



煤炭/能源

中国神华 (601088)

## 神华 20 年复盘，估值有望重塑

### 本报告导读：

我们认为神华过去的 20 年之路，既是自身一体化运营造就的独特优势，更是过去 20 年煤炭行业的缩影，继续看好神华代表的煤炭行业走上价值重估。

### 投资要点：

- **维持“增持”评级。**我们维持公司 23-25 年 EPS 预测 3.24、3.28、3.33 元/股，可比公司 2024 年平均市盈率为 6.95 倍，考虑到公司为行业龙头，且承诺 2022-2024 年现金分红比例不低于 60%，给予公司 24 年高于行业平均 12 倍 PE，上调目标价至 39.36（原 35.64）元。
- **深度复盘 20 年神华之路，是煤炭行业的缩影。**我们认为神华过去的 20 年之路，既是自身一体化运营造就的独特优势，公司的不断拼搏发展，更是过去 20 年煤炭行业的缩影，随着盈利的趋于稳定，公司开始大幅度提升分红率，市场认同度不断加强。
- **换个思路看神华估值，仍有提升空间。**我们认为神华稳定的永续现金流一方面 于核心资产的长存续久期；另一方面，煤炭销售以长协为主，在当前长协定价机制稳定及公司一体化运营弱化周期性波动背景下，盈利的稳定性也居行业前列。同时，神华保持高额分红将可能是母公司及资本市场的共同诉求。
- **换个思路看煤炭行业：长期视角下供需格局或维持稳定，盈利中枢将越发清晰。**我们认为从中长期的视角，供给端可能失去了向上弹性；而需求端，我国“富煤贫油少气”的资源特征，以俄乌冲突下的欧洲为鉴，依然要坚持以煤炭为主，保障国家能源安全。而价格 2023Q3 在供给与需求双重压力下，市场价格维持在 800 元/吨，或成为中期价格的底部，行业盈利中枢将越发清晰，有望助力估值的抬升。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期，全球经济下行带来的需求冲击

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	335,640	344,533	345,519	349,618	352,264
(+/-)%	44%	3%	0%	1%	1%
经营利润 (EBIT)	80,102	100,195	82,907	83,395	83,841
(+/-)%	27%	25%	-17%	1%	1%
净利润 (归母)	50,084	69,626	64,464	65,138	66,103
(+/-)%	28%	39%	-7%	1%	1%
每股净收益 (元)	2.52	3.50	3.24	3.28	3.33
每股股利 (元)	2.53	2.55	2.60	2.62	2.66

利润率和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营利润率 (%)	23.9%	29.1%	24.0%	23.9%	23.8%
净资产收益率 (%)	13.3%	17.7%	15.8%	15.5%	15.3%
投入资本回报率 (%)	12.0%	16.5%	12.3%	12.0%	11.6%
EV/EBITDA	3.47	3.54	5.11	4.78	4.42
市盈率	13.27	9.55	10.31	10.20	10.05
股息率 (%)	7.6%	7.6%	7.8%	7.8%	8.0%

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：**39.36**

上次预测：35.64

当前价格：34.05

2024.01.10

### 交易数据

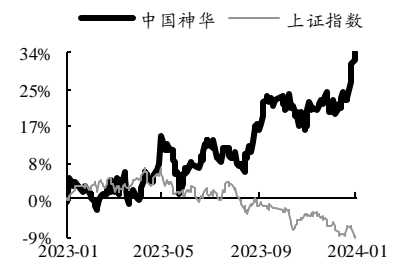
52 周内股价区间 (元)	26.90-34.05
总市值 (百万元)	676,523
总股本/流通 A 股 (百万股)	19,869/16,491
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,377
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	21.29
日均成交额 (百万元)	665.35

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	396,850
每股净资产	19.97
市净率	1.7
净负债率	-22.89%

EPS (元)	2022A	2023E
Q1	0.96	0.94
Q2	1.12	0.74
Q3	0.91	0.75
Q4	0.51	0.81
全年	3.50	3.24

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	8%	34%
相对指数	14%	15%	43%

### 相关报告

电力部分对冲煤炭，所得税下降业绩回升  
2023.10.29

煤价下跌拖累业绩，煤电一体化持续提升  
2023.08.26

火电保持增长，煤价拖累业绩 2023.07.16

产能扩张开启，能源航母再成长 2023.06.27

并购开启，能源航母砥砺前行 2023.05.03

模型更新时间: 2024.01.10

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: **39.36**

上次预测: 35.64

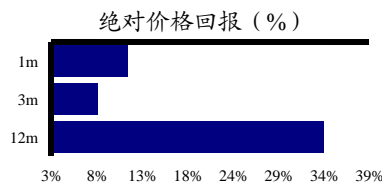
当前价格: 34.05

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。

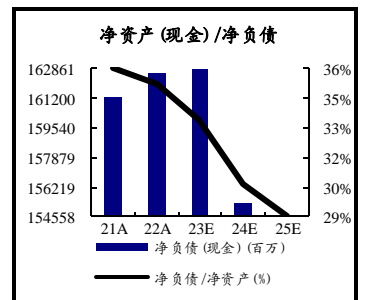
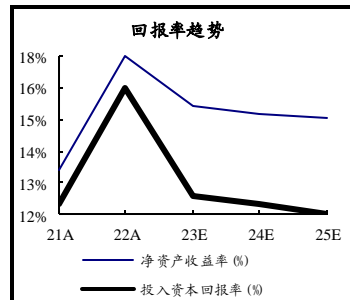
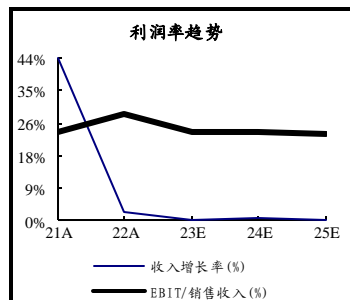


52 周内价格范围 26.90-34.05

市值 (百万元) 676,523

财务预测 (单位: 百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>损益表</b>					
营业总收入	335,640	344,533	345,519	349,618	352,264
营业成本	225,101	210,059	217,559	220,189	222,743
税金及附加	16,502	19,972	20,731	20,977	21,136
销售费用	581	410	868	909	901
管理费用	9,119	9,930	10,366	10,489	10,568
EBIT	80,102	100,195	82,907	83,395	83,841
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-885	2,420	2,493	2,493	2,567
财务费用	88	877	-815	-1,307	-1,936
营业利润	78,017	98,138	97,290	98,817	99,368
所得税	18,016	14,592	19,258	19,563	19,674
少数股东损益	9,050	12,029	12,568	13,116	12,591
净利润	50,084	69,626	64,464	65,138	66,103
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	162,886	170,503	187,553	207,923	239,368
其他流动资产	8,314	6,663	6,663	6,663	6,663
长期投资	47,644	49,650	53,650	57,650	61,650
固定资产合计	237,801	248,381	240,351	229,987	216,604
无形及其他资产	74,493	77,875	82,280	80,419	81,571
资产合计	606,827	621,701	647,698	666,210	691,263
流动负债	91,748	98,404	101,941	97,309	99,551
非流动负债	69,628	64,052	61,052	58,052	55,052
股东权益	445,451	459,245	484,705	510,848	536,660
投入资本(IC)	510,857	516,182	540,306	556,569	579,381
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	61,397	85,004	66,326	66,716	67,073
折旧与摊销	20,781	22,874	21,329	21,684	22,012
流动资金增量	22,398	10,565	-4,699	-2,118	1,203
资本支出	-22,730	-27,154	-20,998	-12,754	-11,876
自由现金流	81,846	91,289	61,957	73,528	78,412
经营现金流	94,350	109,734	94,334	98,281	102,056
投资现金流	-6,619	-56,585	-22,506	-14,261	-13,309
融资现金流	-43,731	-78,734	-54,778	-63,650	-57,302
现金流净增加额	44,000	-25,585	17,050	20,370	31,445
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	43.9%	2.6%	0.3%	1.2%	0.8%
EBIT 增长率	27.0%	25.1%	-17.3%	0.6%	0.5%
净利润增长率	27.9%	39.0%	-7.4%	1.0%	1.5%
利润率					
毛利率	32.9%	39.0%	37.0%	37.0%	36.8%
EBIT 率	23.9%	29.1%	24.0%	23.9%	23.8%
净利润率	14.9%	20.2%	18.7%	18.6%	18.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	13.3%	17.7%	15.8%	15.5%	15.3%
总资产收益率(ROA)	9.7%	13.1%	11.9%	11.7%	11.4%
投入资本回报率(ROIC)	12.0%	16.5%	12.3%	12.0%	11.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	20.5	21.0	21.0	25.0	26.0
应收账款周转天数	11.2	11.6	12.2	12.2	12.2
总资产周转天数	659.9	658.6	684.2	695.5	716.3
净利润现金含量	1.9	1.6	1.5	1.5	1.5
资本支出/收入	6.8%	7.9%	6.1%	3.6%	3.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.6%	26.1%	25.2%	23.3%	22.4%
净负债率	36.2%	35.4%	33.6%	30.4%	28.8%
<b>估值比率</b>					
PE	13.27	9.55	10.31	10.20	10.05
PB	1.19	1.39	1.63	1.58	1.53
EV/EBITDA	3.47	3.54	5.11	4.78	4.42
P/S	1.98	1.93	1.92	1.90	1.89
股息率	7.6%	7.6%	7.8%	7.8%	8.0%



## 目 录

1. 投资概要 .....	4
2. 二十年变迁五大历程，深度复盘神华之路 .....	5
2.1. 第一阶段：国资起家，一体化带来发展优势，登录资本市场 ...	6
2.1.1. 一体化经营，打造行业内竞争优势.....	6
2.2. 第二阶段：“四万亿”投资计划刺激煤炭需求，煤炭行业整体处于景气区间，煤炭业务量价齐升.....	7
2.2.1. “四万亿”投资计划刺激国民经济复苏 .....	7
2.2.2. 宏观经济拉动下游需求 .....	8
2.2.3. 煤炭行业进入黄金时代，中国神华量价齐升.....	9
2.3. 第三阶段：煤炭产能过剩问题凸显，中国神华盈利稳定性领跑行业	10
2.3.1. 下游需求增速回落，煤炭行业产能过剩问题逐步凸显.....	11
2.3.2. 中国神华迎难而上，盈利稳定性领跑行业.....	12
2.4. 第四阶段：供给侧改革开启煤炭产能新阶段，高额分红开启煤炭行业新纪元.....	13
2.4.1. 供给侧改革开启煤炭产行业新阶段.....	14
2.4.2. 煤炭行业：以“去产能”为核心，优化产能结构 .....	15
2.4.3. 神华国电集团重组，世界能源巨头横空出世.....	16
2.4.4. 中国神华利润大幅回升，开启煤炭行业高分红新纪元.....	16
2.5. 第五阶段：煤炭进入供需紧平衡的新阶段，神华高分红高股息低估值得到市场逐步认同 .....	18
2.5.1. 疫情后宏观经济释放，拉动需求增长.....	18
2.5.2. 供需错配，产能核增快速释放，保供稳价政策发力 .....	19
2.5.3. 俄乌冲突爆发，欧洲能源格局突破.....	20
2.5.4. 2023 年，煤价回归理性 .....	21
2.5.5. 中国神华高分红高股息低估值逐步得到市场青睐.....	21
3. 换个思路看煤炭行业：长期视角下供需格局或维持稳定，盈利中枢将越发清晰 .....	23
3.1. 长期视角看供给，行业可能长期面临保供问题 .....	23
3.2. 长期视角看需求，国家能源安全前提下“先立后破”.....	25
3.2.1. 以俄乌冲突下欧洲为鉴，国家能源安全至关重要.....	25
3.2.2. 碳中和不会一蹴而就，要坚持“先立后破” .....	26
3.3. 长期视角看价格：2023Q3 或验证了价格底部 .....	27
4. 换个思路看神华估值重塑，永续现金流、一级市场重估价值及分红诉求.....	28
4.1. 永续现金流：核心资产的长经营久期、高长协覆盖、一体化运营抵御周期波动 .....	28
4.1.1. 核心资产的长经营久期.....	28
4.1.2. 长协价格占比超过 80%，价格稳定 .....	30
4.1.3. 一体化运营抵御周期波动，淡季验证行业底部 .....	31
4.2. 从重置成本看估值，一级市场估值远高于二级 .....	32
4.3. 分红角度看神华，大股东与资本市场诉求一致 .....	34
5. 风险提示 .....	34

## 1. 投资概要

先长期，后短期，先远看，后近观；煤炭作为我国最为重要的基础能源之一，伴随着我国工业化、现代化的进程；并且随着“能源安全”的重要性凸显，也将在未来相当长的时间里依然是我国能源坚实的支柱。对于这样一家煤炭行业领军企业本文中想采用的分析方法是，抛开神华短期面临的问题的纠结，结合企业在过去发展历程中形成的核心竞争优势并比较当前所面临的特殊问题，从而推演出神华最可能的发展路径。

**深度复盘 20 年神华之路，是煤炭行业的缩影。**我们认为神华过去的 20 年之路，既是自身一体化运营造就的独特优势，公司的不断拼搏发展，更是过去 20 年煤炭行业的缩影：从 2012 年以前的高速发展期到 2015 年产能严重过剩带来的行业阵痛，2016 年的供给侧改革正式为煤炭行业的发展翻开了新的篇章；而进入 2020 年以后，随着疫情后稳增长的发力，煤炭的供需逐步走入新平衡，量价均创历史新高，随着盈利的趋于稳定，公司开始大幅度提升分红率，市场认同度不断加强。

**换个思路看神华估值，具备稳定的永续现金流，估值仍有提升空间。**我们认为神华稳定的永续现金流一方面 于核心资产的长存续久期，当前储量可采年限超过 40 年，并且考虑到未来集团优质资产的注入，久期可以更长；另一方面，中国神华煤炭销售以长协为主，2018 年以来除了 2020 年其余均保持 80%以上的销售占比，在当前长协定价机制稳定及公司一体化运营弱化周期性波动背景下，盈利的稳定性也居行业前列。同时我们认为从重置成本看神华的估值，一级市场估值远高于二级，神华重置成本估值上升空间超过 20%；而考虑到神华母公司国家能源投资集团近年来大幅度提升资本开支在新能源方面投资，神华保持高额分红将可能是母公司及资本市场的共同诉求。

**换个思路看煤炭行业：长期视角下供需格局或维持稳定，盈利中枢将越发清晰。**我们认为从中长期的视角审视煤炭行业，供给端在新增产能缺失、现有产能利用率趋于满负荷、进口量基本难现明显增量背景下，可能失去了向上弹性；而需求端，我们认为我国“富煤贫油少气”的资源特征，以俄乌冲突下的欧洲为鉴，依然要坚持以煤炭为主，把能源安全保障作为能源转型的前提。而围绕行业中长期的“双碳”，我们认为能源领域要坚持“先立后破”，要尊重我国能源利用的基本国情和客观实际，更多从构建长效体制机制的维度推进碳达峰碳中和。

同时从价格角度，2023Q3 在供给与需求双重压力下，市场价格维持在 800 元/吨，或成为中期价格的底部，而在供需格局稳态化背景下，行业盈利中枢将越发清晰，有望助力估值的抬升。

图 1: 中国神华股价反应了煤炭行业 20 年变迁



数据 : wind, 证券研究

我们维持公司 23~25 年 EPS 预测 3.24、3.28、3.33 元/股，我们选取陕西煤业、兖矿能源、中煤能源作为可比公司，可比公司 2024 年平均市盈率为 6.95 倍，考虑到公司为行业龙头，且承诺 2022-2024 年现金分红比例不低于 60%，给予公司 24 年高于行业平均 12 倍 PE，上调目标价至 39.36 (+3.72) 元，增持评级。

表 1: 可比公司估值表 (股价截止 2024.1.5)

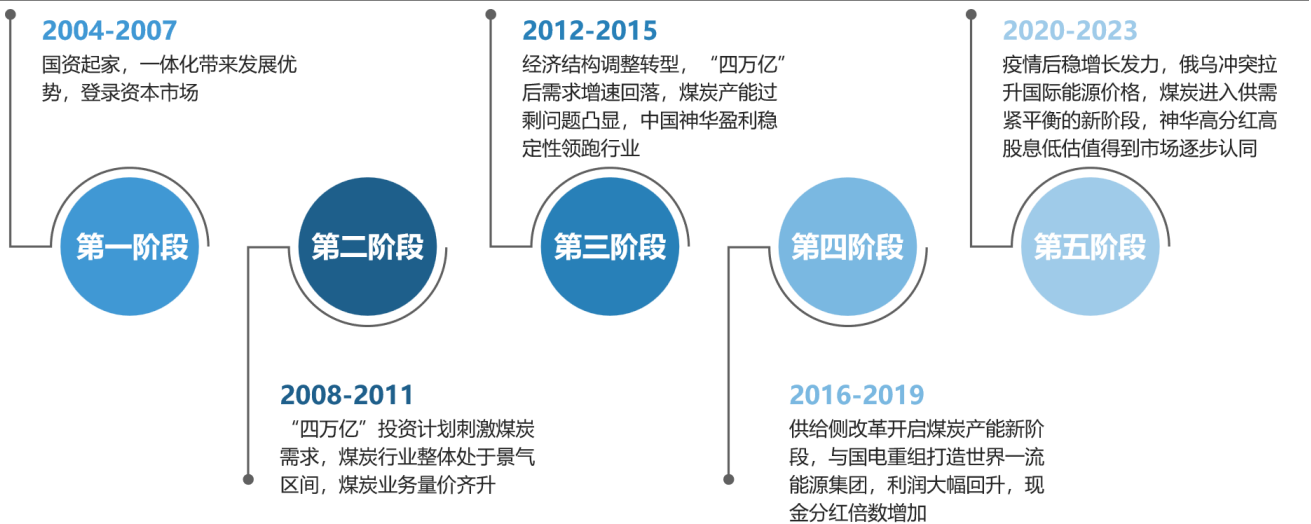
可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
陕西煤业	22.12	2,145	3.62	2.62	3.04	6.11	8.44	7.28
兖矿能源	21.9	1,429	6.3	2.72	3.1	3.48	8.05	7.06
中煤能源	10.56	1249	1.38	1.55	1.62	7.65	6.81	6.52
<b>平均值</b>						<b>5.75</b>	<b>7.77</b>	<b>6.95</b>

数据 : wind, 证券研究

## 2. 二十年变迁五大历程，深度复盘神华之路

我们认为神华过去的 20 年之路，既是自身一体化运营造就的独特优势，公司的不断拼搏发展，更是过去 20 年煤炭行业的缩影：从 2012 年以前的高速发展期到 2015 年产能严重过剩带来的行业阵痛，2016 年的供给侧改革正式为煤炭行业的发展翻开了新的篇章；而进入 2020 年以后，随着疫情后稳增长的发力，煤炭的供需逐步走入紧平衡，量价均创历史新高，随着盈利的趋于稳定，公司开始大幅度提升分红率，市场认同度不断加强。

图 2: 中国神华 20 年变迁五大历程



数据 : 证券研究

## 2.1. 第一阶段: 国资起家, 一体化带来发展优势, 登录资本市场

中国神华的前身是 1995 年 10 月成立的国有独资公司神华集团有限责任公司。2004 年 11 月, 神华集团在北京发起设立中国神华能源股份有限公司。作为中央直管的国有重要骨干企业、国家授权投资机构, 神华集团在国家计划和中央财政中实行单列, 享有外事权、对外融资权、外贸经营权、煤炭出口权。

2005 年 6 月, 中国神华 H 股股票在香港联合交易所成功上市, 成为全球煤炭企业上市以来最大的 IPO, 募集资金 32.8 亿美元, 并且每股 7.5 港元的发行价格, 为发行前每股净资产的 6.7 倍, 创造了国资海外上市市净率的最高纪录。

2006 年至 2007 年, 中国神华相继收购了神华集团持有的锦界能源 70% 的股权、神东煤炭 100% 的股权和神东电力 100% 的股权, 拟在条件成熟时择机收购西三局和蒙西煤化、乌海煤焦化等五家公司, 进一步减少和神华集团重组时保留业务之间的潜在同业竞争。

2007 年 10 月, 中国神华 A 股股票在上海证券交易所上市, 募集资金 18 亿元, 用于投资并更新公司的煤炭、电力、运输系统, 收购战略性资产, 补充公司运营资金并用于一般性商业用途。

### 2.1.1. 一体化经营, 打造行业内竞争优势

**一体化运输网络保驾护航。**2007 年, 中国神华是唯一拥有和经营一体化的大规模煤炭运输网络的综合性能源公司。公司的运输网络由包括五条总运营里程为 1367 公里的自有铁路线和吞吐能力为 115 百万吨的港口设施组成, 保证了向沿海煤炭需求集中地区进行煤炭运输可以更加准时和可靠。其中神朔铁路和朔黄铁路是我国西煤东运的两条主要铁路干线,

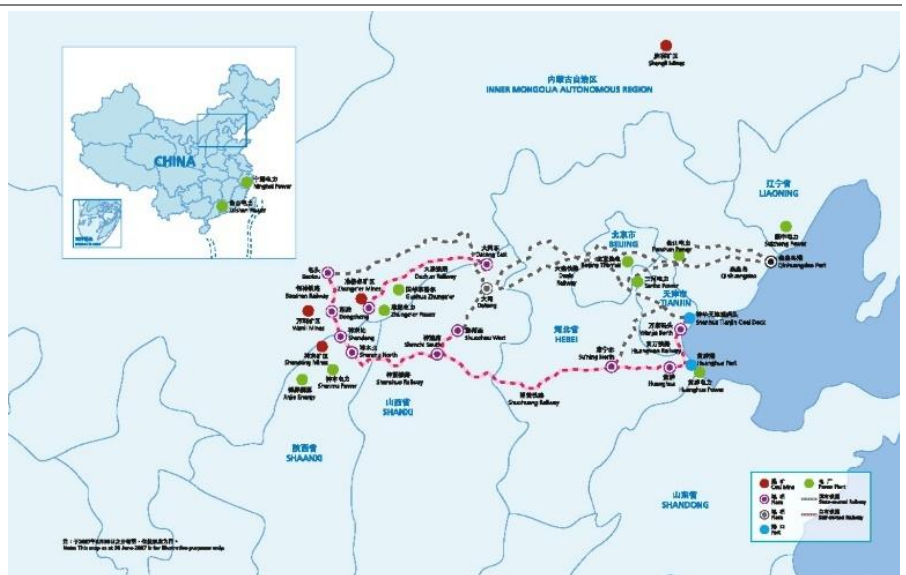
2006年煤炭运输量超过了1亿吨,成为中国第二条运煤量突破亿吨的铁路;拥有专用海港黄骅港和神华天津煤码头,2006年黄骅港煤炭下水量达到79.2百万吨,成为中国第二大煤炭下水港口。

**煤炭生产和电力经营一体化产生协同效应。**公司稳定且优良的煤炭供应使电力业务在争取发电量和新能源项目开发权时有一定的竞争优势,稳定的煤源确保不会因缺煤而中断电力生产;电力业务为煤炭业务提供了稳定且保持增长的市场,2006年度,公司电力业务超过94%的发电用煤是本公司自己生产的,同期消耗煤炭约占公司煤炭总销量的13.6%,有效降低煤炭销售量的波动,为公司的煤炭提供内部市场。

**煤炭业务效率世界一流。**主力矿区神东矿区广泛使用世界级的高度机械化长壁综采技术,创新采用具有世界先进水平的大采高和加长工作面技术,同时在洗煤厂、配煤厂和铁路装卸站采用了先进技术,为煤炭的高效开采和运输提供了保障。2006年神东矿区建成了世界上第一个单井年产量超过2000万吨的井工矿——补连塔矿。2007年5月,一次采全高为6.3米大采高工作面投入使用,创造新的世界煤矿记录。

**电力行业确立第二梯队领先地位。**公司充分利用我国电力行业良好的发展机遇,抓住我国电力需求不断增长且发电能力短缺所带来的盈利机会,中国神华的电力业务不断发展并迅速壮大。2004年至2006年,公司总装机容量和售电量年复合增长率分别达41.7%和20.7%;2007年上半年,公司发电设备平均利用小时达到2953小时,继续保持国内高水平。

图 3: 中国神华资产分布



数据 : 中国神华招股书

## 2.2. 第二阶段:“四万亿”投资计划刺激煤炭需求,煤炭行业整体处于景气区间,煤炭业务量价齐升

### 2.2.1. “四万亿”投资计划刺激国民经济复苏

为应对 2008 年金融危机，2008 年 9 月货币政策开始转向，到年底共计 5 次降息 3 次降准，降息幅度达 216 个 BP、全面降准 200BP。2008 年 11 月政府推出“四万亿”投资计划刺激经济复苏，主要投向民生与基建领域，包括地产调控松绑，家电汽车下乡等有力政策，大幅拉动了煤炭下游电力、钢铁、建材等行业需求，煤炭行业进入黄金发展期。

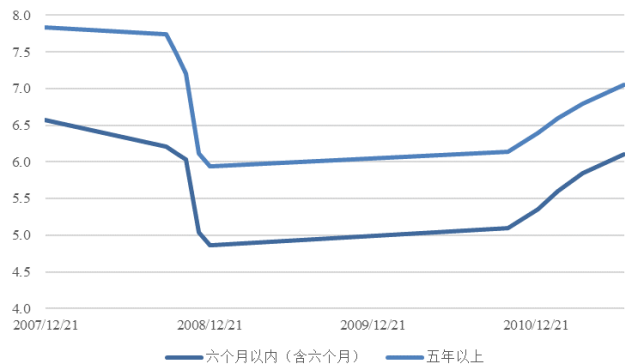
宽松的货币政策刺激全社会融资规模大幅上升。在“四万亿”投资计划的刺激下，央行实行更为宽松的货币政策，2008 年下半年连续五次下调贷款基准利率，短期贷款利率（六个月及以内）和中长期贷款利率（五年以上）分别从 2008 年 9 月的 6.21% 和 7.74% 下调至 2008 年年底的 4.86% 和 5.94%，并一直维持低位水平至 2010 年三季度末。在低利率的刺激下，我国社会融资规模开始大幅上升，从 2008 年的 6.98 亿元到 2009 年的 13.91 亿元，增长近一倍；2008-2011 年的年复合增长率为 22.5%，增长迅速。

图 4：“四万亿”投资计划

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1500亿元
节能减排和生态工程	约2100亿元
自主创新和结构调整	约3700亿元
灾后恢复重建	约10000亿元

数据：发展改革委，证券研究

图 5：2008-2011 年中国人民银行贷款基准利率下调（%）



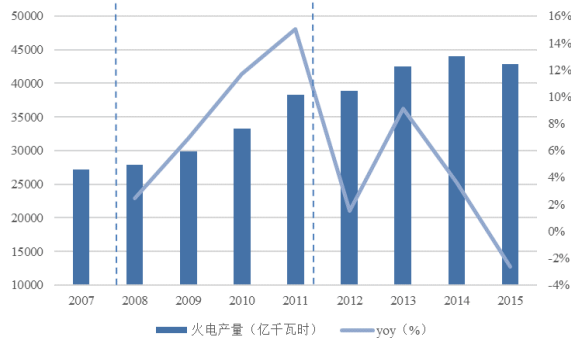
数据：中国人民银行货币政策司，证券研究

### 2.2.2. 宏观经济拉动下游需求

社会总融资快速膨胀，进一步支撑房地产、制造业和基础设施投资继续扩张。2008-2011 年，国内房地产投资由 3.06 万亿元增长到 6.17 万亿元，年复合增长率达到 26.33%；制造业投资由 4.63 万亿元增长到 10.26 万亿元，年复合增长率超过 30%；基础设施投资由 45.70 万亿元增长到 57.89 万亿元，年均增速接近 10%。

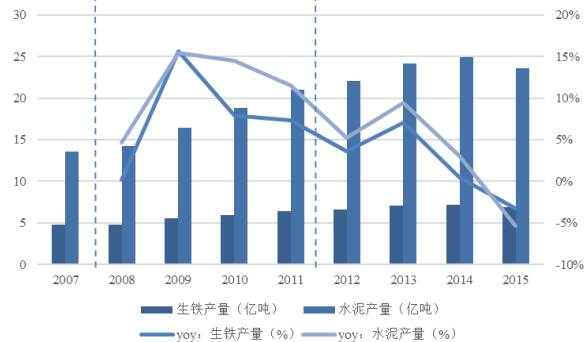
房产基建的强势表现拉动下游行业用煤需求，煤炭行业呈现需求旺盛的格局。煤炭的下游应用主要包括火电、生铁和水泥，2008-2011 年均维持两位数增长。2008 年我国火电产量为 27900.8 亿千瓦时，2011 年上升为 38337.0 亿千瓦时，年复合增长率为 11.2%；2008 年我国生铁产量为 4.8 亿吨，2011 年上升为 6.4 亿吨，年复合增长率为 10.06%；2008 年我国水泥产量为 14.2 亿吨，2011 年上升为 21.0 亿吨，年复合增长率为 13.93%。

图 6: 2008-2011 年我国火电产量高速增长



数据 : wind, 证券研究

图 7: 2008-2011 年我国生铁、水泥产量高速增长



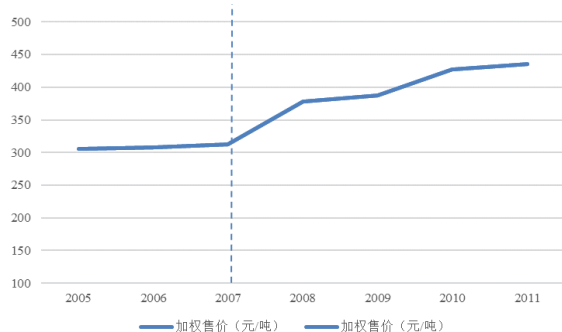
数据 : wind, 证券研究

### 2.2.3. 煤炭行业进入黄金时代，中国神华量价齐升

**煤炭行业进入黄金时代，下游需求推动公司煤炭售价高速上涨。**2005-2007 年，中国神华的煤炭加权销售价格围绕 308.5 元/吨波动，并无明显变化。随着 2008 年“四万亿”投资计划的出台，下游行业的蓬勃发展提高了对于煤炭的需求，公司 2008 年的煤炭加权销售价格达到 378.6 元/吨，同比增长 21.0%；2011 年，公司煤炭加权销售价格接近 450 元/吨。

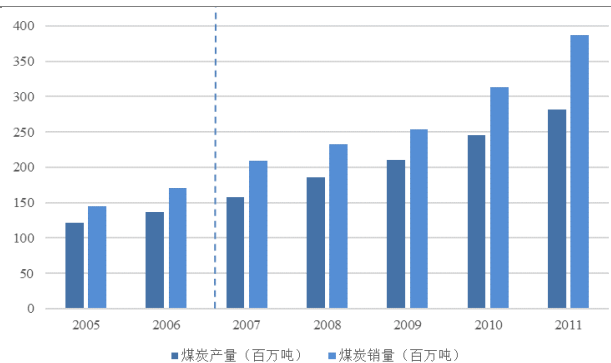
**同期煤炭产销量稳定增长。**为响应国家“扩内需、保增长、调结构”的宏观调控政策，公司积极整合资源扩大产能。2009 年，公司成立神华神东煤炭集团，将原有神东矿区和万利矿区进行整合，大大提高煤矿生产、资源配置、地质勘探、选洗加工、装备维修、煤矿信息化等全方位的效率，为神东矿区煤炭产量超过 2 亿吨的目标创造了基础条件。同时，公司努力推进技术创新，首次应用 7 米大采高重型综采工作面，进一步提升了单产水平和资源回收率。2011 年，神华销售集团有限公司成立，中国神华实现了从生产型销售向生产与经营型销售并重的转变，煤炭销售量同比增长 32.37%，增速较上年翻了一倍。

图 8: 2008-2011 年中国神华煤炭加权销售价格高速上涨



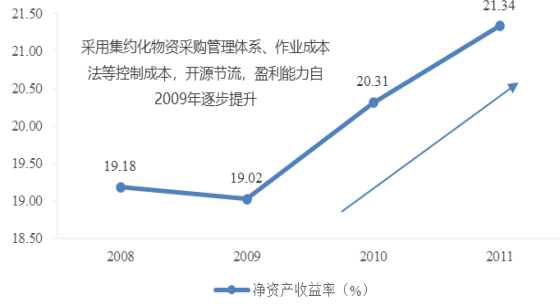
数据 : 公司年报, 证券研究

图 9: 2008-2011 年中国神华煤炭产销量稳定增长



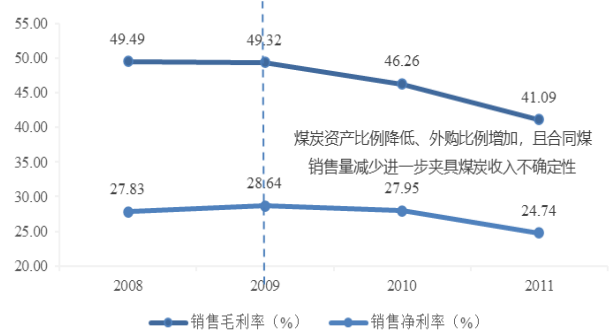
数据 : 公司年报, 证券研究

图 10: 2008-2011 年中国神华净资产收益率水平



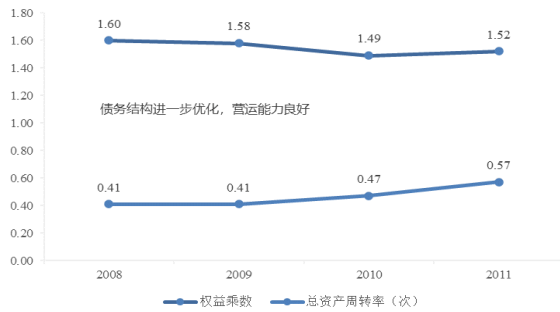
数据 : wind, 证券研究

图 11: 2008-2011 年中国神华毛利率与净利率



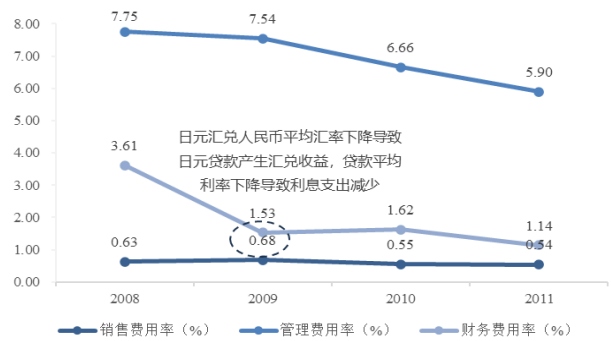
数据 : wind, 证券研究

图 12: 2008-2011 年中国神华权益乘数与总资产周转率



数据 : wind, 证券研究

图 13: 2008-2011 年中国神华三费水平



数据 : wind, 证券研究

图 14: 2008-2011 年中国神华股价, “四万亿”后受到市场追捧



数据 : wind, 证券研究

### 2.3. 第三阶段: 煤炭产能过剩问题凸显, 中国神华盈利稳定性领跑行业

经济结构调整转型, 摆脱“增长主义”。“十二五”规划提出要逐步摆脱“增长主义”的束缚, 加快转变经济发展方式和调整经济结构, 政府在

关注数量性指标的同时，更应期待质量型和效益型指标的增长。具体表现在“十二五”规划对经济指标进行了弱化，不仅下调经济增速指标，而且取消了人均 GDP 增速指标。2008-2011 年全国 GDP 年复合增长率达到 15.19%，2012-2015 年全国 GDP 年复合增长率为 8.55%，下降了一个台阶，中国经济步入质量效益发展的新时期。

**“四万亿”后需求增速下滑，煤炭行业产能过剩问题凸显。**随着“四万亿”后需求的见顶回落，同时经济增长更加强调提效增质，调整经济结构，整体的煤炭的需求端增速快速下行。而产能端，2009 年开始煤炭新增产能大幅度提升至 3 亿吨/年以上，2011 年达到峰值的 4.1 亿吨/年；截至 2015 年末，全国煤炭产能达到 57 亿吨，而产量仅 36.8 亿，对应产能利用率不到 65%，产能过剩问题严峻。受此影响，行业价格大幅度回落，秦皇岛港动力煤平仓价从 2012 年的 795 元/吨下降到 2015 年的 370 元/吨，2015 年末行业亏损企业占比超过 90%。

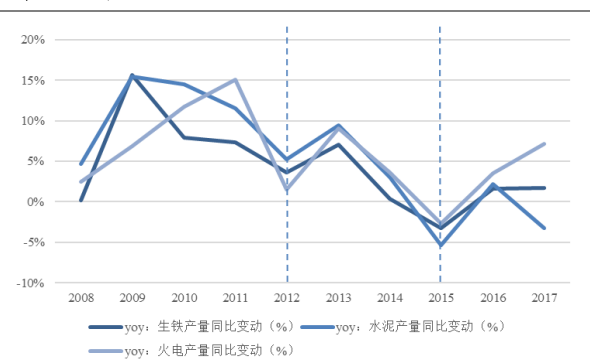
**中国神华一体化经营叠加成本优势，行业底部盈利领跑。**我们认为中国神华依托一体化经营和独特经营的优势降本促稳，在行业产能过剩最为艰难的时刻依然保持了遥遥领先的盈利能力，全行业亏损的 2015 年，神华实现归母净利润 161.44 亿，印证龙头实力。

**2.3.1. 下游需求增速回落，煤炭行业产能过剩问题逐步凸显**

由于经济增长动能的弱化及“四万亿”后需求的见顶回落，煤炭下游主要需求产业火电、生铁和水泥的需求增速也同步回落。2012-2015 年，火电、生铁和水泥的年复合增长率分别为 3.24%、1.34%和 2.20%，相较 2009-2011 年的 8.73%、5.05%和 8.49%，出现明显的下滑。

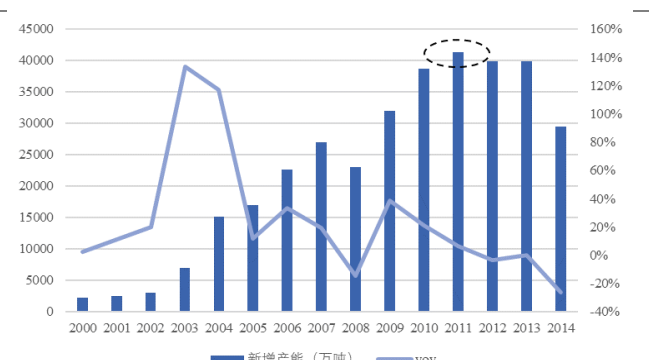
**煤炭行业产能过剩问题逐步凸显。**随着“四万亿”后需求的见顶回落，同时经济增长更加强调提效增质，调整经济结构，整体的煤炭的需求端增速快速下行。而产能端，2009 年开始煤炭新增产能大幅度提升至 3 亿吨/年以上，2011 年达到峰值的 4.1 亿吨/年；截至 2015 年末，全国煤炭产能达到 57 亿吨，而产量仅 36.8 亿，对应产能利用率不到 65%，产能过剩问题严峻。受此影响，行业价格大幅度回落，秦皇岛港动力煤平仓价从 2012 年的 795 元/吨下降到 2015 年的 370 元/吨，2015 年末行业亏损企业占比超过 90%。

图 15: 2012-2015 年我国火电、生铁和水泥产量增速回落



数据 : wind, 证券研究

图 16: 煤炭行业新增产能 2011 年达到顶峰



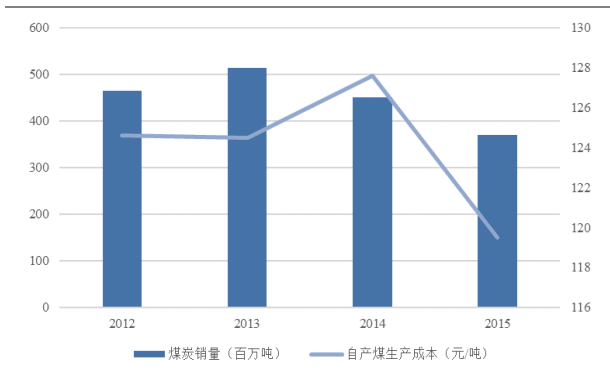
数据 : wind, 证券研究

### 2.3.2. 中国神华迎难而上，盈利稳定性领跑行业

2012-2015年，煤炭行业主要公司盈利迅速下降，而中国神华表现出极强的盈利稳定性。特别在2015年全行业亏损面超过9成的情况下，中国神华归母净利润实现161亿，相较全行业不足500亿的利润总额，印证了龙头优势。

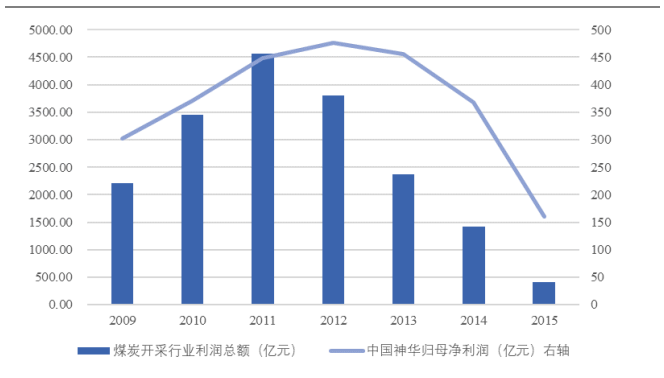
- **一体化经营降本促稳。**中国神华依托煤炭资源，构筑了铁路、港口和航运一体化运输网络，通过规模化、专业化和集群化发展形成协同效应，降低运营与运输费用。一体化经营模式为公司提供了稳定可靠的供应保障和内部消费市场，2015年公司煤炭销售量虽有下滑至370.5百万吨，仍与2011年煤炭销量基本持平。
- **特许经营权价值独一无二。**中国神华神东矿区与朔黄铁路为国家划拨、筹建的计划单列资产，经营属性独一无二。主力矿区神东矿区资源禀赋优越，且接近一半的煤矿为开采成本低的露天矿，有效地控制了生产成本。2012-2015年，公司自产煤生产成本总体呈现下降趋势，从2012年的124.6元/吨下降至2015年的119.5元/吨。朔黄铁路是东西煤运的核心通道，陕蒙地区通过朔黄铁路实现下水的煤炭，极大降低了运输成本。
- **长协合同进一步保障量价。**公司秉持自营铁路优势，与下游电厂签订了广泛的中长期协议，进一步保障了量价，提高了盈利的确定性。

图 17: 2012-2015 年中国神华煤炭销量保持稳定、生产成本有所下降



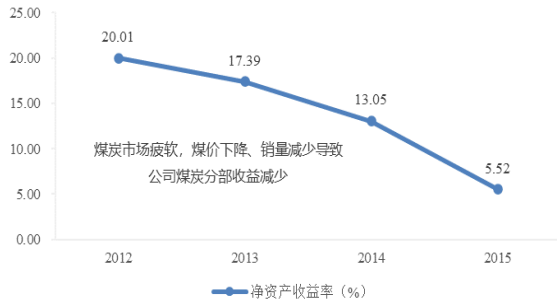
数据：公司年报， 证券研究

图 18: 2011 年后煤炭行业产能过剩问题日趋严峻，但神华盈利较行业依然稳定



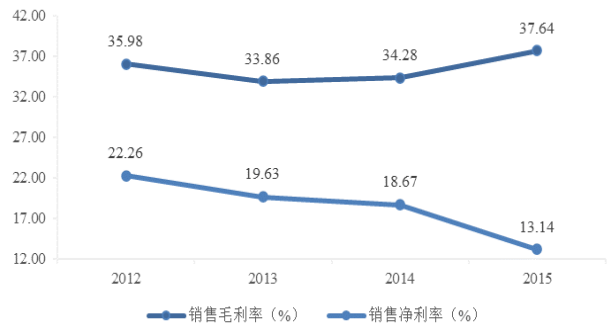
数据：公司年报， 证券研究

图 19: 2012-2015 年中国神华净资产收益率水平



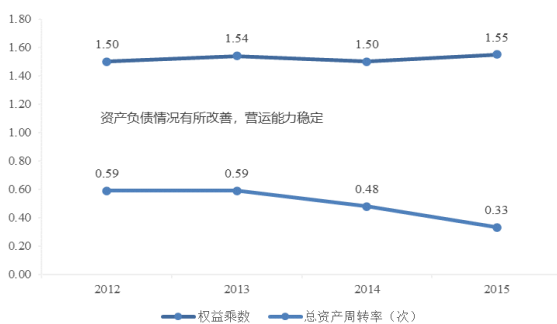
数据 : wind, 证券研究

图 20: 2012-2015 年中国神华毛利率与净利率



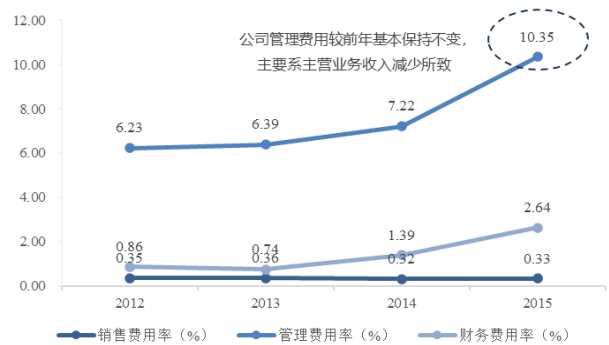
数据 : wind, 证券研究

图 21: 2012-2015 年中国神华权益乘数与总资产周转率



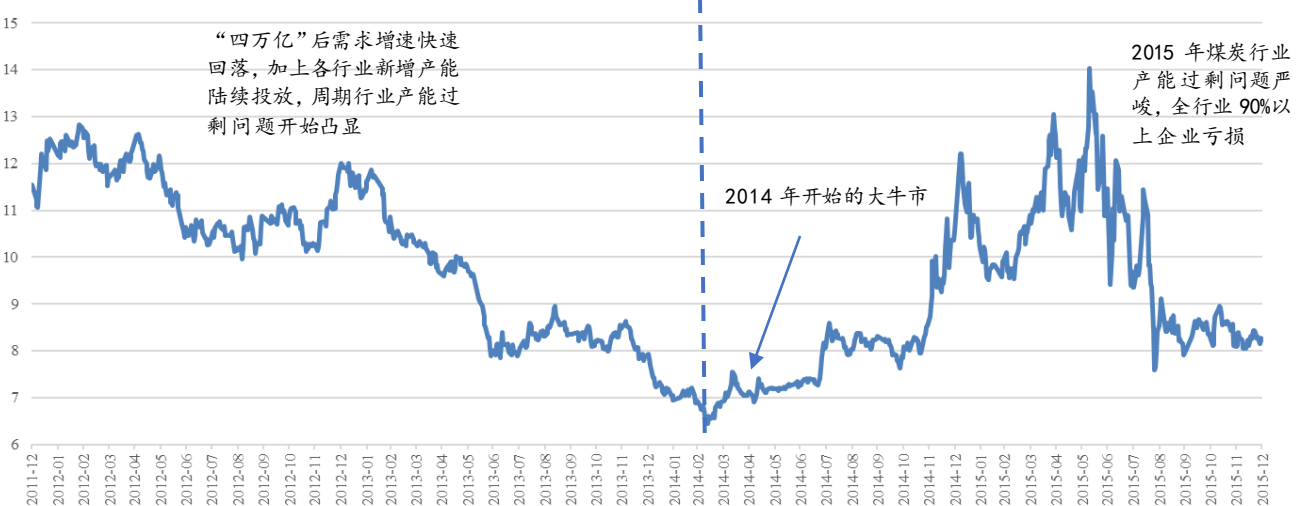
数据 : wind, 证券研究

图 22: 2012-2015 年中国神华三费水平



数据 : wind, 证券研究

图 23: 2008-2011 年中国神华股价, “四万亿”后受到市场追捧



数据 : wind, 证券研究

#### 2.4. 第四阶段: 供给侧改革开启煤炭产能新阶段, 高额分红开启煤炭行业新纪元

供给侧改革开启煤炭行业新阶段。为解决煤炭市场长期供给过剩的问题, 2016 年 2 月国务院印发《关于煤炭产业化解产能实现脱困发展意见》,

标志供给侧改革的开始，强调供给侧改革的核心是“去产能”，包括加快淘汰落后产能、暂停审批新项目等举措。结构优化方面，2016年末国家发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，提出通过减量置换和优化布局增加先进产能，加大以煤电一体化、煤炭清洁利用和煤炭资源深度加工为方向的行业兼并重组的力度。在供给侧改革的方针指导下，煤炭行业进入供给快速出清、优化布局的新阶段。

**神华国电集团重组，打造世界一流能源集团。**2017年8月，中国神华集团与中国国电集团实施联合重组，涉及资产1.8万亿人民币创下历史之最。我们认为此次合并重组使得新国家能源集团在煤炭业务与发电业务均居全国首位，行业地位大幅度提升。同时，对于中国神华上市主体来说，更增加了集团优质资产注入的预期，2018年3月签订《避免同业竞争协议之补充协议》，神华作为集团下属煤炭业务的整合平台，集团承诺不与公司在国内外任何区域内的主营业务发生竞争。根据承诺，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。

**利润大幅回升，高额分红开启煤炭行业新纪元。**中国神华深入推进供给侧改革，积极开展技术创新，在行业供需关系明显改善、煤价迅速回升的背景下，公司净利润由2016年的不到300亿元回升至2019年的515.40亿元。同时，中国神华开创煤炭行业高额分红的新纪元，也带动煤炭行业市场认知认同度大幅度提升。

#### 2.4.1. 供给侧改革开启煤炭产行业新阶段

2016年2月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，标志**供给侧改革的开始**。总体目标为自2016年起用3至5年的时间，退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右；规定2016年起3年内原则上停止审批新建项目，确需新建的，一律实行减量置换；推进企业改革重组。利用3年时间，力争单一煤炭企业生产规模全部达到300万吨/年以上；从2016年起，严格执行276制度。

2016年5月，财政部发布《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》，**明确财政支持化解过剩产能**。12月，发布《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》，**首次提出绿色区间概念**。

2017年8月，印发《关于明确煤炭产能置换和生产能力核定工作中有关事项的通知》，规定产能置换按照关闭退出煤矿产能的30%计算，经企业申请不享受中央财政奖补资金支持的，按关闭产能的100%计算。2018年2月，印发《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优产能释放促进落后产能有序退出的通知》，**提高产能置换比例，加速产能释放**。

**2015-2020年通过供给侧改革，煤炭行业退出落后产能10亿吨以上，并整合了、置换一大批“违法先建”的不合规煤矿（主要以民营为主），煤炭行业重新焕发生机。**

表 2: 2016-2018 年煤炭供给侧改革主要政策梳理

时间	文件
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》
2016 年 5 月	财政部《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》
2016 年 8 月	、能源局、煤矿安监局《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》
2016 年 12 月	《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》
2017 年 8 月	《关于明确煤炭产能置换和生产能力核定工作中有关事项的通知》
2018 年 2 月	《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》
2018 年 8 月	、能源局、煤矿安监局联合印发了《关于进一步完善煤炭产能置换政策的补充通知》

数据 :: 国务院、财政部、网站, 证券研究

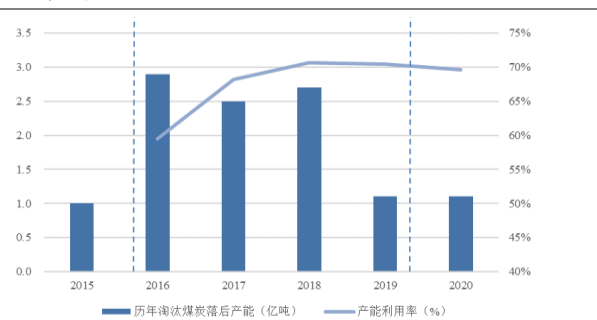
### 2.4.2. 煤炭行业：以“去产能”为核心，优化产能结构

**有效引导资源落后煤矿、落后产能退出，提高产能利用率。**2015 年我国淘汰煤炭落后产能 1.0 亿吨,2016-2019 年,我国共淘汰煤炭落后产能 9.2 亿吨,平均每年淘汰 2.3 亿吨,远高于 2015 年水平。同期煤炭开采和洗选业产能利用率有了较快提升,由 2016 年的 59.5%上升至 2019 年的 70.5%。

**有序推进企业兼并重组，市场集中度稳定提升。**在国家推动企业兼并重组的政策指导下,2017 年 7 月,靖远煤业、窑街煤电和甘肃省煤炭资源开发投资兼并重组为甘肃能源化工投资集团;同年 8 月,国电集团和神华集团兼并重组成立国家能源投资集团;2018 年 7 月,盘江煤电、水城矿业、六枝工矿和林东矿业兼并重组成立贵州盘江煤电集团。随着兼并重组的有序推进以及落后产能的退出,煤炭行业由 2015 年的 6000 余家企业下降至 2019 年的 4253 家企业,煤炭产能同步向大型煤矿集中,行业前五家集中度由 2016 年的 40.18%提升至 2019 年的 46%。

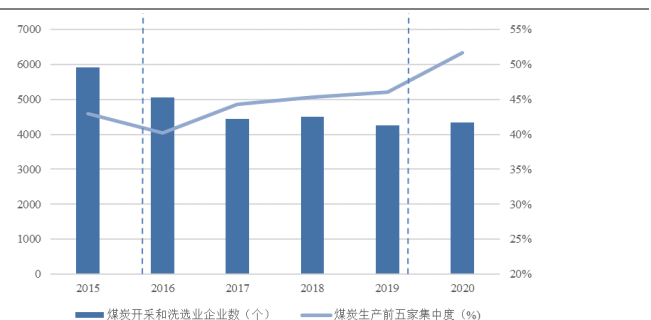
**煤企议价能力提高，煤价迅速回升。**随着供给侧改革的深入,供求状况得到明显改善,行业产能结构不断优化,2016 年末,秦皇岛港动力煤平仓价由年初的历史最低值 370 元/吨迅速回升至 590 元/吨,并在此后的两年保持稳定,围绕 590 元/吨小幅波动。

图 24: 2016-2019 年淘汰煤炭落后产能、产能利用率情况



数据 : wind, 国家, 证券研究

图 25: 2016-2019 年煤炭行业集中度稳定提升



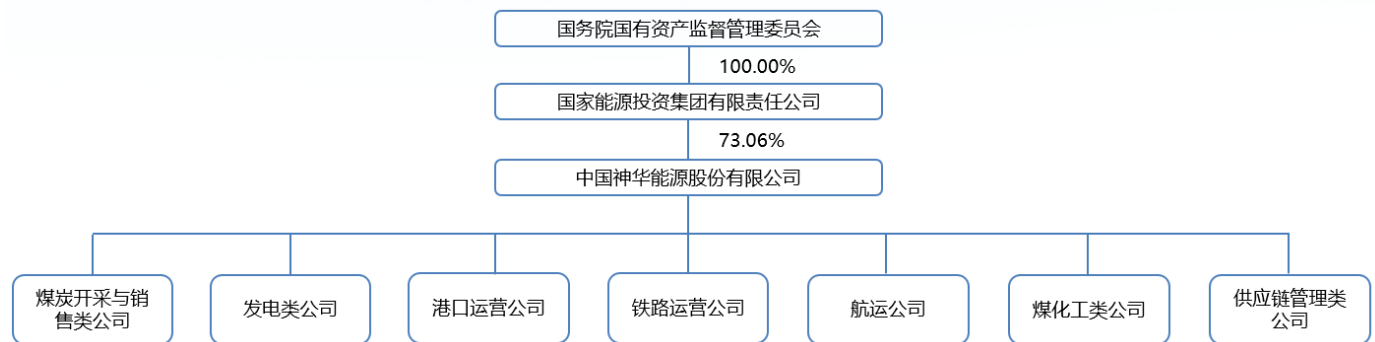
数据 : wind, 国家, 证券研究

### 2.4.3. 神华国电集团重组，世界能源巨头横空出世

2017年8月28日，中国国电集团公司与神华集团合并重组为国家能源投资集团有限责任公司，世界能源巨头横空出世。神华集团作为煤炭行业龙头央企，是世界上最大的煤炭供应商，截至2016年底，神华集团总资产达到9793亿元。国电集团是中国“五大发电集团”之一，截至2016年底，资产总额达到8031亿元。神华与国电的重组涉及资产约1.8万亿，是自国资委成立以来最大的央企并购重组案。

- **巩固传统煤炭业务业内优势地位。**通过合并重组，中国神华将整合国电旗下的煤炭自产，资源量和产量将再上新台阶。同时，煤电一体化将煤炭产品的需求端与供给端更紧密地结合，进一步保障销量的稳定性，巩固了中国神华在煤炭行业的国际领先地位。
- **减少同业竞争，竞争力进一步提高。**一方面，双方对资产区域重合度较高的火电业务进行了整合，有效解决双方先前的同业竞争情况，有助于进一步提高公司在浙江、安徽、江苏等地的电力市场占有率。另一方面，国电集团旗下的龙源电力处于风电行业龙头地位，通过合并重组，中国神华在国内外的竞争力、定价权将进一步提高。
- **助力绿色低碳转型。**低碳化发展已是大势所趋，未来随着节能减排的压力越来越大，煤炭产业将产生更大的不确定性和风险。因此，对中国神华而言，此次合并重组将成为公司绿色低碳转型的重要契机，拥有大量的火电风电资产将是中长期内对冲风险的有利手段。

图 26: 2017 年中国神华股权结构



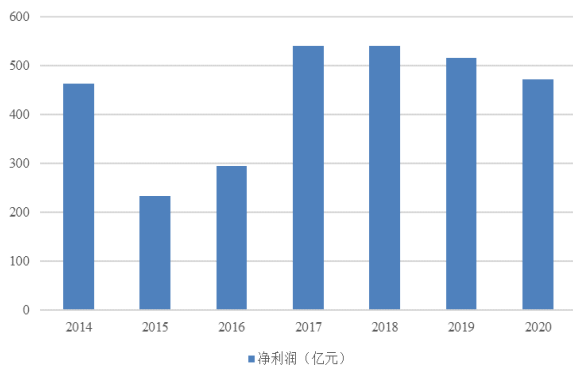
数据 : 证券研究

### 2.4.4. 中国神华利润大幅回升，开启煤炭行业高分红新纪元

中国神华利润大幅回升，整体竞争力持续加强。中国神华深化供给侧结构性改革，依托传统的一体化经营优势，推进清洁能源发展战略，持续加强产业技术和科技创新能力建设。截至2019年底，公司的煤炭绿色开采技术国际领先，清洁燃煤发电等技术处于国内领先水平，初步形成了科学决策、系统管理、研究开发、成果转化的科技资源一体化运行模式和科技创新驱动型发展模式。受益煤炭行业供给侧改革，中国神华业绩逐步回升，2016-2019年站稳400亿+归母净利润。

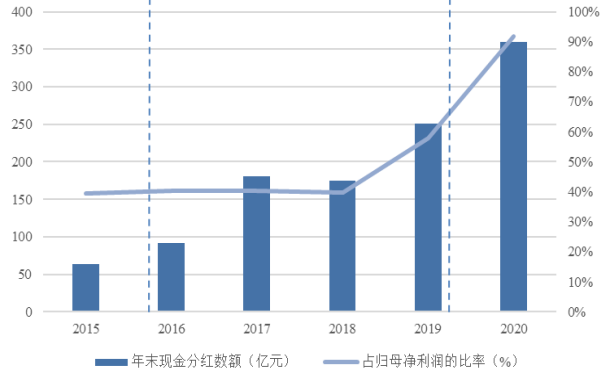
**2016年分红+巨额特别股息,开启煤炭行业高分红高股息大幕。**2016年,中国神华在保障持续经营的前提下,积极回应股东诉求、与投资者共享发展成果,宣布派发特别股息现金 2.51 元/股,结合年末股息现金 0.46 元/股,共计派息 2.97 元/股,对应股息率高达 18%,煤炭行业高分红高股息的特征第一次进入市场眼帘。2017-2018 年,中国神华继续保持了稳定 40%左右的分红率,2019 年开始分红率提升至近 60%,2020 年分红率提升至 91%,率先开启了煤炭行业高分红高股息的大幕。

图 27: 2016-2019 年中国神华利润大幅回升



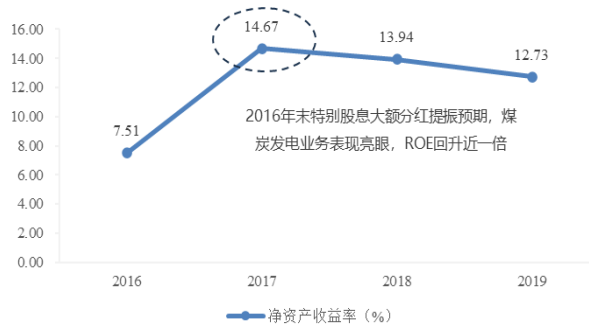
数据 : 公司年报, 证券研究

图 28: 2016-2019 年中国神华分红大幅度提升



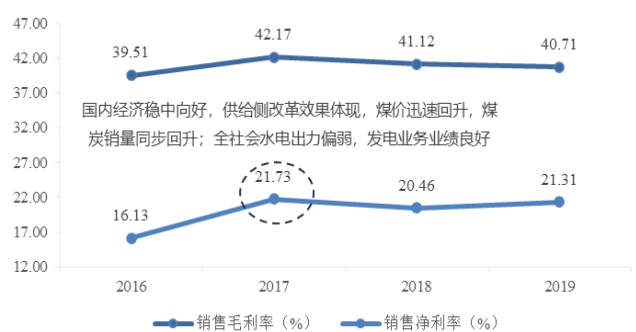
数据 : 公司年报, 证券研究

图 29: 2016-2019 年中国神华净资产收益率水平



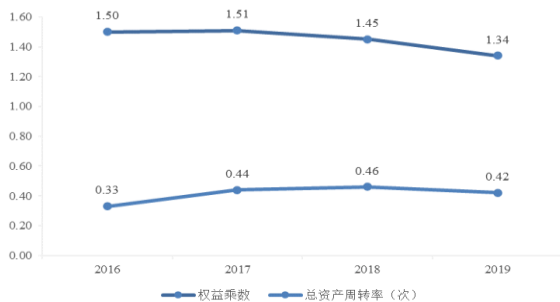
数据 : wind, 证券研究

图 30: 2016-2019 年中国神华毛利率与净利率



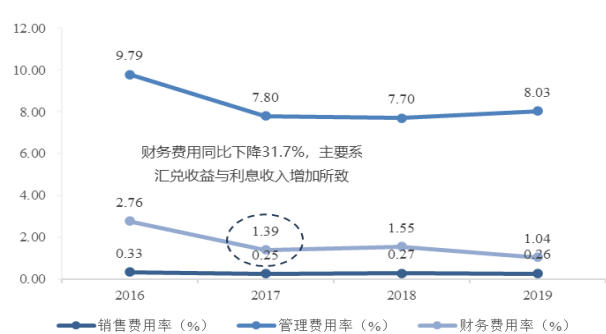
数据 : wind, 证券研究

图 31: 2016-2019 年中国神华权益乘数与总资产周转率



数据 : wind, 证券研究

图 32: 2016-2019 年中国神华三费率水平



数据 : wind, 证券研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/708121010014006025>