

中国神华

601088

审慎增持 (维持)

分红率大幅提升，公司类债属性凸显

2020年03月30日

市场数据

市场数据日期	2020-03-29
收盘价(元)	16.27
总股本(百万股)	19889.62
流通股本(百万股)	19889.62
总市值(百万元)	323604.12
流通市值(百万元)	268309.19
净资产(百万元)	351928
总资产(百万元)	558484
每股净资产	17.69

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	241871	223564	225536	227742
同比增长	-8.4%	-7.6%	0.9%	1.0%
净利润(百万元)	43250	42966	43836	44743
同比增长	-1.4%	-0.7%	2.0%	2.1%
毛利率	40.7%	41.6%	41.7%	41.7%
净利率	17.9%	19.2%	19.4%	19.6%
净资产收益率(%)	12.3%	12.8%	12.4%	11.9%
每股收益(元)	2.17	2.16	2.20	2.25
每股经营现金流(元)	3.17	6.91	0.95	4.57

相关报告

《中国神华 2019 年三季度报点评：煤炭 Q3 产量下滑但售价回升，非煤及投资收益增厚利润》2019-10-28

《中国神华系列深度报告运输篇：连通煤炭产销，贡献稳定盈利》2019-08-30

《中国神华 2019 年半年报点评：煤炭售价成本双降，非煤及投资收益贡献增长》2019-08-25

分析师：

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

研究助理：

李春驰

lichunchi@xyzq.com.cn

投资要点

- **中国神华发布 2019 年年报：**中国神华 2019 年实现营业收入 2419 亿元，同比减少 8.4%；实现归母净利润 432.5 亿元，基本每股收益 2.174 元，同比下降 1.4%。其中，四季度单季营业收入为 640 亿元，同比减少 8.6%，环比增长 4%；归母净利润为 61.62 亿元，同比减少 28%，环比减少 52%。公司拟派发现金红利 1.26 元/股（含税），中国准则下分红率 57.9%。
- **公司公告未来三年分红比例不低于净利润 50%，类债属性凸显：**公司公告表示 2019-2021 年度分红比率将不少于 50%。公司分红率上台阶叠加充裕的现金流基础，未来价值可期。
- **煤炭产量小幅下降，减产矿井已基本恢复生产：**2019 年，公司实现商品煤产量 2.8 亿吨，同比下降 4.7%，主要由于用地审批和地质条件变化等因素造成。2019 年，公司完成办理胜利一号露天矿采矿用地手续，核定产能由 2,000 万吨/年核增至 2,800 万吨/年；其他矿井用地相关审批工作也在积极推进。截止 2020 年 2 月，公司商品煤产量累计同比增长 5.8%，减产因素已进入可控范围，公司预计可实现 2020 年产量计划。
- **电力分部保有机组效率提升，增量产能有待释放：**公司与国电电力组建合资公司完成交割，受部分电力资产出表的影响，公司 2019 年总发电量 1536 亿千瓦时，同比下降 46.2%。出表资产全年贡献投资收益 13.41 亿元。表内燃煤电力资产单位售电单价增长 18 元/兆瓦时，单位售电标煤耗同比减少 1 克/千瓦时，收入成本两端均得到改善，效率得到提升。2019 年 12 月，国华印尼爪哇 7 号项目 1 号机组投运，未来有望贡献增量。
- **运输分部稳定运行，烯烃价格下跌：**2019 年，铁路完成自有铁路运输周转量为 2855 亿吨公里，同比增长 0.6%，实现经营收益 173 亿元，同比下降 2.2%。港口下水煤量 2.7 亿吨，同比基本持平，港口业务实现经营收益 25 亿元，同比增长 8.8%。航运周转量 896 亿吨海里，同比下降 0.3%，货运量 1 亿吨，同比增长 6%。航运分部全年实现经营收益 2.32 亿元，同比下降 67.9%。综上所述，公司的运输分部稳健运行。煤化工分部公司销售聚乙烯均价同比-15.5%；聚丙烯销售均价同比-7.2%，受此影响，公司煤化工分部实现经营收益 3.14 亿元，同比下降 58.4%。
- **投资策略：**考虑到 2020 年需求偏弱、煤价有下行压力，我们调整了煤价假设（假设 2020 年销售均价同比-5%）并下调了盈利预测。预计 2020-2022 年将分别实现归母净利润 430 亿元、438 亿元、447 亿元，对应 EPS 为 2.16 元、2.20 元、2.25 元，对应 3 月 27 日收盘价的 PE 分别为 7.5X、7.4X、7.2X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、电价调整、产业政策风险、环保督察。

报告正文

事件

- 中国神华发布 2019 年年报: 中国神华 2019 年实现营业收入 2419 亿元, 同比减少 8.4%; 实现归母净利润 432.5 亿元, 基本每股收益 2.174 元, 同比下降 1.4%。其中, 四季度单季营业收入为 640 亿元, 同比减少 8.6%, 环比增长 4%; 归母净利润为 61.62 亿元, 同比减少 28%, 环比减少 52%。公司拟派发现金红利约 250.61 亿元人民币(含税), 分红率为国际财务报告准则下归属于本公司所有者的本年利润的 60%, 对应 3 月 27 日收盘价的股息率为 7.7%

点评

- **公司公告未来三年分红比例不低于净利润 50%, 类债属性凸显:** 据公告, 公司拟派发 2019 年度末期股息现金人民币 1.26 元/股(含税), 按公司 2019 年 12 月 31 日总股本计, 合计派发人民币 250.61 亿元(含税), 为国际财务报告准则下归属于本公司所有者的本年利润的 60%, 为中国企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 57.9%, 较去年 40% 的分红率有所提高。同时, 公司公告表示 2019-2021 年度分红比率将不少于 50%。公司分红率上台叠加充裕的现金流基础, 未来价值可期。
- **煤炭产量小幅下降, 减产矿井已基本恢复生产:** 2019 年, 公司实现商品煤产量 2.8 亿吨, 同比下降 4.7%。胜利一号采矿用地审批周期长以及黑岱沟露天矿开采地质条件变化造成的减产合计达 8500 万吨。2019 年, 公司完成办理胜利一号露天矿采矿用地手续, 核定产能由 2,000 万吨/年核增至 2,800 万吨/年; 宝日希勒、哈尔乌素和黑岱沟等矿井用地相关审批工作也在积极推进。从公司最新产量数据来看, 截止 2020 年 2 月, 公司商品煤产量累计同比增长 5.8%, 据此判断, 上述减产因素已进入可控范围, 公司预计可实现 2020 年产量计划。
- **电力分部保有机组效率提升, 增量产能有待释放:** 公司与国电电力组建合资公司完成交割, 受部分电力资产出表的影响, 公司 2019 年总发电量 1536 亿千瓦时, 同比下降 46.2%。出表资产全年贡献投资收益 13.41 亿元。表内燃煤电力资产单位售电收入为 331 元/兆瓦时, 同比增长 18 元/兆瓦时, 单位售电标煤耗 307 克/千万时, 同比减少 1 克/千万时, 收入成本两端均得到改善, 效率得到提升。2019 年 12 月, 国华印尼爪哇 7 号项目 1 号机组投运, 标志着印尼装机容量最大、参数最高、技术最先进、指标最优的高效环保型电站正式投产, 为印尼这一“海上丝绸之路”首倡之地再添能源新地标, 未来有望贡献增量。
- **运输分部稳定运行:** 2019 年, 铁路分部: 完成自有铁路运输周转量为 2855 亿吨公里, 同比增长 0.6%, 实现经营收益 173 亿元, 同比下降 2.2%。港口

分部: 2019年,公司下水煤量2.7亿吨,其中:通过自有港口下水2.32亿吨,同比下降2.6%,第三方港口下水3760万吨,同比增长18.6%。港口业务实现经营收益25亿元,同比增长8.8%。**航运分部:** 公司全年航运周转量896亿吨海里,同比下降0.3%,航运货运量1亿吨,同比增长6%。航运分部全年实现经营收益2.32亿元,同比下降67.9%。综上所述,公司的运输各分部稳健运行。

- **烯烃价格下行,煤化工分部表现下滑:** 2019年,公司销售聚乙烯均价6292元/吨(同比-15.5%);聚丙烯销售均价6797元/吨(同比-7.2%)。产品价格下滑导致煤化工分部利润空间被压缩,2019年,公司累计销售聚乙烯31.9万吨(同比+1.1%),聚丙烯30.23万吨(同比+1.5%),分部实现经营收益3.14亿元,同比下降58.4%。
- **非主业业务利润大幅增长,源自合资公司一次性交割收益:** 公司2019年投资收益26.24亿元(2018年:5.93亿元),增长的主要原因是:(1)合资公司标的资产交割日,公司确认了相关投资收益11.21亿元;(2)本集团部分理财产品于本报告期内到期赎回确认收益5.36亿元;(3)本公司按持有合资公司股权比例,确认了享有合资公司2019年2月1日至12月31日的经营成果2.2亿元。
- **投资策略:** 考虑到2020年需求偏弱、煤价有下行压力,我们调整了煤价假设(假设2020年销售均价同比-5%)并下调了盈利预测。预计2020-2022年将分别实现归母净利润430亿元、438亿元、447亿元,对应EPS为2.16元、2.20元、2.25元,对应3月27日收盘价的PE分别为7.5X、7.4X、7.2X,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、电价调整、产业政策风险、环保督察。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	160494	177223	195348	216679
货币资金	51481	114599	78790	123199
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7847	7892	8080	8119
其他应收款	2464	2614	2667	2683
存货	12053	9432	10014	9942
非流动资产	397990	359848	374419	370181
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	40475	30311	33699	32570
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	226112	230622	232848	233121
在建工程	34495	32697	31618	30971
油气资产	0	0	0	0
无形资产	37059	35369	33715	32049
资产总计	558484	537071	569768	586860
流动负债	95483	87193	100456	93678
短期借款	835	835	835	835
应付票据	792	845	809	832
应付账款	24251	21866	22086	22289
其他	69605	63646	76725	69722
非流动负债	47382	42126	35097	27563
长期借款	36943	31368	24445	16737
其他	10439	10758	10652	10826
负债合计	142865	129319	135554	121241
股本	19890	19890	19890	19890
资本公积	74726	74726	74726	74726
未分配利润	232706	229772	247828	270652
少数股东权益	63691	71932	80337	88917
股东权益合计	415619	407752	434214	465619
负债及权益合计	558484	537071	569768	586860

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	43250	42966	43836	44743
折旧和摊销	20352	20078	21500	23020
资产减值准备	1905	-1533	0	0
无形资产摊销	2589	2790	2647	2645
公允价值变动损失	-160	0	0	0
财务费用	2515	1340	891	482
投资损失	-2624	-2886	-3175	-3493
少数股东损益	8290	8241	8406	8580
营运资金的变动	-10401	-42064	40121	-17428
经营活动产生现金流量	63106	137463	18888	90910
投资活动产生现金流量	-46307	-8049	-21207	-16358
融资活动产生现金流量	-37172	-66297	-33489	-30143
现金净变动	-20036	63118	-35809	44409
现金的期初余额	61863	51481	114599	78790
现金的期末余额	41827	114599	78790	123199

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	241871	223564	225536	227742
营业成本	143394	130485	131394	132735
营业税金及附加	10299	9183	9377	9431
销售费用	640	599	602	608
管理费用	18479	16996	17174	17333
财务费用	2515	1340	891	482
资产减值损失	1905	1617	1713	1681
公允价值变动	160	0	0	0
投资收益	2624	2886	3175	3493
营业利润	66629	66231	67560	68964
营业外收入	502	502	502	502
营业外支出	407	407	407	407
利润总额	66724	66326	67655	69059
所得税	15184	15120	15414	15737
净利润	51540	51206	52241	53323
少数股东损益	8290	8241	8406	8580
归属母公司净利润	43250	42966	43836	44743
EPS(元)	2.17	2.16	2.20	2.25

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	-8.4%	-7.6%	0.9%	1.0%
营业利润增长率	-8.9%	-0.6%	2.0%	2.1%
净利润增长率	-1.4%	-0.7%	2.0%	2.1%
盈利能力				
毛利率	40.7%	41.6%	41.7%	41.7%
净利率	17.9%	19.2%	19.4%	19.6%
ROE	12.3%	12.8%	12.4%	11.9%
偿债能力				
资产负债率	25.6%	24.1%	23.8%	20.7%
流动比率	1.68	2.03	1.94	2.31
速动比率	1.55	1.92	1.84	2.21
营运能力				
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	27.8	26.6	28.2	28.1
每股资料(元)				
每股收益	2.17	2.16	2.20	2.25
每股经营现金	3.17	6.91	0.95	4.57
每股净资产	17.69	16.88	17.79	18.94
估值比率(倍)				
PE	7.5	7.5	7.4	7.2
PB	0.9	1.0	0.9	0.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn