

中国神华(601088)/煤炭开采

一体化运营致盈利稳定, 财务优秀支撑稳健分红

评级: 买入(维持)
分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qizq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

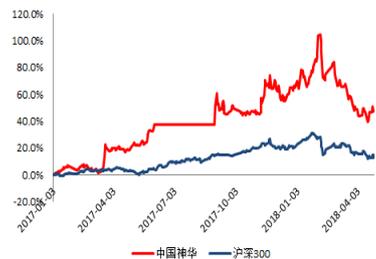
Email: chenchen@r.qizq.com.cn

研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	19,889.62
流通股本(百万股)	19,889.62
市价(元)	18.26
市值(百万元)	416,488.65
流通市值(百万元)	416,488.65

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 中国神华 2017 年年报点评: 煤炭量价齐升致业绩大增, 煤电整合有望发挥更强协同效应
- 2 季净利 113.3 亿元, 低估值煤电运一体化龙头
- 3 中国神华(601088.SH) 年报点评: 运输板块表现抢眼, 超级分红引爆煤炭股价值投资

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	248,746	264,101	233,924	246,334	252,671
增长率 yoy%	35.8%	6.2%	-6.0%	5.3%	2.6%
归母净利润	45,037	43,867	45,851	46,875	47,971
增长率 yoy%	98.3%	-2.6%	1.8%	2.2%	2.3%
每股收益(元)	2.26	2.21	2.31	2.36	2.41
每股现金流量	4.78	4.44	3.22	4.21	4.84
净资产收益率	14.3%	13.4%	13.9%	14.2%	14.5%
P/E	8.1	8.3	7.9	7.7	7.6
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

备注:

投资要点
事件:

公司发布 2019 年三季报, 实现营业收入 1778 亿元, 同比下降 8.4%; 归母净利润 371 亿元, 同比增长 5.1%; 扣非归母净利润 354 亿元, 同比下降 1%; 经营性净现金流 568 亿元, 同比下降 16.3%; 基本每股收益 1.87 元。

点评:
■ 2019 前三季度业绩同比大增, 主因与国电合资公司的投资收益

公司 2019 前三季度归母净利润 371 亿元, 同比增长 5.1%, 但扣非归母净利润 354 亿元, 同比下降 1%; 非经常性损益 17.2 亿元, 其中 11.21 亿元是与国电组建合资公司完成资产交割而确认的一次性投资收益, 5.6 亿元为理财产品投资收益。

■ 煤炭板块业绩小幅下降, 主因产销量和价格小幅下降

公司 2019 前三季度煤炭板块的毛利为 416 亿元, 同比下降 3.1%, 主要原因包括: 一是产销量同比下降, 当期商品煤产量 214 百万吨, 同比下降 2.7%, 销量 332 百万吨, 同比下降 2.4%, 主要是一季度多发矿难使得青龙寺和郭家湾煤矿阶段性停产以及外购煤销量大幅下降所致, 三季度胜利一号露天矿和万利一矿分别受到征地进度和生产证件续办进度影响至产量下降较多; 二是销售价格小幅下降, 平均销售价格 426 元/吨, 同比下降 1.2%。

■ 电力板块业绩下降, 主因部分资产不再并表, 但度电盈利能力增强

公司 2019 前三季度电力板块的毛利为 100.5 亿元, 同比下降 29.6%, 主要原因是与国电组建合资公司, 1 月 31 日完成资产交割, 相关的收入和成本不再纳入合并报表, 同时相应的经营数据也不再纳入统计范围, 从而使得发电板块的经营数据和实际盈利大幅下降, 如: 发电量和售电量同比大幅下降, 当期总发电量 117 十亿千瓦时, 同比下降 45.4%, 总售电量 109 十亿千瓦时, 同比下降 45.5%。然而, 从板块的盈利能力来看实则是增强的, 当期发电板块毛利率为 26.2%, 同比上升 4.3 个百分点; 此外, 从度电盈利水平来看, 度电销售价格 333 元/兆瓦时, 同比上涨 18 元/兆瓦时, 度电成本 257.3 元/兆瓦时, 同比上涨 3.6 元/兆瓦时, 价格领先成本, 使得度电毛利同比上涨 14.4 元/兆瓦时。

■ 运输板块业绩基本持平, 铁路稳定增长但航运大幅下降

公司 2019 前三季度铁路、港口、航运板块合计总毛利 216 亿元, 同比微增 0.6%。三板块经营收益分别为 186 亿元、26.5 亿元、3.05 亿元, 同比变动幅度分别为 3.1%、-0.2%、-58%。铁路板块业绩大幅增长主要是由于为外部客户提供的煤炭及非煤运输服务量持续增长; 港口板块业绩同比下降主要是由于下水煤销量减少所致; 航运板块大幅下降, 主要是由于是海运费大幅下降。

■ 未分配利润和货币资金丰厚, 支持稳健分红

公司截止三季报未分配利润达到 2268 亿, 为历史最高水平, 较 2016 年底特别派息预案时间点高出 15.2%。货币资金为 959 亿元, 也为历史高水平

位。公司近年来实际分红比率稳定在 40%水平，当前财务现状支持公司稳健的分红政策。

■ **盈利预测：2019-2020 年 EPS 为 2.31、2.36、2.41 元**

我们预计未来随着煤炭价格的走势、哈尔乌素矿产量提升、其他煤矿的复产复工以及公司新项目的陆续投产，公司未来业绩或将进一步改善。单三季度公司归母净利 128 亿元，环比增长 10%，超出预期，主要是由于所得税率下降所致，由此提高 2019~2021 年盈利预测，从 455/465/475 亿元调整至 458/469/480 亿元，增速分别为 0.83%/0.84%/1.1%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.31、2.36、2.41 元，当前股价 18.26 元，对应年 PE 分别为 7.9X/7.7X/7.6X，维持对公司的“买入”评级。

■ **风险提示：宏观经济不及预期，供给侧改革不及预期**

图表 2: 公司财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	132,644	233,296	262,305	274,785	281,786	营业收入	248,746	264,101	233,924	246,334	252,671
货币资金	81,090	72,205	131,933	143,583	158,805	营业成本	143,842	155,502	135,388	142,832	146,848
应收账款&票据	19,455	13,055	11,696	14,780	15,160	营业税金及附加	9,640	10,053	9,918	10,445	10,713
预付账款	2,373	2,589	2,302	2,428	2,496	销售费用	612	725	608	640	657
存货	11,647	9,967	8,800	9,284	9,545	管理费用	19,394	19,879	17,427	18,352	18,824
其他	18,079	135,480	107,573	104,710	95,779	财务费用	3,457	4,086	2,901	3,122	3,264
非流动资产	434,480	353,943	345,457	351,783	354,335	资产减值损失	2,719	1,042	800	500	300
长期股权投资	9,449	9,983	29,000	30,000	30,000	公允价值变动收益	-19	22	30	35	40
固定资产	309,218	237,227	225,151	237,424	242,402	投资净收益	1,321	593	2,600	550	600
无形资产	38,255	36,463	36,996	35,754	34,381	营业利润	71,102	73,146	69,801	71,363	73,035
其他	77,558	70,270	54,310	48,605	47,553	营业外收入	493	427	400	450	500
资产总计	567,124	587,239	607,761	626,568	636,122	营业外支出	1,262	3,504	250	300	350
流动负债	115,905	123,381	121,961	132,406	139,888	利润总额	70,333	70,069	69,951	71,513	73,185
短期借款	9,493	2,000	10,000	14,000	15,000	所得税	16,283	16,028	15,039	15,375	15,735
应付账款	33,914	26,884	23,693	24,996	26,433	净利润	54,050	54,041	54,911	56,138	57,450
预收账款	5,530	3,404	3,041	3,202	3,285	少数股东损益	9,013	10,174	9,060	9,263	9,479
其他	66,968	91,093	85,227	90,208	95,171	归属母公司净利润	45,037	43,867	45,851	46,875	47,971
非流动负债	76,592	59,408	90,016	98,553	98,572	EBITDA	97,164	99,878	93,220	92,968	98,629
长期借款	64,321	46,765	65,000	71,000	74,000	EPS (稀释)	2.26	2.21	2.31	2.36	2.41
应付债券	6,485	6,823	19,316	22,000	19,000	主要财务比率					
其他	5,786	5,820	5,700	5,553	5,572		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	192,497	182,789	211,977	230,959	238,460	成长能力					
股本及资本公积	94,620	94,610	97,131	97,131	97,131	营业收入增长率	35.8%	6.2%	-6.0%	5.3%	2.6%
留存收益	193,840	218,646	244,985	271,228	295,761	EBIT增长率	64.5%	5.2%	-3.8%	5.4%	2.4%
专项储备	13,060	15,107	1,300	1,350	1,100	营业利润增长率	80.8%	2.9%	-1.8%	2.2%	2.3%
归属母公司股东权益	301,487	327,763	343,516	369,829	394,122	归母净利润增长率	98.3%	-2.6%	1.8%	2.2%	2.3%
少数股东权益	73,140	76,687	73,878	79,063	83,911	获利能力					
负债和股东权益	567,124	587,239	607,761	626,568	636,122	毛利率	38.3%	37.3%	37.9%	37.8%	37.6%
						净利率	21.7%	20.5%	23.5%	22.8%	22.7%
						ROE	14.3%	13.4%	13.9%	14.2%	14.5%
						ROIC	12.2%	12.8%	11.2%	11.6%	11.7%
						偿债能力					
						资产负债率	33.9%	31.1%	34.9%	36.9%	37.5%
						流动比率	1.14	1.89	2.15	2.08	2.01
						速动比率	0.75	1.59	1.88	1.82	1.76
						营运能力					
						总资产周转率	0.44	0.45	0.38	0.40	0.40
						应收账款&票据周转率	12.43	20.23	20.00	18.61	16.88
						应付账款&票据周转率	4.17	5.78	5.71	5.87	5.71
						存货周转率	11.51	15.60	15.38	15.80	15.60
						每股指标 (元)					
						每股收益	2.26	2.21	2.31	2.36	2.41
						每股经营现金流	4.78	4.44	3.22	4.21	4.84
						每股净资产	18.84	20.33	19.90	19.89	19.99
						估值比率					
						PE	8.1	8.3	7.9	7.7	7.6
						PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。