



2019年03月25日

推荐/维持

中国神华 财报点评

# 剥离“三供一业”致业绩小幅下滑 一体化经营优势显著

## ——中国神华（601088）财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
张津铭	研究助理	
	zhangjm@dxzq.net.cn	010-66554013

### 事件：

公司发布 2018 年年度业绩公告，报告期内公司实现营业收入 2641 亿元，同比增长 6.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 439 亿元，同比下降 2.6%；实现基本每股收益 2.205 元，拟每股派息 0.88 元。

### 公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	59456	62017	66211	62979	64401	66704	70017
增长率（%）	51.21%	34.59%	13.52%	3.14%	8.32%	7.56%	5.75%
毛利率（%）	42.11%	41.12%	43.50%	40.10%	42.71%	41.63%	40.09%
期间费用率（%）	8.73%	8.81%	9.82%	8.58%	9.22%	8.98%	10.50%
营业利润率（%）	30.22%	28.48%	27.03%	27.75%	29.88%	29.58%	23.84%
净利润（百万元）	14325.00	13876.00	11606.00	14162.00	13854.00	15199.00	10826.00
增长率（%）	101.39%	41.17%	92.47%	-00.57%	-03.29%	09.53%	-06.72%
每股盈利（季度，元）	0.61	0.57	0.47	0.58	0.57	0.62	0.43
资产负债率（%）	41.93%	34.43%	33.94%	32.10%	34.77%	33.06%	31.13%
净资产收益率（%）	4.06%	3.78%	3.10%	3.64%	3.59%	3.79%	2.68%
总资产收益率（%）	2.36%	2.48%	2.05%	2.47%	2.34%	2.53%	1.84%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 观点：

- **移交“三供一业”，未来轻装上阵。**受“三供一业”分离移交等因素拖累，公司 2018 年实现归母净利 439 亿元，同比下降 2.6%，但扣非后归母净利 461 亿元，同比增长 2.1%，略微不及预期。分季度来看，公司 Q1~Q4 分别实现归母净利 116.3 亿元/113.4 亿元/123 亿元/85.9 亿元，Q4 受期间费用增加（管理费用环比+19.2%、财务费用环比+40.1%）、资产减值及“三供一业”移交等因素影响，环比/同比分别下降 30.2%/8.5%。

- **煤炭板块：成本上升致盈利能力小幅下滑。**公司 2018 年煤炭板块实现收入 2052 亿元（合并前），同比增长 4.7%，但受自产煤成本增加影响（108.5 元/吨→113.4 元/吨），实现经营收益 414 亿元，同比减少 4.4%。产销方面，公司积极解决哈尔乌素和宝日希勒露天煤矿用地问题，保证产量平稳增长，全年实现商品煤产量 2.97 亿吨，同比增长 0.4%；实现煤炭销量 4.61 亿吨，同比增长 3.9%，其中长协占比 82.3%（年长协占 47.8%、月长协占 34.5%）。价格方面，公司全年煤炭销售均价 429 元/吨（不含税），同比增长 0.9%。成本方面，公司自产煤单位生产成本 113.4 元/吨，同比增长 4.5%，主因哈尔乌素土方剥离耗材增加以及井工矿掘进进尺增加。
- **电力板块：量价齐升致盈利大幅增长。**公司 2018 年火电板块实现收入 885 亿元（合并前），同比增长 11.2%，实现经营收益 127 亿元，同比大增 71.9%，主因发电、售电量同比增加及售电价格小幅上涨所致。报告期内，公司完成发电量/售电量分别 2853.2 亿千瓦时/2675.9 亿千瓦时，分别同比增长 8.5%/8.7%；平均售电价 318 元/兆瓦时，同比增长 1.9%；因发电量增加，固定成本摊薄影响，公司单位售电成本 253.8 元/兆瓦时，同比下降 2.2%；利用小时数达 4877 小时，同比增加 199 小时，远高于全国平均水平（4361 小时）。截至目前公司与国电电力组建合资公司的交易完成交割，约 3200 万千瓦时机组将注入参股公司，不再并表，股权投资相应增加。
- **“大物流”战略成果显著。**公司 2018 年运输板块实现收入 494 亿元，同比增长 6%，实现经营收益 207 亿元，同比微增 0.2%。铁路方面，公司自有铁路运输周转量达 2839 亿吨公里，同比增长 4%；实现收入 191.4 亿元，同比增加 3.4%；实现经营收益 177 亿元，同比增长 0.9%。港口方面，公司自有港口下水煤 2.7 亿吨，同比增长 4.6%；实现收入 61 亿元，同比增长 7.1%；实现经营收益 23 亿元，同比下降 7.4%，主因受天气影响，疏浚费增加。航运方面，公司航运货运量达 1036 万吨，同比增长 11.4%；实现收入 41 亿元，同比增长 25.9%；实现经营收益 7.2 亿元，同比增长 9.4%。
- **盈利预测与投资评级：公司采取纵向一体化经营模式，利用自有运输和销售网络，有利于获取煤基产业链上每一环节的经营利润，降低运营成本，提高业务竞争力。**我们预计公司 2019 年-2020 年实现营业收入分别为 2265 亿元、2334 亿元和 2402 亿元；归母净利润分别为 465 亿元、485 亿元和 498 亿元；EPS 分别为 2.34 元、2.44 元和 2.50 元，对应 PE 分别为 9X、8X 和 8X，维持“推荐”评级。

## 风险提示：

煤炭价格大幅下跌，上网电价下降，宏观经济下滑。

**公司盈利预测表**

资产	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	132644	233296	254367	291306	333704	<b>营业收入</b>	248746	264101	226536	233421	240211				
货币资金	81090	72205	128338	164738	206666	<b>营业成本</b>	143842	155502	129126	131883	135719				
应收账款	13319	8488	7448	7674	7897	营业税金及附	9640	10053	8623	8885	9144				
其他应收	2736	0	0	0	0	营业费用	612	725	622	641	659				
预付款项	2373	2589	2718	2718	2582	管理费用	19394	19879	17051	17570	18081				
存货	11647	9967	8490	8672	8924	财务费用	3457	4086	3012	3124	3245				
其他流动	15235	16784	16784	16784	16784	资产减值损失	2719.00	1042.00	1042.00	1042.00	1042.00				
<b>非流动资产</b>	434480	353943	356854	354363	348090	公允价值变动	-19.00	22.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	9449	9983	9983	9983	9983	投资净收益	1321.00	593.00	8000.00	8000.00	8000.00				
固定资产	309218	237227	242650	241302	235045	<b>营业利润</b>	71102	73146	75060	78276	80321				
无形资产	38255	36463	35804	35158	34525	营业外收入	493.00	427.00	427.00	427.00	427.00				
其他非流	29449	16440	17262	18125	19031	营业外支出	1262.00	3504.00	1200.00	1200.00	1200.00				
<b>资产总计</b>	567124	587239	611221	645670	681794	<b>利润总额</b>	70333	70069	74287	77503	79548				
<b>流动负债</b>	115905	123381	116392	117334	118477	所得税	16283	16028	17086	17826	18296				
短期借款	9493	2000	0	0	0	<b>净利润</b>	54050	54041	57201	59678	61252				
应付账款	31588	25579	21226	21679	22310	少数股东损益	9013	10174	10696	11159	11454				
预收款项	5530	0	453	920	1400	归属母公司净	45037	43867	46505	48518	49798				
一年内到	14899	4229	3383	3383	3383	EBITDA	134880	134444	102059	107474	110500				
<b>非流动负</b>	76592	59408	61361	63428	65425	<b>EPS (元)</b>	2.26	2.21	2.34	2.44	2.50				
长期借款	64321	46765	50765	54265	57265	<b>主要财务</b>									
应付债券	6485	6823	4776	3343	2340	<b>比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>				
<b>负债合计</b>	192497	182789	177753	180763	183902	<b>成长能力</b>									
少数股东	73140	76687	87383	98542	109996	营业收入增长	35.83%	6.17%	-14.22%	3.04%	2.91%				
实收资本	19890	19890	19890	19890	19890	营业利润增长	80.77%	2.87%	2.62%	4.29%	2.61%				
资本公积	74730	74720	74720	74720	74720	归属于母公司	98.30%	-2.60%	6.01%	4.33%	2.64%				
未分配利	182407	207213	214102	222949	233047	<b>获利能力</b>									
归属母公	301487	327763	331578	351858	373389	毛利率(%)	42.17%	41.12%	43.00%	43.50%	43.50%				
<b>负债和所</b>	567124	587239	611221	645670	681794	净利率(%)	21.73%	20.46%	25.25%	25.57%	25.50%				
<b>现金</b>						总资产净利润	2.94%	7.94%	7.47%	7.61%	7.51%				
						ROE(%)	14.94%	13.38%	14.03%	13.79%	13.34%				
<b>经营活动</b>	95152	88248	76075	82648	85438	<b>偿债能力</b>									
净利润	54050	54041	57201	59678	61252	资产负债率	34%	31%	29%	28%	27%				
折旧摊销	60321.00	57212.00	23257.49	25357.52	26231.03	流动比率	1.14	1.89	2.19	2.48	2.82				
财务费用	3457	4086	3012	3124	3245	速动比率	1.04	1.81	2.11	2.41	2.74				
应收账款	0	0	1040	-226	-223	<b>营运能力</b>									
预收账款	0	0	453	467	480	总资产周转率	0.44	0.46	0.38	0.37	0.36				
<b>投资活动</b>	13363	-53056	12146	-16952	-13995	应收账款周转	17	24	28	31	31				
公允价值	-19	22	0	0	0	应付账款周转	7.83	9.24	9.68	10.88	10.92				
长期股权	0	0	-1	0	0	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	1321	593	8000	8000	8000	每股收益(最	2.26	2.21	2.34	2.44	2.50				
<b>筹资活动</b>	-77621	-44715	-32087	-29296	-29515	每股净现金流	1.55	-0.48	2.82	1.83	2.11				
应付债券	0	0	-2047	-1433	-1003	每股净资产	15.16	16.48	16.67	17.69	18.77				
长期借款	0	0	4000	3500	3000	<b>估值比率</b>									
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	9.33	9.58	9.04	8.66	8.44				
资本公积	1	-10	0	0	0	P/B	1.39	1.28	1.27	1.19	1.13				
<b>现金净增</b>	30894	-9523	56133	36400	41928	EV/EBITDA	3.22	3.03	2.73	2.95	2.50				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 张津铭

中国矿业大学（北京）硕士，6年煤炭行业从业经验，2018年加入东兴证券研究所，从事煤炭行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。