

中国神华(601088)/

运输板块表现抢眼, 超级分红引爆煤炭股价值投资

评级: 买入(维持)

市场价格: 16.69

目标价格: 26.9

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

联系人: 陈晨

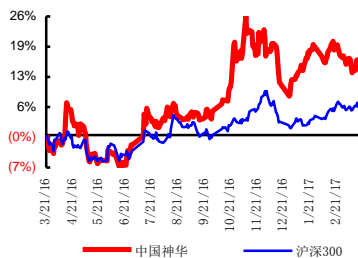
电话:

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	19,890
流通股本(百万股)	19,890
市价(元)	16.69
市值(百万元)	331,958
流通市值(百万元)	331,958

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中国神华(601088.SH) 三季度报
点评: 单季净利 74.8 亿元, 四季度煤、电、运继续回暖
- 2 中国神华(601088.SH): 四季度资产减值减压业绩, 静待兼并重组提升定价话语权
- 3 煤炭业务下滑明显, 但电力业务表现抢眼

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	177,069.0	183,127.0	228,384.	253,522.	278,489.
增长率 yoy%	-30.03%	3.42%	24.71%	11.01%	9.85%
净利润	16,144.00	22,712.00	31,938.4	35,635.7	37,934.2
增长率 yoy%	-56.86%	40.68%	40.62%	11.58%	6.45%
每股收益(元)	0.81	1.14	1.61	1.79	1.91
每股现金流量	2.79	4.12	3.14	4.27	4.63
净资产收益率	5.51%	7.27%	9.52%	9.87%	9.80%
P/E	18.44	14.17	10.39	9.32	8.75
PEG	—	0.35	0.26	0.80	1.36
P/B	1.02	1.03	0.99	0.92	0.86

备注:

投资要点

- **公司披露 2016 年度年报:** 实现营业收入 1831.27 亿元, 同比增加 3.4%; 归属于上市公司股东净利润 227.12 亿元, 同比增长 40.7%, 其中, Q1-Q4 分别实现 46.07 亿元、52.21 亿元、74.79 和 54.05 亿元; 折合 EPS 为 1.142 元/股, 同比增长 40.7%。公司拟派发股息现金 0.46 元/股(含税), 共计 91.49 亿元, 派发特别股息 2.51 元/股(含税), 共计 499.23 亿元。
- **煤炭量价齐升, 总体毛利提升 40.9%。** 全年公司商品煤产量 2.9 亿吨, 同比增加 3.2%, 煤炭销售量 3.95 亿吨, 同比增加 6.6%。2016 年下半年动力煤价加速上涨, 全年煤炭销售均价为 317 元/吨, 同比上涨 8.2%, 自产煤单位生产成本为 108.9 元/吨, 同比下降 8.9%。煤炭量价齐升, 成本继续压缩, 煤炭板块整体毛利达到 274.5 亿元, 同比大幅上涨 40.9%。
- **电价下调叠加成本上升, 电力板块毛利下降明显。** 公司全年发电量为 236 0.4 亿千瓦时, 同比上涨 4.5%, 总售电量 2205.7 亿千瓦时, 同比上涨 4.8%。燃煤机组平均利用小时数为 4428 小时, 同比下降 203 小时, 但比全国 6000 千瓦及以上机组的平均水平高出 263 小时。由于火电行业产能过剩, 公司售电价格有所下降, 为 307/兆瓦时, 同比下降 8.1%, 但单位售电成本同比增长 3.9%, 为 225.5 元/兆瓦时。受上述因素影响, 电力板块整体毛利 196.3 亿元, 大幅下降了 26.1%。
- **运输业务表现出色, 收入较快增长。** 巴准、准池铁路投入运营后, 通过自有铁路运至港口下水的煤炭占比已经达到近 9 成, 同时公司积极推动第三方煤炭运输、非煤运输及反向运输, 全年自有铁路运输周转量达到 2446 亿吨公里, 同比增长 22.2%, 实现收入 335.3 亿元, 同比增长 23.1%。伴随着下水煤销量增长, 自有港口作业能力得到较大幅度提升, 全年自有港口下水煤量达到 2.01 亿吨, 同比增长 27%, 其中主力黄骅港下水煤量同比增长 42.1%, 全年港口实现营业收入 50.4 亿元, 同比增长 33.7%, 下水煤量增加大幅降低了单位装卸成本, 港口毛利增加显著。全年整个运输板块实现毛利 233.73 亿元, 同比大增 30%。
- **期间费用稳定, 资产减值准备计提 28.1 亿元。** 全年期间费用合计 236.01 亿元, 占总收入比重为 12.9%, 期间费用率同比基本持平。计提资产减值准备 28.07 亿元, 导致削减了归母净利润 18.8 亿元, 减值损失主要是由于部分电厂关闭或改造升级。
- **超级分红, 引爆整个煤炭板块价值投资。** 公司拟分红合计 590.7 亿元, 对应 3 月 17 日公司总市值, 股息率高达 18.2%, 这无疑将引爆煤炭股的价值投资。2016 年末, 公司未分配利润高达 1967.9 亿元, 此次分配利润占比仅为 30%, 资产负债率低至 33.5%, 即使除息后也仅为 37.4%, 仍远低于行业均值。2017 年, 公司拟计划资本开支 350 亿元, 第一批主要用于发电和铁路业务, 计划开支 170 亿元。当前, 煤炭板块普遍资本开支较小, 在这种情况下, 预计整个行业的分红率会大幅提升, 进而提升整个板块估值水平。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2017-2019 年归属于母公司的净利润分别为 319.38/356.36/379.34 亿元, 同比增加 40.6%、11.6%、6.5%, 折合 EPS 分别是 1.61/1.79/1.91 元/股, 维持公司“买入”评级, 给予 2018 年 15XPE, 目标价 26.9 元。
- **风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性去产能的不确定性;

图1：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	253,081	177,069	183,127	228,384	253,523	278,490	货币资金	43,508	47,850	50,757	99,363	156,678	214,735
增长率	-10.82%	-30.0%	3.4%	24.7%	11.0%	9.8%	应收账款	34,048	44,497	23,469	41,323	46,295	49,157
营业成本	-166,215	-110,427	-110,769	-131,605	-145,238	-161,661	存货	15,980	12,816	13,341	15,707	17,539	19,374
% 销售收入	65.7%	62.4%	60.5%	57.6%	57.3%	58.0%	其他流动资产	26,110	15,873	45,896	46,827	47,162	47,639
毛利	86,866	66,642	72,358	96,780	108,285	116,829	流动资产	119,646	121,036	133,463	203,221	267,675	330,906
% 销售收入	34.3%	37.6%	39.5%	42.4%	42.7%	42.0%	% 总资产	22.0%	21.8%	23.3%	32.1%	38.4%	43.4%
营业税金及附加	-4,100	-5,833	-6,922	-8,679	-9,634	-10,583	长期投资	6,747	6,844	6,878	6,959	6,959	6,959
% 销售收入	1.6%	3.3%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	固定资产	349,645	352,563	351,709	345,975	346,301	348,581
营业费用	-794	-584	-610	-799	-913	-1,030	% 总资产	64.2%	63.6%	61.5%	54.6%	49.6%	45.7%
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	36,844	38,239	41,195	39,106	38,562	38,106
管理费用	-18,340	-18,333	-17,932	-22,838	-25,352	-27,849	非流动资产	424,925	432,929	438,201	430,459	430,241	432,066
% 销售收入	7.2%	10.4%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	% 总资产	78.0%	78.2%	76.7%	67.9%	61.6%	56.6%
息税前利润 (EBIT)	63,632	41,892	46,894	64,463	72,386	77,367	资产总计	544,571	553,965	571,664	633,680	697,916	762,971
% 销售收入	25.1%	23.7%	25.6%	28.2%	28.6%	27.8%	短期借款	18,721	13,015	32,203	27,819	27,819	27,819
财务费用	-3,826	-4,669	-5,059	-2,910	-3,267	-3,700	应付款项	70,024	70,971	62,509	75,928	85,396	93,760
% 销售收入	1.5%	2.6%	2.8%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动负债	22,033	17,501	17,473	23,474	26,789	30,702
资产减值损失	-621	-5,773	-2,807	-1,308	-1,189	-1,317	流动负债	110,778	101,487	112,185	127,221	140,004	152,281
公允价值变动收益	-5	-6	2	-10	0	0	长期贷款	44,619	54,179	58,462	68,462	78,462	88,462
投资收益	733	644	302	300	300	300	其他长期负债	29,576	40,142	21,113	21,113	21,113	21,113
% 税前利润	1.2%	1.9%	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%	负债	184,973	195,808	191,760	216,796	239,579	261,856
营业利润	59,913	32,088	39,332	60,535	68,230	72,650	普通股股东权益	295,243	292,790	312,577	335,345	361,036	387,036
营业利润率	23.7%	18.1%	21.5%	26.5%	26.9%	26.1%	少数股东权益	64,355	65,367	67,547	81,539	97,301	114,080
营业外收支	222	994	-436	300	300	300	负债股东权益合计	544,571	553,965	571,664	633,680	697,916	762,971
税前利润	60,135	33,082	38,896	60,835	68,530	72,950	比率分析						
利润率	23.8%	18.7%	21.2%	26.6%	27.0%	26.2%							
所得税	-13,082	-9,818	-9,360	-14,905	-17,133	-18,238	每股指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	21.8%	29.7%	24.1%	24.5%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	1.881	0.812	1.142	1.606	1.792	1.907
净利润	47,053	23,264	29,536	45,931	51,398	54,713	每股净资产 (元)	14.844	14.720	15.704	16.860	18.152	19.459
少数股东损益	9,634	7,120	6,824	13,992	15,762	16,779	每股经营现金净流 (元)	3.473	2.786	4.117	3.142	4.270	4.634
归属于母公司的净利润	37,419	16,144	22,712	31,938	35,636	37,934	每股股利 (元)	0.000	0.000	2.970	0.450	0.500	0.600
净利率	14.8%	9.1%	12.4%	14.0%	14.1%	13.6%	回报率						
							净资产收益率	12.67%	5.51%	7.27%	9.52%	9.87%	9.80%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.87%	2.91%	3.97%	5.04%	5.11%	4.97%
净利润	47,053	23,264	29,536	45,931	51,398	54,713	投入资本收益率	12.51%	7.25%	8.30%	11.51%	13.02%	14.09%
少数股东损益	0	0	0	13,992	15,762	16,779	增长率						
非现金支出	22,532	29,398	26,752	23,558	27,358	30,511	营业总收入增长率	-10.82%	-30.03%	3.42%	24.71%	11.01%	9.85%
非经营收益	3,320	3,394	3,880	2,343	2,706	3,156	EBIT增长率	-11.72%	-34.17%	11.94%	37.47%	12.29%	6.88%
营运资金变动	-3,836	-650	21,715	-9,335	3,461	3,798	净利润增长率	-18.08%	-56.86%	40.68%	40.62%	11.58%	6.45%
经营活动现金净流	69,069	55,406	81,883	76,488	100,684	108,957	总资产增长率	7.27%	1.73%	3.19%	10.85%	10.14%	9.32%
资本开支	44,416	29,236	28,409	14,128	25,651	30,720	资产管理能力						
投资	-952	352	-33,459	-71	0	0	应收账款周转天数	33.7	49.5	39.4	41.8	42.3	41.6
其他	1,632	2,761	-2,786	290	300	300	存货周转天数	36.9	47.6	43.1	43.6	44.1	43.7
投资活动现金净流	-43,736	-26,123	-64,654	-13,909	-25,351	-30,420	应付账款周转天数	78.0	109.3	104.6	101.7	104.0	103.3
股权筹资	1,079	2,288	1,111	0	0	0	固定资产周转天数	368.5	607.7	633.3	493.2	426.0	376.4
债权筹资	294	7,736	-1,890	5,616	10,000	10,000	偿债能力						
其他	-29,082	-32,946	-17,585	-5,598	-12,256	-13,701	净负债/股东权益	12.33%	15.06%	14.52%	2.92%	-7.66%	-16.60%
筹资活动现金净流	-27,709	-22,922	-18,364	18	-2,256	-3,701	EBIT利息保障倍数	16.6	9.0	9.3	22.2	22.2	20.9
现金净流量	-2,376	6,361	-1,135	62,598	73,077	74,836	资产负债率	33.97%	35.35%	33.54%	34.21%	34.33%	34.32%

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。