

中国神华 (601088.SH)

低估值龙头企业，业绩支撑高分红

● 16年净利上涨41%，其中煤炭利润增长208%

公司16年净利润227亿元，同比增长41%，折合每股收益1.14元；计提减值28.1亿元，影响EPS0.11元。其中单季度EPS分别为0.23元、0.26元、0.38元和0.27元。公司的煤炭、电力、运输、煤化工四大业务，16年利润总额占比分别为35%、25%、39%和1%。

● 煤炭业务：16年均价同比涨8%，预计17年煤炭产量增加5%

公司16年商品煤均价317元，同比上涨8.3%；其中4季度环比增长34%。公司16年自产煤单位生产成本为109元/吨，同比下降8.9%。

16年完成商品煤产量和销量分别为2.9亿吨和3.9亿吨，较去年上升3.2%和6.6%，4季度环比分别增长3.9%和4.7%。预计17年产量有望增加1000万吨左右：郭家湾煤矿（产能800万吨）正式投产，青龙寺煤矿（产能300万吨）进入联合试运转阶段。

● 非煤业务：电力和煤化工利润下滑，运输板块盈利同比增长44%

电力：16年利润总额100亿元，同比下降43%。总发电量为2360.4亿千瓦时，同比增长4.5%；平均售电电价307元/兆瓦时，同比下降8.1%。

运输：公司16年运输业务利润154.4亿元，同比上升44%。其中，自有铁路运输周转量和自有港口下水煤，分别同比上升22%和27%。

煤化工：16年实现利润0.1亿元，同比大幅下降98%。煤制烯烃价格平均下降10%左右，同时16年生产装置停产大修约1个月。

● 预计17-19年业绩分别为1.74元/股、1.67元/股、1.71元/股

公司拟派息0.46元/股，特别派息2.51元/股，合计派息2.91元/股（含税）或590亿元。公司预计其17年1季度净利同比增50%或以上。公司估值优势明显，17年PE不足10倍，分红后的PB仅1.2倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

煤价走势低于预期；成本控制低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	177,069	183,127	214,472	217,481	228,814
增长率(%)	-28.70%	3.42%	17.12%	1.40%	5.21%
EBITDA(百万元)	65,517.00	70,839.00	99,302.37	98,720.51	102,245.13
净利润(百万元)	16,144.00	22,712.00	34,645.15	33,236.71	34,063.34
增长率(%)	-56.14%	40.68%	52.54%	-4.07%	2.49%
EPS(元/股)	0.812	1.142	1.742	1.671	1.713
市盈率(P/E)	18.44	14.17	9.58	9.99	9.75
市净率(P/B)	1.02	1.03	1.17	1.12	1.08
EV/EBITDA	5.37	5.32	4.12	3.96	3.60

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格 16.69元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-19

相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

中国神华(601088.SH)：电力业务盈利过半，估值处于洼地 2016-03-26

中国神华(601088.SH)：上半年业绩同比降46%，估值优势明显 2015-08-25

中国神华(601088.SH)：预计15年上半年净利润同比降50%左右 2015-04-27

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16年净利增加41%，其中煤炭利润增长208%

EPS:公司16年实现归母净利润227.1亿元，同比增长40.7%，扣非后归母净利润为233.7亿元，同比增长54.7%，折合每股收益1.14元。其中单季度EPS分别为0.23元、0.26元、0.38元和0.27元。2016年公司计提资产减值损失28.1亿元，影响EPS约0.11元。

分业务:公司主要业务包括：煤炭、电力、运输、煤化工，16年利润总额占比分别为35%、25%、39%和1%（不考虑计提减值占比分别为34%、28%、37%和1%）。

煤炭业务：4季度价格环比增长34%，盈利占比上升至35%

盈利:不考虑减值损失，公司16年吨煤净利约37元，较15年的19元大幅上涨91%或18元，利润占比由去年的19%上升至34%（考虑减值损失占比为35%）。

产销量:公司16年完成商品煤产量和销量分别为2.9亿吨和3.9亿吨，较去年上升3.2%和6.6%，4季度环比分别增长3.9%和4.7%。

吨煤价格/成本:公司16年煤炭加权平均价格为317.0元，较去年292.6元上涨8.3%。Q1-4分别为268.3元、273.7元、305.0元和408.8元，4季度环比增长34%。公司16年自产煤单位生产成本为108.9元/吨，较15年同期119.5元/吨下降8.9%。

非煤业务：电力业务明显下滑，运输板块同比增长44%

电力方面:16年利润总额为100.0亿元，同比大幅下降43.3%，占总利润比重下降至25%（不考虑计提减值减为28%）。公司全年总发电量为2360.4亿千瓦时，同比增长4.5%；同时平均售电电价307元/兆瓦时，同比下降8.1%。16年末公司总装机容量达到56,288兆瓦，同比增长4.0%，燃煤机组平均利用小时数达4,428小时，比全国平均水平高263小时。

运输方面:公司16年运输业务（铁路、港口、航运）实现利润154.4亿元，同比上升44%。其中，全年完成自有铁路运输周转量2446亿吨公里，自有港口下水煤量201.3百万吨，航运货运量79.2百万吨，同比分别上升22.2%、27.0%和下降0.8%。公司全年铁路运输板块从外部获得的运输服务收入41.7亿元，同比增长22.0%，有效利用了现有运力增加收入。

煤化工方面:16年实现利润0.1亿元，同比大幅下降98.2%，主要受石油价格低位影响，煤制烯烃产品价格平均下降10%左右，同时16年生产装置停产大修约1个月，导致烯烃产品产销量下降。

表 1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	1770.7	1831.3	394.0	393.2	460.8	583.2	3.4%	26.6%
营业成本	1104.3	1107.7	235.2	231.1	268.3	373.1	0.3%	39.0%
毛利率	37.6%	39.5%	40.3%	41.2%	41.8%	36.0%	1.9%	-5.7%
管理费用	183.3	179.3	43.7	41.3	45.4	48.9	-2.2%	7.5%

销售费用	5.8	6.1	1.3	1.3	1.4	2.2	4.5%	64.4%
财务费用	46.7	50.6	12.5	15.5	11.5	11.1	8.4%	-4.0%
期间费用率	13.3%	12.9%	14.6%	14.8%	12.7%	10.7%	-0.4%	-2.0%
营业利润	320.9	393.3	89.2	92.2	121.3	90.7	22.6%	-25.2%
净经营现金流	554.1	818.8	152.3	229.8	239.7	197.1	47.8%	-17.8%
销售现金/收入	90.9%	106.4%	106.0%	118.5%	107.7%	97.6%	15.5%	-10.0%
EPS	0.81	1.14	0.23	0.26	0.38	0.27	40.7%	-27.7%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表 2: 公司主要运营数据

运营指标	单位	2015A	2016A	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	16A 同比	Q4 环比
(一) 煤炭									
1.商品煤产量	百万吨	280.9	289.8	71.3	68.4	73.6	76.5	3.2%	3.9%
2.煤炭销售量	百万吨	370.5	394.9	92.5	93.8	101.9	106.7	6.6%	4.7%
其中: 自产煤	百万吨	289.3	285.5	68.7	70.9	75.5	70.4	-1.3%	-6.8%
外购煤	百万吨	81.2	109.4	23.8	22.9	26.4	36.3	34.7%	37.5%
(二) 发电									
1.总发电量	十亿千瓦时	225.8	236.0	54.9	56.1	63.9	61.2	4.5%	-4.2%
2.总售电量	十亿千瓦时	210.5	220.6	51.5	52.4	59.4	57.2	4.8%	-3.7%
(三) 煤化工									
1.聚乙烯销售量	千吨	319.2	292.6	80.6	49.0	84.2	78.8	-8.3%	-6.4%
2.聚丙烯销售量	千吨	312.9	282.1	75.8	49.0	81.2	76.1	-9.8%	-6.3%
(四) 运输									
1.自有铁路运输周转量	十亿吨公里	200.1	244.6	60.8	59.0	61.4	63.4	22.2%	3.3%
2.港口下水煤量	百万吨	203.8	226.4	55.1	57.2	58.0	56.1	11.1%	-3.3%
其中: 黄骅港	百万吨	111.6	158.6	37.9	38.6	41.9	40.2	42.1%	-4.1%
神华天津煤码头	百万吨	40.3	39.5	10.0	10.4	9.8	9.3	-2.0%	-5.1%
3.航运货运量	百万吨	79.8	79.2	17.9	18.4	20.9	22.0	-0.8%	5.3%
4.航运周转量	十亿吨海里	64.1	63.0	14.1	14.9	17.2	16.8	-1.7%	-2.3%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 公司煤炭产销基本数据 (单位: 百万吨)

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
一、国内销售	365.5	386.2	91.1	92.1	99.2	103.8	5.7%	4.6%
(一) 自产煤及采购煤	354.1	374.4	89.8	91.1	97	96.5	5.7%	-0.5%
1、直达	151.5	151.3	35.4	34.5	39.7	41.7	-0.1%	5.0%
2、下水	202.6	223.1	54.4	56.6	57.3	54.8	10.1%	-4.4%
(二) 国内贸易煤销售	11.2	11.6	1.3	0.9	2.2	7.2	3.6%	227.3%
(三) 进口煤销售	0.2	0.2	0	0.1	0	0.1	0.0%	-
二、出口销售	1.2	3.3	0.7	0.6	0.7	1.3	175.0%	85.7%
三、境外销售	3.8	5.4	0.7	1.1	2	1.6	42.1%	-20.0%

1、印尼煤电	1.9	1.8	0.4	0.5	0.5	0.4	-5.3%	-20.0%
2、转口贸易	1.9	3.6	0.3	0.6	1.5	1.2	89.5%	-20.0%
合计	370.5	394.9	92.5	93.8	101.9	106.7	6.6%	4.7%
商品煤产量	280.9	289.8	71.3	68.4	73.6	76.5	3.2%	3.9%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 4：公司煤炭售价情况（单位：元/吨）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
一、国内销售	292.9	317.0	267.9	274.1	304.0	410.6	8.2%	35.1%
（一）自产煤及采购煤	292.0	316.0	270.0	276.0	306.0	406.7	8.2%	32.9%
1、直达	220.7	229.0	201.6	200.4	213.0	291.2	3.8%	36.7%
2、下水	345.3	376.0	314.5	321.4	370.0	499.8	8.9%	35.1%
（二）国内贸易煤销售	318.0	339.0	125.6	131.5	244.0	432.5	6.6%	77.3%
（三）进口煤销售	412.7	415.0	-	366.0	-	464.0	0.6%	-
二、出口销售	442.9	407.0	415.6	384.0	375.0	430.2	-8.1%	14.7%
三、境外销售	218.1	276.0	162.7	189.4	292.0	365.1	26.5%	25.0%
1、印尼煤电	83.7	97.0	86.7	58.4	148.0	91.8	15.9%	-38.0%
2、转口贸易	358.3	367.0	273.1	303.0	336.0	461.3	2.4%	37.3%
加权平均价格	292.6	317.0	268.3	273.7	305.0	408.8	8.3%	34.0%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5：公司自产煤单位生产成本（单位：元/吨）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
自产煤单位生产成本	119.5	108.9	106.3	103.9	96.3	130.0	-8.9%	35.0%
原材料、燃料及动力	20.6	18.3	19.9	17.9	18.3	18.1	-11.2%	-1.4%
人工成本	17.7	17.6	17.5	17.1	16.7	20.1	-0.6%	20.0%
折旧及摊销	24.4	19.7	17.8	19.2	16.5	26.6	-19.3%	61.0%
其他	56.8	53.3	51.1	49.7	44.7	71.1	-6.2%	59.2%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 6：公司主营业务分行业基本数据（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016A	16A 同比
煤炭				
营业收入	192,094	121,458	131,357	8.2%
营业成本	157,463	101,973	103,912	1.9%
毛利率（%）	18.0	16.0	20.9	上升 4.9 个百分点
利润总额	23,755	4,483	13,810	208.1%
发电				
营业收入	80,150	73,053	69,850	-4.4%
营业成本	53,061	46,483	50,223	8.0%
毛利率（%）	33.8	36.4	28.1	下降 8.3 个百分点
利润总额	19,502	17,628	10,001	-43.3%

铁路				
营业收入	30,626	27,232	33,530	23.1%
营业成本	11,130	11,391	13,397	17.6%
毛利率 (%)	63.7	58.2	60.0	上涨 1.8 个百分点
利润总额	14,663	9,824	13,208	34.4%
港口				
营业收入	4,176	3,769	5,040	33.7%
营业成本	1,868	1,867	2,234	19.7%
毛利率 (%)	55.3	50.5	55.7	上涨 5.2 个百分点
利润总额	1,344	868	2,040	135.0%
航运				
营业收入	3,034	2,002	2,112	5.5%
营业成本	2,558	1,745	1,678	-3.8%
毛利率 (%)	15.7	12.8	20.5	上涨 7.7 个百分点
利润总额	341	48	192	300.0%
煤化工				
营业收入	5,880	5,550	4,831	-13.0%
营业成本	3,820	4,205	3,802	-9.6%
毛利率 (%)	35	24.2	21.3	下降 2.9 个百分点
利润总额	1,140	342	6	-98.2%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

未来看点：各业务协同发展，高分红体现公司实力

煤炭业务：公司煤炭产品结构进一步优化，低硫环保煤及高附加值特种煤产量将占比进一步提高。同时核定生产能力8.0百万吨/年的郭家湾煤矿正式投产，核定生产能力3.0百万吨/年的青龙寺煤矿建设按计划推进，进入联合试运转阶段。预计17年产量有望提升1000万吨左右。

电力业务：16年神华国华柳州电厂1、2号机组（神华持股52%）、寿光电厂2号机（神华持股60%）均通过试运行。神华国华江西九江煤炭储备（中转）发电一体化新建工程（2×1,000MW）、神华福建罗源湾储煤一体化发电厂工程（2×1,000MW）、神华巴蜀江油燃煤机组新建工程（2×1,000MW）等项目正持续推进。

铁路业务：16年黄大铁路建设持续推进，预计2018年下半年完工，阿莫铁路暂缓建设。同时公司实施大物流战略，对外开放运输业务，积极开展非煤运输。

预计17-19年业绩分别为1.74元、1.67元、1.71元

公司拟派息0.46元/股，特别派息2.51元/股，合计派息2.91元/股（含税）或590亿元。公司预计其17年1季度净利同比增50%或以上。公司估值优势明显，17年PE不足10倍，分红后的PB仅1.2倍，维持“买入”评级。

风险提示

煤价走势低于预期，成本控制低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	121036	133463	121028	141104	166974
货币资金	47850	50757	29196	48098	71099
应收及预付	48110	26610	35338	35928	37848
存货	12816	13341	13739	14324	15271
其他流动资产	12260	42755	42755	42755	42755
非流动资产	432929	438201	449042	454809	457190
长期股权投资	5049	5078	5078	5078	5078
固定资产	320300	320082	329077	334971	337454
在建工程	32263	31627	32127	32627	33127
无形资产	38239	41195	42541	41914	41311
其他长期资产	37078	40219	40219	40219	40219
资产总计	553965	571664	570070	595913	624163
流动负债	101487	112185	129597	132425	138629
短期借款	6435	4384	4822	5305	5835
应付及预收	82690	79277	96251	98596	104270
其他流动负债	12362	28524	28524	28524	28524
非流动负债	94321	79575	79575	79575	79575
长期借款	54179	58462	58462	58462	58462
应付债券	34606	15316	15316	15316	15316
其他非流动负债	5536	5797	5797	5797	5797
负债合计	195808	191760	209172	212000	218204
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积	74729	74729	74729	74729	74729
留存收益	191838	208219	183855	203234	224003
归属母公司股东权益	292790	312357	282941	295970	307782
少数股东权益	65367	67547	77956	87943	98177
负债和股东权益	553965	571664	570070	595913	624163

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	55406	81883	78113	83168	85795
净利润	23264	29536	45055	43223	44298
折旧摊销	23625	23945	30800	32577	34355
营运资金变动	-650	21715	-3345	1734	2475
其它	9167	6687	5604	5634	4667
投资活动现金流	-26123	-64654	-43198	-41198	-41198
资本支出	-29236	-28409	-43500	-41500	-41500
投资变动	1251	-32363	302	302	302
其他	1862	-3882	0	0	0
筹资活动现金流	-22922	-18364	-56476	-23068	-21596
银行借款	26458	28037	438	482	530
债券融资	-18722	-29927	-5000	-5000	-5000
股权融资	2288	1111	0	0	0
其他	-32946	-17585	-51915	-18551	-17126
现金净增加额	6361	-1135	-21561	18902	23002
期初现金余额	43502	47850	50757	29196	48098
期末现金余额	49863	46715	29196	48098	71099

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-28.7	3.4	17.1	1.4	5.2
营业利润增长	-45.6	22.6	52.7	-4.1	2.5
归属母公司净利润增长	-56.1	40.7	52.5	-4.1	2.5
获利能力(%)					
毛利率	37.6	39.5	45.7	44.2	43.5
净利率	13.1	16.1	21.0	19.9	19.4
ROE	5.5	7.3	12.2	11.2	11.1
ROIC	7.3	8.3	11.9	11.4	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	35.3	33.5	36.7	35.6	35.0
净负债比率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
流动比率	1.19	1.19	0.93	1.07	1.20
速动比率	1.03	1.04	0.80	0.93	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.33	0.38	0.37	0.38
应收账款周转率	7.52	9.26	9.26	9.26	9.26
存货周转率	7.72	8.47	8.47	8.47	8.47
每股指标(元)					
每股收益	0.81	1.14	1.74	1.67	1.71
每股经营现金流	2.79	4.12	3.93	4.18	4.31
每股净资产	14.72	15.70	14.23	14.88	15.47
估值比率					
P/E	18.4	14.2	9.6	10.0	9.7
P/B	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.4	5.3	4.1	4.0	3.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	177069	183127	214472	217481	228814
营业成本	110427	110769	116366	121319	129341
营业税金及附加	5833	6922	7914	8025	8443
销售费用	584	610	714	724	762
管理费用	18333	17932	20975	21270	22378
财务费用	4669	5059	5925	6008	6321
资产减值损失	5773	2807	2807	2807	2807
投资净收益	-6	2	0	0	0
营业利润	644	302	302	302	302
营业外收入	32088	39332	60073	57631	59064
营业外支出	1896	1485	0	0	0
利润总额	902	1921	0	0	0
所得税	33082	38896	60073	57631	59064
净利润	9818	9360	15018	14408	14766
少数股东损益	23264	29536	45055	43223	44298
归属母公司净利润	7120	6824	10409	9986	10235
EBITDA	16144	22712	34645	33237	34063
EPS(元)	65517	70839	99302	98721	102245
	0.81	1.14	1.74	1.67	1.71

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛: 首席分析师, 对外经济贸易大学金融学硕士, 2015年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 安鹏: 首席分析师, 上海交通大学金融学硕士, 2015年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 姚遥: 研究助理, 美国普林斯顿大学工学博士, 2015年进入广发证券发展研究中心, 2015年煤炭行业新财富第一名(团队), 水晶球第一名(团队), 金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。