

中信证券研究部



祖国鹏
首席煤炭分析师
S1010512080004

核心观点

公司在“煤—电—运”产业链的一体化有效降低了业绩波动性，同时煤炭、电力业务也不乏成长性。公司自由现金流水平充沛，具备长期高分红能力。目前 H 股估值依然大幅“破净”，董事会规划的 H 股回购若完成，预计将有效缩窄 A-H 折价水平。我们维持公司“买入”评级。

■ **“煤—电—运”全产业链龙头，稳健中不乏成长。**公司煤炭储量丰富，资源优质，近两年产量维持在 2.8~2.9 亿吨，占全国煤炭产量约 8%。远期而言公司新街矿区仍待开发，长期或带来 20% 的新增产能。展望 2021 年，电力板块有望贡献新的业绩增长，印尼爪哇项目二期、锦界、胜利矿区的坑口电厂，预计合计贡献权益净利润 16 亿元，公司“煤电联营”的优势将进一步强化。公司所属的朔黄线是全国第二大运煤专线，盈利稳定；黄大铁路和浩吉铁路满载后，长期还有望为铁路板块贡献新的业绩增长点。

■ **优质“现金牛”，长期高股息可持续。**公司目前资本开支规模稳定，负债率已降至 30% 以下，现金流充裕，具备长期高分红的能力。未来新增的煤矿、煤化工项目投资或导致资本开支上升至约 400 亿元以上，但自由现金流预计最低也可维持 300 亿元的规模。资本开支高峰过后，长期年均自由现金流可望回升至 600 亿左右。此外，预计公司长期 ROE 可保持在 10% 以上，这些都将为持续高分红提供支撑。按照公司承诺的 2019~2021 年不低于 50% 的分红比例，目前 H 股股价对应的 2020 年股息率有望超过 8%，价值吸引力明显。

■ **董事会拟提请股东大会授权回购 H 股，有望带动 H 股估值修复。**公司公告，董事会拟提请股东大会授权，回购不超过已发行 H 股 10% 的股份，回购股份将进行注销。若按照 13.48 港元/股计算，回购当前 33.89 亿 H 股的 10% 或将耗资 40 亿元人民币。目前公司 H 股较 A 股折价近 30%，虽然回购计划对公司整体股份数量影响不大，但相对于公司港股每日约 3 亿元左右的交易规模，回购交易的执行预计会明显推动股价上涨。

■ **风险因素：**宏观经济增速放缓，影响煤炭需求；进口、环保、安监等政策放松。

■ **投资建议：**我们给予维持公司 2020~2022 年国际会计准则下 EPS 预测 2.02/2.15/2.25 元（A 股会计准则对应的 EPS 预测为 1.96/2.06/2.19 元），当前股价 13.48 港元，对应 2020~2022 年 PE6/5/5x，对应 P/B 0.65x。我们给予公司目标价 18.60 港元，对应 2020 年 PE8x，维持“买入”评级。

中国神华	01088.HK
评级	买入（维持）
当前价	13.48 港元
目标价	18.60 港元
总股本	19,890 百万股
港股流通股本	3,399 百万股
52 周最高/最低价	16.62/12.06 港元
近 1 月绝对涨幅	7.67%
近 6 月绝对涨幅	13.25%
近 12 月绝对涨幅	-8.14%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,341	242,110	229,715	237,805	246,598
营业收入增长率	5.89%	-8.41%	-5.12%	3.52%	3.70%
净利润(百万元)	44,137	41,707	40,149	42,743	44,715
净利润增长率	-7.65%	-5.51%	-3.74%	6.46%	4.62%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.22	2.10	2.02	2.15	2.25
毛利率%	34.30%	31.86%	31.17%	31.91%	31.49%
净资产收益率 ROE%	13.31%	11.71%	11.18%	11.20%	11.04%
每股净资产	16.68	17.90	18.05	19.19	20.36
PE	5	6	6	5	5
PB	0.67	0.66	0.65	0.60	0.57
每股收益 EPS(基本)(港元)	2.67	2.40	2.34	2.51	2.60
每股净资产(港元)	20.04	20.48	20.90	22.41	23.55

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 24 日收盘价

目录

行业王者，“煤—电—运”全产业链布局	1
“煤、电、运”皆为行业翘楚	2
“一体化运营”造就经营优势突出	5
中短期煤价展望：边际改善趋势明显	6
需求改善趋势相对确定，期待更大的弹性	6
供给短期有约束，整体向上弹性有限	6
下半年动力煤价环比上涨确定性高，同比或追平去年同期	8
2021 年公司业绩增量明确：优质电厂投产，煤炭产量恢复	9
爪哇 2 号机组等优质发电资产投产或将增厚权益利润超 16 亿元	9
煤炭产量有望开始恢复，远期新街矿区有望贡献 20% 的产能增量	11
长协定价机制叠加一体化优势，公司业绩稳定性领先行业	13
长协机制降低煤炭售价波动幅度	13
开采成本位于行业平均成本曲线之下	14
“煤电联营”强化发电耗煤的成本优势	15
铁路网络不断完善，明年黄大铁路运营将进一步优化公司东部运输格局	16
港口/航运联动发运，紧密配合煤炭销售	17
现金创造能力强，具备长期高分红能力	19
典型“现金牛”企业，未来现金流有望持续累积	19
ROE 相对稳定，持续高分红可期	21
H 股回购预案展望：若计划执行，有望带动 H 股估值修复	23
风险因素	24
盈利预测、估值及投资评级	24
盈利预测	24

插图目录

图 1: 中国神华发展历程.....	1
图 2: 公司各业务板块利润总额.....	1
图 3: 中国神华六大发展业务线.....	2
图 4: 2019 年主要上市煤企煤炭产量对比.....	2
图 5: 中国神华燃煤机组装机容量地理分布.....	4
图 6: 公司燃煤机组利用小时数与行业平均对比.....	4
图 7: 全国主要煤炭铁路运输路线.....	5
图 8: 神华与其他煤企 ROE 对比.....	5
图 9: 神华与其他主要煤企资产负债率对比.....	5
图 10: PPI vs 工业增加值.....	6
图 11: M1 同比增速.....	6
图 12: 全国重点电厂煤炭供耗及库存可用天数.....	6
图 13: 三峡出库流量.....	6
图 14: 全国及煤炭主产省产量增速对比.....	7
图 15: 煤炭主产区新增产能预测.....	7
图 16: 进口煤折价及进口量对比.....	8
图 17: 国内外现货煤价对比.....	8
图 19: 坑口到港成本与港口售价之价差.....	8
图 20: 秦皇岛港煤炭均价预测.....	8
图 20: 2021 年新增发电项目净利润预测.....	9
图 21: 印尼爪哇发电厂.....	10
图 22: 山东地区发电、用量、输入量.....	11
图 23: 山东地区发电、用电累计增速.....	11
图 24: 公司商品煤产量及增速预测.....	12
图 25: 神华年度长协与月度长协价格.....	13
图 26: 公司煤炭售价与市场价格对比.....	13
图 27: 公司直达与下水煤炭售价对比.....	14
图 28: 公司直达与下水煤炭销量对比.....	14
图 29: 主要上市煤企 2019 年单位生产成本.....	15
图 30: 公司自产煤单位成本及同比增速.....	15
图 31: 发电分布内部耗煤情况.....	16
图 32: 内部煤炭采购价格与市场价对比.....	16
图 33: 公司燃煤发电平均售电标准耗煤.....	16
图 34: 公司自有铁路周转量变化情况.....	17
图 35: 黄骅港与秦皇岛港煤炭发运量对比.....	18
图 36: 公司航运货运量.....	18
图 37: 公司航运周转量.....	18
图 38: 公司产运销一体化运营示意图.....	19
图 39: 公司历年自由现金流情况.....	20
图 40: 公司历史分红率.....	23
图 41: 目前 Wind 一致预期对应上市公司 2020 年现金股息率预测.....	23
图 42: 中国神华 H 股 (港元/股) —A 股 (元/股) 折价率变化.....	24

图 43：中国神华 H 股股价与成交额走势	24
-----------------------------	----

表格目录

表 1：公司煤炭产能统计	3
表 2：公司铁路资产	16
表 3：中国神华与其他龙头公司“净利润含金量”对比	19
表 4：中国神华煤炭板块现金流情况	21
表 5：中国神华净资产收益率杜邦分析	22
表 6：煤炭板块盈利预测假设表	25
表 7：电力板块盈利预测假设表	25
表 8：中国神华盈利预测表	26

行业王者，“煤—电—运”全产业链布局

中国神华能源股份有限公司于 2004 年 11 月在北京成立，于 2005 年 6 月在香港联交所上市，于 2007 年 10 月在上海证交所上市（A/H 股占比分别为 82.9%/17.1%）。上市以来，公司积极整合母公司神华集团的煤炭、电力、运输等优质资产及集团外相关优质标的，通过集团资产注入等方式不断壮大上市公司规模。目前，中国神华的主营业务是煤炭、电力的生产和销售，铁路、港口和船舶运输，煤制烯烃等业务。

2017 年 8 月 28 日，经国务院批准，神华集团有限责任公司与中国国电集团公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司（国能投集团），从而上市公司中国神华的控股股东变更为国能投集团（持股比例为 73.06%）。神华集团与国电集团的联合重组，有利于加快培育具有全球竞争力的世界一流能源集团，同时也使得上市公司中国神华在煤炭、电力等资源获取和全产业链布局上具备先天优势。

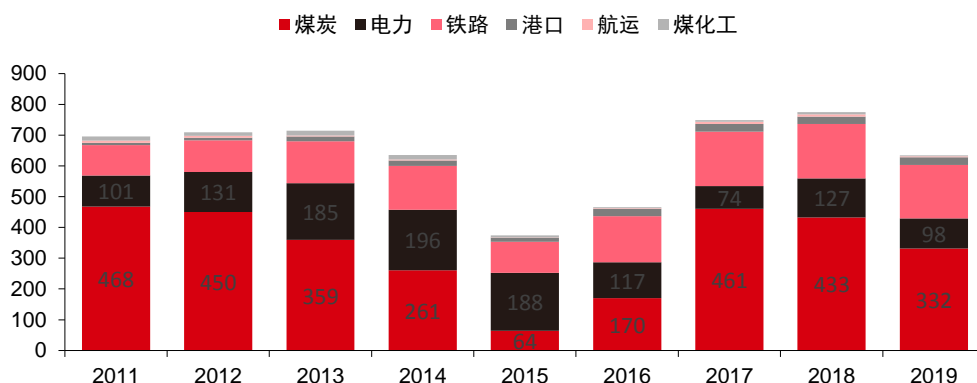
图 1：中国神华发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2019 年，公司煤炭、铁路、电力、港口、航运、煤化工分部利润总额分别为 332/174/98/25/2/3 亿元。自公司上市以来，煤炭、铁路、电力一直是公司利润的主要来源，利润总额占比始终保持在 94% 以上。三大板块的高效、协同运行，有效提升了公司业务结构的适应性和竞争力。

图 2：公司各业务板块利润总额（亿元）

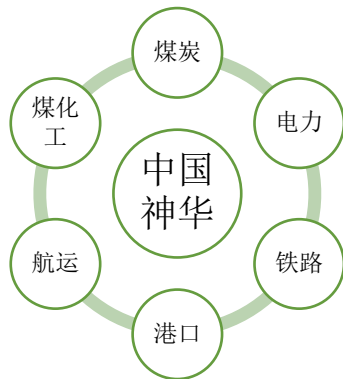


资料来源：公司公告，中信证券研究部 *数据为合并抵消前

“煤、电、运”皆为行业翘楚

公司业务基于煤炭的生产和销售，积极布局下游电力、铁路、港口、航运和煤化工等业务，可以说是国内煤炭企业中唯一一家能做到全产业链运营的企业，从而有利于获取产业链上每一环节的经营利润，有助于降低运营成本、提高业务竞争力，同时也大幅提高了公司抗风险的能力。

图 3：中国神华六大发展业务线



中国最大煤炭生产公司

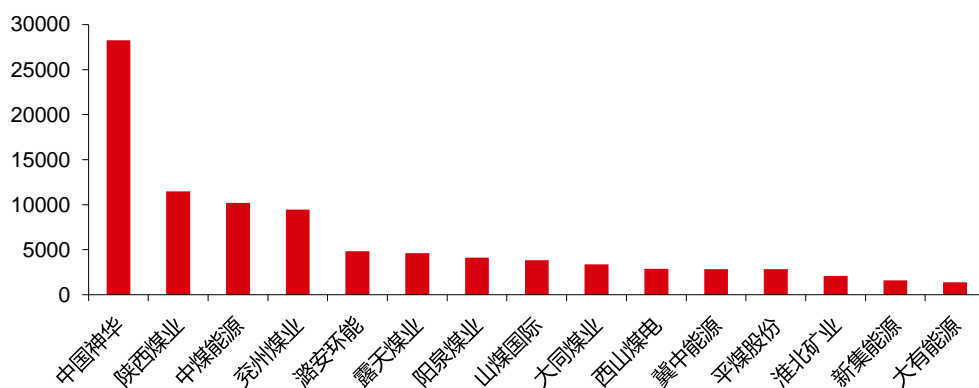
火电装机量行业上市第二

坐拥北方三大运煤通道之一

资料来源：公司公告，中信证券研究部

煤炭资源储量丰富，稳居煤企之首。公司拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区及宝日希勒矿区等优质煤炭资源，截至 2020 年上半年，中国标准下本集团的煤炭保有资源量 298.3 亿吨、煤炭保有可采储量 145.6 亿吨，JORC 标准下煤炭可售储量 78.8 亿吨，煤炭资源储量稳居上市公司首位。2020 上半年公司商品煤产量达到 1.46 亿吨，占同期全国煤炭产量的 8%。

图 4：2019 年主要上市煤企煤炭产量对比（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

目前，中国神华煤炭总产能达到 3.38 亿吨，权益产能 2.99 亿吨。公司拥有五大煤炭矿区，资源分布较为集中，其中神东矿区和准格尔矿区（分布在内蒙古和陕西两大产煤省交界处）煤炭产量占比达到 82.73%，资源储量占比达到 65.44%（截至 2020 年 6 月）。另一方面，公司煤炭资源禀赋优异：以神东矿区为例，神东矿区生产的煤炭具有“三低一高”的特点，即特低灰、特低磷、特低硫、中高发热值，是优质的动力、化工和冶金用煤。

表 1：公司煤炭产能统计（万吨）

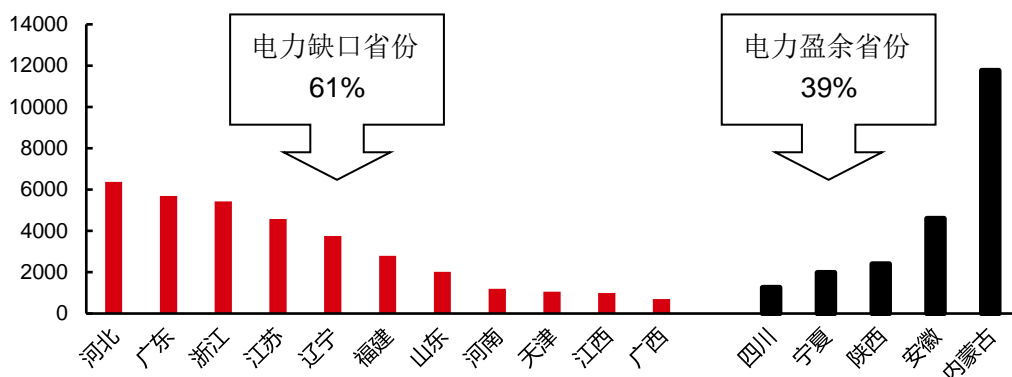
	煤种	权益占比	核定产能	权益产能	状态	运营主体
大柳塔-活鸡兔井	不粘煤和长焰	100%	1,500	3,300	在产	神东
哈拉沟	不粘煤和长焰	100%	1,600	1,250	在产	神东
榆家梁	不粘煤和长焰	100%	1,300	1,630	在产	神东
石圪台	不粘煤和长焰	100%	1,200	1,200	在产	神东
上湾	不粘煤	100%	1,600	1,600	在产	神东
补连塔	不粘煤	100%	2,800	2,800	在产	神东
保德煤矿	不粘煤	100%	500	500	在产	神东
乌兰木伦	不粘煤和长焰	100%	510	400	在产	神东
布尔台矿	不粘煤和长焰	100%	2,000	2,000	在产	神东
柳塔矿	不粘煤和长焰	100%	300	300	在产	神东
寸草塔一矿	不粘煤和长焰	100%	240	240	在产	神东
寸草塔二矿	不粘煤和长焰	100%	270	270	在产	神东
黄玉川煤矿	不粘煤和长焰	51%	1,000	510	在产	神东电力
黑岱沟	褐煤	58%	3,400	3,400	在产	准格尔能
哈尔乌素	褐煤	100%	3,500	1,972	在产	母公司
胜利一号	褐煤	63%	2,800	1,764	在产	北电胜利
锦界矿	不粘煤和长焰	70%	1,800	1,330	在产	锦界能源
宝日希勒	褐煤	57%	3,500	1,981	在产	神宝
水泉露天矿	弱粘煤	100%	120	120	在产	包头能源
李家壕煤矿	不粘煤和长焰	100%	600	600	在产	包头能源
万利一矿	不粘煤和长焰	100%	1,000	1,000	在产	包头能源
印尼煤矿	褐煤	70%	200	140	在产	国华南苏
郭家湾煤矿	不粘煤	50%	800	401	在产	榆林能源
青龙寺煤矿	不粘煤	50%	300	150	在产	榆林能源
澳洲沃特马克煤矿	动力煤	100%	1,000	1,000	在建	
在产矿小计	26	88%	32,840	28,858		
在建矿小计	1	100%	1,000	1,000		
合计		88%	33,840	29,858		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

电力装机以燃煤机组为主。截至 2020 年上半年，公司控制并运营的发电机组装机容量为 3.1 万兆瓦，其中燃煤发电机组总装机容量 2.99 万兆瓦，占本集团总装机容量的 96.5%。2019 年由于与国电合并因素部分电力资产出表，公司发电量减少 46.2%。另外，公司进一步完善电力营销考核体系，积极开拓内外部大用户直供电市场，抢抓市场电量，2020 年上半年，公司市场化交易电量 295.8 亿千瓦时，占总售电量的 50.3%。

公司电厂中高达 61%的装机容量集中分布在用电缺口省份。通过分析各省市、自治区和直辖市的总发电量和总用电量数据，我国共有 19 个省市发电量无法满足自身用电需求，因此需要从省外调入电量，属于电力缺口省份，主要分布在京津冀、长三角、珠三角及周边地区。相反，山西、陕西、内蒙、贵州等煤炭富集区和云南、四川、湖北等水电资源丰富区的发电量超过本省用电需求，属于电力盈余省份。

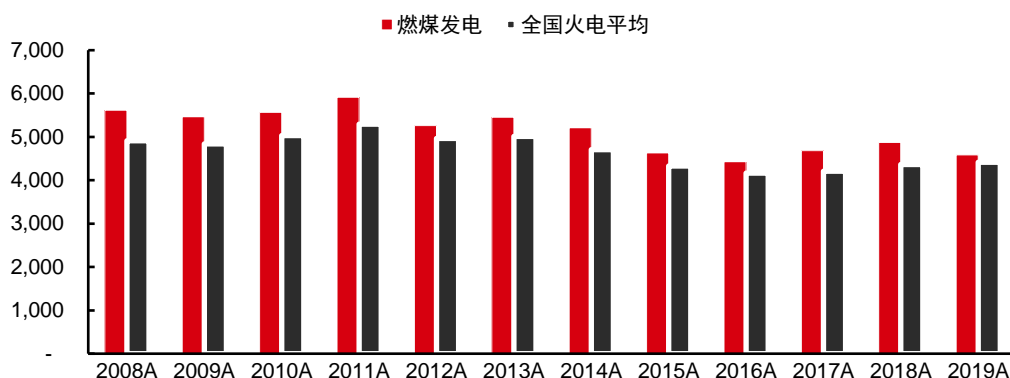
图 5：中国神华燃煤机组装机容量地理分布（兆瓦）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

由于公司电厂主要集中在华北、华东及华南等经济较发达区域，电力负荷集中、用电需求旺盛，从而导致了公司燃煤机组平均利用小时数处于行业领先地位。多数年份，公司火电机组利用小时数较全国平均水平高出约 10%。因此，在保守预测的情况下，我们预计公司燃煤机组利用小时数能够与行业火电平均利用小时数保持一致的增长。

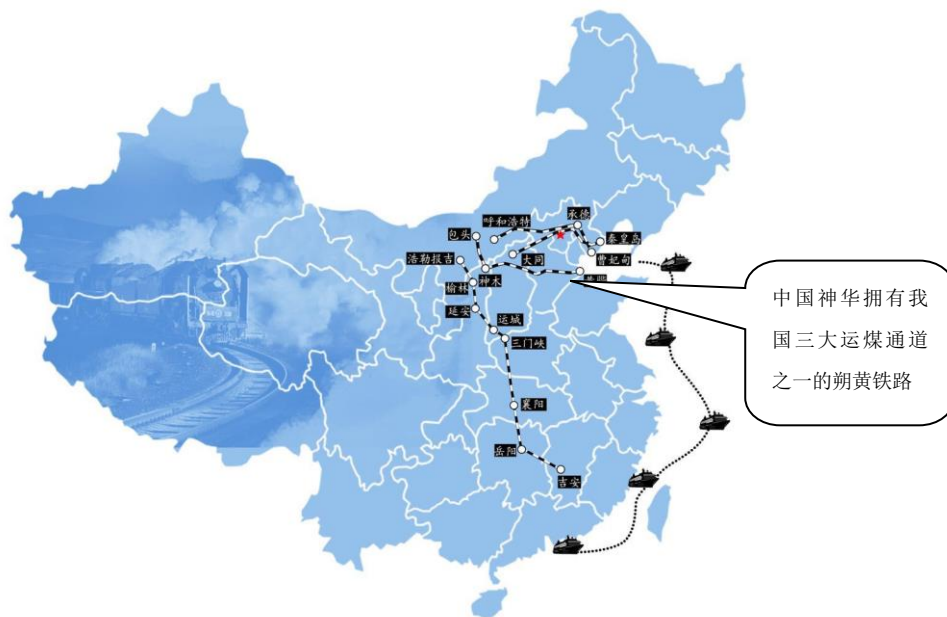
图 6：公司燃煤机组利用小时数与行业平均对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

“路港航”联运，推进产运销一体化。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—朔黄线”西煤东运大通道（北方三大运煤通道之一，年运货量达 3 亿吨），控制并运营的铁路营业里程约 2155 公里，2019 年自有铁路总运输周转量 2855 亿吨公里，是行业第三大铁路网运营商。除此之外，公司还控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约 2.7 亿吨/年），2019 年通过自有港口下水的煤炭销量达到 2.32 亿吨。与此同时，公司拥有约 220 万载重吨自有船舶的航运船队，年货运量达到 9300 万吨。

图 7：全国主要煤炭铁路运输路线

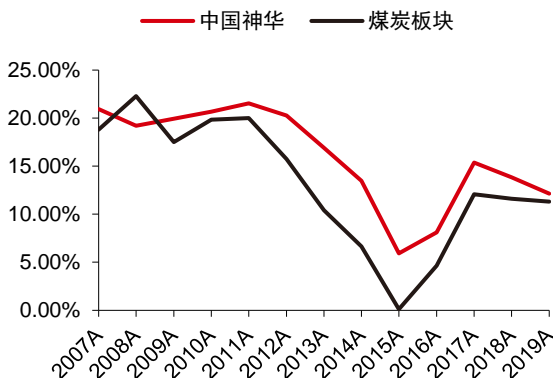


资料来源：公司公告，中信证券研究部

“一体化”模式强化经营优势

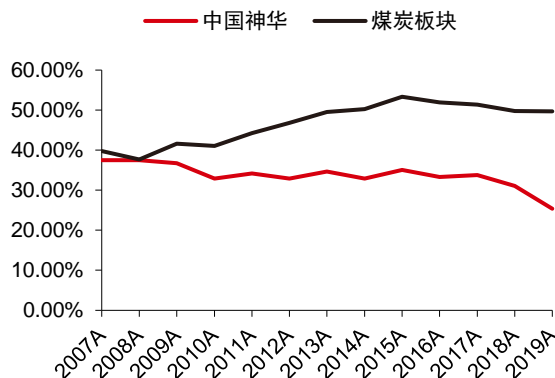
煤电一体化的经营模式也有助于公司各项经营指标处于行业领先水平。净资产收益率方面，公司的 ROE 水平一直处于行业领先水平，尤其是在 2015 年煤价最低点的时期，上市煤企整体净资产收益率为 0.62%，而中国神华港股的 ROE 仍达到 5.93%。另一方面，公司的资产负债率降低至 30% 以下的行业较低水平，而 2010~2015 年其他主要上市煤企的资产负债率却是不断上升，神华和板块的负债率走势出现明显的分歧，也从侧面说明神华长期现金累积的强大能力。

图 8：神华与其他煤企 ROE 对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：神华与其他主要煤企资产负债率对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

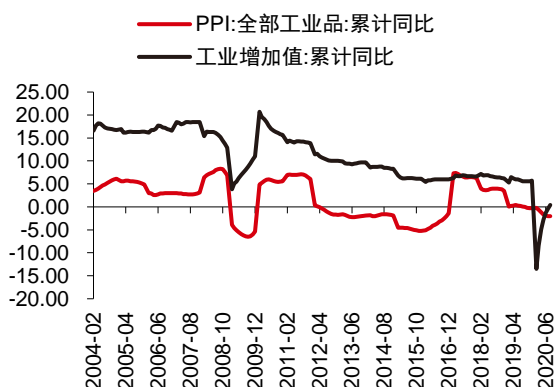
整体来看，中国神华的煤炭、铁路、电力等各项业务均处于相应行业的龙头地位，规模优势明显。全产业链的经营模式有助于公司获取“煤电运”产业链每一环节上的经营利润，从而提高公司竞争力、保证业绩的相对稳定。

■ 中短期煤价展望：边际改善趋势明显

需求改善趋势相对确定，期待更大的弹性

总体而言，PPI 指标与各煤种需求都有很强的相关性。宏观数据显示，PPI 单月同比增速低点大概率已经在 5 月份出现（5 月份同比-3.7%，8 月份已回升至-2.0%），工业增加值从单月数据看，自 4 月以来同比增速逐步扩张，8 月累计增速同比已转正，这些因素预示着动力煤需求也在改善趋势中。

图 10: PPI vs 工业增加值（当月同比，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

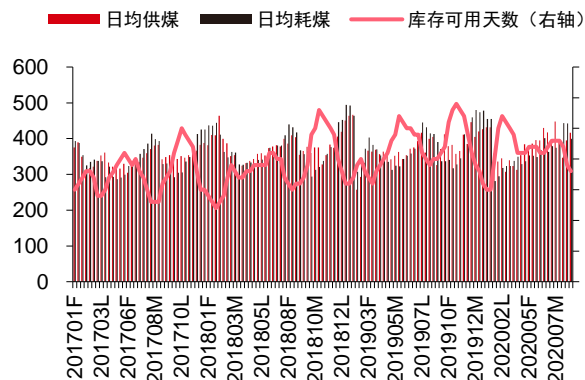
图 11: M1 同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

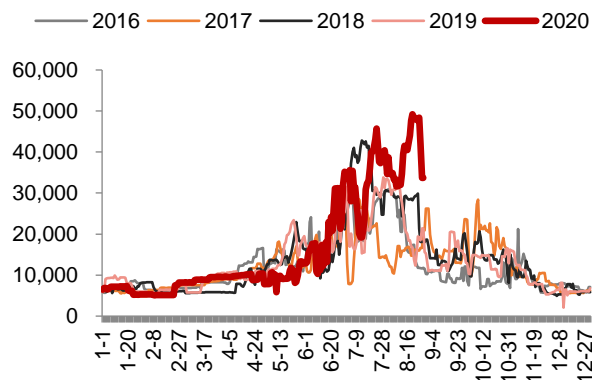
就高频数据而言，从重点电厂煤耗数据看，8 月耗煤同比增速较 7 月有扩张，但进入 9 月后增速又有所收窄，从三峡出库流量看，水电对火电的挤压近期有所减弱。综合两大因素，预计下半年煤炭需求同比仍可维持正增长。我们预测下半年动力煤需求同比增速或在 2~3% 之间，或存在超预期的可能，主要变量是水电的出力。

图 12: 全国重点电厂煤炭供耗及库存可用天数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13: 三峡出库流量（立方米/秒）

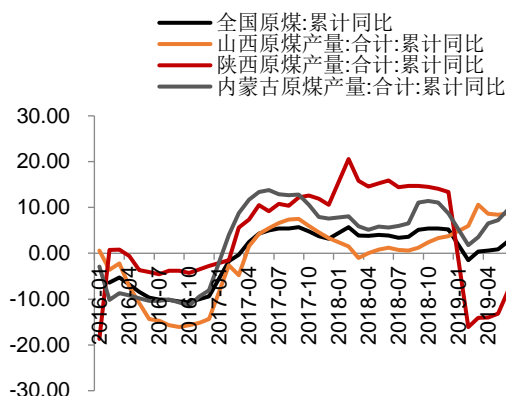


资料来源：Wind，中信证券研究部

料供给短期仍有约束，整体向上弹性有限

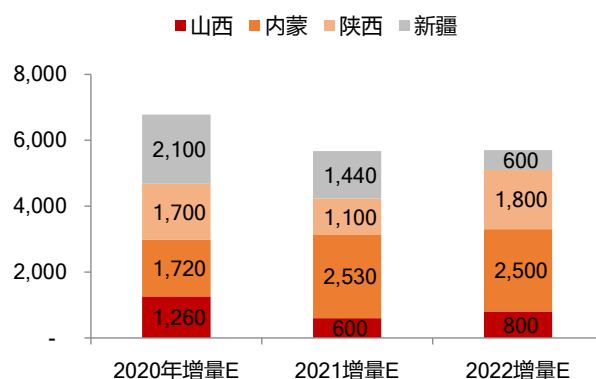
5 月全国原煤产量累计增速同比转正, 说明疫情对煤矿开采的影响基本消失。但 7~8 月份, 原煤产量累计增速又出现了同比负增长。影响产量的主要变量在于内蒙, 内蒙因为矿权资源领域的整顿, 个别违规煤矿已被要求停产, 对各煤矿产量监管也较为严格, 主要通过煤管票限制超产。此外, 陕西地区 9 月中旬以来边际供给也在下降, 主要是国家煤矿安监局全国煤矿安全生产综合督查工作在推进, 一些安全不达标的煤矿生产受到影响。因此预计短期供给将继续受到约束, 缺乏向上弹性。

图 14: 全国及煤炭主产省产量增速对比 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: 煤炭主产区新增产能预测 (万吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

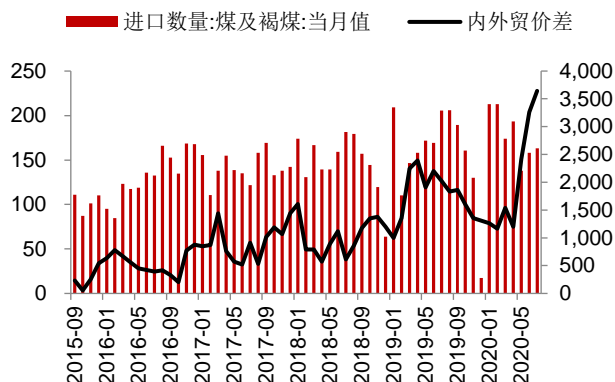
今年前 8 月, 陕西、山西及内蒙煤炭主产省份累计产量同比增速分别为+11.8%/+4.1%/-10.4%。陕西的高增速主要是由于去年矿难导致的低基数影响, 而内蒙则主要受到煤管票以及超产监管收严的影响。按照数据推算, 如果今年剩余 4 个月三大省份煤炭产量要达到同比持平的状态, 月均产量环比前 8 月月均山西可下降 1%, 陕西月均环比需增长 18%, 内蒙月均环比需增长 15%。在目前的监管政策下, 这一增速很难实现。

中期看, 产能仍属温和扩张阶段。预计 2020~2022 年“三西”+新疆地区年均有效新增产能约在 7000 万吨左右, 预计未来 2~3 年主产区新增产能或有 1000~2000 万吨的减少, 产量增速或有所下降, 产能周期处于温和扩张周期。同时, 行业的集中度在不断提升, 也有利于供给格局的优化, 平滑产量的释放节奏, 料行业很难再出现历史上供给无序扩张的状态。

进口也是影响国内供给预期的主要变量, 因为进口煤折价优势明显, 导致在进口政策收紧的背景下, 进口量依然有增加的动力。从折价幅度看, 进口煤折价今年以来持续攀升, 从最初的 100 元人民币/吨左右拉大至目前的 200 元/吨以上, 尽管进口煤通关额度趋紧, 但逐月的进口量环比仍在提升, 不过从同比数值看, 增速已显著放缓。

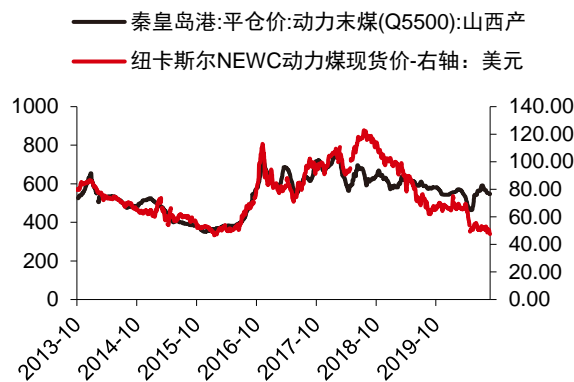
从目前预期看, 进口煤的政策和进口量还将延续目前的状态, 预计随着夏季用煤旺季的结束, 月度环比进口量可能出现下降, 待进入冬天旺季, 进口量环比还会有显著提升, 但总体看预计今年进口量还将压缩在 3 亿吨以内, 对国内煤炭供给不会造成明显的压力。

图 16: 进口煤折价及进口量对比 (左轴: 元/人民币, 右轴: 万吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 国内外现货煤价对比 (元/吨、美元/吨)



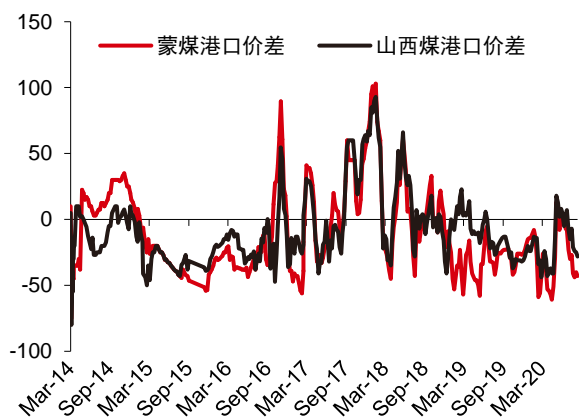
资料来源: Wind, 中信证券研究部

下半年动力煤价环比上涨确定性高，同比或追平去年同期

目前，陕、蒙等坑口地区安全监管、“明盘”治理、限制超产等政策力度不减，坑口供给难有增加，加之非煤行业采购需求的增加，导致坑口价格持续强势，而北方港口动力煤则因为坑口成本的支撑，在需求有增加的情况下，价格迅速提升，上涨节奏也超出了市场预期。我们判断接下来影响供给的安监以及进口因素还将延续，无论是港口还是坑口，动力煤价 9 月之后将呈现正常的季节性波动，预计均价明显强于上半年。

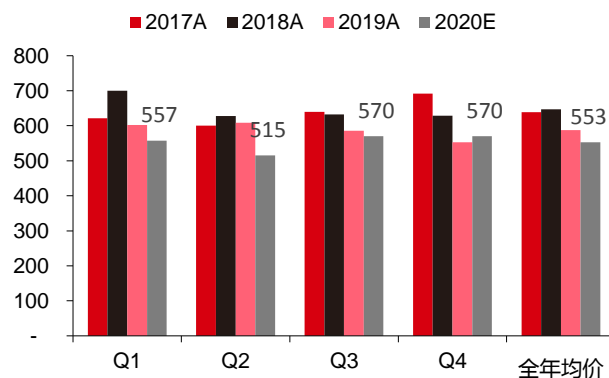
我们预计三季度港口动力煤 5500 大卡对应的均价约为 570 元/吨的水平，四季度煤价走势或成 V 型，煤价中枢也有望保持在 570 元/吨左右的水平；动力煤全年均价 550~555 元/吨，同比降幅在 6%；下半年均价环比上半年增长约为 6%，同比基本持平，边际改善明显；下半年坑口动力煤基本也保持类似的波动幅度。

图 18: 坑口到港成本与港口售价之差 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 秦皇岛港煤炭均价预测 (元/吨)



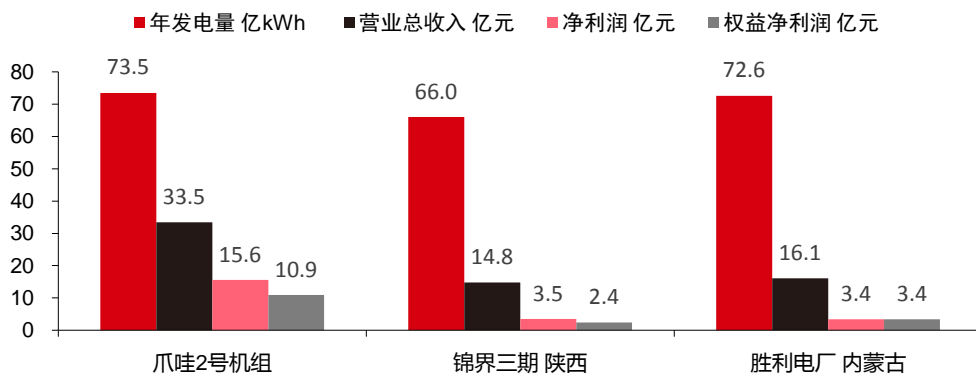
资料来源: Wind, 中信证券研究部 (含预测)

■ 2021 年公司业绩增量明确：优质电厂投产，煤炭产量恢复

爪哇 2 号机组等优质发电资产投产或将增厚权益利润超 16 亿元

根据公司披露信息和相关工程建设进展，公司发电板块的爪哇 2 号机组、陕西锦界三期项目、内蒙古胜利电厂一期等三个项目将在 2021 年为公司带来新增利润。这三个新投产项目由于机组设计较为先进，且在燃煤成本、利用小时数、上网电价等方面具有优势，盈利能力有望高于公司现有发电资产。我们预计三个项目完全投产后年合计发电量有望达到 210 亿千瓦时，或将增加营业收入 64 亿元左右、净利润 22.4 亿元左右（权益净利润 16.7 亿元左右）。

图 20：2021 年新增发电项目净利润预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

印尼爪哇 2 号机组：盈利能力显著高于均值，或增厚权益利润近 11 亿元

根据公司披露信息，印尼爪哇 7 号项目总投资 120 亿元人民币（18.83 亿美元），总装机容量 $2 \times 1050\text{MW}$ ，项目主体由中国神华能源股份有限公司与印尼国家电力公司所属子公司 PJBI 按照 7:3 的出资比例共同组建的神华国华（印尼）爪哇发电有限公司，项目整体投运后年发电量约 150 亿千瓦时。该项目是印尼电力建设史上单机容量最大、参数最高、技术最先进、指标最优的高效环保型电站。

项目 1 号机组已于 2019 年 12 月投产，其中供电标准煤耗为 287.1g/kWh 。根据国家能源集团官网信息，2020 年 9 月 23 日电厂 2 号机组顺利通过 168 小时试运并投入运营，试运行结果显示机组锅炉效率 92.69%，汽机热耗 7438.29kJ/kWh ，厂用电率 4.16%，供电煤耗 288.64g/kWh ，各项指标均优于设计值，主要环保指标达到印尼最优

我们预计 2021 年印尼爪哇 2 号机组或将为公司带来营业收入 33.5 亿元，增厚净利润 15.6 亿元（权益利润 10.9 亿元）。

- 1) 销售电价高。根据公司披露数据显示,印尼地区 2020 上半年公司销售电价为 0.551 元/千瓦时, 2019 年全年为 0.559 元/千瓦时, 均显著高于公司燃煤发电机组目前约 0.337 元/千瓦时的销售电价。
- 2) 供电煤耗小。2 号机组试运行数据显示其供电煤耗仅为 288.64g/kWh, 与 1 号机组相当, 显著低于公司 2019 年平均 309g/kWh 的平均耗煤, 也低于行业新投产机组约 300g/kWh 的耗煤水平。耗煤量的减少将显著降低电厂运营成本。
- 3) 利用小时长。由于印尼地区缺电现象较为严重, 且公司电厂为当地重要的电力来源, 我们预计爪哇机组有望实现满产运营, 爪哇 2 号机组利用小时有望达到设计的 7000 小时水平, 这将显著高于 2019 年全公司燃煤机组 4585 小时的平均利用小时数, 也显著高于全国 6000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均 4416 小时的利用小时数。
- 4) 燃煤成本低。印尼地区是全球重要的煤炭出口地, 煤炭产量较高, 燃煤成本相比于国内电厂或有竞争优势。

图 21: 印尼爪哇发电厂



资料来源: 公司官网

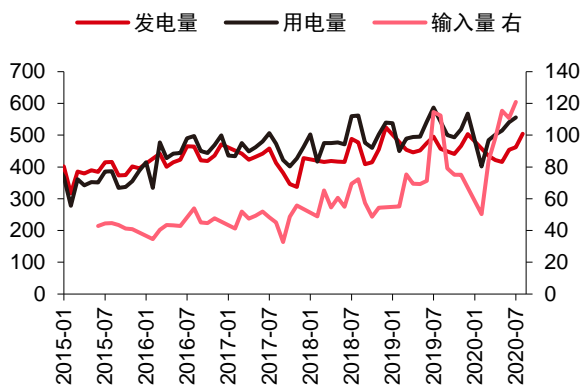
内蒙古胜利电厂: 坑口电厂成本优势突出, 或增厚年权益利润 3.4 亿元

胜利发电厂为煤电一体化大型坑口电厂, 位于内蒙古锡林浩特市东郊。该电厂规划建设为 2×660 MW 超超临界空冷机组, 是锡林郭勒盟—北京东—天津南—山东 1000 kV 交流特高压输电工程的配套电源点项目, 并由此特高压线路接入京津冀鲁电网。机组燃煤为低热值褐煤, 由公司胜利露天矿供应并经皮带运输至电厂。项目计划投资 56 亿元, 中国神华出资比例为 100%, 根据规划有望于 2021 年投产。

胜利电厂的优势主要体现在两个方面：机组利用小时数长、坑口电厂成本较低：电厂电力主要售往山东地区，而该地区电力需求较为旺盛，近年来发电增速持续低于用电增速，电力缺口不断扩大，对外部电力的消纳能力较强，胜利电厂机组的利用小时数有望得到保障；此外，公司为坑口电厂，耗煤直接来自于胜利露天矿的低热值褐煤，燃煤成本有望具有较强优势。

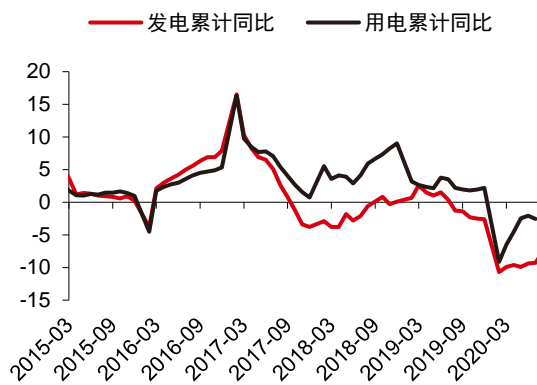
在 5500 小时利用小时数、300/kWh 供电煤耗、0.27 元/kWh 销售电价计划，胜利电厂项目年发电量或达 72.6 亿千瓦时，有望贡献营业收入 16 亿元、权益净利润 3.4 亿元。

图 22：山东地区发电、用量、输入量（当月，亿千瓦时）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：山东地区发电、用电累计增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

陕西锦界三期项目：盈利能力显著高于均值，或增厚权益利润 2.2 亿元

公司锦界煤电一体化项目位于陕西省神木县锦界工业园区，是国务院批准的“西电东送”北通道支撑电源点，中国神华按 70% 比例出资建设，规划容量 4×600 兆瓦+2×660 兆瓦+2×1000 兆瓦，分四期建设，其中一、二期 4×600 兆瓦已建成投产。三期建设 2×660 兆瓦超超临界燃煤空冷发电机组，计划总投资 43 亿元。2020 年 6 月 4 日锦界电厂三期厂用系统受电一次成功，按照工程建设进度预测，该项目有望于 2020 年底或 2021 年初投产运行。

在 5000 小时利用小时数、300/kWh 供电煤耗、0.273 元/kWh 销售电价计划，锦界三期项目年发电量或达 66 亿千瓦时，有望贡献营业收入 14.8 亿元、净利润 3.5 亿元（权益利润 2.4 亿元）。

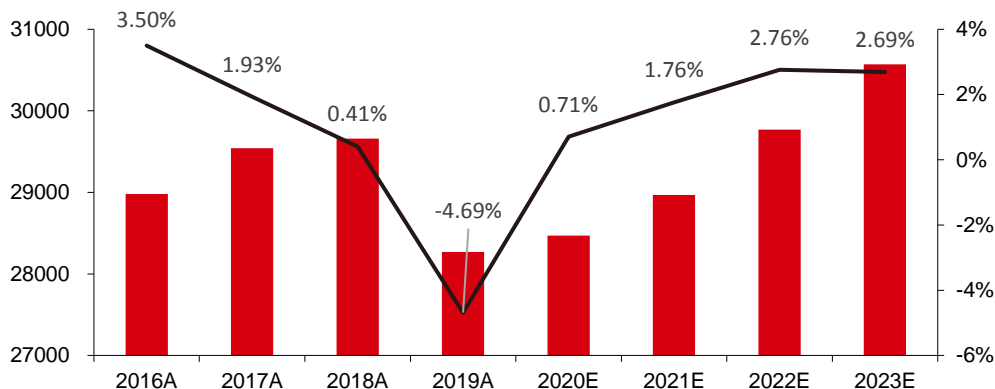
煤炭产量有望开始恢复，远期新街矿区有望贡献 20% 的产能增量

2020 年公司商品煤生产规划为 2.68 亿吨，其中上半年完成 1.456 亿吨，完成率为 54.3%。过去两年公司由于地方安全检查、部分矿区的征地补偿及土地使用权等问题，煤炭产量有所下滑，但相关问题已有部分解决：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，宝日希勒露天矿 325 公顷用地预审获得批复。公司近两年生产受到影响的矿井情况如下：

- 万利一矿：之前停产主要是因为采矿证照的更新，我们预计今年底或明年初生产能够有所恢复。
- 胜利一号：前期停产主要涉及到露天矿区征地的问题，我们估计相关工作有明显的进展，产量正在逐步恢复中。同时，因为该矿涉及到东北区域保供，预计四季度产量会有所增加；此外该矿产能去年已由 2000 万吨核增至 2800 万吨，预计未来还可为公司贡献增量。
- 布尔台：由于地质条件变化原因，预计后续会出现永久性减量。
- 宝日希勒：2019 年产量约在 2800~3000 万吨，因矿区中有小片区域矿权还未得到审批，因此部分生产接续受到影响，2020 年产量大概率出现下滑。
- 哈尔乌素：恢复性剥离基本完成，2020 年上半年生产商品煤 1250 万吨，相比 2019 年上半年 660 万吨，同比增长 89.4%。2020 年全年有望恢复至 2500 万吨。

2020 年 1-8 月公司商品煤产量 1.93 亿吨，同比增长 0.1%，其中 8 月份单月产量 2390 万吨，同比增长 2.1%。考虑相关证件办理进展顺利且产能有所核增，预计 2020 产量将企稳恢复，我们预计 2020~2022 年公司煤炭产量分别为 2.85/2.90/2.98 亿吨，同比分别增长 0.71%/1.76%/2.76%。

图 24：公司商品煤产量及增速预测（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

远期而言，根据公司 2017 年 8 月的公告，内蒙古新街台格庙矿区总体规划获得国家发展改革委批复，该矿区面积约 766 平方公里，煤炭资源总量约 144 亿吨。矿区划分为五个井田和一个后备区，五个井田规划矿井建设总规模 6200 万吨/年，相比当前产量可增长 20% 以上。目前公司针对逐个矿井分批积极申请采矿权，申请核准后可分期建设煤矿。我们预计从 2024 年起每年可新投产一个矿井，平均产能 1240 万吨，以吨煤净利 90 元/吨为基准（对应市场煤价中枢 550 元/吨时），平均每个矿井至少可贡献净利润约 11 亿元，累计可贡献净利润 55 亿元。

■ 长协定价机制叠加一体化优势，公司业绩稳定性领先行业

长协机制降低煤炭售价波动幅度

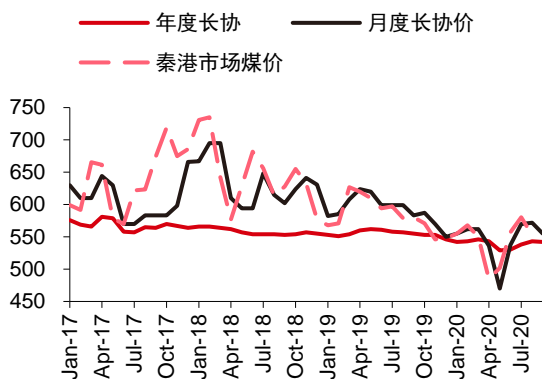
2017 年以来，公司煤炭销售采用年度长协和月度长协合同定价。具体来看，公司年度长协煤价格机制为“基准价（5500 大卡动力煤 535 元/吨）+浮动价”，由于浮动价受到环渤海指数和 CCTD 秦皇岛大卡动力煤指数的平滑，所以年度长协价格非常稳定。而月度长协价格不设立基准价，主要参考上月末现货市场动力煤价格，一定程度上增加了月度长协对市场现货价格的反映，月度长协价格更接近于市场价、但有小幅度折价。

公司目前整体的煤炭销售中长协占比达到 80%~90%，年度长协也已经逐步从“一年期长协”转变为“三年期长协”。2018 年初，神华集团与国内 6 家长期合作、信誉良好的优质电力企业签署了三年（2019~2021 年）电煤长协合同（每年合同量大约 5000 万吨），对年度销量、价格及调价机制等进行了约定。因此，年度长协与月度长协的定价机制有利于公司煤炭售价和销量保持相对稳定。

$$\text{年度长协价} = 535 \text{ 元/吨} \times 50\% + \text{上月}(\text{BSPI} + \text{CCTD5500} + \text{CECI})/3 \times 50\%$$

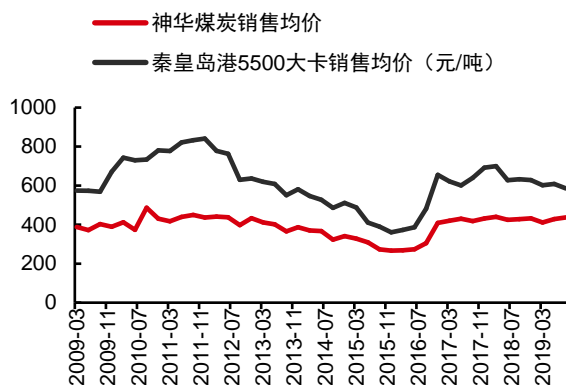
$$\text{月度长协价} = \text{上月末}(\text{CCTD5500} + \text{API8 指数} + \text{CCI 动力煤 5500} + \text{CECI 指数})/4$$

图 25：神华年度长协与月度长协价格（元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

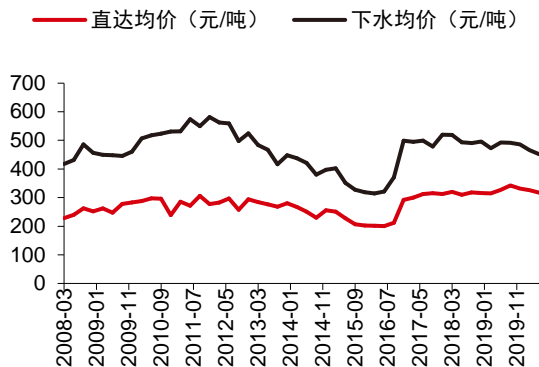
图 26：公司煤炭售价与市场价格对比（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

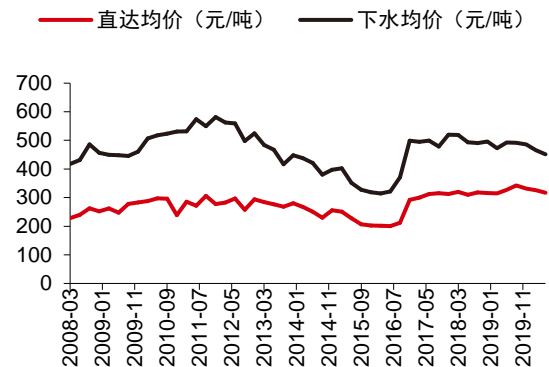
销售结构方面。公司煤炭销售主要分为铁路直达（包括坑口）和港口下水为主，两者占比合计超过 95%。从销售价格角度来看，港口下水均价整体高于铁路直达均价，但港口下水价格的波动性也高于铁路直达。在历史上煤价上行周期时，港口下水价格涨幅快于铁路销售，从而公司也相应加大下水煤炭的销量。反之，在煤价下行周期时，港口下水利润空间缩小，公司下水煤的销售占比也随之下降。

图 27: 公司直达与下水煤炭售价对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28: 公司直达与下水煤炭销量对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

在对 2020 年市场煤价下跌 6~7%左右的预测前提下，以公司 2019 年销售数据为基准：

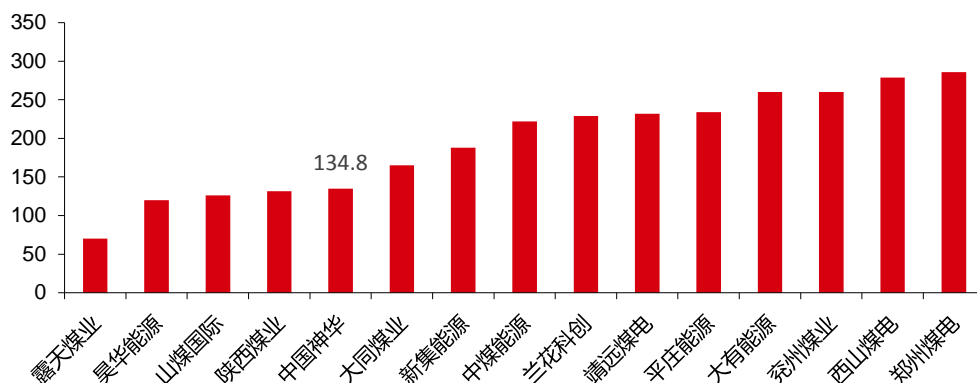
- 自产煤中约 2 亿吨基本以年度长协价格通过铁路直达或港口下水销售，预计这部分煤炭售价 2020 年下跌 1%以内。
- 约 0.8 亿吨在坑口区域以现货价格销售，预计这部分煤炭售价 2020 年下跌 5%左右。
- 另外，公司约 1.6 亿吨外购煤主要以月度长协销售，预计这部分煤炭售价 2020 年下跌 6%左右。

因此，综合考虑下，我们预计 2020 年公司整体煤炭销售均价下跌 4~4.5%，明显低于市场煤价的降幅。

开采成本位于行业平均成本曲线之下

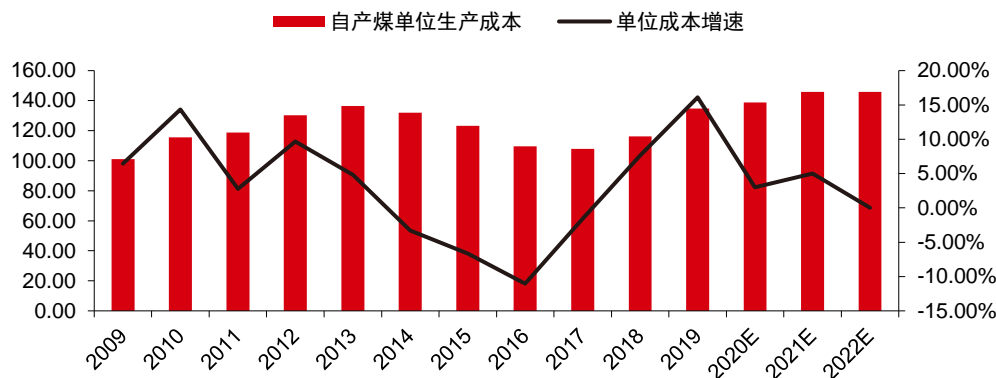
由于公司煤炭资源开采先天条件优势明显，叠加露天矿占比较高，公司整体的煤炭开采成本处于行业较低水平。目前公司的露天煤矿产能占比达到 38%，露天煤矿由于煤层较浅，开采成本和开采难度相对井工矿来说更为低廉。从行业横向比较来看，中国神华吨煤成本处于行业较低的前 15%，增强了公司在低煤价时期的竞争力，即使在煤炭行业景气度最差的 2015 年，公司煤炭分部的经营收益依然取得 49.33 亿元。

图 29：主要上市煤企 2019 年单位生产成本（元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 30：公司自产煤单位成本及同比增速（元/吨，国际会计准则口径）



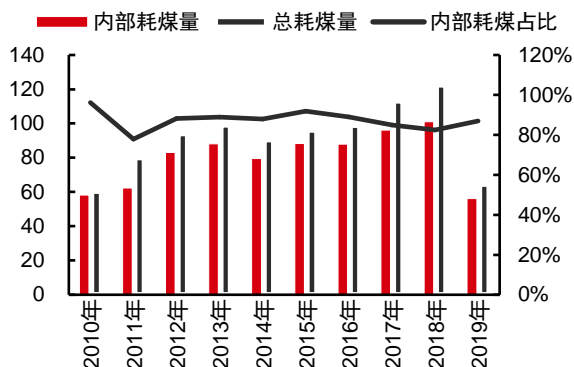
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

历史数据来看，得益于公司常年来坚持优化生产组织、实施精细化成本管控、坚持提质增效等措施，2014~2016 年公司单位生产成本均保持负增长。2018 年由于哈尔乌素煤矿减产及加大土方剥离耗用的材料增加等因素，导致自产煤单位成本同比上升 7.60%，这一因素在 2019 年延续，加之内蒙区域矿山用电成本上升，导致 当年自产煤单位成本同比增长 16.1%，随着哈尔乌素矿逐步实现正常生产，矿井恢复性剥离完成，材料成本将随之降低，预计 2020 年开始，国际会计准则对应下公司生产成本增速有望明显下降。

“煤电联营” 强化发电耗煤的成本优势

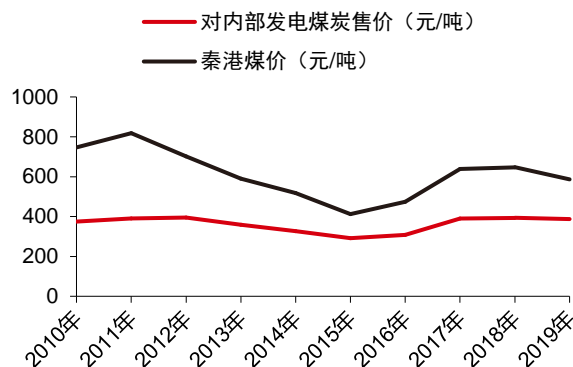
公司燃煤机组发电耗煤主要来自于内部采购，2019 年公司火电分部发电消耗煤炭 0.645 亿吨，其中 87% 采购来自于集团内部，占公司自产煤量的 19.8%。而公司对内电煤销售价格采购长协合同，从而有利于减缓发电分部燃煤成本的波动。我们可以看到，2010 年以来，公司对内部发电分部煤炭平均售价最高值仅比最低值高出 36%，而同期市场煤价最高值比最低值高出 99%。

图 31: 发电分布内部耗煤情况 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

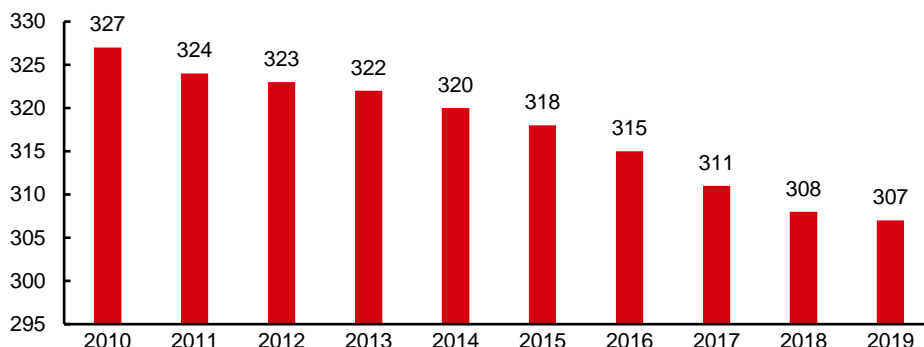
图 32: 内部煤炭采购价格与市场价对比



资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

另一方面, 公司持续推动煤电清洁发展, 实施燃煤机组超低排放改造。截至 2019 年上半年, 公司常规燃煤发电机组已完成超低排放改造, 超低排放燃煤机组装机容量占比继续保持行业领先水平, 公司燃煤发电机组平均售电标准耗煤处于不断下降的趋势, 2019 年下降至 307 克/千瓦时, 同比下降 1 克/千瓦时。

图 33: 公司燃煤发电平均售电标准耗煤 (克/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

铁路网络不断完善, 明年黄大铁路运营将进一步优化公司东部运输格局

中国神华拥有的铁路主要围绕煤炭基地打造, 公司运营管理 9 条铁路, 同时还有 3 个铁路在建项目。2017 年, 公司铁路分部抓住煤炭市场需求旺盛及汽运受限的有利时机, 优化运输组织, 保障一体化运输。新增大马力机车及 C80 车辆, 稳步增加万吨列车、两万吨列车的开行对数, 持续提升朔黄、神朔铁路等主干铁路线的运输能力。

表 2: 公司铁路资产

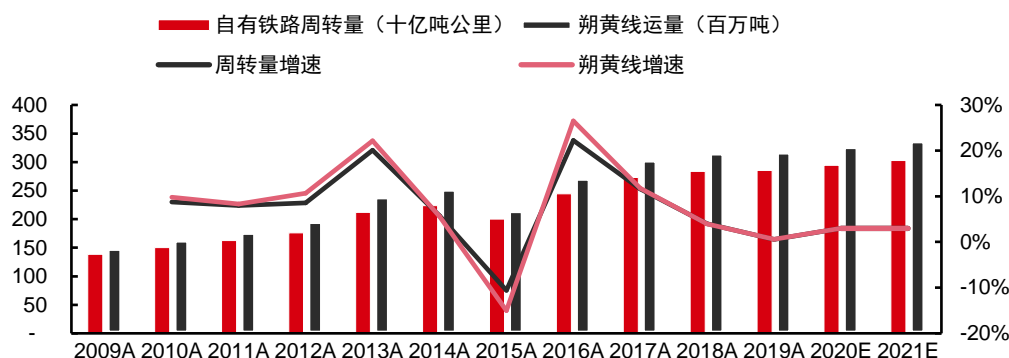
铁路路线	权益	起点	终点	里程 (公里)
神朔铁路	100%	神木大柳塔	朔州	266
朔黄—黄万铁路	52.72%	朔州	黄骅-天津	663
大准铁路	58%	山西大同	点岱沟	264
包神铁路	88.16%	陕西神木	包头	192
甘泉铁路	88.46%	甘其毛都	把头万水泉南	367

铁路路线	权益	起点	终点	里程 (公里)
巴准铁路	90%	巴图塔	点岱沟	135
准池铁路	85%	点岱沟	朔州神池	180
塔韩铁路	100%	塔然高勒	东胜区韩家村站	78
黄大铁路 (在建)	39.54%	黄骅	龙口港	224
阿莫铁路 (缓建)	75%	阿荣旗	莫力达瓦达斡尔族自治县	97
蒙华铁路 (在建)	10%	浩勒报吉	江西吉安	1837

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

目前朔黄线运量已达到满载负荷 3 亿吨, 但未达到设计运力 3.5 亿吨, 主要由于朔黄线连接的黄骅港货物吞吐量已达到饱和状态。预计 2021 年中期黄大铁路建成投运后, 每年可运输约 4000 万吨煤炭从黄骅港经山东内陆至烟台地区的龙口港下水, 从而在一定程度上提升朔黄线煤炭运量, 发挥协同效应。考虑到朔黄线作为公司煤炭铁路运输网的主力专线, 公司历史上铁路自有周转量增速与朔黄线运量增速保持高度的一致。因此, 在黄大铁路建成通车后, 预计 2021~2022 年公司自有铁路周转量年均能增长 3% 左右。

图 34: 公司自有铁路周转量变化情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

我们预计, 远期通过黄大铁路销售的煤炭预计可为公司带来 4 亿元左右的利润增量:

- 由于山东境内整体的煤炭价格高于周边省份 10~20 元/吨, 预计经此铁路销售的煤炭净利可提升 11 元/吨左右。按照年均 4000 万吨的运力计算, 考虑相应权益比重, 煤炭业务可提升利润 1.8 亿元左右。
- 而铁路方面, 若运价机制与朔黄线保持一致, 单位运输周转量可贡献利润约 0.055 元/吨公里, 从而铁路业务预计可提升利润约 2 亿元。

港口/航运联动发运, 紧密配合煤炭销售

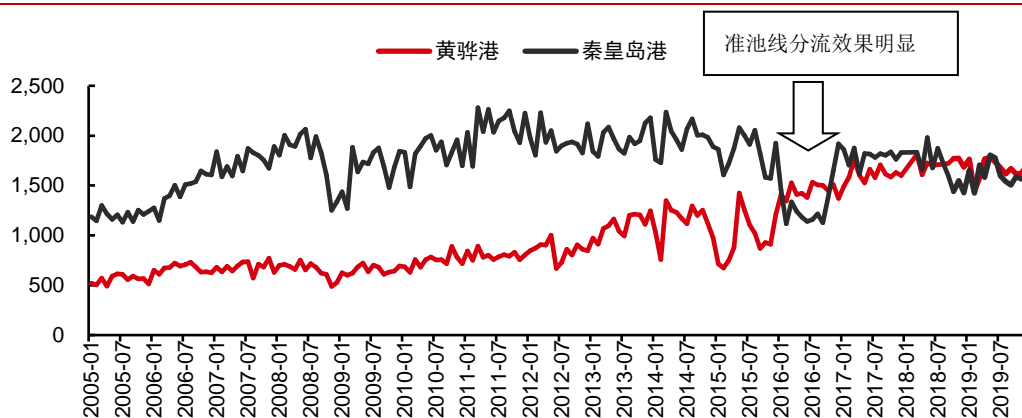
目前, 公司自有港口为黄骅港、神华天津煤码头神华珠海码头共三个港口, 2019 年自有港口下水煤量达到 2.32 亿吨, 同比小幅下滑 2.6%。

- 黄骅港直通朔黄铁路、邯黄铁路、黄万铁路、沧港铁路和黄大铁路, 是山西地区和内蒙古准格尔地区运距最短的出海口。现已建成 20 万吨级航道和万吨级以上泊位 25 个, 合计煤炭运输能力为 1.85 亿吨/年。

- 神华天津煤码头位于天津港南疆港区东端，中国神华持股 55%。天津煤通过黄万铁路与朔黄铁路相连，目前拥有 3 个大型煤炭泊位。2019 年通过天津煤码头下水的煤炭 4500 万吨，同比-0.2%。
- 神华珠海煤码头由中国神华持股 40%，通过广珠铁路与全国铁路网相连，海路横渡珠江口可达深圳和香港。目前拥有 1 个 5 万吨级、4 个 3000 吨级装船泊位和 2 个 10 万吨级（远期兼顾 15 万吨级）卸船泊位。

自 2016 年准池线建成通车推动了朔黄线运量的增长，也间接带动了黄骅港煤炭发运量的上升，当年黄骅港煤炭发运量达到 1.74 亿吨，首次超过秦皇岛港。2019 年黄骅港煤炭发运量达到 2.0 亿吨，高出秦皇岛港煤炭发运量 3%。

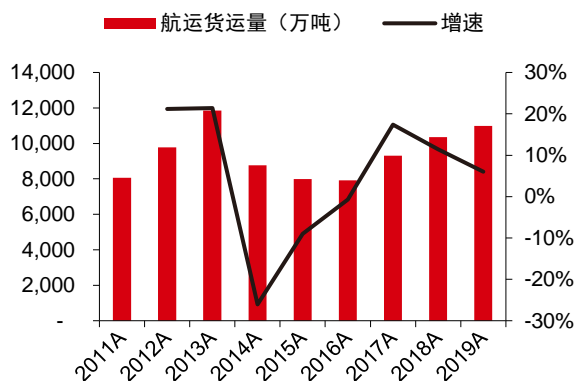
图 35：黄骅港与秦皇岛港煤炭发运量对比（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

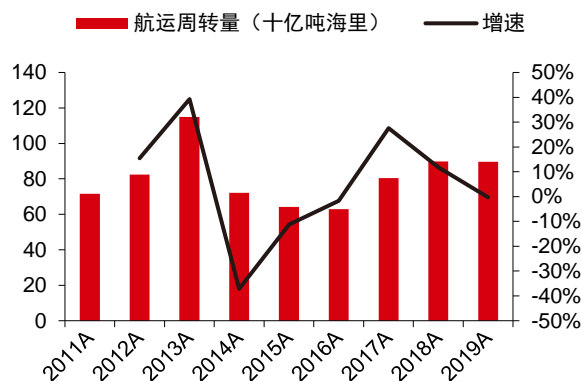
自 2013 年以来，公司不断利用自有铁路运输线来加大自有港口下水煤量，自有港口下水煤量占公司总煤炭下水量的比例从 2011 年初的 55.53%逐步上升至 2019 年底的 86.98%，这主要有利于进一步优化公司煤炭运输环节的成本管控，帮助公司完善“煤电运”全产业链。

图 36：公司航运货运量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 37：公司航运周转量

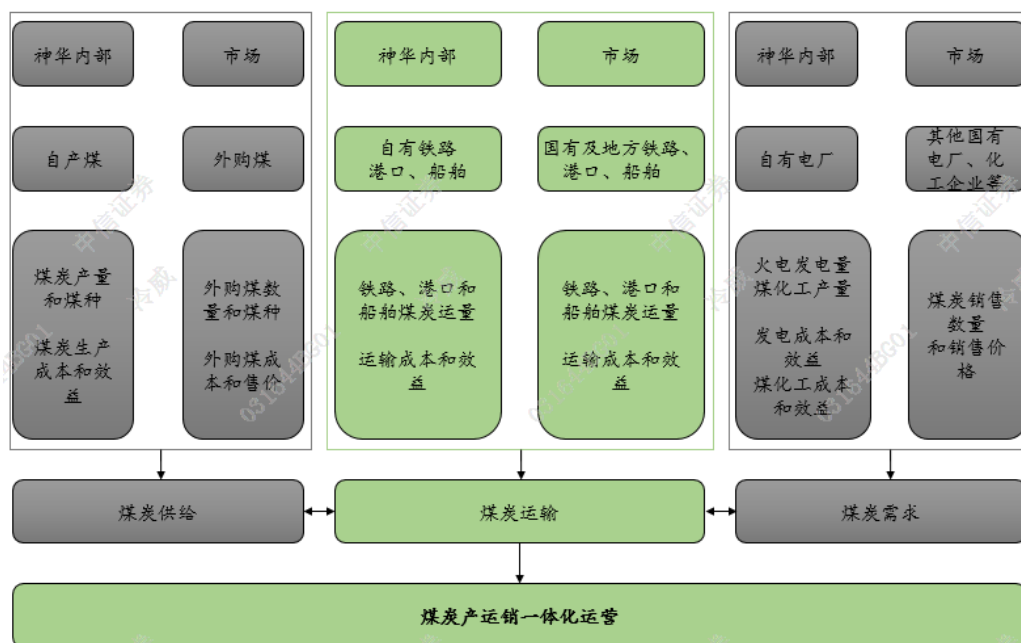


资料来源：公司公告，中信证券研究部

此外，公司航运分部紧密配合煤炭销售工作，完善一体化运营。面对煤炭市场运输需求增加、自有船舶运力不足的经营环境，公司航运分部加大运输衔接力度，精细化配置运力，有效落实“准班轮”制度，全力保障一体化运输需求。2019 年，公司航运分部航空货运量 1.1 亿吨，同比增长 6%；航运周转量 896 亿吨海里，同比微幅下滑 0.3%。

整体来看，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，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。

图 38：公司产运销一体化运营示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 现金创造能力强，具备长期高分红能力

典型“现金牛”企业，未来现金流有望持续累积

一般市场对于上市公司比较关注净利润的增长情况，企业是否真的赚到了真金白银，我们可以参考“净利润含金量”这个指标，即经营活动所产生的现金流量净额与净利润的比值。我们可以拿中国神华与其他行业的龙头公司贵州茅台、格力电器、伊利股份和中国平安来对比，2009 年以来中国神华国际会计准则下的净利润含金量均值达到 191%，显著高于理想均值 100%，同时相比贵州茅台等 A 股龙头也有一定的优势。

表 3：中国神华与其他龙头公司“净利润含金量”对比

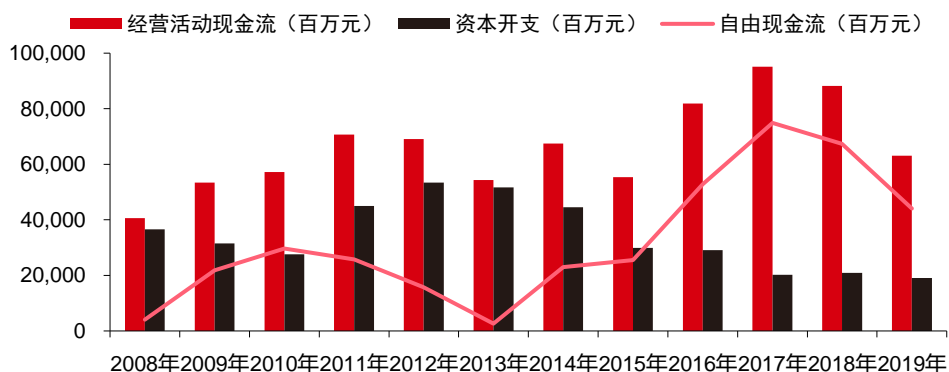
时间	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
中国神华	1.68	1.50	1.55	1.41	1.20	1.74	3.14	3.29	1.99	2.00	1.51
贵州茅台	0.98	1.23	1.16	0.9	0.84	0.82	1.12	2.24	0.82	1.18	1.1
格力电器	3.24	0.14	0.64	2.49	1.19	1.34	3.54	0.96	0.73	1.03	1.48

时间	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
伊利股份	3.13	1.9	2.03	1.4	1.72	0.59	2.06	2.26	1.17	1.34	1.1
中国平安	6.72	8.04	3.87	14.01	7.71	4.33	2.5	3.65	1.36	1.92	1.67

资料来源: Wind, 中信证券研究部

企业的自由现金流测算可以简化为经营性现金流净额扣除资本支出来计算, 从神华国际会计准则下的数据可以看到, 一方面随着公司业务规模的不断扩大, 近年来自由现金流已达到 700~900 亿左右的水平, 而公司资本开支周期已度过高峰期, 近几年的资本开支水平下降至 200 亿元以内, 从而产生的自由现金流达到 500~700 亿的水平。

图 39: 公司历年自由现金流情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

近几年公司整体的经营性现金流上升了一个台阶, 相比上一轮周期 400~600 亿左右的经营性现金流上升至 700~900 亿水平, 当然现在的煤价仍处于 550 元/吨的高位水平, 假设市场煤价重新跌回 400 元/吨左右的低位, 预计公司的经营性现金流仍可以达到 600 亿 (边际上煤炭板块现金流减少 200 亿, 但电力板块可望对冲 100 亿), 目前存量资产在一轮完整的周期中经营性现金流波动在 600~900 亿水平。不过由于神华财务公司的控股权已转移至国家能源集团, 财务公司出表或对公司现金流产生一定的影响, 我们按照公司近三年披露的剔除财务公司的经营性现金流数据, 预计将减少经营性现金流 100~150 亿元, 那么神华未来经营性现金流或在 500~800 亿元的水平波动。

展望公司未来的资本开支规模, 我们首先梳理未来可能出现的重大资本开支计划:

- 新街矿区: 产能 6200 万吨, 预计总投资规划在 800~1000 亿左右, 建设周期较长在 5~10 年;
- 包头煤制烯烃项目: 预计总开支水平 120 亿左右;
- 电力项目: 预计未来几年新建电厂或在 200 万千瓦, 资本开支需求或达到 100 亿;
- 收购集团资产: 为履行集团避免同业竞争协议, 长期来看预计需要 1000 亿资金用于收购集团资产;

- 维护性资本开支：每年在 100 亿左右；

未来 1~3 年来看，公司的资本开支需求主要集中在包头煤制烯烃项目、电力方面，预计年均资本开支维持在 200~300 亿元左右，从而保守预计公司产生的自由现金流可以稳定在 300~500 亿。

而长期 5~10 年来看，由于新街矿区和收购集团资产需要的资本开支较大，预计年均资本开支或上升至 400 亿左右的水平（按平均 8 年测算）。但无论是新建煤矿还是收购集团煤炭资产同样能够带来一定的现金流对冲。

根据公司披露数据（虽然没有披露营运资本变动，但整体上影响不大），近三年公司煤炭板块单位自由现金流接近 200 元/吨。按照前面的假设，若建设新街煤矿和收购集团资产在 8 年内完成，平均每年上市公司新增煤炭产能 2000 万吨，对应增加自由现金流可达到 15~20 亿元，考虑财务公司不再并表的减量效应，全部完成后平均每年可净新增现金流 50 亿元左右。

表 4：中国神华煤炭板块现金流情况

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
利润总额 EBT（百万元）	68,928	60,945	34,520	41,253	73,293	70,141	64,922
税金（百万元）	13,704	12,562	9,561	9,283	16,155	15,977	15,145
净利息支出（百万元）	3,685	4,417	4,468	5,062	4,910	4,903	3,067
折旧摊销（百万元）	19,187	20,749	23,990	24,721	25,340	23,728	20,379
资本开支（百万元）	51,665	44,539	29,876	29,058	20,268	20,935	19,009
自由现金流（百万元）	26,431	29,010	23,541	32,695	67,120	61,860	54,214
煤炭产量（万吨）	31,810	30,660	28,000	28,980	29,540	29,660	28,270
单位自由现金流（元/吨）	83	95	84	113	227	209	192

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

整体来看，我们预计未来 1~3 年内公司资本开支主要集中在电厂及煤制烯烃等项目上，资本开支需求稳定在 200~300 亿左右，每年的自由现金流保守可维持在 500~600 亿。而未来 5~10 年来看，预计建设新街矿区和收购集团资产累计需要 2000 亿左右的资本开支，这段时期公司年均自由现金流或下降至 300~400 亿元。但是考虑到建设新街矿区和收购集团资产后能够带来充沛的现金流，预计长期公司的年均自由现金流可以回升至 600 亿左右。

ROE 相对稳定，持续高分红可期

目前市场对于中国神华充沛的现金流主流预期是未来可提升分红率，那持续高分红的前提是公司经营情况保持稳定，每股净资产投入能为公司创造稳定的收入，从这一角度分析我们可以关注净资产收益率指标。

自公司 2007 年上市以来，近 13 年的净资产收益率平均达到 15.58%，运用杜邦分析法我们可以拆解影响 ROE 变动的因素：

- **销售净利率**：2016 年供给侧改革以来公司销售净利率恢复至 20% 以上的水平，但远未达到上一轮周期 25% 以上的高位水平，主要是因为长协价格机制的引入降低了公司煤炭售价的上涨幅度。但长协机制也有利于在煤价下跌周期中稳定公司售价水平，我们判断公司未来销售净利率难以达到 2015 年的低点 13.96%。预计未来公司销售净利率的波动中枢在 20% 左右。
- **资产周转率**：公司具备完善的运输网络和稳定的下游客户，历史上公司资产周转率波动也不大，均值在 0.45。
- **权益乘数**：近年来随着公司资产负债率的下降，权益乘数也有所下降。考虑到目前资产负债率已经下降至 30% 以下，无论是公司历史以来还是行业横向对比来说都是较低水平，处于较为健康的水平，综合考虑公司运营结构及资金需求，预计权益乘数稳定在 1.3~1.4 附近。

表 5：中国神华净资产收益率杜邦分析

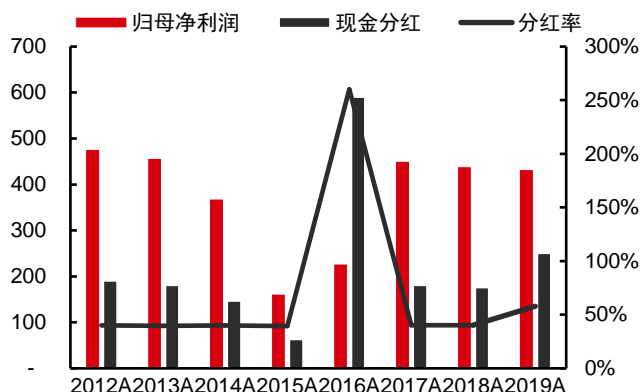
时间	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
净资产收益率	20.94%	19.22%	19.94%	20.67%	21.54%	20.26%	16.90%	13.48%	5.93%	8.10%	15.36%	13.85%	12.13%
销售净利率	29.28%	27.91%	29.83%	28.65%	25.22%	22.79%	19.46%	19.48%	13.96%	17.33%	22.89%	20.49%	20.56%
资产周转率	0.41	0.42	0.41	0.47	0.56	0.58	0.58	0.47	0.33	0.32	0.43	0.45	0.42
权益乘数	1.60	1.60	1.58	1.49	1.52	1.49	1.53	1.49	1.54	1.50	1.51	1.45	1.34

资料来源：Wind，中信证券研究部

综合而言，我们预计未来公司存量资产的净资产收益率中枢在 12%~13% 左右，低点或在 9%~10% 左右。公司运用充沛的现金流来扩张资产并不会影响 ROE 水平，反而因为新建矿井及电厂均为优质项目，预计投资回报率好于目前存量资产的平均水平，同样有利于提升公司的内在价值，也可以潜在保障公司持续提升分红率。

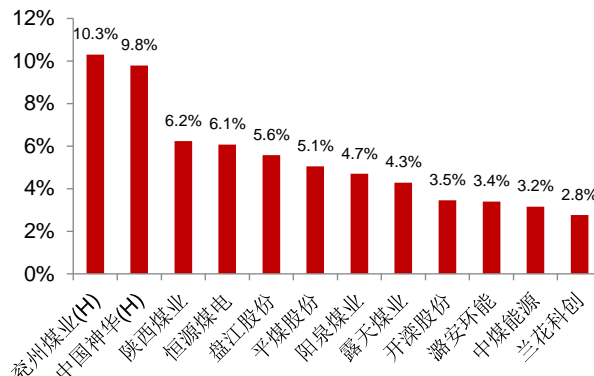
从历史纵向对比来看，公司基本保持 40% 左右相对固定的股利支付率，其中在 2016 年底，公司派发特别股息 2.51 元/股，累计现金分红 499.23 亿元，当年分红率超过了净利润 2.5x。2019~2021 年，公司制定三年期分红规划，将每年的分红率从 40% 提升至不低于 50% 的水平，其中 2019 年分红金额为 250.6 亿元，对应港股会计准则下的分红率约为 60%，对应 A 股会计准则下的分红率为 58%，如果按照目前市场对于 A 股的净利润一致预期测算，按照 2019 年的分红率测算目前 H 股股价对应的股息率约为 9.8%，若按 50% 的分红率计算，H 股对应的股息率也有 8.4%，H 股的低估值使得股息率依然有明显的优势。

图 40: 公司历史分红率 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部(以国内会计准则计算)

图 41: 目前 Wind 一致预期对应上市公司 2020 年现金股息率预测



资料来源: Wind, 中信证券研究部

H 股回购预案展望: 若计划执行, 有望带动 H 股估值修复

公司 9 月 9 日发布公告, 拟于 2020 年 9 月 25 日召开 2020 年第一次临时股东大会, 议案为授予董事会回购 H 股股份的一般性授权。与之前公司类似授权公告相比, 此次公告仅单独提出对 H 股回购, 且对回购的价格及回购窗口时间做了进一步的规划, 我们认为具备可操作性。

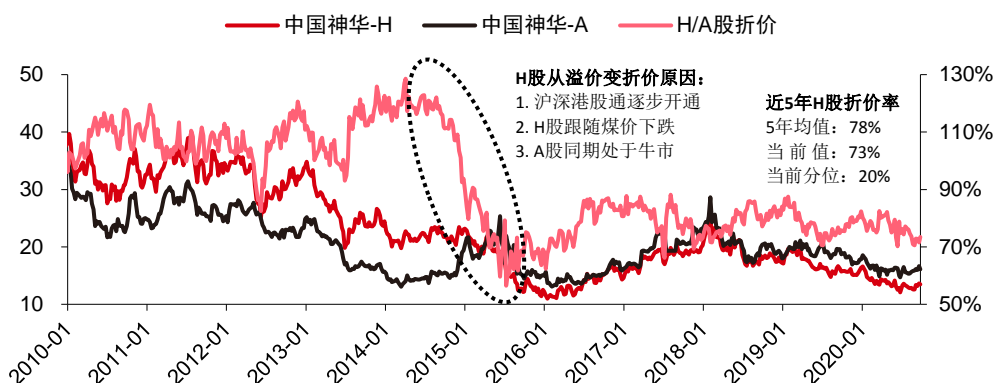
公司此次 H 股回购方案为: 在港交所场内进行, 回购不超过已发行 H 股总数的 10%, 回购用于注销和减少注册资本, 资金来源为自筹资金。回购将分批次实施, 回购价格不高出各次实际回购日前 5 个交易日平均收市价的 5%, 实施回购时, 根据市场和公司实际情况在该范围内确定具体回购价格。

董事会及董事会授权人士获得股东大会授权后, 可制定并实施具体回购方案, 包括但不限于决定回购时机、回购期限、回购价格及回购数量等。授权有效期为下列两者最早之日止: a. 2020 年度股东周年大会结束时; b. 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。该授权明确了回购期限且赋予了董事会更多的自主权, 该授权如若通过, 将很大程度提高本次回购的灵活性与可行性。

2015 年前后公司 H 股相比于 A 股经历了从溢价到折价的转换。2015 年前, 公司 H 股处于溢价状态, 此后转为折价的因素可能有两个: 1) 随着沪深港通逐步开通, H 股股价出现回归; 2) 2015 年煤炭价格经历大幅下跌, 公司盈利受到影响, H 股股价同步下跌, 而同期 A 股处于牛市当中, A 股股价相对较高。

2016 年来公司 H 股持续处于折价状态, 近 5 年里 H/A 价格比的均值为 78%, 最新价格比值为 73%, 处于近 5 年的后 20% 分位。从折价率及其所处的历史分位看, 公司 H 股均处于低估状态, 进行 H 股回购的必要性增加。

图 42：中国神华 H 股（港元/股）—A 股（元/股）折价率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

若按照 9 月 24 日收盘价 13.48 港元/股计算，回购当前 33.99 亿股 H 股的 10%或将耗资 40 亿元人民币。假设回购全部 10%H 股并注销，预计将小幅提升 EPS 水平 1.74%。目前公司 H 股较 A 股折价约 27%，P/B 仅 0.65x，虽然回购计划对公司整体股份数影响不大，但相对于公司港股每日约 3 亿元上下的交易规模，预计会对其股价及其预期产生正面影响。

图 43：中国神华 H 股股价与成交额走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

风险因素

宏观经济增速放缓，或环保限产力度加大，影响煤炭需求；

进口、环保、安全监管因素放松，产能进一步宽松压制煤价等。

盈利预测、估值及投资评级

盈利预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

24

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

根据前文的分析，我们对公司核心业务煤炭及电力板块的预测如下：

表 6：煤炭板块盈利预测假设表

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭产量（万吨）	28,000	28,980	29,540	29,660	28,270	28,470	28,970	29,770
% change	-8.68%	3.50%	1.93%	0.41%	-4.69%	0.71%	1.76%	2.76%
煤炭外购量（万吨）	9,000	10,940	14,280	16,435	16,230	16,068	15,586	15,118
% change	-40.94%	21.56%	30.53%	15.09%	-1.25%	-1.00%	-3.00%	-3.00%
煤炭销量（万吨）	37,000	39,490	44,380	46,095	44,710	44,538	44,556	44,888
% change	-17.98%	6.73%	12.38%	3.86%	-3.00%	-0.39%	0.04%	0.75%
加权平均价格（元/吨）	293	317	425	429	426	408	417	426
% change	-16.64%	8.34%	34.07%	1.01%	-0.75%	-4.28%	2.33%	2.15%
吨煤生产成本（元/吨）	123	110	108	117	135	139	146	149
% change	-6.67%	-11.04%	-1.55%	8.16%	15.51%	3.00%	5.00%	2.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 7：电力板块盈利预测假设表

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总发电量（亿千瓦时）	2,258	2,360	2,629	2,853	1,536	1,376	1,508	1,609
% change	-3.66%	4.54%	11.37%	8.54%	-46.18%	-10.40%	9.59%	6.74%
燃煤发电（亿千瓦时）	2,218	2,297	2,569	2,788	1,487	1,298	1,430	1,532
% change	-4.32%	3.60%	11.81%	8.53%	-46.66%	-12.70%	10.16%	7.10%
燃煤装机容量（兆瓦）	52,257	54,414	55,984	59,994	29,954	29,804	30,400	31,008
% change	17.49%	4.13%	2.89%	7.16%	-50.07%	-0.50%	2.00%	2.00%
燃煤平均利用小时数	4,631	4,428	4,683	4,877	4,585	4,356	4,704	4,939
% change	-11.13%	-4.38%	5.76%	4.14%	-5.99%	-5.00%	8.00%	5.00%
总售电量（亿千瓦时）	2,105	2,206	2,463	2,676	1,440	1,324	1,427	1,528
% change	5.52%	4.84%	11.61%	8.67%	-46.17%	-8.08%	7.80%	7.02%
燃煤发电售电量（亿千瓦时）	2,065	2,144	2,404	2,612	1,393	1,248	1,352	1,452
% change	4.88%	3.83%	12.11%	8.66%	-46.67%	-10.39%	8.28%	7.41%
平均售电价（元/千瓦时）	0.334	0.307	0.312	0.318	0.318	0.341	0.340	0.338
% change	-5.92%	-8.08%	1.63%	1.92%	0.00%	7.23%	-0.24%	-0.74%
单位售电成本（元/千瓦时）	0.229	0.238	0.271	0.264	0.276	0.267	0.273	0.275
% change	-16.47%	3.69%	13.90%	-2.53%	4.61%	-3.22%	2.16%	0.72%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

综上所述，我们维持公司 2020~2022 年净利润预测分别可达 401.5/427.4/447.2 亿元，对应 EPS 预测为 2.02/2.15/2.25 元。我们基于以下因素，维持公司“买入”评级，并进一步推荐公司 H 股：

- 公司 2021 年业绩依然有明确的增量，主要是新建电厂投运以及煤炭产量的恢复；
- 公司 H 股目前股价对应的 2020 年股息率有望超过 8%，具备长期高分红能力；

请务必阅读正文之后的免责条款部分

25

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- H 股的回购预案如果通过并执行，交易层面有望进一步催化股价。

公司 H 股当前股价 13.48 港元，对应 2020~2022 年 PE6/5/5x，对应 P/B 0.65x。我们给予公司目标价 18.60 港元，对应 2020 年 PE8x

表 8：中国神华盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,341	242,110	229,715	237,805	246,598
营业收入增长率	5.89%	-8.41%	-5.12%	3.52%	3.70%
净利润(百万元)	44,137	41,707	40,149	42,743	44,715
净利润增长率	-7.65%	-5.51%	-3.74%	6.46%	4.62%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.22	2.10	2.02	2.15	2.25
毛利率%	34.30%	31.86%	31.17%	31.91%	31.49%
净资产收益率 ROE%	13.31%	11.71%	11.18%	11.20%	11.04%
每股净资产	16.68	17.90	18.05	19.19	20.36
PE	5	6	6	5	5
PB	0.67	0.66	0.65	0.60	0.57
每股收益 EPS(基本)(港元)	2.67	2.40	2.34	2.51	2.60
每股净资产 (港元)	20.04	20.48	20.90	22.41	23.55

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，按照国际会计准则口径，收盘价取 2020 年 9 月 25 日

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	264,341	242,110	229,715	237,805	246,598
营业成本	(173,677)	(164,979)	(158,122)	(161,931)	(168,933)
毛利率	34.30%	31.86%	31.17%	31.91%	31.49%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(725)	(640)	(611)	(641)	(659)
营业费用率	0.27%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%
管理费用	(10,579)	(9,628)	(9,367)	(9,607)	(9,967)
管理费用率	4.00%	3.98%	4.08%	4.04%	4.04%
财务费用	(3,942)	(2,124)	(1,490)	(959)	864
财务费用率	1.49%	0.88%	0.65%	0.40%	-0.35%
投资收益	448	433	1,233	905	1,057
营业利润	75,196	65,033	61,200	65,358	68,696
营业利润率	28.45%	26.86%	26.64%	27.48%	27.86%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	75,196	65,033	61,200	65,358	68,696
所得税	(15,977)	(15,145)	(13,404)	(14,474)	(15,419)
所得税率	21.25%	23.29%	21.90%	22.15%	22.44%
少数股东损益	10,027	8,070	7,647	8,141	8,562
归属于母公司股东的净利润	44,137	41,707	40,149	42,743	44,715
净利率	16.70%	17.23%	17.48%	17.97%	18.13%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	75,196	65,033	61,200	65,358	68,696
所得税支出	-15,977	-15,145	-13,404	-14,474	-15,419
折旧和摊销	23,728	21,923	21,791	23,333	24,541
营运资金的变化	9,880	10,915	155	2,539	-3,295
其他经营现金流	-4,579	-19,620	407	93	-1,718
经营现金流合计	88,248	63,106	70,149	76,849	72,806
资本支出	-20,935	-19,009	-16,096	-19,096	-15,096
投资收益	448	433	1,233	905	1,057
其他投资现金流	-32,569	-27,731	-3,578	-3,513	-2,111
投资现金流合计	-53,056	-46,307	-18,441	-21,704	-16,150
发行股票	29,848	364	0	0	0
负债变化	21,640	164	-4,172	0	0
股息支出	-18,100	-17,503	-25,061	-20,074	-21,371
其他融资现金流	-78,103	-20,197	-1,490	-959	864
融资现金流合计	-44,715	-37,172	-30,723	-21,033	-20,507
现金及现金等价物净增加额	-9,523	-20,373	20,984	34,111	36,149

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	61,863	41,827	62,811	96,923	133,072
存货	9,967	12,053	10,689	10,681	11,634
应收账款	67,757	96,960	96,802	93,223	99,498
其他流动资产	93,709	9,654	13,568	16,905	18,463
流动资产	233,296	160,494	183,870	217,732	262,666
固定资产	257,349	245,993	239,659	234,783	224,699
长期股权投资	10,047	40,539	42,184	43,911	45,724
无形资产	3,623	3,648	4,244	4,840	5,436
其他长期资产	87,311	112,409	91,738	90,188	88,927
非流动资产	358,330	402,589	377,825	373,722	364,786
资产总计	591,626	563,083	561,695	591,454	627,452
短期借款	5,772	4,172	0	0	0
应付账款	79,621	78,621	77,500	76,924	81,185
其他流动负债	37,988	12,690	9,360	8,886	8,717
流动负债	123,381	95,483	86,861	85,810	89,902
长期借款	46,765	36,943	36,943	36,943	36,943
其他长期负债	12,643	10,439	7,067	7,067	7,067
非流动性负债	59,408	47,382	44,010	44,010	44,010
负债合计	182,789	142,865	130,871	129,820	133,912
股本及储备	331,682	356,021	359,036	381,704	405,048
归属于母公司所有者权益合计	331,693	356,077	359,036	381,704	405,048
少数股东权益	77,144	64,141	71,788	79,930	88,492
股东权益合计	408,837	420,218	430,824	461,634	493,540
负债股东权益总计	591,626	563,083	561,695	591,454	627,452

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	5.89%	-8.41%	-5.12%	3.52%	3.70%
营业利润增长率	-1.47%	-13.52%	-5.89%	6.79%	5.11%
净利润增长率	-7.65%	-5.51%	-3.74%	6.46%	4.62%
毛利率	34.30%	31.86%	31.17%	31.91%	31.49%
EBITDA Margin	18.14%	19.15%	20.48%	21.30%	22.18%
净利率	16.70%	17.23%	17.48%	17.97%	18.13%
净资产收益率	13.31%	11.71%	11.18%	11.20%	11.04%
总资产收益率	7.46%	7.41%	7.15%	7.23%	7.13%
资产负债率	30.90%	25.37%	23.30%	21.95%	21.34%
所得税率	21.25%	23.29%	21.90%	22.15%	22.44%
股利支付率	39.66%	60.09%	50.00%	50.00%	50.00%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

27

“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。