

2019年08月23日

公司研究•证券研究报告

中国神华 (601088.SH)

Q2 现货量价环比上升

投资要点

- ◆ **2019年上半年盈利逆市增长:** 2019上半年公司实现营业收入 1163.65 亿元, 同比减少 8.65%; 实现归母净利润 242.43 亿元, 同比增长 5.51%; 扣非归母净利润 226.82 亿元, 同比降低 1.5%; 毛利率为 42.47%, 同比增长 1.1 个百分点; 净利润率 20.83%, 同比增长 2.8 个百分点; EPS 为 1.22 元。
- ◆ **煤炭量、价、成本齐降, 毛利率提升:** 2019H1 公司煤炭销量为 2.17 亿吨, 同比减少 3.64%, 其中煤炭年度长协销量 1.08 亿吨, 占比为 49.84%; 平均销售价格 420 元/吨, 同比降低 2.21%; 吨煤成本 308.33 元, 同比降低 2.37%, 其中自产煤吨煤成本 111 元, 同比增长 2.4%, 外购煤吨煤成本 320.97 元, 同比下降 8.07%; 煤炭板块实现合并前收入 936.38 亿元, 同比降低 6.34%; 实现毛利 270.09 亿元, 同比减少 6.29%; 毛利率为 28.84%, 同比提升 0.06 个百分点。
- ◆ **电力板块销售电价上升 5.77%, 毛利率上升 5 个百分点:** 2019Q1 公司为组建合资公司的拟出资资产完成割裂, 装机容量减少 47.2%; 实现售电量 74.96 十亿千瓦时, 同比减少 39.74%, 机组利用小时数为 2212 小时, 同比下降 5.31%, 平均售电价格 330 元/兆瓦时, 同比上涨 5.77%。合并抵消前电力板块实现收入 262.21 亿元, 同比减少 35.68%, 实现毛利 67.95 亿元, 同比下降 19.96%, 毛利率为 25.91%, 同比提升 5.1 个百分点。
- ◆ **运输板块分化, 煤化工毛利提升:** 铁路、港口和航运业务收入同比分别增长 5.4%、-1.1%、-21.93%, 毛利率同比分别提升 0.32、0.81、-14.95 个百分点。煤化工板块收入和毛利率分别同比提高 1.72% 和 2.17 个百分点。
- ◆ **Q2 收入、毛利环比改善, 有效税率上升侵蚀利润。** Q2 公司实现收入 593.54 亿元, 环比增长 4.11%, 实现毛利 229.80 亿元, 环比上升 7.27%, 毛利率为 42.47%, 环比上升 0.47 个百分点, 实现归属股东净利 116.56 亿元, 环比下降 7.40%, 主要原因是有效税率环比上升 6.04 个百分点至 24.66%。Q1、Q2 单季度 EPS 分别为 0.63 元和 0.59 元。
- ◆ **Q2 煤炭现货销售量价环比提升:** Q2 煤炭板块合并抵消前实现收入 491.78 亿元, 环比上升 10.61%, 实现毛利 142.92 亿元, 环比上升 12.38%, 毛利率环比升 0.46 个百分点至 29.06%。煤炭板块的盈利提升主要来自月度长协转现货销量占比和现货价格的提升, Q2 公司现货销量 1280 万吨, 环比上升 14.29%, 现货销售价格 472 元/吨, 环比上涨 27.95%, 带动整体销售价格环比 4.24%。
- ◆ **公司业绩具有内生稳定器, 动力煤公司估值变化进一步提升配置价值:** 合同煤销售占比 88.57%, 其中年度长协占比 51.07%, 年度长协价格分别较月度长协和现货价格低 26.5% 和 22.4%, 煤价具有较大的安全边际; 煤电一体模式能够对冲煤价下行 20-30% 的负面影响, 路港运增加公司业绩稳定因子; 公司上市以来 11 年持续分红, 年均分红率 44.6%; 动力煤公司合同销售比例上升和煤电一体化的推广降低

公司快报

煤炭 | 动力煤 III

投资评级

增持-A(维持)

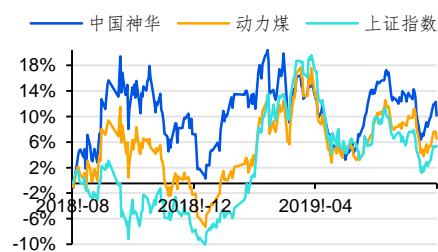
股价(2019-08-22)

18.59 元

交易数据

总市值 (百万元)	369,748.04
流通市值 (百万元)	306,568.40
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	17.28/21.68 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.83	5.94	3.74
绝对收益	-1.95	5.65	9.96

分析师

杨立宏

SAC 执业证书编号: S0910518030001
yanglihong@huajinsc.cn

相关报告

中国神华: 板块协同平抑周期波动, 内生外延保障长期发展 2019-06-12

中国神华: 1 季度营收降低、利润增长 2019-04-26

中国神华: 资产减值损失计提吞噬 4 季度利润 2019-03-24

中国神华: 煤炭平稳, 电力回升 2018-10-31

中国神华: 2 季度煤炭板块收入、利润环比双增 2018-08-27

动力煤公司估值波动，PB 估值有望向公用事业板块靠拢，

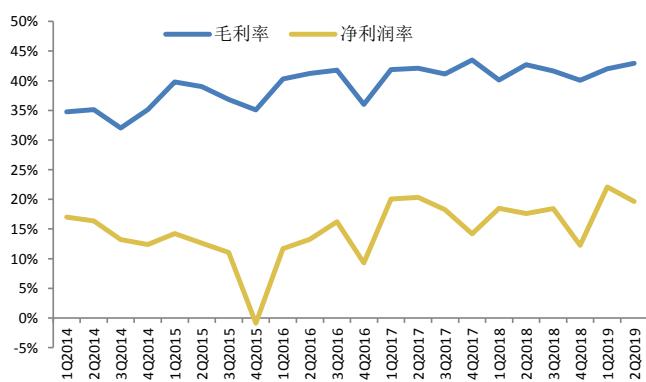
- ◆ **投资建议：**我们维持对公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 2.21 元、2.39 元 和 2.48 元的预测不变。净资产收益率分别为 12.9%、12.9% 和 12.4%，公司的煤电路港航化一体模式造就公司的稳健性和防御性，维持增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**经济增长低于预期；环保、安全、进口政策变化；重大安全事故。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	248,746.0	264,101.0	244,039.1	256,607.9	265,735.5
同比增长(%)	35.8%	6.2%	-7.6%	5.2%	3.6%
营业利润(百万元)	71,102.0	73,146.0	75,815.5	79,868.2	83,126.0
同比增长(%)	80.8%	2.9%	3.6%	5.3%	4.1%
净利润(百万元)	45,037.0	43,867.0	43,867.2	47,509.8	49,291.6
同比增长(%)	98.3%	-2.6%	0.0%	8.3%	3.8%
每股收益(元)	2.26	2.21	2.21	2.39	2.48
PE	8.3	8.5	8.5	7.9	7.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

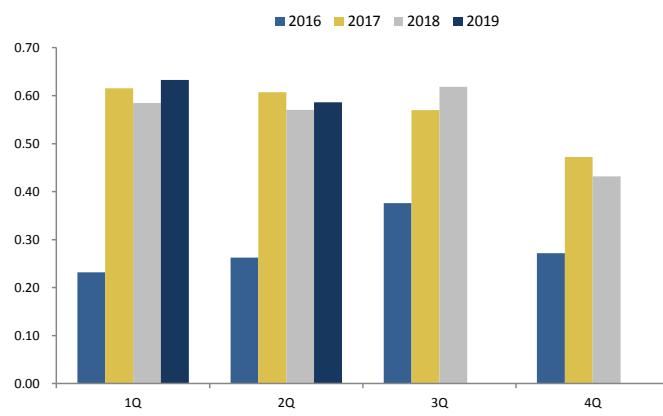
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2019Q2 公司分季度毛利率和利润率



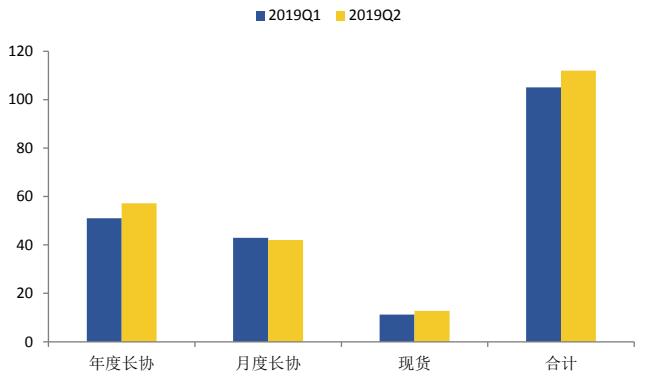
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2: 2016-2019Q2 单季度 EPS 单位：元



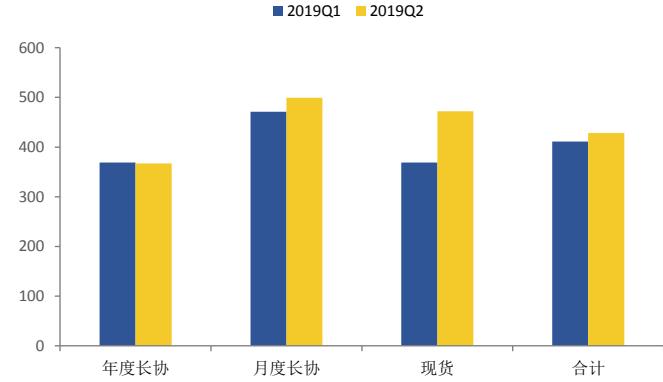
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3: 不同销售模式销量 (百万吨)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4: 不同销售模式售价 (元/吨)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1: 公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本 单位：百万吨、元/吨

单季度销量	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ
一、 国内销售	106.6	115.9	114	119.9	104.1	110.4	6.05%
(一) 自产煤及采购煤	99.5	110.9	109.6	115.9	102	108	5.88%
1、 直达	41.2	40.7	40.5	45.2	40.5	41	1.23%
2、 下水	58.3	70.2	69.1	70.7	61.5	67	8.94%
(二) 国内贸易煤销售	7.1	4.2	2.7	2.5	1.6	1.9	18.75%
(三) 进口煤销售	0	0.8	1.7	1.5	0.5	0.5	0.00%
二、 出口销售	0.7	0.3	0.5	0.2	0.6	0.4	-33.33%
三、 境外销售	1.1	0.7	0.2	0.8	0.4	1.2	200.00%
销售量合计	108.4	116.9	114.7	120.9	105.1	112	6.57%
单季度销售均价/成本	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ
一、 国内销售	439	424	428	422	409	428	4.65%
(一) 自产煤及采购煤	437	426	428	422	410	429	4.63%
1、 直达	320	310	318	316	315	327	3.81%
2、 下水	519	493	491	496	473	492	4.02%
(二) 国内贸易煤销售	472	397	377	352	312	327	4.81%
(三) 进口煤销售	576	404	461	480	431	471	9.28%
二、 出口销售	470	520	623	633	630	633	0.48%

单季度销量	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ
三、境外销售	517	522	509	476	562	429	-23.67%
平均销售价格	440	425	429	423	411	429	4.38%
自产煤吨煤成本	114.3	113.4	111	113.4	117	111	-5.13%

资料来源：公司公告，华金证券研究所 注：吨煤成本为累计数据

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前） 单位：百万元

煤炭	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ	1H2018	2H2019	YoY
收入	48785	51194	50724	54488	44460	49178	10.61%	99979	93638	-6.34%
成本	35155	36002	36652	39504	31743	34886	9.90%	71157	66629	-6.36%
毛利	13630	15192	14072	14984	12717	14292	12.38%	28822	27009	-6.29%
毛利率	27.94%	29.68%	27.74%	27.5%	28.6%	29.06%	0.46 pct	28.83%	28.84%	0.01 pct
电力	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ	1H2018	2H2019	YoY
收入	20885	19883	24510	23174	15053	11168	-25.81%	40768	26221	-35.68%
成本	16515	15764	18733	17479	11469	7957	-30.62%	32279	19426	-39.82%
毛利	4370	4119	5777	5695	3584	3211	-10.41%	8489	6795	-19.96%
毛利率	20.92%	20.72%	23.57%	24.57%	23.81%	28.75%	4.94 pct	20.82%	25.91%	5.09 pct
铁路	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ	1H2018	2H2019	YoY
收入	9232	9909	10050	9958	9650	10524	9.06%	19141	20174	5.40%
成本	3306	3952	3858	4458	3447	4138	20.05%	7258	7585	4.51%
毛利	5926	5957	6192	5500	6203	6386	2.95%	11883	12589	5.94%
毛利率	64.19%	60.12%	61.61%	55.23%	64.30%	60.68%	-3.62 pct	62.08%	62.40%	0.32 pct
港口	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ	1H2018	2H2019	YoY
收入	1458	1524	1597	1545	1369	1583	15.63%	2982	2952	-1.01%
成本	612	604	708	1092	589	591	0.34%	1216	1180	-2.96%
毛利	846	920	889	453	780	992	27.18%	1766	1772	0.34%
毛利率	58.02%	60.37%	55.67%	29.32%	57.00%	62.67%	5.67 pct	59.22%	60.03%	0.81 pct
航运	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ	1H2018	2H2019	YoY
收入	1102	932	1003	1052	752	836	11.17%	2034	1588	-21.93%
成本	786	714	810	869	667	731	9.60%	1500	1398	-6.80%
毛利	316	218	193	183	85	105	23.53%	534	190	-64.42%
毛利率	28.68%	23.39%	19.24%	17.40%	11.30%	12.56%	1.26 pct	26.25%	11.30%	-14.95 pct
煤化工	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	QoQ	1H2018	2H2019	YoY
收入	1554	1478	-	-	1640	1444	-11.95%	3032	3084	1.72%
成本	1191	1161	-	-	1237	1118	-9.62%	2352	2355	0.13%
毛利	363	317	-	-	403	326	-19.11%	680	729	7.21%
毛利率	23.36%	21.45%	-	-	24.60%	22.58%	-2.02 pct	22.43%	24.60%	2.17 pct

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	248,746.0	264,101.0	244,039.1	256,607.9	265,735.5
减:营业成本	143,842.0	155,502.0	140,322.5	146,994.8	150,703.2
营业税费	9,640.0	10,053.0	9,346.7	9,846.8	10,163.3
销售费用	612.0	725.0	722.0	737.4	733.3
管理费用	19,394.0	19,879.0	18,254.1	19,245.6	20,132.0
财务费用	3,457.0	4,086.0	3,065.2	3,398.4	4,568.5
资产减值损失	2,719.0	1,042.0	750.0	750.0	750.0
加:公允价值变动收益	-19.0	22.0	59.0	44.3	40.8
投资和汇兑收益	1,321.0	593.0	4,178.0	4,189.0	4,400.0
营业利润	71,102.0	73,146.0	75,815.5	79,868.2	83,126.0
加:营业外净收支	-769.0	-3,077.0	-2,760.0	-2,202.0	-2,679.7
利润总额	70,333.0	70,069.0	73,055.5	77,666.2	80,446.3
减:所得税	16,283.0	16,028.0	18,221.5	19,371.5	19,510.5
净利润	45,037.0	43,867.0	43,867.2	47,509.8	49,291.6

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	81,090.0	72,205.0	219,662.9	205,346.7	294,791.8
交易性金融资产	108.0	32,452.0	32,000.0	32,000.0	32,150.7
应收帐款	16,055.0	8,488.0	21,339.0	21,429.0	36,147.0
应收票据	6,136.0	4,567.0	13,058.0	12,602.7	16,923.4
预付帐款	2,373.0	2,589.0	3,569.6	4,270.1	2,216.7
存货	11,647.0	9,967.0	14,199.6	15,199.3	10,481.4
其他流动资产	15,235.0	103,028.0	87,860.0	68,707.7	86,531.9
可供出售金融资产	854.0	-	-	284.7	94.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	9,449.0	9,983.0	60,044.0	60,044.0	60,044.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	309,218.0	237,227.0	221,033.2	205,119.8	187,178.7
在建工程	38,318.0	36,585.0	34,497.3	29,197.8	24,958.2
无形资产	38,255.0	36,463.0	34,597.8	32,732.7	30,867.5
其他非流动资产	38,386.0	33,685.0	-11,174.5	-12,801.5	-13,533.8
资产总额	567,124.0	587,239.0	730,686.9	674,132.9	768,852.4
短期债务	9,493.0	2,000.0	5,000.0	11,000.0	16,000.0
应付帐款	61,970.0	25,579.0	67,189.8	32,682.0	62,941.4
应付票据	2,326.0	1,305.0	3,606.3	1,126.3	3,422.2
其他流动负债	42,116.0	94,497.0	134,660.6	89,895.2	105,896.1
长期借款	64,321.0	46,765.0	80,000.0	60,000.0	60,000.0
其他非流动负债	12,271.0	12,643.0	13,000.0	12,638.0	12,760.3
负债总额	192,497.0	182,789.0	303,456.6	207,341.4	261,020.1
少数股东权益	73,140.0	76,687.0	87,653.8	98,438.7	110,082.9
股本	19,890.0	19,890.0	19,890.1	19,890.1	19,890.1
留存收益	268,570.0	293,366.0	319,686.3	348,462.7	377,859.3
股东权益	374,627.0	404,450.0	427,230.3	466,791.5	507,832.4

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	35.8%	6.2%	-7.6%	5.2%	3.6%
营业利润增长率	80.8%	2.9%	3.6%	5.3%	4.1%
净利润增长率	98.3%	-2.6%	0.0%	8.3%	3.8%
EBITDA 增长率	45.1%	2.6%	4.6%	4.8%	4.5%
EBIT 增长率	66.3%	5.0%	1.8%	5.6%	5.3%
NOPLAT 增长率	70.0%	4.0%	-0.6%	5.6%	6.3%
投资资本增长率	-10.7%	-6.9%	-27.6%	18.7%	-15.9%
净资产增长率	-1.4%	8.0%	5.6%	9.3%	8.8%
盈利能力					
毛利率	42.2%	41.1%	42.5%	42.7%	43.3%
营业利润率	28.6%	27.7%	31.1%	31.1%	31.3%
净利润率	18.1%	16.6%	18.0%	18.5%	18.5%
EBITDA/营业收入	39.2%	37.9%	43.0%	42.8%	43.2%
EBIT/营业收入	29.7%	29.4%	32.3%	32.4%	33.0%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	31.1%	41.5%	30.8%	33.9%
负债权益比	51.4%	45.2%	71.0%	44.4%	51.4%
流动比率	1.14	1.89	1.86	2.67	2.55
速动比率	1.04	1.81	1.79	2.56	2.49
利息保障倍数	21.36	18.97	25.73	24.50	19.20
营运能力					
固定资产周转天数	453	372	338	299	266
流动营业资本周转天数	-27	-19	-36	-37	-5
流动资产周转天数	193	249	461	527	568
应收账款周转天数	25	17	22	30	39
存货周转天数	18	15	18	21	17
总资产周转天数	824	787	972	985	977
投资资本周转天数	537	461	414	362	349
费用率					
销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%	7.6%
财务费用率	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.7%
三费/营业收入	9.4%	9.3%	9.0%	9.1%	9.6%
投资回报率					
ROE	14.9%	13.4%	12.9%	12.9%	12.4%
ROA	9.5%	9.2%	7.5%	8.6%	7.9%
ROIC	14.6%	17.0%	18.2%	26.5%	23.7%
分红指标					
DPS(元)	0.91	0.88	0.88	0.96	0.99
分红比率	40.2%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
股息收益率	4.8%	4.7%	4.7%	5.1%	5.3%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	54,050.0	54,041.0	43,867.2	47,509.8	49,291.6
加:折旧和摊销	24,625.0	23,584.0	25,946.7	26,618.0	27,177.8
资产减值准备	2,719.0	1,042.0	-	-	-
公允价值变动损失	19.0	-22.0	59.0	44.3	40.8
财务费用	3,457.0	4,086.0	3,065.2	3,398.4	4,568.5
投资损失	-1,321.0	-593.0	-4,178.0	-4,189.0	-4,400.0
少数股东损益	9,013.0	10,174.0	10,966.8	10,784.9	11,644.2
营运资金的变动	42,902.0	-9,470.0	65,820.5	-64,559.5	22,494.3
经营活动产生现金流量	95,152.0	88,248.0	145,547.5	19,606.9	110,817.2
投资活动产生现金流量	13,363.0	-53,056.0	-2,925.0	-138.7	896.1
融资活动产生现金流量	-77,621.0	-44,715.0	4,835.3	-33,784.4	-22,268.2

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	2.26	2.21	2.21	2.39	2.48
BVPS(元)	15.16	16.48	17.07	18.52	20.00
PE(X)	8.3	8.5	8.5	7.9	7.6
PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
P/FCF	4.9	11.4	2.2	-45.7	3.9
P/S	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.3	3.7	2.6	2.6	1.8
CAGR(%)	2.6%	4.1%	22.9%	2.6%	4.1%
PEG	3.2	2.1	0.4	3.1	1.9
ROIC/WACC	1.5	1.7	1.8	2.7	2.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn