2019 年 05 月 07 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(人民币/港元) 24/22

中国神华（601088.SH/01088.HK） Buy 买入

一季度业绩同比增8.2%，全年业绩有望稳增长

结论与建议：

公司发布19年一季度业绩公告，一季度实现营收570.1亿元，yoy-9.5%，录得归母净利润125.9亿元，yoy+8.2%，每股收益0.63元，业绩基本符合预期。资产交割、煤炭量价下降致营收同比下滑，发电盈利增强、确认投资收益及公允价值变动损益增加致净利润同比增加。公司盈利能力稳定，19年业绩料稳定增长，结合当前估值较低，维持“买入”评级。

- **销量、售价下降，煤炭分部盈利有所下滑：**一季度公司煤炭销售量为 105.1 百万吨，yoy-3.0%，销售均价为 411 元/吨（不含税），yoy-6.6%，煤炭分部实现营收 444.6 亿元，yoy-8.9%。受外购煤销售量及采购价格同比下降影响，煤炭分部毛利率同比提升 0.7 个百分点至 28.6%，实现毛利 127.2 亿元，yoy-6.7%。值得注意是，公司单位售价较高的年度长协、月度长协销量占比同比提高 3.8、4.9 个百分点，单价较低的现货销量占比下滑，在一定程度上缓解煤价下跌压力。

- **组建合资公司，火电资产分割致投资收益增加：**公司与国电电力共同组建合资公司，公司持股 49%，相关火电公司股权及资产于今年 1 月 31 日交割，交割部分不再并入财务报表范围，相关收益单项计入投资收益科目，一季度确认投资收益 11.2 亿元。受此影响，发电分部期内总发电量、售电量 46.4、43.6 十亿千万时，yoy-30.2%、-30.2%，按可比口径计算，yoy+1.7%、+1.3%，实现营业收入 150.5 亿元，yoy-27.9%。售电均价同比上涨 1.9%至 323 元/兆瓦时，发电成本同比下滑 0.6%至 261.5 元/兆瓦时，发电分部毛利率同比提高 2.9 个百分点至 23.8%，实现毛利 35.8 亿元，yoy-18.0%，下滑幅度明显小于营收下滑幅度，剔除交割资产因素影响发电分部盈利能力同比增强。

- **运输及化工板块业绩稳定：**一季度公司自有铁路运输周转量、港口下水煤量、航运货运量为 67.8 十亿吨公里、62.1 百万吨、26.4 百万吨，yoy-0.4%、+5.4%、+6.0%，运输总体实现毛利 70.7 亿元，yoy-0.3%，其中铁路、港口、航运分部毛利为 62.0、7.8、0.9 亿元，yoy+4.7%、-7.8%、yoy-73.1%，港口及航运毛利下滑预计受运输成本上升、运费下降所致。煤化工方面，聚乙烯、聚丙烯一季度销售量为 9.5、9.2 万吨，yoy+3.7%、+11.8%，在销量带动下，煤化工分部实现毛利 4.0 亿元，yoy+11.0%。

- **全年业绩料稳增长：**（1）19 年一季度安全事故频发，行业煤矿复产进度延缓，全年煤炭整体产量或不及预期，煤价下行压力有所缓解；（2）公司哈尔乌素露天矿 19 年有望完全复产，叠加宝日希勒煤矿同比增量产出，公司全年煤炭产量料保持小幅增加；（3）铁路运输黄大线从黄骅到山东潍坊，运输能力 4000 万吨，共计 224 公里，19 年下半年有望通车，促进煤炭销量增加的同时，带来运输分部业绩增量；（4）19-20 年公司有多个在建机组投产，叠加机组利用小时提升，电力分部盈利能力继续增强，因此判断公司 19 年业绩将保持稳定增长。

- **盈利预测：**考虑到资产分割下调营业收入，同时考虑煤炭价格下行，调整盈利预测，我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 457/478/496 亿元，yoy+4.1%/+4.5%/+3.8%，折合 EPS 为 2.30/2.40/2.49 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 8.2、7.9、7.6 倍，对应的 PB 为 1.06、0.97、0.90 倍，H 股股价对应的 PE 为 6.6、6.3、6.1 倍，对应的 PB 为 0.84、0.78、0.72 倍。公司盈利能力稳定，估值较低，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1、煤炭价格大幅下跌；2、发电站利用小时数大幅下滑。

..... 接续下页 .....

公司基本信息

产业别	采掘
A 股价(2019/5/6)	18.89
上证指数(2019/5/6)	2906.46
股价 12 个月高/低	21.68/16.7
总发行股数(百万)	19889.62
A 股数(百万)	16491.04
A 市值(亿元)	3115.16
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司(69.45%)
每股净值(元)	17.13
股价/账面净值	1.10

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.4	-5.6	-2.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019-3-26	19.97	买入
2019-1-31	19.63	买入

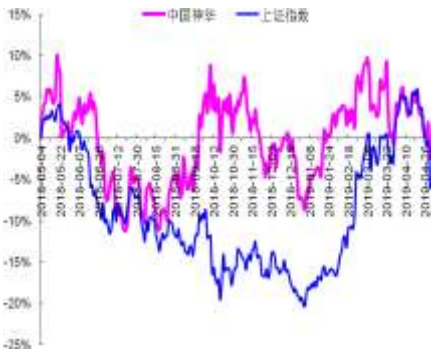
产品组合

煤炭	57%
发电	14%
运输	28%
煤化工	1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.1%
一般法人	93.1%

股价相对大盘走势

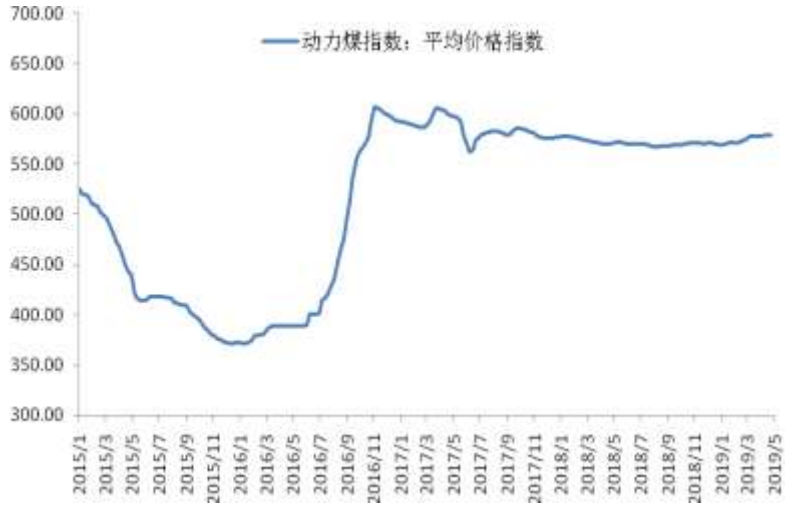


年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	45,037	43,867	45,682	47,753	49,559
同比增减	%	98.30%	-2.60%	4.14%	4.53%	3.78%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.26	2.21	2.30	2.40	2.49
同比增减	%	98.30%	-2.60%	4.14%	4.53%	3.78%
A 股市盈率(P/E)	X	8.34	8.57	8.22	7.87	7.58
H 股市盈率(P/E)		6.66	6.84	6.57	6.28	6.05
股利 (DPS)	RMB 元	0.91	0.88	0.90	0.90	0.90
股息率 (Yield)	%	4.82%	4.66%	4.76%	4.76%	4.76%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

图：动力煤平均价格指数



数据源：Choice、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	248746	264101	232594	239659	245555
经营成本	143842	155502	131893	134775	137069
研发费用	0	454	400	412	422
营业税金及附加	9640	10053	8854	9123	9347
销售费用	612	725	639	658	674
管理费用	19394	19879	17507	18039	18483
财务费用	3457	4086	3599	3708	3799
资产减值损失	2719	1042	918	946	969
投资收益	1321	593	4151	4234	4319
营业利润	71102	73146	73154	76454	79335
营业外收入	493	427	436	444	453
营业外支出	1262	3504	1051	1072	1094
利润总额	70333	70069	72539	75826	78694
所得税	16283	16028	16261	16998	17641
少数股东损益	9013	10174	10595	11075	11494
归属于母公司股东权益	45037	43867	45682	47753	49559

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	81090	72205	76922	93219	119345
应收账款	13319	8488	9167	9625	9914
存货	11647	9967	10764	11303	11642
流动资产合计	132644	233296	240074	263122	294242
长期股权投资	9449	9983	10782	11321	11660
固定资产	309218	237227	260950	273997	282217
在建工程	38318	36585	39512	41487	42732
非流动资产合计	434480	353943	387003	405566	417327
资产总计	567124	587239	627077	668687	711569
流动负债合计	115905	123381	127488	130655	132721
非流动负债合计	76592	59408	56438	53616	50935
负债合计	192497	182789	183925	184270	183656
少数股东权益	73140	76687	87282	98357	109852
股东权益合计	374627	404450	442827	483754	526906
负债及股东权益合计	567124	587239	626752	668024	710562

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	95152	88248	92660	95440	97349
投资活动产生的现金流量净额	13363	-53056	-47750	-42975	-38678
筹资活动产生的现金流量净额	-77621	-44715	-40244	-36219	-32597
现金及现金等价物净增加额	30684	-9474	4717	16297	26126

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。