

## 中国神华(601088)/煤炭开采

## 单季净利 113.3 亿元, 低估值煤电运一体化龙头

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 20.42

目标价格: 35

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

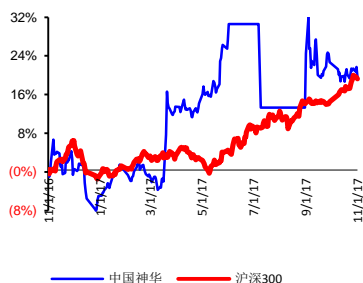
联系人: 陈晨

电话:

Email:

**基本状况**

总股本(百万股)	19,890
流通股本(百万股)	19,890
市价(元)	20.42
市值(百万元)	406,146
流通市值(百万元)	406,146

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 中国神华(601088.SH) 年报点评: 运输板块表现抢眼, 超级分红引爆煤炭投资价值
- 2 中国神华(601088.SH) 三季度点评: 单季净利 74.8 亿元, 四季度煤、电、运继续回暖
- 3 中国神华(601088.SH): 四季度资产减值压缩业绩, 静待兼并重组提升定价话语权

**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.	183,127.	236,993.	272,191.	307,541.
增长率 yoy%	-30.03%	3.42%	29.41%	14.85%	12.99%
净利润	16,144.0	22,712.0	46,417.7	52,413.1	61,433.9
增长率 yoy%	-56.86%	40.68%	104.38%	12.92%	17.21%
每股收益(元)	0.81	1.14	2.33	2.64	3.09
每股现金流量	2.79	4.12	4.32	5.64	4.58
净资产收益率	5.51%	7.27%	13.28%	13.35%	13.84%
P/E	18.44	14.17	8.90	7.88	6.72
PEG	—	0.35	0.09	0.61	0.39
P/B	1.02	1.03	1.18	1.05	0.93

备注:

**投资要点**

- **公司披露 2017 年度三季报:** 前三季度营业收入 1825.35 亿元, 同比上升 46.3%; 归属于上市公司股东净利润 356.49 亿元, 同比增长 106%; 折合 EPS 为 1.792 元/股。其中, Q1、Q2、Q3 分别实现归属于上市公司股东净利润 12.4 亿元、120.8 亿元、113.3 亿元, 业绩基本符合预期, 具体点评如下:
- **煤炭量价双升, 毛利率大幅提高。** 前三季度公司商品煤产量 2.21 亿吨, 同比增加 3.8%, 煤炭销售量 3.28 亿吨, 同比增加 13.9%。第三季度煤价高位震荡, 公司煤炭销售均价为 418 元/吨, 同比上涨 37%, 从年初到 9 月末煤炭价格一直处于高位, 前三季度销售均价为 422 元/吨, 同比上升 49.1%。虽然自产煤单位生产成本略有增长(+4.7%), 但煤价的上涨强势带动公司煤炭板块整体毛利率上涨至 29.9%, 同比上升 11.2pct。
- **高煤价导致高成本, 电力板块毛利率下降明显。** 1-9 月份, 公司总发电量为 1966.6 亿千瓦时, 同比上涨 12.5%, 总售电量 1841.9 亿千瓦时, 同比上涨 12.8%。其中, 三季度高温天气带动电力需求增长明显, 叠加水电出力不如往年, 公司售电量同比增长 17.4%。第三季度, 由于政府取消工业企业结构调整专项基金以及调高了燃煤电厂上网电价, 公司售电价格有所上调, 前三季度售电均价 309 元/兆瓦时, 同比上升 5 元/兆瓦时, 但由于前三季度煤炭价格一直维持在高位导致 1-9 月电力板块营业成本大幅上涨(+38.8%), 电力板块毛利率大幅下滑 14.2pct 至 18.5%。
- **运输业务表现出色, 收入稳步增长。** 由于准池线的投产和朔黄线的扩能, 准格尔煤炭从“准池线—朔黄线—黄骅港”下水相比“大准线—大秦线—秦皇岛港”运距近、费用低, 有助于降低煤炭运输成本, 黄骅港成为内蒙地区煤炭向外运输和销售的首选, 公司自有铁路运输周转量以及下水煤销量也稳步增长。前三季度公司铁路运输周转量达到 2057 亿吨公里, 同比增长 13.5%, 实现收入 279.6 亿元, 同比增长 14.2%。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, 前三季度港口下水煤量达到 1.96 亿吨, 同比增长 14.9%, 实现收入 42.4 亿元, 同比增长 13.6%。
- **第四季度煤价有望保持强势, 业绩仍存在乐观预期。** 由于四季度是动力煤的消费旺季, 电厂发电量将显著提升, 将是动力煤价格强有力的支撑。虽然公司所属的哈尔乌素露天矿、宝日希勒露天矿在 8 月份开始就已经实施停产或减产, 预计将减少今年 2060 万吨的商品煤产量(月均 412 万吨), 但公司有望通过增加自有煤矿产量以及推进优质产能煤矿产能核增工作稳定公司商品煤产量。此外, 四季度采暖季形成的动力煤需求量的增长也预计将显著增加铁路运输量和公司港口下水煤销量, 带动业绩环比增厚。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2017-2019 年归属于母公司股东的净利润分别为 464.2/524.1/614.3 亿元, 同比增加 104.4%、12.9%、17.2%, 折合 EPS 分别是 2.33/2.64/3.09 元/股, 维持公司“买入”评级, 给予 2017 年 15XP E, 目标价 35 元。
- **风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性去产能的不确定性;

图表 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	236,993	272,192	307,541	货币资金	43,508	47,850	50,757	133,791	214,598	254,995
增长率	-10.82%	-30.0%	3.4%	29.4%	14.9%	13.0%	应收账款	34,048	44,497	23,469	39,542	38,219	35,051
营业成本	-166,215	-110,427	-110,769	-135,945	-158,208	-175,521	存货	15,980	12,816	13,341	13,036	14,304	14,907
%销售收入	65.7%	62.4%	60.5%	57.4%	58.1%	57.1%	其他流动资产	26,110	15,873	45,896	49,549	49,080	48,018
毛利	86,866	66,642	72,358	101,049	113,984	132,020	流动资产	119,646	121,036	133,463	235,918	316,201	352,971
%销售收入	34.3%	37.6%	39.5%	42.6%	41.9%	42.9%	%总资产	22.0%	21.8%	23.3%	36.4%	43.5%	45.2%
营业税金及附加	-4,100	-5,833	-6,922	-9,598	-11,024	-12,455	长期投资	6,747	6,844	6,878	7,107	7,107	7,107
%销售收入	1.6%	3.3%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	固定资产	349,645	352,563	351,709	330,596	329,550	337,485
营业费用	-794	-584	-610	-569	-653	-738	%总资产	64.2%	63.6%	61.5%	51.0%	45.3%	43.2%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	36,844	38,239	41,195	36,151	36,296	45,232
管理费用	-18,340	-18,333	-17,932	-17,775	-20,414	-23,066	非流动资产	424,925	432,929	438,201	412,273	411,373	428,243
%销售收入	7.2%	10.4%	9.8%	7.5%	7.5%	7.5%	%总资产	78.0%	78.2%	76.7%	63.6%	56.5%	54.8%
息税前利润 (EBIT)	63,632	41,892	46,894	73,107	81,892	95,761	资产总计	544,571	553,965	571,664	648,191	727,574	781,214
%销售收入	25.1%	23.7%	25.6%	30.8%	30.1%	31.1%	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	-3,703	-3,636	-3,636	应付款项	70,024	70,971	62,509	73,588	99,758	91,421
%销售收入	1.5%	2.6%	2.8%	1.6%	1.3%	1.2%	其他流动负债	22,033	17,501	17,473	37,825	36,076	32,388
资产减值损失	-621	-5,773	-2,807	-390	-21	-11	流动负债	110,778	101,487	112,185	139,232	163,653	151,627
公允价值变动收益	-5	-6	2	-3	0	0	长期贷款	44,619	54,179	58,462	63,962	63,962	63,962
投资收益	733	644	302	1,600	1,600	1,600	其他长期负债	29,576	40,142	21,113	17,113	17,113	17,113
%税前利润	1.2%	1.9%	0.8%	2.2%	2.0%	1.7%	负债	184,973	195,808	191,760	220,307	244,728	232,702
营业利润	59,913	32,088	39,332	70,612	79,836	93,714	普通股股东权益	295,243	292,790	312,357	349,625	392,491	443,980
%营业收入	23.7%	18.1%	21.5%	29.8%	29.3%	30.5%	少数股东权益	64,355	65,367	67,547	78,259	90,354	104,531
营业外收支	222	994	-436	800	800	800	负债股东权益合计	544,571	553,965	571,664	648,191	727,574	781,214
税前利润	60,135	33,082	38,896	71,412	80,636	94,514	比率分析						
%营业收入	23.8%	18.7%	21.2%	30.1%	29.6%	30.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-13,082	-9,818	-9,360	-14,282	-16,127	-18,903	每股指标						
%税前利润	21.8%	29.7%	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益(元)	1.881	0.812	1.142	2.334	2.635	3.089
净利润	47,053	23,264	29,536	57,129	64,508	75,611	每股净资产(元)	14.844	14.720	15.704	17.578	19.733	22.322
少数股东损益	9,634	7,120	6,824	10,712	12,095	14,177	每股经营现金净流(元)	3.473	2.786	4.117	4.320	5.641	4.584
归属于母公司的净利润	37,419	16,144	22,712	46,418	52,413	61,434	每股股利(元)	0.000	0.000	0.460	0.460	0.480	0.500
%净利润	14.8%	9.1%	12.4%	19.6%	19.3%	20.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.67%	5.51%	7.27%	13.28%	13.35%	13.84%
净利润	47,053	23,264	29,536	57,129	64,508	75,611	总资产收益率	6.87%	2.91%	3.97%	7.16%	7.20%	7.86%
少数股东损益	0	0	0	10,712	12,095	14,177	投入资本收益率	12.51%	7.25%	8.30%	14.96%	17.95%	19.63%
非现金支出	22,532	29,398	26,752	22,354	21,920	23,141	增长率						
非经营收益	3,320	3,394	3,880	1,306	1,236	1,236	营业总收入增长率	-10.82%	-30.03%	3.42%	29.41%	14.85%	12.99%
营运资金变动	-3,836	-650	21,715	5,133	24,527	-8,808	EBIT增长率	-11.72%	-34.17%	11.94%	55.90%	12.02%	16.94%
经营活动现金净流	69,069	55,406	81,883	96,634	124,287	105,357	净利润增长率	-18.08%	-56.86%	40.68%	104.38%	12.92%	17.21%
资本开支	44,416	29,236	28,409	-4,993	20,200	39,200	总资产增长率	7.27%	1.73%	3.19%	13.39%	12.25%	7.37%
投资	-952	352	-33,459	-226	0	0	资产管理能力						
其他	1,632	2,761	-2,786	1,597	1,600	1,600	应收账款周转天数	33.7	49.5	39.4	30.0	25.0	20.0
投资活动现金净流	-43,736	-26,123	-64,654	6,364	-18,600	-37,600	存货周转天数	36.9	47.6	43.1	35.0	33.0	31.0
股权募资	1,079	2,288	1,111	0	0	0	应付账款周转天数	78.0	109.3	104.6	8.0	70.0	60.0
债权募资	294	7,736	-1,890	-2,884	0	0	固定资产周转天数	368.5	607.7	633.3	461.9	372.6	322.0
其他	-29,082	-32,946	-17,585	-6,368	-12,785	-13,183	偿债能力						
筹资活动现金净流	-27,709	-22,922	-18,364	-9,252	-12,785	-13,183	净负债/股东权益	12.33%	15.06%	14.52%	-7.19%	-23.10%	-27.70%
现金净流量	-2,376	6,361	-1,135	93,746	92,902	54,574	EBIT利息保障倍数	16.6	9.0	9.3	19.7	22.5	26.3
							资产负债率	33.97%	35.35%	33.54%	33.99%	33.64%	29.79%

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。