

中国神华 (601088)

煤电一体，熨平周期；绿色区间，业绩无忧

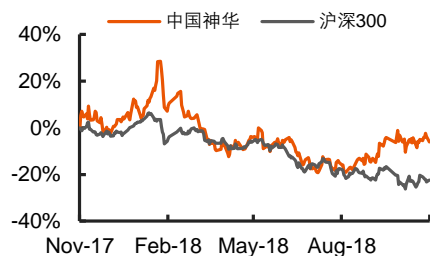
推荐 (维持)

现价：20元

主要数据

行业	煤炭
公司网址	www.csec.com www.shenhuachina.com
大股东/持股	神华集团/73.06%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	19,890
流通A股(百万股)	16,491
流通B/H股(百万股)	3,399
总市值(亿元)	3,860.17
流通A股市值(亿元)	3,298.21
每股净资产(元)	16.14
资产负债率(%)	33.10

行情走势图



相关研究报告

- 《中国神华*601088*煤炭产能逐步恢复，盈利能力显著改善》 2018-10-31
- 《中国神华*601088*发电运输业绩增长较快，煤炭产量下降影响业绩》 2018-08-26
- 《中国神华*601088*煤电路港航一体化龙头，低负债高股息价值彰显》 2018-07-24

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.
CN

研究助理

樊金璐 一般从业资格编号
S1060118040069
010-56800134
FANJINLU749@PINGAN.COM.CN

平安观点：

- **六大板块协同效益显著。**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(清洁煤)、电力的生产和销售，铁路、港口和船舶运输，煤制烯烃等业务。六大业务一体化经营模式构筑公司强大的护城河，协同效应显著。
- **煤电一体，熨平周期。**从动力煤、火电上市公司业绩来看，历年归母净利润呈现较为明显的周期性波动。从相关性来看，动力煤子版块业绩与煤价正相关，电力子版块业绩与煤价负相关。煤电一体化发展(电煤用量占产量约40%)，可以降低煤价波动所带来的风险，促进煤炭和电力企业由周期波动趋于稳健。从业绩也可以看出，动力煤、火电(中信)子版块业绩之和与煤炭产量呈现正相关，而受煤炭价格影响较小。
- **煤价对公司业绩的影响相对行业较小。**公司的煤电业务比例来看，业绩仍与煤价正相关，不像其他公司影响那么大，特别是在煤价下降的情况下，公司利润虽然也会下滑，但是与行业相比，仍具有较好的盈利能力。预计未来煤价将逐步回归绿色区间，以2017年经营数据为基准(EPS2.26)，设定环渤海动力煤平均价格分别变化-100、-50、+50、+100元/吨的情况下，EPS分别为1.74、1.98、2.42、2.64元。
- **公司高股息，价值存低估。**公司一直关注股东回报水平，坚持稳定的分红政策。自2010年以来，公司分红占净利润的比例一直保持在40%左右。2017年，对比A股前20家煤炭公司，神华的股息率位列第四。公司股息率与长江电力相当，同时公司以长协煤为主、板块协同高效运行模式使得公司盈利能力稳定，未来有望保持高分红。
- **盈利预测与投资建议：**按照公司产量3-3.39亿吨、其他板块保持合理增长估算，预测煤价回归绿色区间后公司稳定运行的EPS范围2.15-2.53元。预计18年四季度产量继续恢复，吨煤成本环比或将有所下降，电力、运输等业务继续保持平稳增长。维持公司2018-2020年业绩预测，预计公司2018-2020年EPS分别为2.37、2.47、2.52元，对应PE分别为8.4、8.1、7.9倍。维持公司“推荐”评级。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	183,127	248,746	261,178	267,865	274,810
YoY(%)	3.4	35.8	5.0	2.6	2.6
净利润(百万元)	22,712	45,037	47,212	49,203	50,185
YoY(%)	40.7	98.3	4.8	4.2	2.0
毛利率(%)	39.5	42.2	42.9	42.4	42.3
净利率(%)	12.4	18.1	18.1	18.4	18.3
ROE(%)	7.8	14.4	14.2	13.0	12.2
EPS(摊薄/元)	1.14	2.26	2.37	2.47	2.52
P/E(倍)	17.5	8.8	8.4	8.1	7.9
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

- **风险提示：**1、去产能不及预期、新能源发展较快、经济增速放缓等因素影响煤炭和电力需求；2、新增产能大幅增加，煤炭供大于求，煤价下跌影响公司业绩；3、露天煤矿产量不及预期，影响自产煤产量；4、国际油价下降对煤化工盈利影响较大。

正文目录

一、六大板块协同效应显著	5
1.1 公司煤炭产能 3.49 亿吨.....	5
1.2 煤电装机规模居上市公司第二位.....	5
1.3 公司发电耗煤量占煤炭产量近 40%	6
1.4“公转铁”背景下，运输板块将受益	7
二、煤电一体，熨平周期	7
2.1 煤炭、火电行业均具有周期性	7
2.2 煤炭+火电利润受价格影响较小	9
2.3 发改委能源局印发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》	9
三、煤价对公司业绩的影响相对行业较小	9
3.1 历史数据表明，公司业绩受煤价影响较小	9
3.2 煤炭长协价政策执行，长期看煤价将回归绿色区间.....	10
3.3 煤价对公司业绩的影响分析.....	10
四、公司高股息，价值存低估	12
4.1 公司股息率居煤炭行业前列.....	12
4.2 神华股息率与长江电力相当.....	13
五、盈利预测与估值	14
5.1 未来煤价在绿色区间下的合理估值.....	14
5.2 投资建议.....	14
六、风险提示	15

图表目录

图表 1	公司拥有六大板块	5
图表 2	2017 年底公司煤电装机居上市公司第二位（万千瓦）	6
图表 3	公司前三季度发电机组装机变化	6
图表 4	公司电煤用量占产量比例逐年上升	6
图表 5	运输板块衔接供给侧和需求侧，推进集团产运销一体化	7
图表 6	动力煤（中信）子板块归母净利润呈现明显的波动性	8
图表 7	火电（中信）子板块归母净利润呈现明显的波动性	8
图表 8	动力煤、火电（中信）子板块归母净利润之和与煤炭产量呈现正相关	9
图表 9	高煤价下公司业绩占板块比例高，低煤价下公司业绩超过板块	10
图表 10	不同环渤海动力煤价格下的公司煤炭价格估算（元/吨）	10
图表 11	不同环渤海动力煤价格下的公司煤炭板块产销估算	11
图表 12	不同煤炭价格下的电力成本估算	11
图表 13	不同煤炭价格下各版块营收及毛利率（预测增长率均相对于 2017 年）	11
图表 14	公司 EPS 受煤炭价格变化的影响	12
图表 15	2017 年神华与其他煤炭公司股息率比较	12
图表 16	2011-2017 年公司每股股利、分红比例、股息率	13
图表 17	2007-2017 年公司与长江电力股息率对比（不含特别股息）	13
图表 18	未来公司煤价和产销稳定的公司运营情况预测	14

一、六大板块协同效应显著

中国神华能源股份有限公司（以下简称“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（清洁煤）、电力的生产和销售，铁路、港口和船舶运输，煤制烯烃等业务。煤炭、发电、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。

图表1 公司拥有六大板块



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.1 公司煤炭产能 3.49 亿吨

神华公司国内煤矿遍布在神东矿区，准格尔矿区，胜利矿区，宝日希勒矿区，包头矿区以及铜川矿区。公司现有煤矿 26 个，其中在产煤矿 25 个，在建煤矿 1 个；国内煤矿 24 个，国外煤矿 2 个。

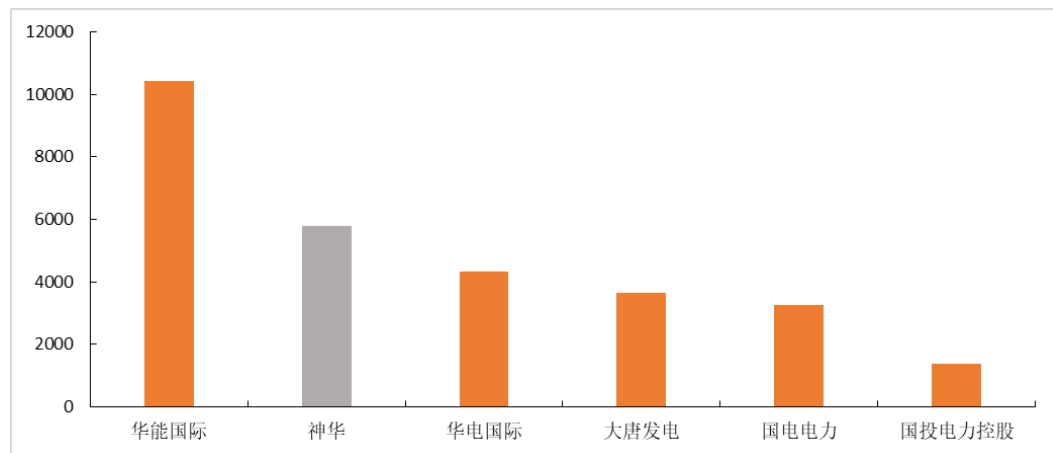
公司 26 个煤矿，总产能 3.49 亿吨/年（含在建产能），平均产能 1342.30 万吨/年，截至 2017 年底，全国千万吨级特大型现代化煤矿 36 处，公司有 16 处。其中露天开采产能 1.24 亿吨/年，约占公司总产能的 35.5%，高于全国露天矿占比 10% 的平均水平。宝日希勒、黑岱沟和哈尔乌素矿的产能分别列我国第一、第三和第四位。

1.2 煤电装机规模居上市公司第二位

2017 年底本集团控制并运营的发电机组装机容量达到 57855 兆瓦，在上市公司中位居第二，仅次于华能国际（量 104,321 兆瓦），其中，公司火电、风电、水电和天然气装机容量分别为 55984、16、125 和 1730 兆瓦，其中煤电装机占 96.77%。

2017 年燃煤机组平均利用小时数达 4683 小时，同比增加 255 小时，比全国 6000 千瓦及以上煤电设备平均利用小时数 4278 小时高 405 小时；2018 年发电量保持较快增长，1-9 月发电 2136.6 亿千瓦时，同比增长 8.6%。

图表2 2017年底公司煤电装机居上市公司第二位(万千瓦)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表3 公司前三季度发电机组装机变化

	公司	发电机组所在地	装机容量变化(万千瓦)	说明
2018年1月-6月机组变化	九江电力	江西	100	新建机组投运(2号机组)
	福建能源公司	福建	10	增容改造
	浙能电力	浙江	3	增容改造
	寿光电力	山东	2	核增
	神木电力	陕西	-22	关停
	珠海风能(风电)	广东	-1.6	关停
	小计		91.4(火电93)	
2018年7-9月机组变化	陕西神华富平热电	陕西	35	新建机组投运(1号机组)
	陕西神华富平热电	陕西	35	新建机组投运(2号机组)
	九江电力	江西	100	新建机组投运(1号机组)
	小计		170	

来源:公司公告、平安证券研究所

1.3 公司发电耗煤量占煤炭产量近40%

2012年以来,公司产能一直维持在3亿吨左右,保持较高的稳定性;但是煤电装机一直持续增长,用煤量从0.94亿吨增长到2017年的1.13亿吨,占产量的比例也从31%提升到38%。按照公司资本开支计划,2018年至2020年公司预计新投产火电装机约1000万千瓦。其中:2018年预计投产402万千瓦左右(已投产:富平热电70万千瓦、九江电厂200万千瓦,预计四季度还有庐江电厂132万千瓦)。随着新建煤电装机的投产以及利用小时数的上升,公司的耗煤量仍将有所增长。

图表4 公司电煤用量占产量比例逐年上升

年份	2017	2016	2015	2014	2013	2012
商品煤产量(亿吨)	2.95	2.90	2.81	3.07	3.18	3.04
电力板块耗煤量(亿吨)	1.13	0.99	0.96	0.91	0.99	0.94
电煤量占产量比例	38.29%	34.12%	34.25%	29.52%	31.19%	30.99%

来源:公司公告、平安证券研究所

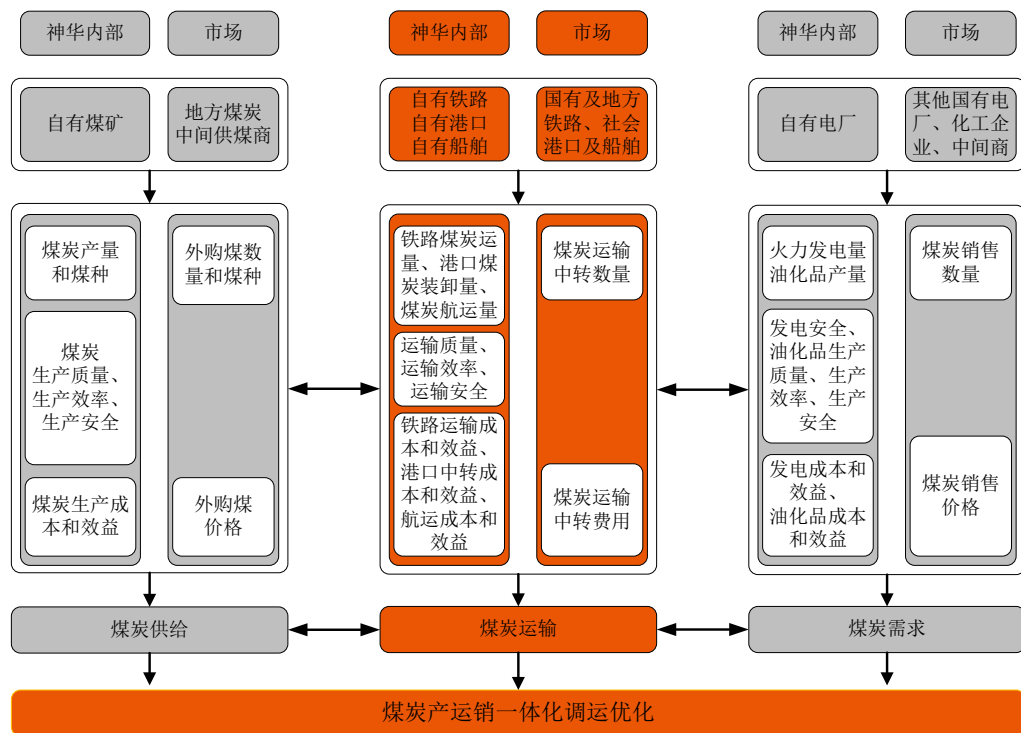
1.4“公转铁”背景下，运输板块将受益

公司拥有由铁路、港口和航运组成的大规模一体化运输体系，铁路资产包括中国西煤东运的第二大通道神朔—朔黄铁路在内的九条铁路和在建的黄帝铁路、蒙华铁路、阿莫铁路；港口包括黄骅港、神华天津煤码头以及神华粤电珠海煤码头；航运拥有神华中海航运有限责任公司。中国神华 90%的煤炭都可以通过铁路进行运输。

依靠自有铁路、自有港口、自有航运、以及市场中的相关运输体系将供给侧（自有煤矿的自产煤和从市场采购的商品煤）和需求侧（自有电厂、油化企业和其他市场用户）从空间和时间上衔接，全面保障煤炭供需之间的有效匹配。

2018年7月2日，中国铁路总公司将实施《2018-2020年货运增量行动方案》，明确提出：到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上。其中，全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%，较2017年产运比提高15个百分点。公司运输板块将持续受益。

图表5 运输板块衔接供给侧和需求侧，推进集团产运销一体化



资料来源：学术论文《神华纵向一体化运营模式的现状与未来》，平安证券研究所

二、煤电一体，熨平周期

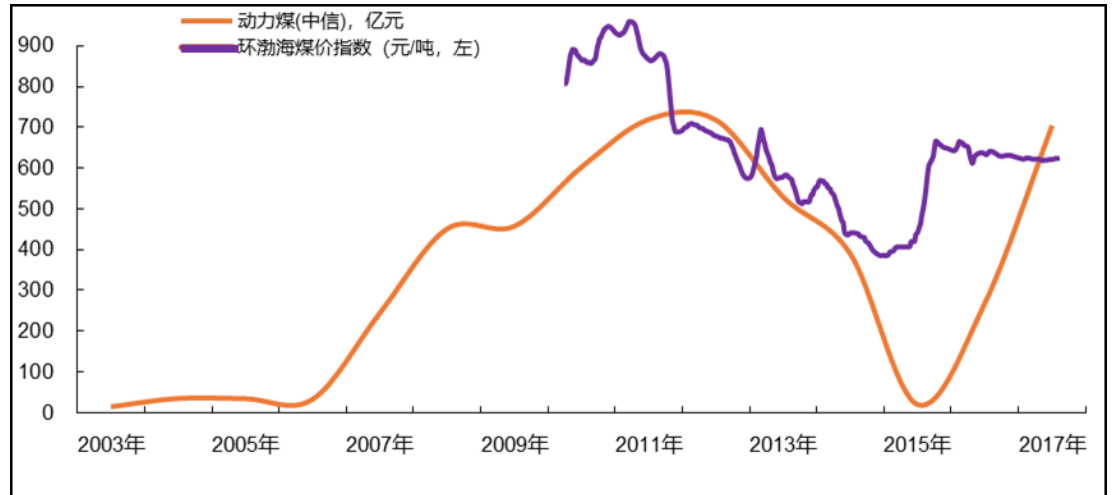
2.1 煤炭、火电行业均具有周期性

经济增长总是在平衡与不平衡上下波浪式浮动，并呈现出一种重复的周期性运动，开始向上、然后向下、再重新向上继而形成经济周期。周期性行业是指与宏观经济周期密切相关的行业，当宏观经济处于快速上行的时候，行业随之迅速扩张，企业规模快速扩大，盈利能力很强；然而当宏观经济下滑放缓时，这些产业的产品价格随着外部需求的变动而剧烈波动，可供给却不会随着价格变动而剧烈变动，所以当价格下跌时，行业需求严重不足，企业经营困难，产能过剩。从产业链的角度看，

周期性行业上游包括能源、煤炭、有色金属和矿山等资源类基础产业；中游为钢铁、电力和造船等生产资料制造行业；下游为汽车、一般机械和航运业等耐用消费品制造业。

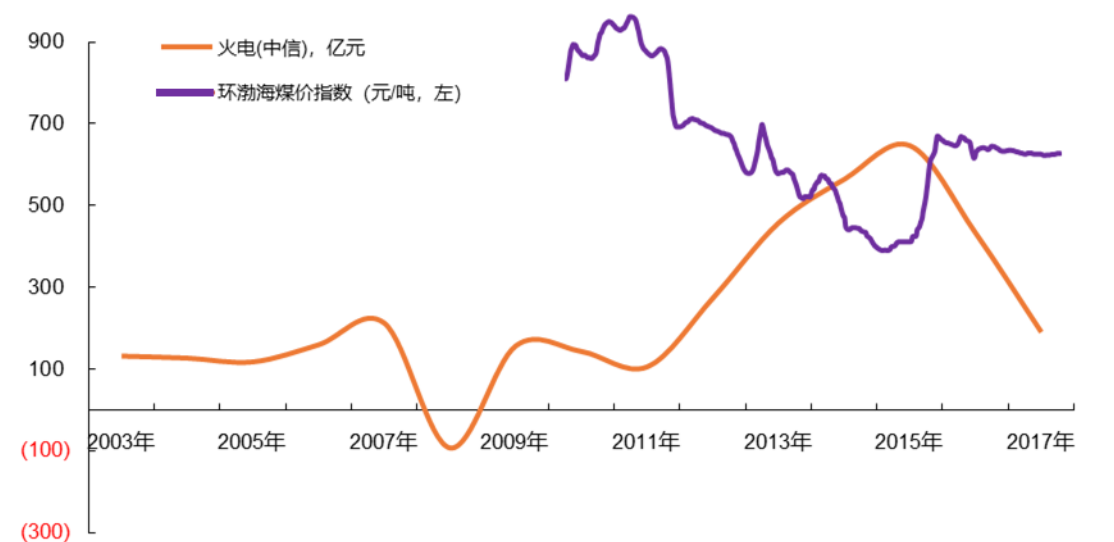
从动力煤、火电上市公司业绩来看，历年归母净利润呈现较为明显的周期性波动。从相关性来看，动力煤子板块业绩与煤价正相关，电力子板块业绩与煤价负相关。

图表6 动力煤（中信）子板块归母净利润呈现明显的波动性



来源: wind、平安证券研究所

图表7 火电（中信）子板块归母净利润呈现明显的波动性

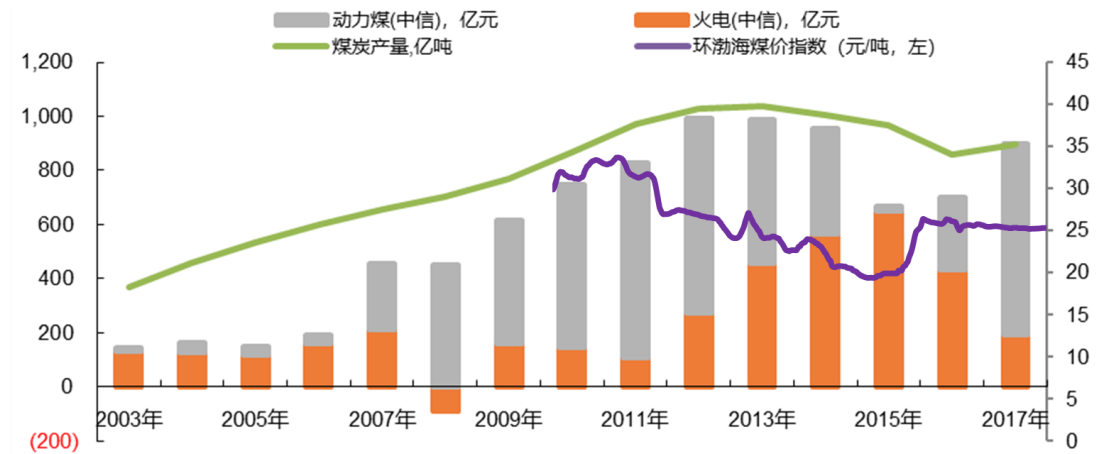


来源: wind、平安证券研究所

2.2 煤炭+火电利润受价格影响较小

煤电一体化发展，可以降低煤价波动所带来的风险，促进煤炭和电力企业由周期波动趋于稳健。从业绩也可以看出，动力煤、火电（中信）子板块业绩之和与煤炭产量呈现正相关，而受煤炭价格影响较小。

图表8 动力煤、火电（中信）子板块归母净利润之和与煤炭产量呈现正相关



来源：wind、平安证券研究所

2.3 发改委能源局印发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》

国家一直鼓励煤电联营，2016年4月，国家发改委印发《关于发展煤电联营的指导意见》（发改能源〔2016〕857号）指出，煤电联营是煤炭和电力生产企业以资本为纽带，通过资本融合、兼并重组、相互参股、战略合作、长期稳定协议、资产联营和一体化项目等方式，将煤炭、电力上下游产业有机融合的能源企业发展模式，煤电一体化是煤矿和电厂共属同一主体的煤电联营形式。

2017年7月多部委发布了《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》（发改能源〔2017〕1404号），鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业积极发挥产业链协同效应，以加强煤炭、电力企业中长期合作，稳定煤炭市场价格，缓解煤电矛盾。

2018年11月，国家发改委、国家能源局发布《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》（发改能源〔2018〕1322号）。其中包括优先将煤电项目纳入发展规划、优先对实施煤电联营项目办理核准手续，优先释放煤电联营企业优质产能，有限对煤电联营提供融资支持等十二项举措。

煤电联营无疑将使煤炭、电力上下游企业发挥产业链协同效应，有利于形成长期稳定的煤炭供应关系，缓解煤电矛盾，促进煤电企业协调有序发展。

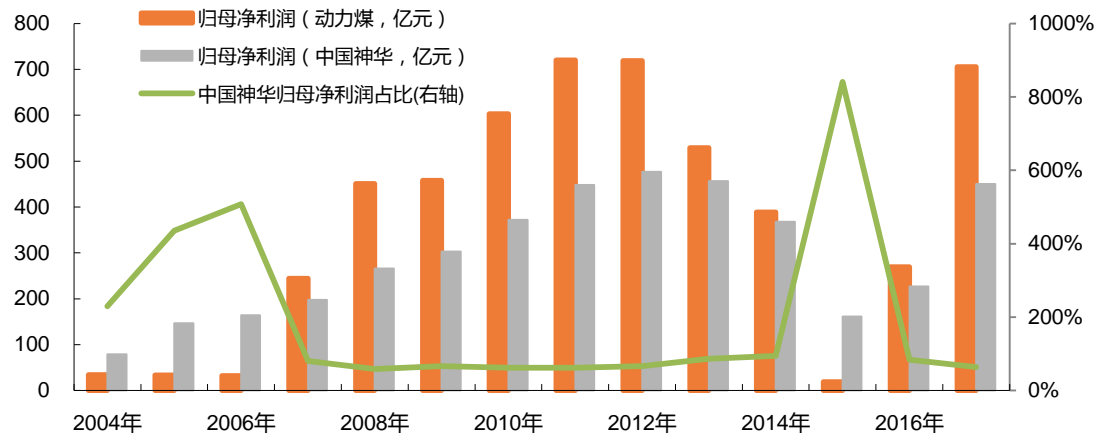
三、煤价对公司业绩的影响相对行业较小

3.1 历史数据表明，公司业绩受煤价影响较小

根据前文研究，动力煤（中信）子板块业绩与煤价正相关，火电（中信）子板块业绩与煤价负相关。

公司的煤电业务比例来看，整体与煤价正相关，不像其他公司影响那么大，特别是在煤价下降的情况下，公司利润虽然也会下滑，但是与行业整体利润相比，仍具有较好的盈利能力。

图表9 高煤价下公司业绩占板块比例高，低煤价下公司业绩超过板块



来源: wind、平安证券研究所

3.2 煤炭长协价政策执行，长期看煤价将回归绿色区间

2016年11月16日，国家发展改革委会同国家能源局、国家煤矿安全监察局以及中国煤炭工业协会组织召开了“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”，要求有关地区、部门和企业进一步加快签订中长期合同，建立煤炭行业平稳发展的长效机制。从2016年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。2017年长协价执行情况良好，据报道，第三方信用机构对2017年中长期合同执行的数据进行了采集，结果显示履约率超过90%。2018年，年度长协价仍由基准价+浮动价组成，而基准价与2017年相同，为535元/吨。

公司2018年与15家重点客户签订煤炭三年长协合同，合同量接近每年5000万吨，三年合同有效期为2019-2021年。我们认为，大型煤炭和电力企业执行长协价有利于煤价回归并维持在绿色区间（500-570元/吨）。

3.3 煤价对公司业绩的影响分析

我们以2017年公司的主要产品的产销量数据为基准，以2017年环渤海动力煤平均价格585元/吨、公司425元/吨煤价为基准，设定环渤海动力煤平均价格分别变化-100、-50、+50、+100元/吨，对应煤炭板块营业收入和电力板块成本也会同比变化，假定煤炭板块成本、电力板块营业收入以及其他板块不受影响。目前，公司长协煤占比高，且未来长协煤比例会进一步提高，我们假设公司煤炭销售未来全部为长协煤。经过计算，当环渤海动力煤价格变化-100、-50、+50、+100元/吨，EPS分别为1.74、1.98、2.42、2.64元。

图表10 不同环渤海动力煤价格下的公司煤炭价格估算（元/吨）

情景	2017年	煤价降100	煤价降50	煤价涨50	煤价涨100
环渤海动力煤平均价格	585	485	535	635	685
公司平均煤价	425	375	400	450	475

来源: wind、平安证券研究所

图表11 不同环渤海动力煤价格下的公司煤炭板块产销估算

情景 (元/吨)	2017 年数据	煤价降 100	煤价降 50	煤价涨 50	煤价涨 100
商品煤产量 (亿吨)	2.954	2.954	2.954	2.954	2.954
商品煤销售量 (亿吨)	4.438	4.438	4.438	4.438	4.438
煤炭销售收入	1886.15	1664.25	1775.2	1997.1	2108.05
变化		-11.76%	-5.88%	5.88%	11.76%

来源: wind、平安证券研究所

图表12 不同煤炭价格下的电力成本估算

情景 (元/吨)	2017 年	煤价降 100	煤价降 50	煤价涨 50	煤价涨 100
煤电成本 (亿元)	611.07	559.14	583.27	631.54	655.67
煤电燃料成本 (亿元)	380.13	328.20	352.33	400.60	424.73
煤电固定成本 (亿元)	230.94	230.94	230.94	230.94	230.94
风电 (亿元)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
水电 (亿元)	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
燃气发电 (亿元)	27.12	27.12	27.12	27.12	27.12
电力成本合计 (亿元)	638.90	586.97	611.10	659.37	683.50
变化		-8.13%	-4.35%	3.20%	6.98%

来源: wind、平安证券研究所

图表13 不同煤炭价格下各版块营收及毛利率 (预测增长率均相对于 2017 年)

行业	类别	2017A	煤价降 100	煤价降 50	煤价涨 50	煤价涨 100
煤炭	营业收入 (百万元)	195918.00	172878.04	184398.02	207437.98	218957.96
	营收增长率	49.15%	-11.76%	-5.88%	5.88%	11.76%
	毛利率	30.68%	21.44%	26.35%	34.53%	37.97%
发电	营业收入 (百万元)	79511.00	79511.00	79511.00	79511.00	79511.00
	营收增长率	13.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	18.85%	25.45%	23.19%	16.25%	13.19%
铁路	营业收入 (百万元)	37586.00	37586.00	37586.00	37586.00	37586.00
	营收增长率	12.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	61.57%	61.57%	61.57%	61.57%	61.57%
港口	营业收入 (百万元)	5717.00	5717.00	5717.00	5717.00	5717.00
	营收增长率	13.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	56.32%	56.32%	56.32%	56.32%	56.32%
航运	营业收入 (百万元)	2435.00	2435.00	2435.00	2435.00	2435.00
	营收增长率	45.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	25.01%	25.01%	25.01%	25.01%	25.01%
煤化 工	营业收入 (百万元)	5681.00	5681.00	5681.00	5681.00	5681.00
	营收增长率	17.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.47%	20.47%	20.47%	20.47%	20.47%
合计	营业收入 (百万元)	248746.00	223338.62	234858.60	257898.56	269418.54

(抵销后)	营收增长率	35.83%	-10.21%	-5.58%	3.68%	8.31%
	毛利率	42.17%	38.34%	40.60%	43.77%	45.27%

来源: wind、平安证券研究所

图表14 公司 EPS 受煤炭价格变化的影响

情景 (元/吨)	2017 年	煤价降 100	煤价降 50	煤价涨 50	煤价涨 100
公司煤价 (元/吨)	425	375	400	450	475
EPS (元)	2.26	1.74	1.98	2.42	2.64

来源: wind、平安证券研究所

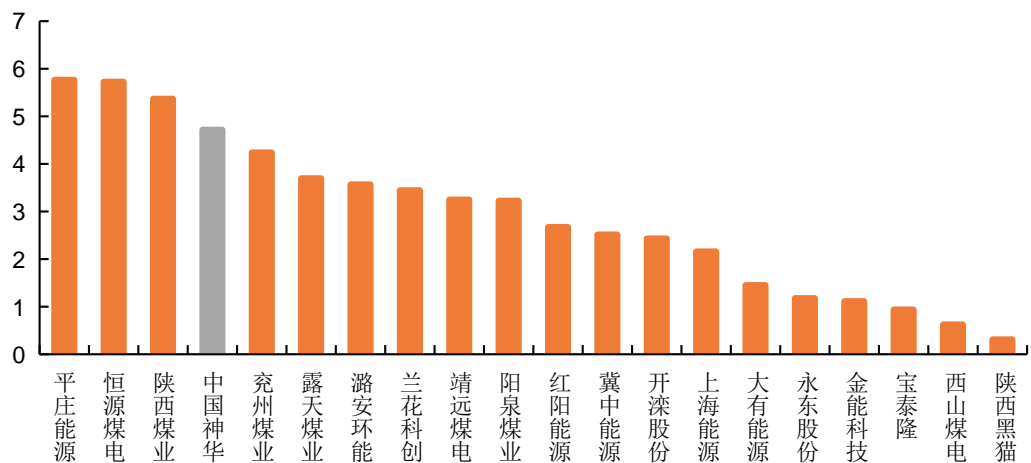
四、公司高股息，价值存低估

4.1 公司股息率居煤炭行业前列

公司一直关注股东回报水平，坚持稳定的分红政策。自 2010 年以来，公司分红占净利润的比例一直保持在 40%左右。自上市以来至 2015 年，公司已累计派发（或宣派）现金股息合计 1389.5 亿元人民币，相当于 A、H 股募集资金总额的 1.5 倍。

2017 年，对比 A 股前 20 家煤炭公司，神华的股息率位列第四，仅次于平庄能源、恒源煤电与陕西煤业，在保障持续运营的前提下，神华积极回应股东的诉求，愿与投资者共享发展成果。以公司 2017 年 12 月 31 日总股本 198.9 亿股为基础派发 2017 年度末期股息现金人民币 0.91 元/股（含税），共计 181 亿元（含税），为企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 40.2%。截止 2018 年 3 月 23 日，公司总市值为 4212.6 亿，对应股息率 4.3%。总体来看，公司以长协煤为主、六大板块协同高效运行模式使得公司盈利能力稳定，未来有望保持高分红。

图表15 2017 年神华与其他煤炭公司股息率比较



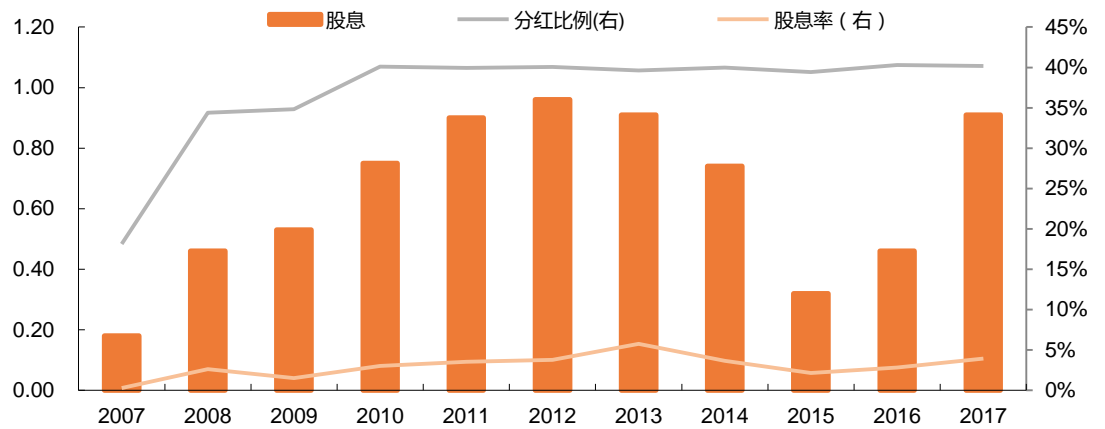
来源: wind、平安证券研究所

4.2 神华股息率与长江电力相当

长江电力自上市以来，分红比例始终保持在 50% 以上，堪称 A 股高分红的典范代表。2016 年 5 月，长江电力公司股东大会审议通过了《关于修订<公司章程>的议案》，修订后的《公司章程》中规定：“公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的百分之五十。对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。”

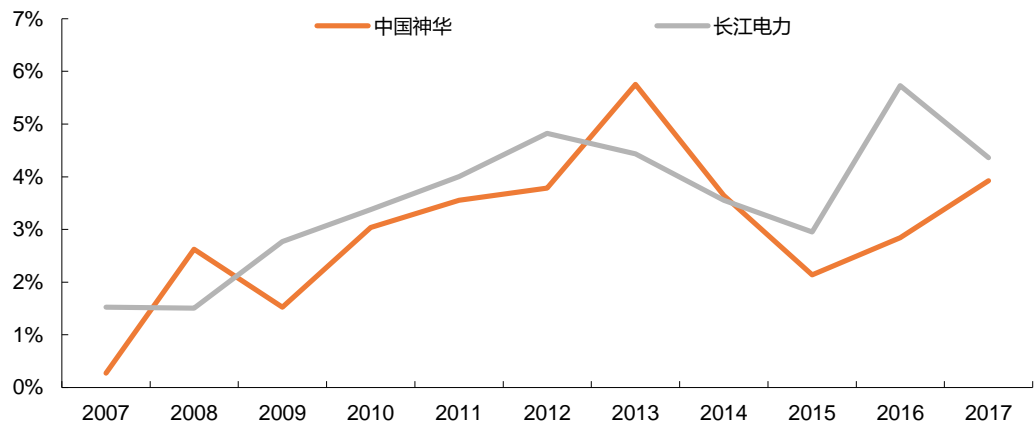
从上市以来，神华股息率与长江电力相当，如果考虑神华 2017 年特别派息，平均股息率为 4%（含特别派息），高于同期长江电力（平均股息率 3.6%）。截止 18 年 11 月 12 日，中国神华 PE（TTM）8.9 倍，长江电力 PE（TTM）14.3 倍。

图表16 2011-2017 年公司每股股利、分红比例、股息率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表17 2007-2017 年公司与长江电力股息率对比 (不含特别股息)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 未来煤价在绿色区间下的合理估值

随着供给侧改革的持续,未来煤炭与电力行业将分享供给侧改革的成果,煤炭价格将回归绿色区间,煤炭、火电行业都能够保持合理稳定的利润。未来公司的业绩将随着煤炭价格的稳定和产能释放趋于平稳。公司的煤炭产量对未来业绩影响较大,公司产量多年维持 3 亿吨,但已投产产能约 3.39 亿吨,假设未来无新增产能,预计煤炭产量在 3-3.39 亿吨之间。同时考虑铁路、航运、港口、煤化工营业收入分别增长 10%、10%、3%、2%,成本分别变化+2%、+5%、+1%、-2%。经过计算,煤炭产量在 3-3.39 亿吨时,对应的 EPS 范围 2.15-2.53 元。

图表18 未来公司煤价和产销稳定的公司运营情况预测

煤炭板块 (价格下降, 销量上涨)	2017 年	绿色区间下的业绩	变化率
煤价 (元/吨)	425	400	-5.88%
商品煤产量 (亿吨)	2.954	3-3.39	1.56%-14.76%
商品煤销售量 (亿吨)	4.438	5	12.66%
销售额 (亿元)	1507.40	1598.39	6.00%
煤炭板块成本(亿元)	820.01	867.78	5.83%-15.51%
电力板块 (价格不变, 销量上涨)			
售电量 (亿千瓦时)	2462.5	3078.125	25%
电价 (元/千瓦时)	0.31	0.31	0
销售额 (亿元)	768.30	960.38	25%
电力板块成本 (亿元)	638.90	746.93	16.91%
运输板块 (公转铁)	铁路、航运、港口营业收入分别增长 10%、10%、3%, 成本分别变化+2%、+5%、+1%		
煤化工 (运行水平提高)	营业收入增长 2%, 成本下降 2%		

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

5.2 投资建议

2018 年前三季度,公司发电、运输板块经营收益较大幅度增长,煤炭业务宝日希勒露天矿、哈尔乌素露天矿减产影响,产能逐步恢复。预计 18 年四季度产量继续恢复,吨煤成本环比或将有所下降,电力、运输等业务继续保持平稳增长。维持公司 2018-2020 年业绩预测,预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.37、2.47、2.52 元,对应 PE 分别为 8.4、8.1、7.9 倍。考虑到公司拥有优质煤炭产能、先进火电装机、独有的运输资源以及先进煤化工技术及资产,协同优势显著,煤电一体可以熨平周期波动,同时公司高收益、高分红,运营稳健。维持公司“推荐”评级。

六、风险提示

1、去产能不及预期、新能源发展较快、经济增速放缓等因素影响煤炭和电力需求。

随着 2016、2017 年去产能超预期，2018 年煤炭行业去产能进程可能会低于预期，可能出现煤炭供应大幅增长；气候因素、新能源发电量也是影响煤炭需求的重要因素，夏季温度偏低、冬季温度偏高、风电等发电量提高等会导致煤炭需求下降；受宏观形势因素影响，可能出现煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求低迷导致煤炭消费量、煤价出现大幅下降、发电量增速放缓，影响公司业绩。

2、新增产能大幅增加，煤炭供大于求。

国家可能会进一步核增产能，如果增幅过高可能会导致供大于求，煤价下跌影响公司业绩。

3、露天煤矿产量不及预期，影响自产煤产量。

宝日希勒露天矿、哈尔乌素露天矿恢复生产可能不及预期，导致自产煤同比下降，煤炭板块业务经营收益下降，对公司全年业绩造成一定影响。

4、国际油价下降对煤化工盈利影响较大。

国际油价下降，煤化工的经济性显著下降，国际油价若低于 50 美元/桶，公司煤制烯烃项目盈利能力会产生较大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	132644	171419	188193	256244
现金	81090	98120	142149	176702
应收账款	13319	26668	9132	30088
其他应收款	2736	3177	2887	3335
预付账款	2373	4859	1736	5427
存货	11647	18216	10466	20130
其他流动资产	21479	20377	21822	20562
非流动资产	434480	438210	428777	419395
长期投资	9449	12035	15780	18945
固定资产	309218	313337	307881	300738
无形资产	38255	37850	36677	35840
其他非流动资产	77558	74988	68440	63872
资产总计	567124	609629	616970	675640
流动负债	115905	131587	108770	137614
短期借款	9493	12143	8940	8279
应付账款	31588	42871	29415	47297
其他流动负债	74824	76574	70415	82038
非流动负债	76592	62580	46152	29818
长期借款	70806	56789	40364	24028
其他非流动负债	5786	5792	5789	5790
负债合计	192497	194168	154922	167431
少数股东权益	73140	84862	95870	107708
股本	19890	19890	19890	19890
资本公积	74730	74730	74730	74730
留存收益	193840	229061	265059	302134
归属母公司股东权益	301487	330599	366178	400501
负债和股东权益	567124	609629	616970	675640

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	95152	73523	90505	80337
净利润	54050	58934	60211	62023
折旧摊销	24625	22997	24553	25804
财务费用	3457	357	-825	-2498
投资损失	-1321	-812	-1066	-939
营运资金变动	7943	-7896	7585	-4048
其他经营现金流	6398	-57	47	-5
投资活动现金流	13363	-25948	-14058	-15417
资本支出	20268	-1254	-11979	-13147
长期投资	30067	-2586	-3745	-3165
其他投资现金流	63698	-29788	-29782	-31729
筹资活动现金流	-77621	-30545	-32418	-30366
短期借款	5109	2650	-3202	-661
长期借款	-2972	-14017	-16425	-16336
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-79759	-19177	-12790	-13369
现金净增加额	30684	17030	44029	34553

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	248746	261178	267865	274810
营业成本	143842	149184	154196	158668
营业税金及附加	9640	9997	10317	10552
营业费用	612	756	717	766
管理费用	19394	20363	20885	21426
财务费用	3457	357	-825	-2498
资产减值损失	2719	3429	3222	3457
公允价值变动收益	-19	-9	-14	-11
投资净收益	1321	812	1066	939
营业利润	71102	77894	80405	83367
营业外收入	493	989	741	865
营业外支出	1262	1592	1427	1509
利润总额	70333	77292	79720	82723
所得税	16283	18358	19508	20700
净利润	54050	58934	60211	62023
少数股东损益	9013	11722	11008	11838
归属母公司净利润	45037	47212	49203	50185
EBITDA	97774	100361	102910	105328
EPS (元)	2.26	2.37	2.47	2.52

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	35.8	5.0	2.6	2.6
营业利润(%)	80.8	9.6	3.2	3.7
归属于母公司净利润(%)	98.3	4.8	4.2	2.0
获利能力				
毛利率(%)	42.2	42.9	42.4	42.3
净利率(%)	18.1	18.1	18.4	18.3
ROE(%)	14.4	14.2	13.0	12.2
ROIC(%)	14.1	14.2	13.7	13.3
偿债能力				
资产负债率(%)	33.9	31.9	25.1	24.8
净负债比率(%)	3.8	-3.6	-17.0	-25.6
流动比率	1.1	1.3	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.2	1.6	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	16.9	13.1	15.0	14.0
应付账款周转率	4.5	4.0	4.3	4.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.26	2.37	2.47	2.52
每股经营现金流(最新摊薄)	6.22	3.70	4.55	4.04
每股净资产(最新摊薄)	15.16	16.62	18.41	20.14
估值比率				
P/E	8.83	8.43	8.08	7.93
P/B	1.32	1.20	1.09	0.99
EV/EBITDA	5.0	4.7	4.1	3.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033