

中国神华 (601088) \ 采掘

——持续看好公司一体化清洁能源之路

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	16.69
目标价格:	20元

事件:

公司3月18日发布年报,公司2016年实现营业收入为1831.27亿元,较上年同期增3.4%; 2016年归属于母公司所有者的净利润为227.12亿元,较上年同期增40.7%; 基本每股收益为1.142元,较上年同期增加40.6%

投资要点:

煤炭产销量逆势增长, 板块业绩持续提高

中国2016年原煤产量33.64亿吨,同比下降10.2%。由于公司提前进行了产能优化调整,在前两年逐渐减少煤炭产量,以至于2016年国家的276制度和淘汰落后产能对公司没有负面影响。公司2016年度商品煤产量达到2.90亿吨,同比增长3.2%。全年煤炭销售量达到 394.9 百万吨,同比增长6.6%,其中下水煤销量 226.4 百万吨,同比增长 11.1%。产销的同比逆势增长叠加销售价格同比增加8.2%,公司煤炭板块16年完成经营收益147.43亿元,同比增加198.9%。2017年,国家继续推进煤炭去产能,总量将达到5000万吨左右,行业供给将进一步收缩,而公司的煤炭产能都属于先进产能,产销量有望保持。此外,2016年煤炭价格在下半年净利暴涨。由于供需关系的改善,2017年全年煤炭价格同比仍将有望保持一定的回升,公司煤炭板块业绩有望持续增加。

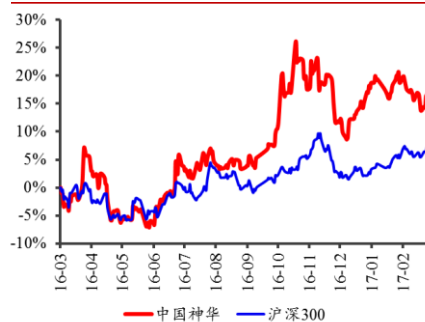
煤电售价持续下降, 新常态下寻求突破

公司报告期内完成了山东寿光电力和广西柳州电力的装机并网,报告期内煤电装机量54.42GW,同比增加4.1%;售电量2144.2亿千瓦时,同比增加3.8%;公司全年煤电利用小时数4428小时,同比下降4.4%,度电售价0.301元,同比下降9.1%。售价的下降直接减少利润接近60亿,再加上煤炭价格的上升,导致发电成本增加。2016年电力板块经营收益116.9亿,比上年减少71.2亿,降幅达到37.9%。在中国经济保持中低速增长的新常态下,国家整体电力过剩的局面仍将持续,对应到利用小时数或将长期维持在相对较低的位置。而电力板块始终是公司的投资重点,2016年公司资本开支完成293.8亿元,其中电力板块达到178.3亿元,占总额的60.7%,而2017年第一批169.5亿资本开支中,电力板块达到109.5亿元,占比达到64.6%。投资方向为推进新建和续建项目和“超低排放”改造。公司在电力方面的另一项举措是向下游延伸,积极参与售电市场,自广东售电公司成立之后,公司于1月20日发布公告,投资设立神华国华江苏售电有限公司。可以预见在电力改革成为大趋势的局势下,公司将全面布局售电领域,留住售电环节的利润。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	19890/19890
流通A股市值 (百万元)	275235.42
每股净资产 (元)	15.7
资产负债率 (%)	33.53%
一年内最高/最低 (元)	18.19/13.39

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

叶洋

电话: 85611779

邮箱: yey@glsc.com.cn

相关报告

➤ 物流板块增长突出，2017有望持续高景气

巴准、准池铁路的投运后，其贯通朔黄线直至黄骅港，不仅在铁路运程上较大秦线更短，更体现出“铁路-港口”一体化优势，自有铁路运输周转量达244.6 十亿吨公里，同比增长22.2%；其中为第三方提供铁路运输服务的周转量为21.8十亿吨公里，同比增长 23.9%；全年经黄骅港下水销售的煤炭为 158.6 百万吨，同比增长 42.1%；公司物流板块铁路、港口和航运2016年合计经营收益174.84亿元，同比增加51.8%。

➤ 高分红回馈投资者，反哺大股东

公司拟派发2016年度末期股息现金人民币0.46 元/股(含税)，另外拟派发2.51元/股的特别股息，公司将于2017年6月23日召开2016 年度股东周年大会审议批准相关议案，包括董事会建议的上述股息预案。公司于2006年在香港上市以来累计实现净利润3553.82亿元，分红达到1456.67亿元，分红率41.0%。A股尽管晚上市一年，错过了2007年的特别股息，至今累计分红率也达到29.2%。神华集团作为公司的第一大股东，持股比例维持在73%以上，以香港股市为统计依据，累计获得分红达到1071.56亿元，上市公司有效地通过自身的盈利不仅回馈了普通投资者，也很好的支持了母公司神华集团在煤化工、清洁能源等领域的发展。

➤ 投资建议

预计公司2017至2019年EPS分别为1.23、1.32和1.40元，对应PE分别为13.6X、12.7X和11.9X，继续看好公司作为中国清洁能源一体化行业龙头的长期发展，维持“推荐”评级

➤ 风险提示

经济增长不达预期；煤炭价格快速下跌

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	177069.00	183127.00	189536.45	196170.22	204017.03
增长率(%)	-28.70%	3.42%	3.50%	3.50%	4.00%
EBITDA(百万元)	62245.00	67855.00	48355.49	51580.25	55072.02
净利润(百万元)	16144.00	22712.00	24449.40	26248.54	27901.43
增长率(%)	-56.14%	40.68%	7.65%	7.36%	6.30%
EPS(元/股)	0.81	1.14	1.23	1.32	1.40
市盈率(P/E)	20.56	14.62	13.58	12.65	11.90
市净率(P/B)	1.13	1.06	1.02	0.98	0.94
EV/EBITDA	7.56	6.74	10.26	9.54	9.52

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表1: 公司财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	37734.00	36850.00	18953.64	19617.02	20401.70	营业收入	177069.00	183127.00	189536.45	196170.22	204017.03
应收账款+票据	44497.00	23469.00	36099.60	25553.90	38565.74	营业成本	110427.00	110769.00	113721.87	116721.28	120370.05
预付账款	3613.00	3141.00	3357.39	3312.40	3565.89	营业税金及附加	5833.00	6922.00	6823.31	7062.13	7344.61
存货	12816.00	13341.00	13513.29	14049.28	14374.91	营业费用	584.00	610.00	631.35	653.45	679.59
其他	12248.00	42701.00	42701.00	42701.00	42701.00	管理费用	18333.00	17932.00	19048.41	19617.02	20401.70
流动资产合计	110920.00	119556.00	114678.92	105287.60	119663.24	财务费用	4669.00	5059.00	4250.58	4356.94	4523.20
长期股权投资	5049.00	5078.00	5378.00	5678.00	5978.00	资产减值损失	5773.00	2807.00	2000.00	1500.00	1500.00
固定资产	318953.00	316489.00	314489.00	312989.00	344948.00	公允价值变动收益	-6.00	2.00	2.00	2.00	2.00
在建工程	33610.00	35220.00	70220.00	100220.00	95000.00	投资净收益	428.00	237.00	300.00	300.00	300.00
无形资产	35757.00	38502.00	38502.00	38502.00	38502.00	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	36357.00	38549.00	37202.50	35856.00	35856.00	营业利润	31872.00	39267.00	43362.93	46561.40	49499.88
非流动资产合计	429726.00	433838.00	465791.50	493245.00	520284.00	营业外净收益	1210.00	-371.00	2.00	2.00	2.00
资产总计	540646.00	553394.00	580470.42	598532.60	639947.24	利润总额	33082.00	38896.00	43364.93	46563.40	49501.88
短期借款	6435.00	4384.00	19465.69	35415.31	56022.57	所得税	9818.00	9360.00	10765.73	11565.35	12299.97
应付账款+票据	33990.00	35156.00	29517.68	36861.77	31592.73	净利润	23264.00	29536.00	32599.19	34998.05	37201.91
其他	48559.00	55172.00	54552.21	55444.03	54873.98	少数股东损益	7120.00	6824.00	8149.80	8749.51	9300.48
流动负债合计	88984.00	94712.00	103535.58	127721.10	142489.29	归属于母公司净利润	16144.00	22712.00	24449.40	26248.54	27901.43
长期带息负债	88785.00	73778.00	70869.28	42027.15	44524.22	主要财务比率					
长期应付款	2523.00	2383.00	2383.00	2383.00	2383.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	2197.00	2617.00	2617.00	2617.00	2617.00	成长能力					
非流动负债合计	93505.00	78778.00	75869.28	47027.15	49524.22	营业收入	-28.70%	3.42%	3.50%	3.50%	4.00%
负债合计	182489.00	173490.00	179404.86	174748.26	192013.51	EBIT	-40.12%	13.70%	7.06%	6.86%	6.13%
少数股东权益	65367.00	67547.00	75696.80	84446.31	93746.79	EBITDA	-27.46%	9.01%	-28.74%	6.67%	6.77%
股本	19890.00	19890.00	19890.00	19890.00	19890.00	归属于母公司净利润	-19.42%	40.68%	7.65%	7.36%	6.30%
资本公积	74729.00	74729.00	74729.00	74729.00	74729.00	获利能力					
留存收益	198171.00	217738.00	230749.77	244719.03	259567.95	毛利率	37.64%	39.51%	40.00%	40.50%	41.00%
股东权益合计	358157.00	379904.00	401065.57	423784.34	447933.74	净利率	13.14%	16.13%	17.20%	17.84%	18.23%
负债和股东权益总计	540646.00	553394.00	580470.42	598532.60	639947.24	ROE	5.51%	7.27%	7.51%	7.74%	7.88%
现金流量表						ROIC	6.34%	8.11%	8.07%	7.71%	8.02%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	22609.00	29536.00	32295.69	34694.55	36898.41	资产负债率	33.75%	31.35%	30.91%	29.20%	30.00%
折旧摊销	23625.00	23945.00	1346.50	1346.50	1761.00	流动比率	1.25	1.26	1.11	0.82	0.84
财务费用	4669.00	5059.00	3644.06	3670.34	3809.14	速动比率	0.96	0.67	0.56	0.38	0.44
存货减少(增加为“+”)	2214.00	-1076.00	-172.29	-535.99	-325.63	营运能力					
营运资金变动	-5418.00	19477.00	-19105.10	18826.60	-19104.41	应收账款周转率	4.32	8.90	5.64	8.73	5.70
其它	6838.00	4987.00	2000.00	1500.00	1500.00	存货周转率	8.62	8.30	8.42	8.31	8.37
经营活动现金流	54537.00	81928.00	20008.87	59502.00	24538.51	总资产周转率	0.33	0.33	0.33	0.33	0.32
资本支出	29876.00	29058.00	35000.00	30000.00	30000.00	每股指标(元)					
长期投资	1473.00	40062.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.81	1.14	1.23	1.32	1.40
其他	5226.00	4466.00	3.50	3.50	3.50	每股经营现金流	2.74	4.12	1.01	2.99	1.23
投资活动现金流	-26123.00	-64654.00	-34996.50	-29996.50	-29996.50	每股净资产	14.72	15.70	16.36	17.06	17.81
债权融资	7736.00	-1890.00	12172.96	-12892.50	23104.33	估值比率					
股权融资	2288.00	1111.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	20.56	14.62	13.58	12.65	11.90
其他	-33181.00	-17711.00	-15081.69	-15949.62	-16861.66	市净率	1.13	1.06	1.02	0.98	0.94
筹资活动现金流	-23157.00	-18490.00	-2908.72	-28842.12	6242.67	EV/EBITDA	7.56	6.74	10.26	9.54	9.52
现金净增加额	5492.00	-1090.00	-17896.36	663.38	784.68	EV/EBIT	12.19	10.41	10.55	9.79	9.84

来源: 国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064