

2017年08月04日

中国神华 (601088.SH)

## 产量下降 17%，动力煤价淡季或不淡

■事件：2017年8月3日，公司发布公告称由于露天矿井征地进度滞后导致土方剥离施工暂缓，8月起公司所属哈尔乌素矿煤矿停产、宝日希勒露天矿减产，公司预计可能会减少今年归母净利润 30.3 亿元。

### 点评：

■预计影响公司商品煤产量最多 2210 万吨：哈尔乌素为全国第一大矿井，宝日希勒也为全国单产最大矿井之一，两个矿井核定生产能力分别为 3500 万吨和 2500 万吨，合计占神华总产能的 18%。2016 年两个矿井商品煤销量分别为 2740 万吨和 1570 万吨，合计占公司总商品煤产量的 15%，商品煤产量占比低于产能占比是由于两个矿井热值偏低，洗选损耗大于公司平均水平。考虑全国 16 年动力煤产量约 26 亿吨，两矿井产量占比也高达 1.7%。公司预计哈尔乌素停产影响今年产量 1300 万吨，宝日希勒预计减产预计影响产量 910 万吨，两者合计 2210 万吨，月均 442 万吨，以 6 月神华月产量 2510 万吨测算，影响占比 17.6%。由于何时可以征得土地尚不明朗，征得土地后还需要一定时间进行剥离，预计影响时间较长。

■征地不足是主因，不排除其他公司有类似情况：公司公告停产、减产的主因是征地不足导致剥离滞后。正常情况下，矿井一般都会做长期规划，提前准备征地，井工矿并做到采、掘衔接。考虑过去煤炭市场长期低迷，此次停产和减产或与公司压缩在征地及其他矿井支出有关。此外，我们认为中国神华作为 2015 年全行业少数盈利企业尚且如此，不排除行业内其他企业也有出现同类情况的可能，未来煤炭供应的不确定性或将增加。

■公司减少供应，有望助力淡季煤价走强：按我们之前的预期，今年动力煤供需整体平衡，价格随需求淡旺季波动，8 月下旬动力煤价格将进入淡季，存小幅回落预期，但是由于此轮减产和停产造成的巨大供应量减少，预计或将抹平淡季影响。预计 9-10 月价格有望超预期，11 月旺季时价格具备大涨可能。

■投资建议：给予公司“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 25.60 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 2507.70 亿元、2972.81 亿元、3252.01 亿元。考虑公司产量影响和对于未来煤价判断（包含分红因素），预计 2017 年-2019 年归母净利润分别为 440.00 亿元、477.51 亿元、516.04 亿元，分别对应 PE10 倍、9 倍、9 倍。

■风险提示：宏观经济低迷，煤炭价格大幅下降

## 公司快报

证券研究报告

动力煤

投资评级 **买入-A**

调高评级

6 个月目标价：**25.60 元**

股价 (2017-06-02) **19.32 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	384,267.47
流通市值 (百万元)	318,606.85
总股本 (百万股)	19,889.62
流通股本 (百万股)	16,491.04
12 个月价格区间	14.88/22.29 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.41	6.67	39.21
绝对收益	0.0	11.06	49.1

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004  
hengkun@essence.com.cn  
010-83321058

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn  
010-83321067

### 相关报告

中国神华：盈利有望继续改善，拟派发大额股息/衡昆 2017-03-18

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	177,069.0	183,127.0	250,769.9	297,281.3	325,200.5
净利润	16,144.0	22,712.0	44,003.3	47,751.1	51,604.1
每股收益(元)	0.81	1.14	2.21	2.40	2.59
每股净资产(元)	14.72	15.70	14.93	14.03	12.21
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	23.8	16.9	8.7	8.0	7.4
市净率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6
净利润率	9.1%	12.4%	17.5%	16.1%	15.9%
净资产收益率	5.5%	7.3%	14.8%	17.1%	21.3%
股息收益率	1.7%	15.4%	13.0%	17.1%	22.9%
ROIC	7.3%	9.0%	15.6%	17.9%	21.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	177,069.0	183,127.0	250,769.9	297,281.3	325,200.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	110,427.0	110,769.0	137,863.2	168,213.9	188,896.9	营业收入增长率	-28.7%	3.4%	36.9%	18.5%	9.4%
营业税费	5,833.0	6,922.0	7,276.7	9,885.4	10,847.5	营业利润增长率	-45.6%	22.6%	97.0%	10.6%	6.0%
销售费用	584.0	610.0	821.4	981.5	1,074.0	净利润增长率	-56.1%	40.7%	93.7%	8.5%	8.1%
管理费用	18,333.0	17,932.0	22,876.1	29,002.8	31,078.9	EBITDA 增长率	-28.7%	14.5%	55.4%	6.9%	3.7%
财务费用	4,669.0	5,059.0	4,000.0	3,000.0	2,000.0	EBIT 增长率	-41.2%	20.8%	83.6%	8.9%	4.6%
资产减值损失	5,773.0	2,807.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	NOPLAT 增长率	-47.1%	30.4%	81.3%	8.9%	4.6%
加:公允价值变动收益	-6.0	2.0	66.0	30.0	50.0	投资资本增长率	4.6%	5.3%	-5.1%	-14.2%	1.3%
投资和汇兑收益	644.0	302.0	500.0	500.0	500.0	净资产增长率	0.7%	6.1%	-0.4%	-0.3%	-5.2%
<b>营业利润</b>	<b>32,088.0</b>	<b>39,332.0</b>	<b>77,498.5</b>	<b>85,727.7</b>	<b>90,853.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	994.0	-436.0	500.0	500.0	500.0	毛利率	37.6%	39.5%	45.0%	43.4%	41.9%
<b>利润总额</b>	<b>33,082.0</b>	<b>38,896.0</b>	<b>77,998.5</b>	<b>86,227.7</b>	<b>91,353.2</b>	营业利润率	18.1%	21.5%	30.9%	28.8%	27.9%
减:所得税	9,818.0	9,360.0	19,499.6	21,556.9	22,838.3	净利润率	9.1%	12.4%	17.5%	16.1%	15.9%
<b>净利润</b>	<b>16,144.0</b>	<b>22,712.0</b>	<b>44,003.3</b>	<b>47,751.1</b>	<b>51,604.1</b>	EBITDA/营业收入	33.2%	36.7%	41.7%	37.6%	35.6%
						EBIT/营业收入	20.8%	24.2%	32.5%	29.8%	28.6%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	588	625	439	344	291
						流动资产周转天数	-32	-12	6	-12	-12
						流动营业资本周转天数	244	250	193	182	184
						应收账款周转天数	55	45	46	49	46
						存货周转天数	29	26	23	25	25
						总资产周转天数	1,105	1,106	803	665	601
						投资资本周转天数	741	752	549	419	356
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	5.5%	7.3%	14.8%	17.1%	21.3%
						OA	4.2%	5.2%	10.7%	11.7%	12.9%
						ROIC	7.3%	9.0%	15.6%	17.9%	21.8%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	10.4%	9.8%	9.1%	9.8%	9.6%
						财务费用率	2.6%	2.8%	1.6%	1.0%	0.6%
						三费/营业收入	13.3%	12.9%	11.0%	11.1%	10.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	35.3%	33.5%	30.8%	31.7%	33.0%
						负债权益比	54.7%	50.5%	44.5%	46.3%	49.2%
						流动比率	1.19	1.19	0.98	1.14	1.13
						速动比率	1.07	1.07	0.85	0.98	0.98
						利息保障倍数	7.87	8.77	20.37	29.58	46.43
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.32	2.97	2.50	3.30	4.42
						分红比率	39.4%	260.1%	113.2%	137.6%	170.3%
						股息收益率	1.7%	15.4%	13.0%	17.1%	22.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	23,264.0	29,536.0	44,003.3	47,751.1	51,604.1	EPS(元)	0.81	1.14	2.21	2.40	2.59
加:折旧和摊销	23,625.0	23,945.0	23,019.5	23,019.5	23,019.5	BVPS(元)	14.72	15.70	14.93	14.03	12.21
资产减值准备	5,773.0	2,807.0	-	-	-	PE(X)	23.8	16.9	8.7	8.0	7.4
公允价值变动损失	6.0	-2.0	66.0	30.0	50.0	PB(X)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6
财务费用	4,669.0	5,059.0	4,000.0	3,000.0	2,000.0	P/FCF	18.9	52.9	36.5	4.3	8.1
投资损失	-644.0	-302.0	-500.0	-500.0	-500.0	P/S	2.2	2.1	1.5	1.3	1.2
少数股东损益	7,120.0	6,824.0	14,495.6	16,919.7	16,910.9	EV/EBITDA	6.4	6.0	4.4	3.8	4.0
营运资金的变动	-3,543.0	-14,834.0	1,719.5	29,374.2	-26,889.7	CAGR(%)	40.6%	32.4%	8.1%	40.6%	32.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>55,406.0</b>	<b>81,883.0</b>	<b>86,803.8</b>	<b>119,594.5</b>	<b>66,194.7</b>	PEG	0.6	0.5	1.1	0.2	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-26,123.0</b>	<b>-64,654.0</b>	<b>371.3</b>	<b>439.4</b>	<b>399.3</b>	ROIC/WACC	0.7	0.9	1.5	1.8	2.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-23,157.0</b>	<b>-18,490.0</b>	<b>-117,870.6</b>	<b>-80,357.2</b>	<b>-90,423.5</b>	REP	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034