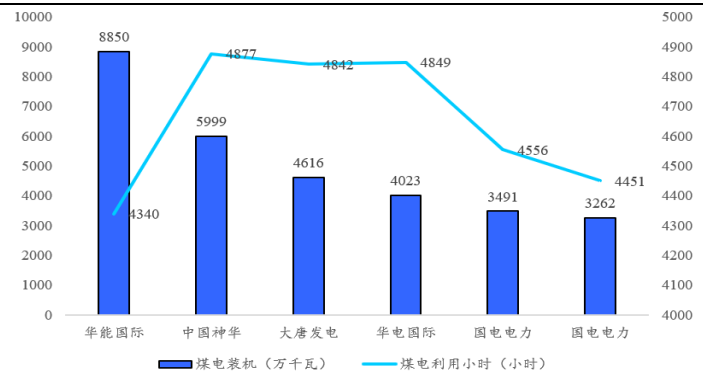
燃煤机组平均利用小时数近两年持续改善，大幅领先于全国 6,000 千瓦及以上煤电设备平均利用小时数（领先比例约 10%）。且与其他主营业务为火电的上市公司相比，公司的利用小时数水平依然领先。2019 年一季度，公司表内发电资产售电均价 0.323 元/千瓦时，同比增长 1.9%，依然保持优质资产优势。

图 5: 中国神华燃煤机组平均利用小时数持续领先于全国 10 个百分点



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 中国神华煤电利用小时数领先其他大型火电企业



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

### 1.3. 运输: 最大的低成本贸易商, 巩固煤炭龙头地位

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。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的定价权。公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络和“神朔-朔黄”西煤东运大通道, 自营铁路营业里程达 2,155 公里, 是仅次于中国铁总的国内第二大铁路运营商。

表 3: 中国神华自营铁路里程达 2,155 公里

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	20000	100.00%	0.18	270
朔黄铁路	神池南-黄骅港	35000	52.72%	0.12	593
黄万铁路	黄骅港-万家码头	4200	52.72%	0.12-0.14	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	17630	100.00%	0.2	192
甘泉铁路	甘其毛都-万水泉南站	20000	88.46%	0.18	335
巴准铁路	巴图塔-点岱沟	17000	90.00%	0.3	129
准池铁路	外西沟-神池南	20000	85.00%	0.25	183
塔韩铁路	塔然高勒矿区-韩家村	2800	100.00%	0.23	78
<b>合计</b>	<b>/</b>	<b>151630</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>2155</b>

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究 注: 未考虑在建铁路 (黄大铁路, 预计 2020 年通车)、缓建铁路 (阿莫铁路)。

公司 2018 年周转量达到 284 十亿吨公里, 自有铁路周转量 2007-2018 年复合增速 8.6%。核心铁路朔黄线 2018 年完成总运量 3.16 亿吨, 同比增长 2.7%。首次突破 3 亿吨。随着铁路运量的增加, 公司也加大了铁路运力对外开放的力度, 针对外部客户的周转量持续提升, 提升整体盈利规模。

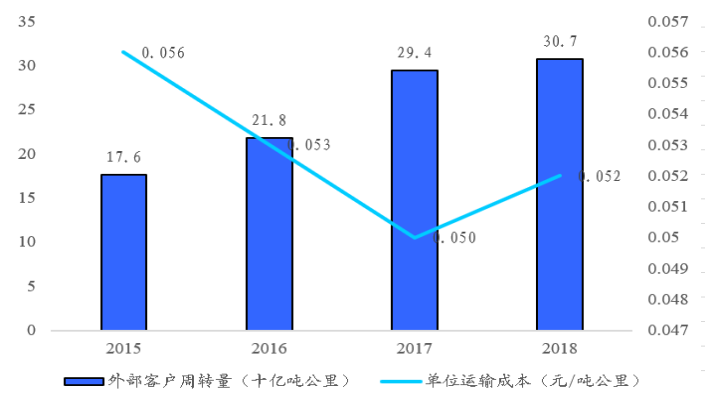


图 7: 中国神华 2007-2017 年自有铁路周转量复合增速 8.6%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 8: 中国神华铁路外部客户周转量持续提升, 成本维持低位



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司下水煤主要来自神东矿区和准格尔矿区, 在陕蒙区域通过密集的自有铁路网深度覆盖核心煤炭煤矿, 并且对接北通路第二大运煤通道朔黄线。陕蒙地区通过朔黄线实现下水的煤炭, 相较于经由大秦线在秦皇岛下水的煤炭, 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下水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)
				106.414	0.138	653	
准池线	183	0.25	45.75				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: 国泰君安证券研究 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下水比秦皇岛港下水运距更短、运费更低

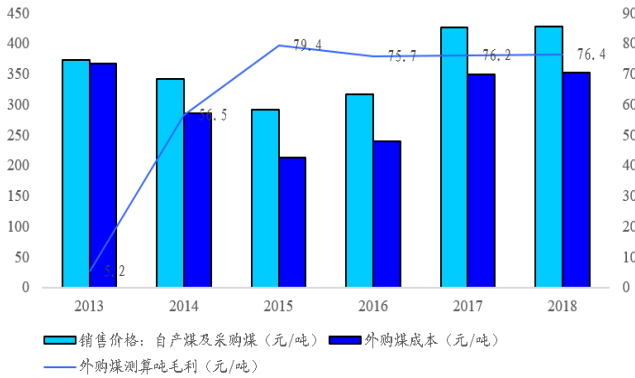
神东矿区 -黄骅港	运距 (公里)	费率 (元/吨公里)	运费 (元/吨)	运费 (元/吨)	费率 (元/吨公里)	运距 (公里)	神东矿区 -秦皇岛港
神朔线	270	0.18	48.6	38.7	0.3	129	巴准线
				45.9	0.15	306	
朔黄线	593	0.12	71.16	106.414	0.138	653	大秦线
合计	863	/	119.8	191.0	/	1088	合计

数据来源: 国泰君安证券研究 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)

2018 年 10 月, 国务院办公厅发布了《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》, 大力推动大宗货物运输“公转铁、公转水”, 在公

路汽运开始限制的条件之下，铁路资源将变得更为稀缺。陕蒙地区动力煤产量规模大但运力有限，中国神华完善的自有铁路运输网络、较低的运输成本，而对于陕煤区域其他煤矿，若想要通过朔黄线实现下水销售，则最合适的方式是将煤炭产品卖给中国神华，即成为神华的“外购煤”。由此运输优势，公司形成了对铁路沿线煤矿的强议价能力和区域定价能力，根据公司数据显示，外购煤的成本要显著低于销售价格，近年来维持在 75 元/吨以上；从神华销售集团的财务数据来看，基本可以维持 15 元/吨左右的净利润。

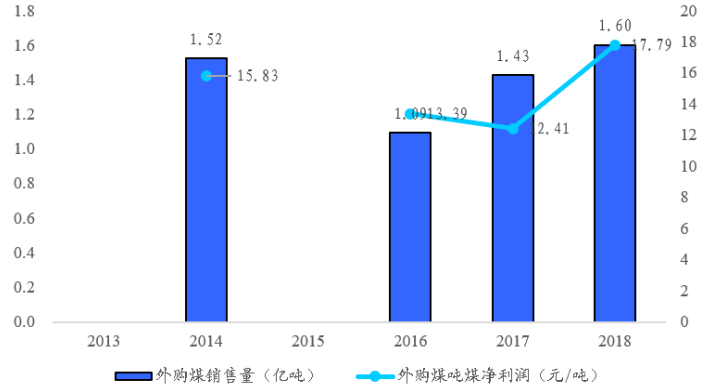
图 9：中国神华测算外购煤毛利超 70 元/吨



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：中国神华销售价格披露口径为“自产煤及采购煤”，外购煤销售价格以此基准进行测算，实际可能存在一定偏差

图 10：中国神华销售集团吨煤净利超 10 元/吨

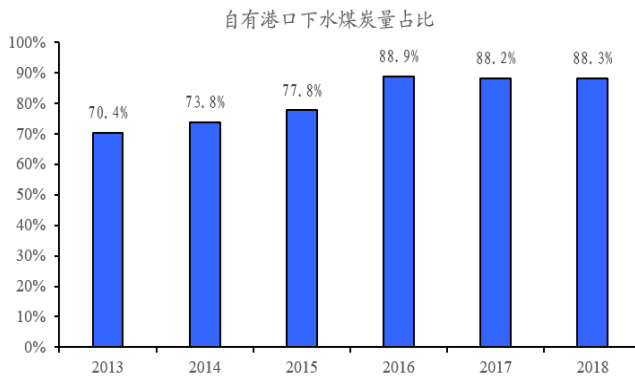


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：2013、2015 年末披露销售公司净利润数据

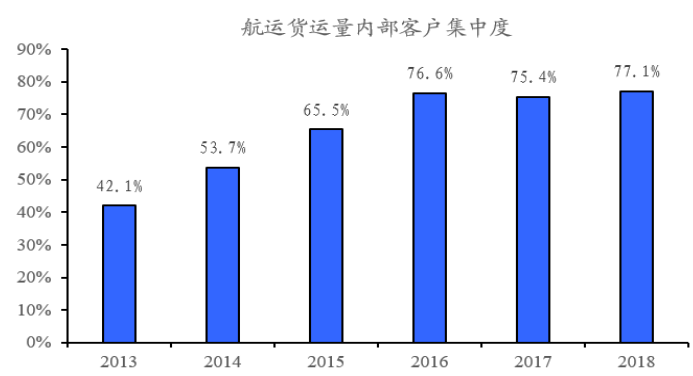
借助自有运力优势提升下水煤量是中国神华煤炭经营的核心策略，公司同时配套拥有黄骅港、神华天津煤码头、神华珠海煤码头三大港口，形成北煤南运下水通道，同时配有约 218 万载重吨自有船舶的航运船队，满足水上运输需求。近五年来，中国神华自有港口下水煤量占比不断提升，2018 年占比提升至 88.3%；航运货运量内部客户集中度也呈现不断上升趋势，2018 年占比提升至 77.1%。

图 11：中国神华自有港口下水煤占比不断提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 12：中国神华航运货运量内部客户比例不断提升



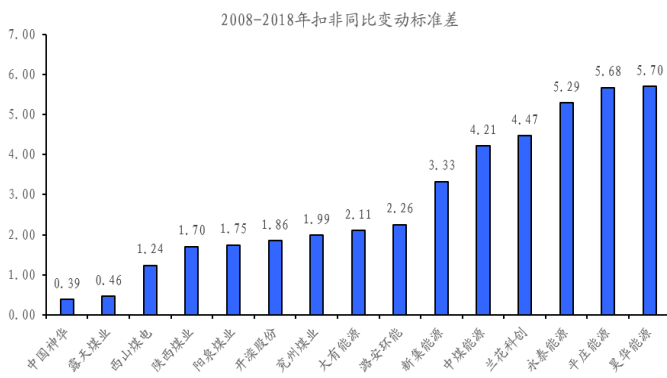
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 2. 煤电联营+高比例长协，保障盈利强稳定性

### 2.1. 盈利的低波动性已经得到验证

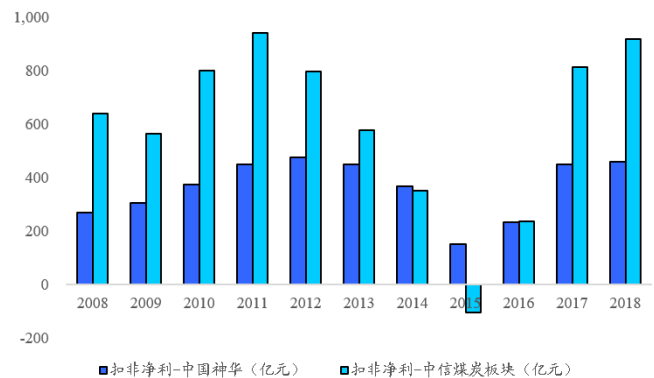
从近 10 年煤炭上市公司扣非净利润的波动情况来看，中国神华扣非净利润的标准差为煤炭板块最低，体现盈利的强稳定性。且即使在过去煤炭景气最低、板块整体利润为负的 2015 年，公司亦能够将净利润维持在不错的水平。究其原因，我们认为除了低廉的开采成本之外，大体量的“煤电联营”模式对业绩变化起到了很好的利润锁定作用，且在长协机制的进一步完善下，公司的盈利将更加稳定。

图 13: 中国神华扣非净利变动标准差板块最低



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 14: 中国神华在 2015 年亦可维持较强盈利



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 2.2. 自产煤对内：煤电联营锁定低成本煤源，减少盈利波动

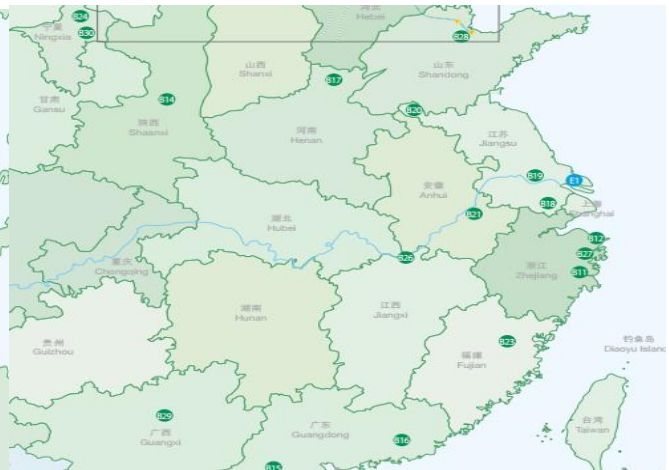
公司煤电联营的核心优势在于电厂区位和运力配合，通过公司电厂分布图（下图绿色）可以看出，除个别内陆电厂（如河北三河电力、河南孟津电力、江苏徐州电力等）外，中国神华自有电厂多位于煤炭生产矿区（红色）和铁路沿线（黄色），以及沿海和沿江区域，使其可以凭借铁路和航运优势使用到成本更低的自有“神华煤”资源。

图 15: 中国神华北方电厂多位于产区或铁路沿线



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

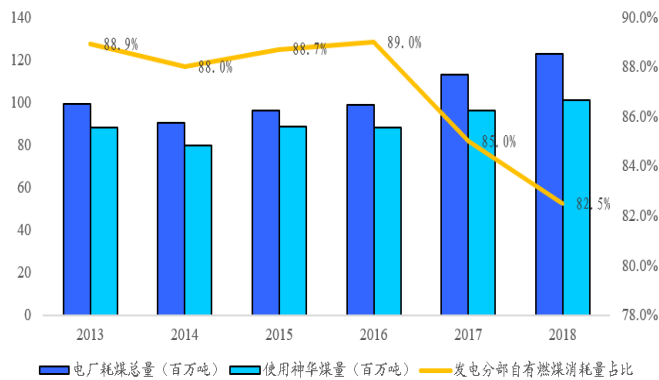
图 16: 中国神华南方电厂多位于沿海和江内



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

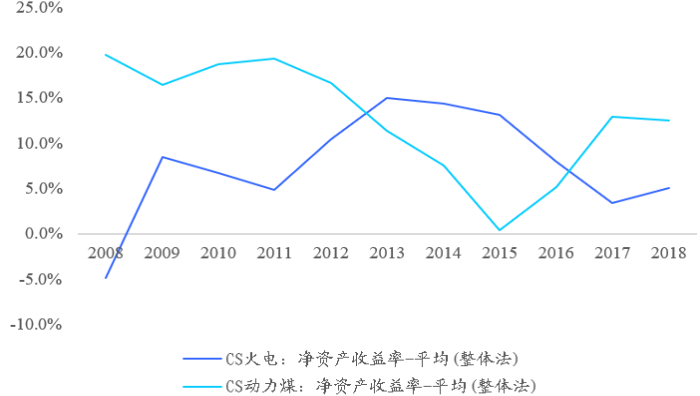
公司 2018 年发电分部共耗用中国神华煤炭 101.1 百万吨，占耗煤总量 122.6 百万吨的 82.5%。虽然近年来新电厂投产使得电厂自有燃煤消耗量占比略有下降，但该比值仍维持在 80% 以上的高水平，基本锁定收入和成本；而对于其余不足 20% 的使用外部煤部分，从动力煤和火电上市公司的盈利能力可看出明显的负相关性，在煤炭价格变化时亦可锁定对应的对外采购煤成本（成本略高于神华煤），最终体现在发电分部和其对应的煤炭消耗量规模的盈利之和整体受煤价波动影响较小。

图 17: 中国神华发电使用内部煤炭比例超过 80%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 18: 火电行业净利润变动和煤炭价格负相关



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 2.3. 自产煤对外：高比例长协进一步保障盈利能力

自 2016 年《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》发布以来，“中长期合同制度”和“基础价+浮动比例”的定价机制得到大力推行，为保障煤炭有效供应和价格平稳奠定了良好基础。2018 年 11 月最新发布的《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，对发改委 2018 年 6 月《关于进一步做好煤炭中长期合同签订履行工作的通知》政策体现了很好的延续，要求未来季度、月度长协的定价机制也应按照年度长协定价机制执行，且优化运力匹配程度。

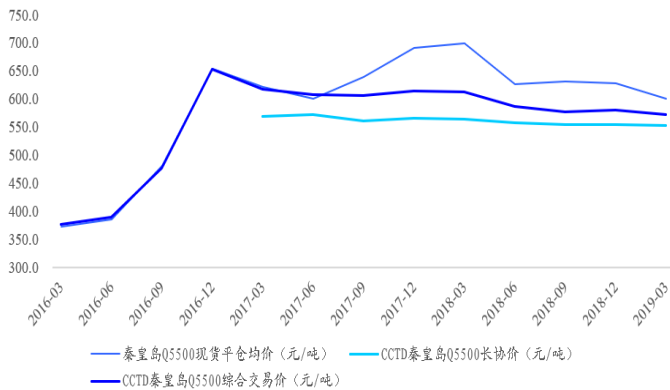
图 19: 长协签订机制更加完善

		2018 煤炭长协要求	2019 煤炭长协要求
规范安排	合同期限	-	及早签订数量相对固定、价格机制明确的中长期合同，鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同。
	合同签订	不得脱离生产经营实际、签订虚假合同。	不得脱离生产经营实际和现有铁路港口运输能力，不得违法采取捆绑签订的方式增加电力等用户企业采购成本。
	履约执行	全年中长期合同履约率应不低于 90%。	全年中长期合同履约率应不低于 90%；鼓励按照均衡原则将年度中长期合同分解到月，并报铁路部门备案优先安排运力；旺季煤炭企业每月合同执行量、淡季电力等重点用煤企业每月合同接收量原则上应不低于全年平均水平。
	运力衔接	重点对 20 万吨以上的中长期合同进行监管，对合同履行情况实行分月统计、按季考核；对汇总的煤炭中长期合同，有关运输企业应优先确认运力。	对煤炭供需双方签订盖章认可且年度单笔合同量在 20 万吨及以上的煤炭中长期合同，交通运输部、中国铁路总公司依据运输能力，组织指导有关铁路运输企业和港航企业做好运力衔接；没有新增运量的既有线路，运力配置不得低于去年水平；2019 年新增的铁路运力，原则上应优先配置和保障中长期合同的需求。
定价机制 基准+浮动	下水煤基准	由双方根据市场供需情况协商确定，对协商不一致的，仍按不高于上年度水平执行	
	直达煤基准	由下水煤基准价格扣除运费后的坑口平均价格和供需双方 2018 年月度平均成交价格综合确定，两类价格权重各占 50%	
	下水/直达浮动部分	均可结合环渤海煤炭价格指数、CCTD 秦皇岛港煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数综合确定	
	季度、月度长协以及外购煤长协定价机制		均应按照本通知明确的年度长协价格机制执行，价格原则上应稳定在《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808 号）规定的绿色区间以内；对外购煤长协因采购成本较高的，价格应不超过黄色区间上限。

数据来源：发改委、国泰君安证券研究

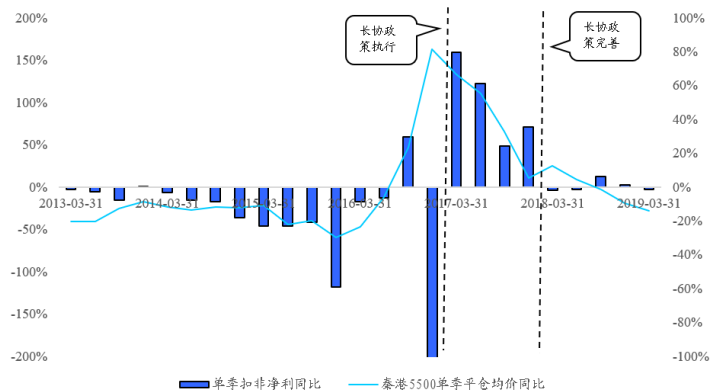
由于年度长协煤价存在 535 元/吨的基准, 使长协煤的价格波动较现货价格大幅减小, 在此背景下, 有运力匹配的年度长协机制占比提升, 也使上市公司盈利波动大幅减弱。我们统计中国神华单季度扣非净利润发现, 长协机制推出的 2017 年及以前, 公司扣非净利润变动与港口现货价变动方向和幅度基本一致, 但这个变化在 2018 年开始有所不同, 尤其是 2018 年四季度和 2019 年一季度, 虽然港口现货煤价分别下滑 9% 和 14%, 但公司单季度扣非净利润分别上涨 3% 和下降 3%, 利润受港口煤价的影响基本得到平抑。

图 20: 煤炭长协价和综合交易价较现货波动更小



数据来源: wind、国泰君安证券研究

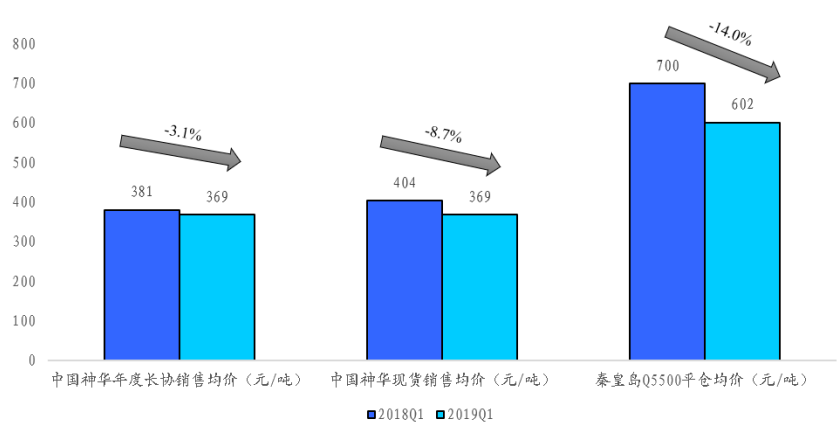
图 21: 2018 年后中国神华业绩波动与煤价相关性减弱



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司对外煤炭销售来源分别为自产煤和外购煤, 销售模式主要分为年度长协、月度长协和现货。其中外购煤销售模式基本为月度长协, 赚取价差相对稳定 (见上文图 10), 实际影响利润的部分在于自产煤的外销, 分别来自于年度长协 (波动较小), 以及现货销售 (波动适中, 主要为坑口现货销售和直达煤)。从公司 2019 年一季报的数据来看, 中国神华 2019 年一季度年度长协销售价格 369 元/吨, 较上年同期下降 3.1%; 现货煤销售均价 369 元/吨, 较上年同期下降 8.7%; 价格波动均小于港口平仓均价下跌幅度 14.0%, 下跌弹性分比为 0.23、0.62。

图 22: 中国神华现货价格波动小于港口平仓价



数据来源: 公司公告、wind、国泰君安证券研究

公司在 2018 年报中首次披露各类合同销售占比, 其中年度长协、月度长协、现货销售量分别为 220.5、158.9、81.5 百万吨, 占销售比例分别

为 47.8%、34.5%、17.7%，长协比例合计 82.3%。假设外购煤可拆分为月度长协和现货销售，年度长协拆分为对内部电厂和对外，则公司 2018 年自产煤-年度长协-对内、自产煤-年度长协-对外、自产煤-现货-对内（煤化工）、自产煤-现货-对外、外购煤-月度长协-对外、外购煤-现货-对外的销售量分别为 103.2、117.3、4.1、76.1、158.9、1.3 百万吨。以此计算，公司对应自产煤供给自有电厂年度长协、下水对外年度长协、现货销售（基本为直达）的销售量占自产煤比例分别为 35%、40%、25%，自产煤的年度长协比例在 2018 年已经基本达到“自有资源量的 75%”目标。

若未来公司自产煤年度长协比例进一步提升，我们假设在目前的 75%，以及未来可能的 85%、90%、95% 三个自产煤年度长协比例的条件之下，对应的年度长协-对外/现货-对外的规模分别为 117.3/76.1、146.7/46.7、161.4/32、176.1/17.3 百万吨。若根据 2018、2019 年一季度的年度长协和现货与港口平仓价波动关系，则折合成跟随港口价格波动的规模分别为 74.2、62.7、57.0、51.2 百万吨。

考虑到公司还存在 21.5 百万吨（2018 年数据）的电厂对外采购煤（成本略高于神华煤）对冲自产煤价波动，将该部分按照现货煤的 0.62 弹性减去后，75%~95% 自产煤长协比例之下，折合成跟随港口价格波动的规模分别为 60.9、49.4、43.7、37.9 百万吨，占 2018 年自产煤销量的 20.3%、16.4%、14.5%、12.6%。

**表 6：中国神华自产煤年度长协占比对外部销售量影响测算**

自产煤年度长协比例	整体年度长协比例	销售合同类别	年度长协		月度长协		现货		合计
			对内	对外	对内	对外	对内	对外	
75%	82%	自产煤	103.2	117.3			4.1	76.1	300.7
		外购煤				158.9		1.3	160.2
85%	89%	自产煤	103.2	146.7			4.1	46.7	300.7
		外购煤				158.9		1.3	160.2
90%	92%	自产煤	103.2	161.4			4.1	32.0	300.7
		外购煤				158.9		1.3	160.2
95%	95%	自产煤	103.2	176.1			4.1	17.3	300.7
		外购煤				158.9		1.3	160.2

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注 1：以上测算的假设为外购煤均供给对外，实际经营中由于煤炭销售规模大、产品种类较多、部分自产煤与外购煤混合运输及销售等原因，尚无法准确按煤炭来源（自产煤和外购煤）分别核算，其中或存在偏差。

注 2：以上测算假设对内部销售规模不变，但考虑到公司新发电产能 2018 年大规模投产，未来在长协比例提升的过程中，对内部的销售量亦将同步提升。

注 3：以上测算基准为 2018 年的销售规模。

### 3. 稳健分红+财务费用下降，现金价值不容忽视

#### 3.1. 后供改时代产能释放有序，拉长周期顶部

2016 年 2 月《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》颁布后，2016~2018 年分别退出落后煤炭产能 2.9、2.5、2.7 亿吨，三年

累计淘汰产能 8.1 亿吨，提前完成“十三五”的 8 亿吨目标。虽然“行政化”去产能落实，但煤炭行业安全形势依旧落后，2018 年各级监管监察部门全年共检查煤矿 15.9 万矿次，查处隐患 90.9 万条、重大隐患 1559 条，责令停产整顿煤矿 1771 处，停止作业采掘工作面 6210 个，注销和暂扣安全许可证 929 个，提请地方政府关闭煤矿 169 处，其中查处隐患数量较 2017 年的 17.28 万条大幅提升，即更严格的安全检查使得隐患项目加速暴露。

结合 2019 年全国两会上国家煤监局局长黄玉治的发言，“2000 年至 2018 年，全国累计退出煤矿 2.8 万余处。下一步，还将有大量煤矿淘汰退出”，我们认为该讲话也表明了监管层态度，即安全检查在行业后供给侧改革时代，也将在落后产能退出的任务中继续扮演重要角色。

图 23: 供给侧改革去产能超额完成目标

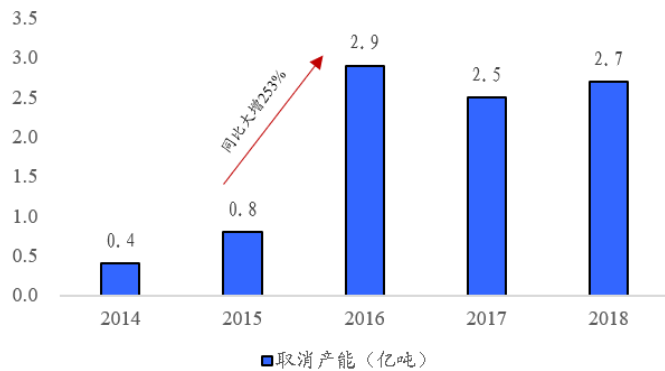
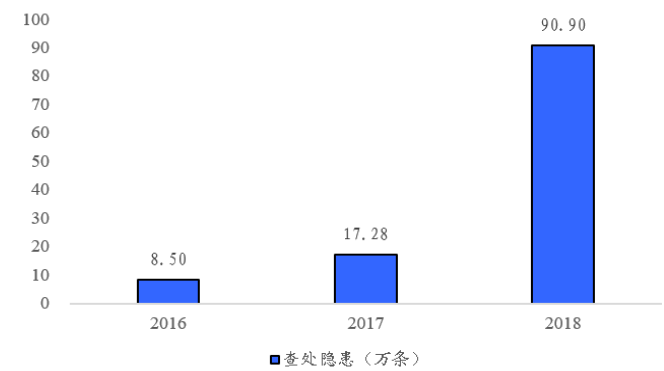


图 24: 安全检查使煤矿问题加速暴露



数据来源：能源局、国泰君安证券研究

数据来源：国家煤矿安监局、国泰君安证券研究

注：2016 年取消产能含产能减少、名称变更核减产能 675 万吨

涉及安全问题较多的主要是小型矿井。根据能源局最新数据，截至 2018 年末，全国 9 万吨（含 9）以下、9~30 万吨（不含 30）、30~60 万吨（不含 60）煤矿产能数量分别为 531、650、598 处，占比 16%、19%、18%；产能分别为 3516、10338、21546 万吨，占比 1%、3%、6%。根据供给侧改革文件要求，作为未来重点需要淘汰的 30 万吨以下煤矿数量合计 1181 处，对应产能 13854 万吨，占生产矿井比重分别为 35%、4%，较高的数量占比在未来仍有可能成为重大的安全隐患，未来存在进一步淘汰优化的空间。

图 25: 2018 年全国 30 万吨以下煤矿 1181 处，占比 35%

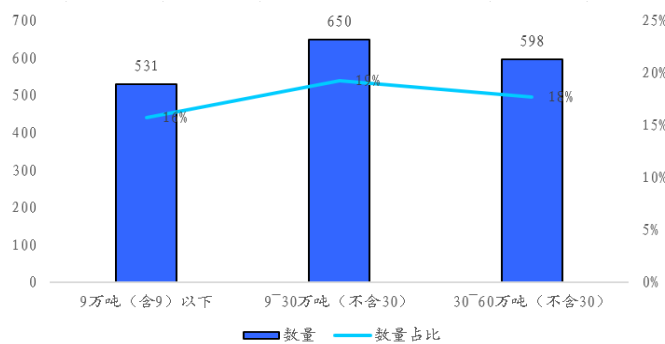
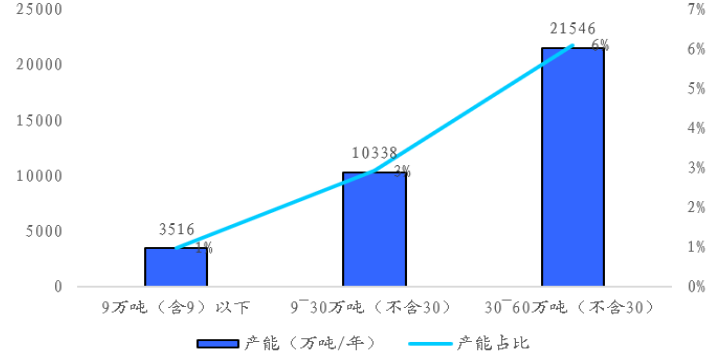


图 26: 2018 年全国 30 万吨以下煤矿产能 1.39 亿吨，占比 4%

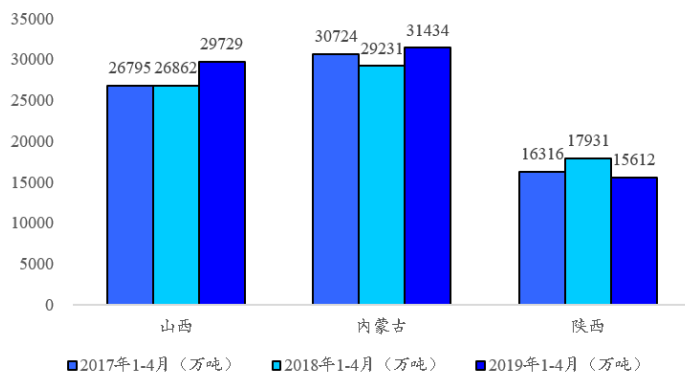


数据来源：能源局、国泰君安证券研究

数据来源：能源局、国泰君安证券研究

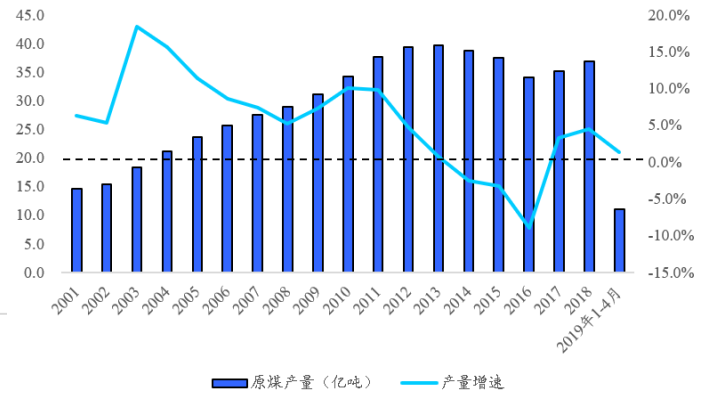
在安全检查和陕西矿难大面积停产之下，2019年1-4月除内蒙、山西、新疆有较大规模增量之外，其余省份基本维持持平或下降，其中动力煤核心产区陕西省煤炭产量15612万吨，较上年同期减少2319万吨，矿难后的大规模停产检查对产量的影响已经显现，煤炭核心产区晋陕蒙一季度增量仅2752万吨。全国2019年1-4月煤炭产量合计110536万吨，同比增长1.3%，增速较2018年全年明显下滑。且近两年的全国煤炭产量增速，与前一波景气高点相比明显减少，供给的有序释放，将把行业的周期顶部拉长。

图 27: 晋陕蒙一季度煤炭产量合计仅增加 2752 万吨



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 28: 全国原煤产量增速明显小于前一波周期高点



数据来源: wind、国泰君安证券研究

### 3.2. 资本开支边际向下但现金流持续提升，为现金流基础

中国神华2018年资本开支总额为232.1亿元，完成率为80%（目标290亿元）；2017年资本开支总额为262亿元，完成率75%（目标350亿元），资本开支规模在减少。公司2019年资本开支计划总额为271.3亿元，公司的资本开支规划在逐年下行，且根据此前“75%~80%”的完成率来看，预计2019年资本开支较2018年仍有下降空间。

表 7: 中国神华资本支出规模维持稳定

资本开支项目	2019年计划	2018年完成	2017年完成
1.煤炭业务	60.7	51.3	45.7
2.发电业务	91.2	129.2	152.3
3.运输业务	107.8	48.8	61.1
铁路	95.5	37.4	53.8
港口	11.4	11.3	7.2
航运	0.9	0.1	0.1
4.煤化工业务	11.6	0.7	1.1
5.其他	0	2.1	1.8
<b>合计</b>	<b>271.3</b>	<b>232.1</b>	<b>262</b>
<b>完成率</b>	<b>/</b>	<b>80%</b>	<b>75%</b>

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

截至2018年末，除去基本收尾的项目后在建工程金额合计504.8亿元，考虑到项目平缓开展，伴随黄大铁路建设、神朔铁路3亿吨扩能工程以



及相关电力工程投产完工，在新街煤矿和包头煤化工二期暂无启动安排的情况下，短期预计将暂无大规模资本支出的方向。

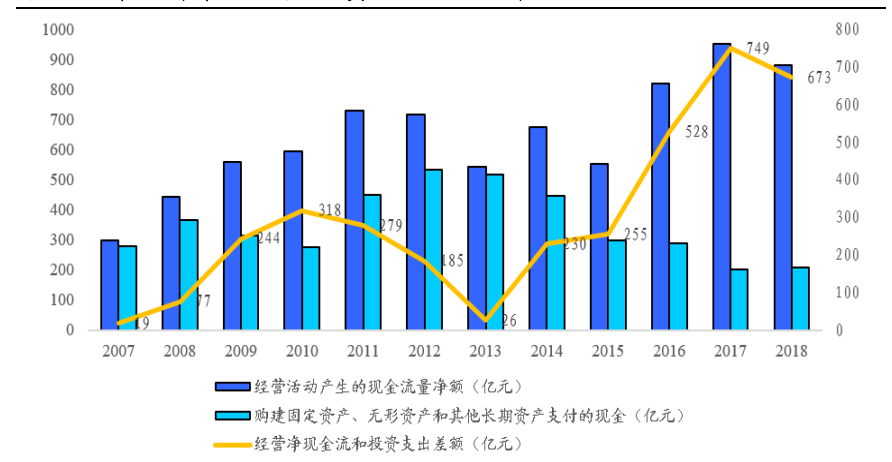
**表 8: 截至 2018 年末中国神华主要在建项目仍待投资 505 亿元**

项目名称	待投入 (百万元)	预算数 (百万元)	2018.12.31 (百万元)	工程投入占 预算比例(%)	工程进 度(%)
黄大铁路	3,468	10,512	7,044	67	67
国华瓜哇 7 项目 2*1000MW 新建工程项目	4,420	11,999	7,579	62	62
神华福建罗源湾储煤一体化发电厂工程	10,904	10,928	24	218	52
神华国华广投北海能源基地#1、#2 码头工	648	1,182	534	45	45
神华国华湖南永州电厂新建工程	7,411	7,426	15	83	43
神华巴蜀江油 2 台 100 万燃煤机组新建工程	4,348	6,444	2,096	35	35
神华新疆准东五彩湾电厂二期 4*1000M	3,457	4,253	796	19	19
神华国华广投北海电厂 2x1000MW 新建工程	6,700	7,563	863	12	12
中国神华胜利发电厂一期工程	4,762	5,424	662	12	12
印尼南苏 1 号坑口煤电项目	4,359	4,943	584	11	11
合计	50,477	70,674	20,197	--	--

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2016 年供给侧改革开始后，公司经营净现金流改善加速，但“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”规模在逐步下降，且二者差额在近两年达到了 700 亿元左右的相当高水平。而后续公司在盈利稳定、资本开支趋缓的条件下，将同时带动货币资金规模的垒升。

**图 29: 中国神华“经营-投资”现金差额在扩大**



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

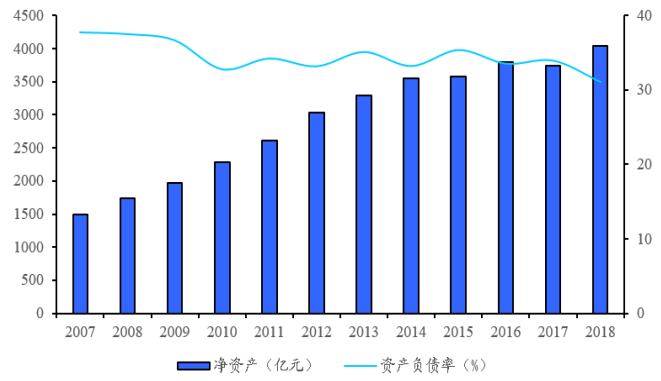
### 3.3. 分红率长期稳定，板块内不可多得的现金奶牛

截止到 2018 年年报，中国神华净资产由 2007 年的 1488.2 亿元上升到 4044.5 亿元，涨幅 172%，资产负债率由 2007 年的 37.7% 下降到 31.1%。

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%”，公司近三年实际分红比例约为 40%（不含特殊股息）。2007~2018 年上市的 11 年间，公

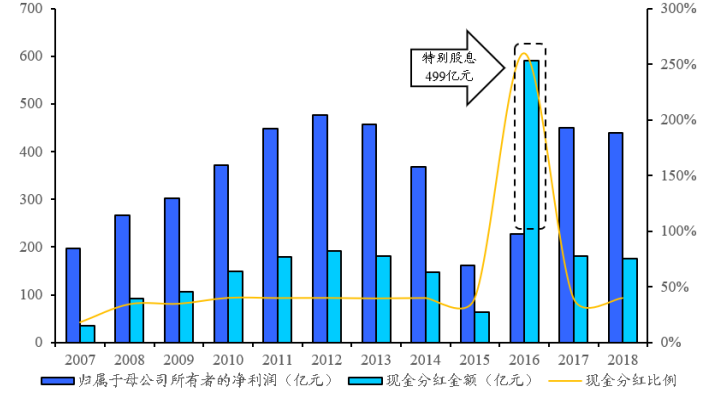
司累计实现归属于母公司所有者的净利润 4165 亿元，累计现金分红金额 2090 亿元，累计分红率 50%；除去 2016 年的 499 亿元特别股息，公司分红率在 2010 年以来维持在 40% 左右的较高水平。

图 30: 中国神华净资产规模持续提升，负债率稳定下降



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 31: 中国神华上市以来累计分红率 50%，一般分红率连续九年稳定在 40%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

板块内比较，中国神华上市以来累计分红率大幅高于其他动力煤上市公司，属于为数不多的现金奶牛。

表 9: 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 (亿元)	累计现金分红 (亿元)	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	12	12	4165	2090	50%	0 次
陕西煤业	2014	5	6	251	88	35%	1 次
大有能源	2003	16	7	56	19	33%	2 次
兖州煤业	1998	21	22	698	220	31%	0 次
中煤能源	2008	11	11	513	154	30%	1 次
露天煤业	2007	12	12	134	40	30%	0 次
恒源煤电	2004	15	9	70	19	27%	1 次
新集能源	2007	12	7	68	17	25%	2 次
山煤国际	2003	16	8	45	11	24%	2 次
靖远煤电	1994	25	12	32	7	23%	4 次
平庄能源	1997	22	10	38	8	21%	7 次
大同煤业	2006	13	8	85	18	21%	2 次
郑州煤电	1998	21	8	32	5	14%	2 次

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

注: 上市年份数量统计不含上市当年，累计分红次数和累计现金分红金额包含 2018 年报拟分红未实施部分。

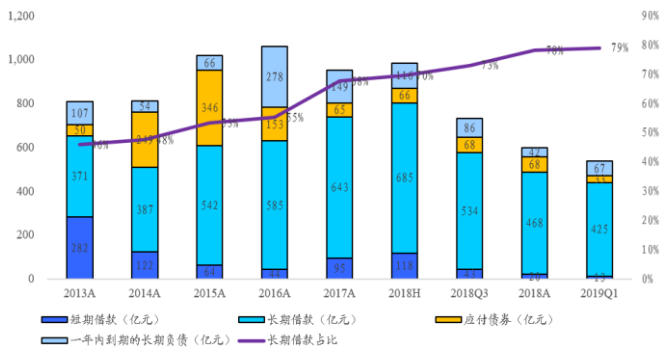
### 3.4. 财务费用下行&利息收入提升，将带来利润可持续增长

公司 2018 年下半年开始，有息负债规模大幅下降，其中 2018 年三季度、2018 年末、2019 年一季度的有息负债总额分别较上季度下降 254、133、60 亿元，2019 年一季度末有息负债规模较 2018 年中报已经下降了 447 亿元，有息负债多为长期借款，占比高达 79%。

2018年三季度有息负债规模大幅下降主要由于电力资产出表,即公司将出表电力资产打包为“划分为持有待售的资产和负债”,致使有息负债结构发生变化(在2018年报出表之前对总体资产负债规模无影响),2018年末公司总负债和出表电力负债规模较2018年三季度下降155亿元,而同期有息负债规模下降133亿元,占总负债下降规模比重86%。

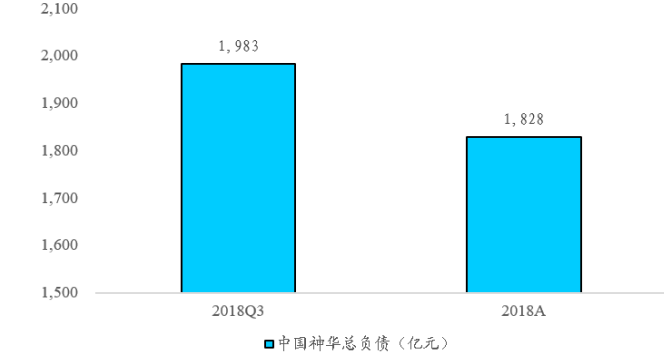
虽然公司电力资产在2018年三季度打包,但有息负债在2018年末和2019年一季度依然在持续下降。即使不考虑出表电力资产,公司在2018年四季度和2019年一季度的有息负债规模下降已经达到193亿元。

图 32: 中国神华有息负债规模持续下降



数据来源: wind、国泰君安证券研究

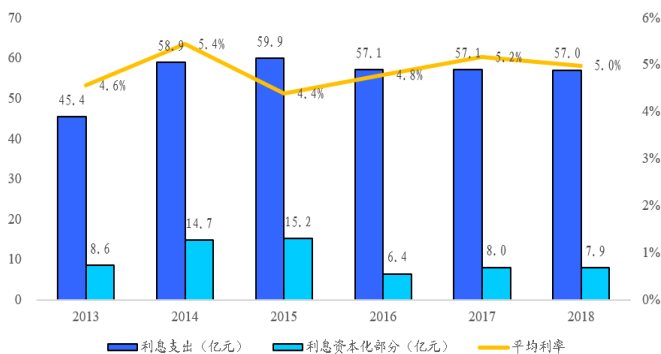
图 33: 中国神华 2018 年四季度负债规模下降明显



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司近5年利息费用化支出(利息支出减去利息资本化)规模合计维持在57~60亿元之间,测算综合借款费用率稳定在5%左右(实际短期借款利率区间为3.85%~4.85%,长期借款利率区间为1.08%至6.55%及LIBOR+0.70%至LIBOR+2.85%),仅以2018年四季度和2019年一季度减少的有息负债规模193亿元估算,该部分的减少可对应每年节约利息费用近10亿元。同时,公司近年来的现金流量表——筹资现金流结构中,借款和债券的净偿还规模在不断扩大,未来将进一步带动财务费用的下行。

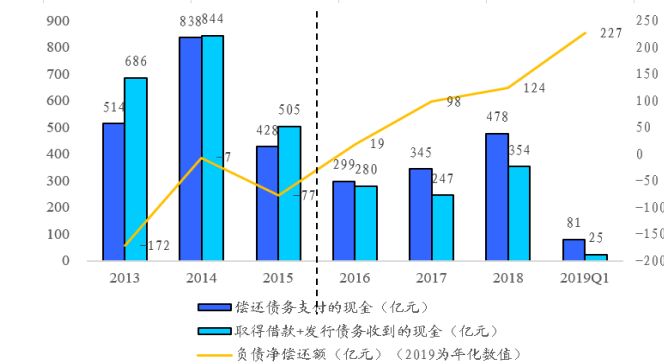
图 34: 中国神华近年来借款费用率稳定在 5% 左右



数据来源: wind、国泰君安证券研究

注: 利率测算基准为2018中报的有息负债,考虑到四季度有息负债规模的下降,实际平均利率略大于5.0%

图 35: 中国神华借款和债券净偿还规模不断扩大



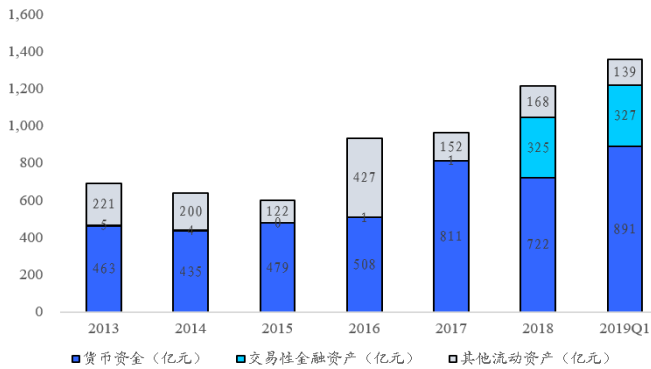
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

由于公司有息负债结构中多为难以快速偿还的长期借款,但经营净现金流持续向好,在报表上将反应为在手现金和利息收入规模的持续提升,

2018 年现金(货币资金+交易性金融资产+其他流动资产)规模达到 1214 亿元, 2019 年一季度末达到 1357 亿元, 创近年来新高。

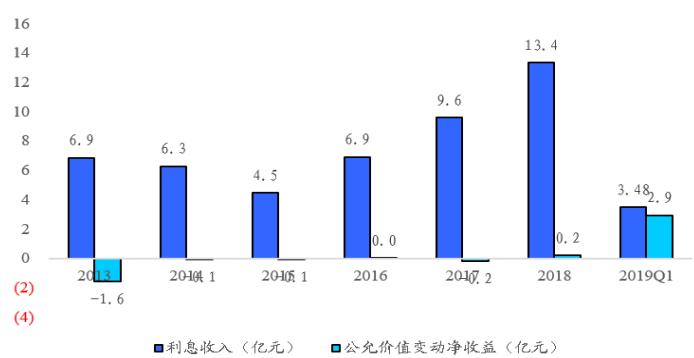
现金规模大幅提升带来 2018 年利息收入大规模增加, **2018 年利息收入规模 13.4 亿元, 较 2017 年提升 3.8 亿元**。现金规模的大幅提升不仅反映在利息收入之中, 2019 年执行《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》后, 公司将理财产品计入交易性金融资产, 对应收益计入公允资产变动损益, 该数值 2019 年一季度为 2.93 亿元, **理财产品的收入年化贡献规模接近 12 亿元**。

图 36: 中国神华货币资金和利息收入规模逐年提升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 37: 中国神华利息收入规模持续提升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 4. 盈利预测与估值

中国神华的核心收入和利润来源于煤炭业务和发电业务收入, 2018 年占比合计 91.9%, 是影响中国神华收入的核心点。由于存在较大规模的内部煤炭铁路运输和内部电力煤炭消耗, 由此带来大量的分部间交易, 我们根据公司分部口径, 对公司各板块业务进行详细拆解, 并给予以下核心假设:

- **煤炭销售量逐年提升**, 2019~2021 年分别为 441.3、447.5、451.0 百万吨 (2018 年为 460.9 百万吨), 其中自产煤销量 2019~2021 年分别为 301.3、307.5、311.0 百万吨 (2018 年为 300.7 百万吨), 主要来自哈尔乌素矿区产能恢复和黄大铁路投运带来销量提升; 外购煤销量 2019~2021 年分别为 140.0、140.0、140.0 百万吨 (2018 年为 160.2 百万吨), 假设规模收缩后维持稳定。
- **直达煤销售价格趋稳**, 2019~2021 年分别为 310、310、310 元/吨 (2018 年为 316 元/吨), 核心假设依据为陕煤安全高压形势支撑强煤价, 且未来整体铁路运力释放带来直达煤需求提升。
- **下水煤价格下降后企稳**, 2019~2021 年分别为 476、476、474 元/吨 (2018 年为 499 元/吨), 核心假设依据为沿海需求减弱, 且公司年度长协煤比例提升。
- **上网电量持续提升**, 2019~2021 年上网电量分别为 1707、1795、1796 亿千瓦时 (2018 年为 2676 亿千瓦时), 核心假设依据为部分电力资产出表, 但非出表部分仍有项目投运, 九江电力 (2000MW)、富平热电 (700MW) 于 2018 年陆续投运且运营爬坡, 印尼爪哇 7 号

(2100MW)、胜利一期(1320MW)项目2020年投产。

- **上网电价提升且维持**，2019~2021 年上网电价分别 320、323、323 元/兆瓦时（2018 年为 313 元/兆瓦时），核心假设依据为部分资产出表后带动平均价格提升，2019 年一季度该值为 323 元/兆瓦时。

在以上核心假设之下，我们预计煤炭业务收入 2019~2021 年同比增长 -2.2%、1.8%、1.0%，发电业务收入 2019~2021 年同比增长 -35.6%、2.6%、0.1%。2019~2021 年公司整体收入规模同比增长 -8.1%、3.3%、0.5%。各业务分部详细预测见下表：

**表 10：中国神华收入成本预测拆分——按业务分部计算（单位：百万元）**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>煤炭</b>					
对外交易收入	155,370	160,845	169,664	174,040	174,994
分部间交易收入	40,548	44,346	22,075	22,596	22,993
分部收入小计	195,918	205,191	191,738	196,636	197,987
分部营业成本	-135,814	-147,313	-137,895	-139,395	-140,194
对内营业成本	-39,449	-42,191	-41,999	-43,207	-44,007
对外营业成本	-96,365	-105,122	-95,897	-96,188	-96,187
抵消前毛利	60,104	57,878	53,843	57,240	57,793
抵消前毛利率	30.7%	28.2%	28.1%	29.1%	29.2%
<b>电力</b>					
对外交易收入	79,246	88,176	57,991	61,512	61,570
分部间交易收入	265	276	182	193	193
分部收入小计	79,511	88,452	58,172	61,704	61,762
分部营业成本	-64,522	-68,491	-43,324	-45,252	-45,290
对内营业成本	-38,748	-42,652	-10,648	-10,666	-10,854
对外营业成本	-25,774	-25,839	-32,676	-34,586	-34,436
抵消前毛利	14,989	19,961	14,849	16,452	16,472
抵消前毛利率	18.9%	22.6%	25.5%	26.7%	26.7%
<b>运输</b>					
对外交易收入	7,101	7,447	7,415	7,626	7,767
分部间交易收入	39,449	41,915	41,817	43,015	43,814
分部收入小计	46,550	49,362	49,232	50,641	51,581
分部营业成本	-19,378	-21,769	-21,688	-22,636	-23,333
对内营业成本	-15,412	-17,572	-17,499	-18,336	-18,961
对外营业成本	-3,966	-4,197	-4,189	-4,299	-4,372
抵消前毛利	27,172	27,593	27,544	28,005	28,248
抵消前毛利率	58.4%	55.9%	55.9%	55.3%	54.8%
<b>煤化工</b>					
对外交易收入	5,681	5,840	5,955	5,931	5,993
分部间交易收入	-	-	-	-	-
分部收入小计	5,681	5,840	5,955	5,931	5,993
分部营业成本	-4,518	-4,392	-4,513	-4,476	-4,513
对内营业成本	-1,800	-1,694	-1,700	-1,700	-1,700
对外营业成本	-2,718	-2,698	-2,813	-2,776	-2,813

抵消前毛利	1,163	1,448	1,442	1,455	1,480
抵消前毛利率	20.5%	24.8%	24.2%	24.5%	24.7%
<b>未分配项目</b>					
对外交易收入	1,348	1,793	1,793	1,793	1,793
分部间交易收入	1,040	970	970	970	970
分部收入小计	2,388	2,763	2,763	2,763	2,763
分部营业成本	-	-	-	-	-
<b>分部抵消</b>					
对外交易收入	-	-	-	-	-
分部间交易收入	-81,302	-87,507	-65,043	-66,773	-67,970
分部收入小计	-81,302	-87,507	-65,043	-66,773	-67,970
分部营业成本	80,390	86,463	64,096	65,933	67,085
<b>合计</b>					
对外交易收入	248,746	264,101	242,817	250,901	252,116
yoy		6.2%	-8.1%	3.3%	0.5%
分部间交易收入	81,302	87,507	65,043	66,773	67,970
分部间营业成本	80,390	86,463	64,096	65,933	67,085
分部收入小计	330,048	351,608	307,860	317,674	320,086
分部营业成本	-224,232	-241,965	-207,420	-211,759	-213,330
抵消前毛利	105,816	109,643	100,440	105,915	106,756
		3.6%	-8.4%	5.5%	0.8%
抵消前毛利率	32.1%	31.2%	32.6%	33.3%	33.4%
抵消后毛利	104,904	108,599	99,492	105,076	105,871
		3.5%	-8.4%	5.6%	0.8%
抵消后毛利率	42.2%	41.1%	41.0%	41.9%	42.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

同时考虑到现金规模持续提升带来利息支出的减少、利息收入的增加和理财收入的增加,预计公司 2019~2021 年 EPS 分别 2.27、2.44、2.47 元,同比增长 3.0%、7.3%、1.4%。

中国神华业务板块较多,且协同效应明显,市场上很难有上市公司可以和中国神华进行完全相比。在中国神华的盈利结构中,盈利有保障的煤电联动部分由于成本和收入端均相对刚性,业务模式更类似于同样收入成本端刚性的公用事业之水电;其余煤炭对外部分虽然长协比例较其他煤炭公司更高、盈利波动更小,但在短期市场仍将按照煤炭板块进行估值。由于该两大板块在净利润占比上难以拆细,故我们按照可比公司的综合估值对中国神华进行估值。可比公司 2019 年平均市盈率为 11.33 倍,以此作为比较标准,得到公司的对应估值为 25.72 元;可比公司 2019 年平均市净率为 1.46 倍,以此作为比较标准,得到公司的对应估值为 26.11 元。两种方法相结合,给予公司目标价 25.89 元,维持“增持”评级。

**表 11: 中国神华可比公司市盈率估值**

可比公司	收盘价	总市值	EPS (元/股)			PE		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
陕西煤业	8.70	870.00	1.10	1.12	1.19	7.91	7.74	7.31

兖州煤业	10.73	435.46	1.61	1.66	1.74	6.66	6.45	6.17
中煤能源	4.67	540.36	0.26	0.37	0.42	17.96	12.47	11.02
露天煤业	8.26	135.00	1.24	1.37	1.43	6.66	6.02	5.79
长江电力	17.95	3949.00	1.03	1.04	1.06	17.46	17.32	16.95
平均值							11.33	10.00

数据来源: wind、国泰君安证券研究

注: 收盘价为 2019 年 6 月 10 日

**表 12: 中国神华可比公司市净率估值**

可比公司	收盘价	总市值	BPS (元/股)			PB		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
陕西煤业	8.70	870.00	5.07	5.81	6.62	1.72	1.50	1.31
兖州煤业	10.73	435.46	10.32	12.93	13.88	1.04	0.83	0.77
中煤能源	4.67	540.36	6.95	2.75	7.41	0.67	1.70	0.63
露天煤业	8.26	135.00	7.52	9.09	10.24	1.10	0.91	0.81
长江电力	17.95	3949.00	6.46	6.79	7.25	2.78	2.64	2.48
平均值							1.46	1.52

数据来源: wind、国泰君安证券研究

注: 收盘价为 2019 年 6 月 10 日

## 5. 风险提示

1) **煤矿产能释放不达预期。**哈尔乌素 (3500 万吨/年) 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 (3500 万吨/年) 露天矿采掘场接续用地预审获批复; 如果进度不达预期, 或将影响产能释放, 从而降低公司盈利能力。

2) **资本开支规模加大风险。**公司主要待投资项目包括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), 以及部分停缓建的煤电项目 (巴蜀江油、北海、永州) 建设进度尚不能够确定; 未来资本开支规模存不确定性, 若支出规模较大, 可能在一定程度上提升财务费用。

3) **子公司分红不达预期风险。**公司将部分电力子公司出表与国电成立合资公司, 若合资公司利润将利润全部向母公司进行分红, 在现金流的规模上与此前无差别 (经营现金流→投资现金流), 但若合资公司向母公司分红低于预期, 则将反应在上市公司整体现金流水平的下降。

4) **宏观经济下行风险。**本文的盈利预测和分析, 是基于经济平稳向好的假设前提。当前经济下行压力较大, 叠加贸易战风险, 或将带来国内经济增长不及预期的风险, 对煤炭需求和电力需求均将形成压力。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		