

2019年10月31日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(人民币/港元)

22/18

中国神华 (601088.SH/01088.HK)

Buy 买入

前三季度业绩同比增5.1%，盈利稳健凸显价值

结论与建议：

公司前三季度实现营收1778.5亿元，yoy-8.4%，归母净利润370.9亿元，yoy+5.1%，扣非后归母净利润353.7亿元，yoy-1.0%，每股收益为1.87元。其中三季度实现营收614.8亿元，yoy-7.8%，qoq+12.4%，归母净利润128.5亿元，yoy+4.4%，qoq+5.5%，业绩符合预期。公司吨煤成本优势突出，结合煤电一体化运营模式，公司盈利能力稳健，随着电力新增产能释放，公司业绩持续稳定增长，当前估值较低，股息率尚可，维持“买入”评级。

公司基本信息

產業別	采掘		
A 股价(2019/10/31)	18.44		
上证指数(2019/10/31)	2939.32		
股價 12 個月高/低	20.75/16.64		
總發行股數(百萬)	19889.62		
A 股數(百萬)	16491.04		
A 市值(億元)	3040.95		
主要股東	国家能源投资集团有限责任公司(69.45%)		
每股淨值(元)	17.44		
股價/賬面淨值	1.06		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-4.0	-1.0	-1.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

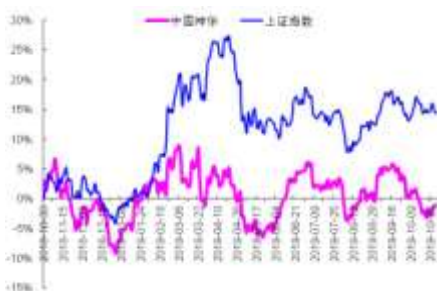
产品组合

煤炭	71%
发电	23%
运输	4%
煤化工	2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.1%
一般法人	93.1%

股价相对大盘走势



■ **煤炭销量及销售均价逐季增加，煤炭分部盈利稳健：**受征地进度、证件续期办理进度、区域性安全整顿等因素影响，前三季度产煤量同比下滑 2.7%（具体经营数据见附表，下同），销量因外购煤减少同比下滑 2.4%，销售均价同比下跌 1.2%，销量及销售均价均呈现逐季上升趋势，其中第三季度年度长协销售均价为 404 元/吨，环比上涨 10%。前三季度受益于自产煤炭单位成本下降 1.8%、外购煤减少，煤炭分部毛利率为 28.8%，同比略升 0.1 个百分点，整体上煤炭分部因量价下滑，实现毛利 415.8 亿元，同比降 3.1%。

■ **电力资产优良，盈利能力凸显：**因组建合资公司的交易完成交割，出资标的资产不再并表，相关收益计入投资收益，致前三季度确定投资收益 24.0 亿元，同比增 437.4%，出资标的为 30530MW 机组，占公司总装机容量容量的 49.3%。前三季度按同比口径测算，总发电量 116.65 十亿千瓦时，同比降 3.57%，售电量 109.34 十亿千瓦时，同比降 3.53%。另外，前三季度售电均价同比增 5.7%，售电成本同比增 1.4%，综合影响致发电分部毛利率同比上升 4.3 个百分点至 26.2%，前三季度发电分部实现毛利 100.5 亿元，同比降 29.6%，剔除电价上涨影响，毛利降幅仍明显小于装机变化，足见表内电力资产优质。在发电分部盈利能力提升的带动下，公司前三季度综合毛利率提升 0.76 个百分点至 42.26%，此外，期间费用率同比下降 0.33 个百分点至 8.73%，对公司整体业绩起到积极作用。

■ **运输板块铁路发力，煤化工经营稳定：**前三季度铁路分部为集团外部客户提供的煤炭及非煤运输服务，自有铁路运输周转量 214.7 十亿吨公里，yoy+1.6%，实现毛利 186.3 亿元，yoy+3.1%。另外港口分部下水煤量 199.4 百万吨，yoy+0.2%，实现毛利 26.5 亿元，yoy-0.2%，航运分部货运量 83.5 百万吨，yoy+6.9%，因运价下降，实现毛利 3.05 亿元，yoy-58%。煤化工方面，聚乙烯、聚丙烯前三季销售量为 26.1、24.1 万吨，yoy+9.1%、+9.2%，量增价跌，煤化工分部实现毛利 9.6 亿元，yoy-1.1%。

■ **在手资金充沛，全年分红有保障：**截止三季度末公司在手货币资金为 959 亿元，较二季度末下滑 25.3%，主要系新增同业存单 228.5 亿元，支付其他应付款 164 亿元，目前整体资金处于高位。另外，公司当前未分配利润为 2268 亿元，创历史新高，为全年分红奠定基础。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 457/478/496 亿元，yoy+4.1%/+4.5%/+3.8%，折合 EPS 为 2.30/2.40/2.49 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 8.0/7.7/7.4 倍，对应 18 年 PB 为 1.12 倍，H 股股价对应的 PE 为 6.3/6.0/5.8 倍，对应 18 年 PB 为 0.87 倍。公司盈利能力稳定，估值较低，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、煤炭价格大幅下跌；2、发电站利用小时数大幅下滑。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	45,037	43,867	45,682	47,753	49,559
同比增减	%	98.30%	-2.60%	4.14%	4.53%	3.78%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.26	2.21	2.30	2.40	2.49
同比增减	%	98.30%	-2.60%	4.14%	4.53%	3.78%
A 股市盈率 (P/E)	X	8.14	8.36	8.03	7.68	7.40
H 股市盈率 (P/E)		6.34	6.51	6.25	5.98	5.76
股利 (DPS)	RMB 元	0.91	0.88	0.90	0.90	0.90
股息率 (Yield)	%	4.93%	4.77%	4.88%	4.88%	4.88%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

表 1. 煤炭分部 19 年经营数据

	Q1	Q2	Q3	Q1- Q 3	前三季度同比变化
煤炭分部营收 (亿元)	444.6	491.8	518.3	1454.7	-3.5%
煤炭产量 (百万吨)	71.5	73.9	68.7	214.1	-2.7%
煤炭销量 (百万吨)	105.1	112	114.6	331.7	-2.4%
自产煤吨煤成本 (元/吨)	117	105	105	109	-1.8%
煤炭平均售价 (元/吨)	411	428	437	426	-1.2%
煤炭分部毛利率	28.6%	29.1%	28.1%	28.6%	+ 0.10pct
煤炭分部毛利 (亿元)	127.2	142.9	145.7	415.8	-3.1%

资料来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

表 2. 发电分部 19 年经营数据

	Q1	Q2	Q3	Q1- Q 3	前三季度同比变化
发电分部营收 (亿元)	150.5	111.7	120.8	383.0	-41.3%
发电量 (十亿千瓦时)	46.4	33.5	36.8	116.7	-45.4%
售电量 (十亿千瓦时)	43.6	31.4	34.4	109.3	-45.5%
售电成本 (元/兆瓦时)	262	254	255	257	1.4%
售电均价 (元/兆瓦时)	323	340	338	333	5.7%
发电分部毛利率	23.8%	28.8%	26.9%	26.2%	+ 4.30 pct
发电分部毛利 (亿元)	35.8	32.1	32.5	100.5	-29.6%

资料来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

表 3. 运输及煤化工分部 19 年经营数据

		Q1	Q2	Q3	Q1- Q 3	前三季度同比变化
铁路	铁路营收 (亿元)	96.5	105.2	100.4	302.1	3.5%
	运输周转量 (十亿吨公里)	67.8	75.1	71.8	214.7	1.6%
	毛利率	64.3%	60.7%	60.2%	61.7%	-0.20 pct
	毛利 (亿元)	62.0	63.9	60.4	186.3	3.1%
港口	港口营收 (亿元)	13.7	15.8	14.9	44.4	-3.0%
	下水煤量 (百万吨)	62.1	67.4	69.9	199.4	0.2%
	毛利率	57.0%	62.7%	59.0%	59.7%	+1.70 pct
	毛利 (亿元)	7.8	9.92	8.79	26.51	-0.2%
航运	航运营收 (亿元)	7.5	8.4	8.3	24.2	-20.4%
	货运量 (百万吨)	26.4	28.4	28.7	83.5	6.9%
	毛利率	11.3%	12.6%	13.9%	12.6%	-11.30 pct
	毛利 (亿元)	0.9	1.1	1.2	3.1	-58.0%
煤化工	煤化工营收 (亿元)	16.4	14.4	12.6	43.5	1.2%
	烯烃销量 (万吨)	18.7	17.0	14.5	50.3	9.1%
	毛利率	24.6%	22.6%	17.9%	22.0%	-0.50 pct
	毛利 (亿元)	4.0	3.3	2.3	9.6	-1.1%

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	248746	264101	232594	239659	245555
经营成本	143842	155502	131893	134775	137069
研发费用	0	454	400	412	422
营业税金及附加	9640	10053	8854	9123	9347
销售费用	612	725	639	658	674
管理费用	19394	19879	17507	18039	18483
财务费用	3457	4086	3599	3708	3799
资产减值损失	2719	1042	918	946	969
投资收益	1321	593	4151	4234	4319
营业利润	71102	73146	73154	76454	79335
营业外收入	493	427	436	444	453
营业外支出	1262	3504	1051	1072	1094
利润总额	70333	70069	72539	75826	78694
所得税	16283	16028	16261	16998	17641
少数股东损益	9013	10174	10595	11075	11494
归属于母公司股东权益	45037	43867	45682	47753	49559

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	81090	72205	76922	93219	119345
应收账款	13319	8488	9167	9625	9914
存货	11647	9967	10764	11303	11642
流动资产合计	132644	233296	239749	262459	293235
长期股权投资	9449	9983	10782	11321	11660
固定资产	309218	237227	260950	273997	282217
在建工程	38318	36585	39512	41487	42732
非流动资产合计	434480	353943	387003	405566	417327
资产总计	567124	587239	626752	668024	710562
流动负债合计	115905	123381	127488	130655	132721
非流动负债合计	76592	59408	56438	53616	50935
负债合计	192497	182789	183925	184270	183656
少数股东权益	73140	76687	87282	98357	109852
股东权益合计	374627	404450	442827	483754	526906
负债及股东权益合计	567124	587239	626752	668024	710562

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	95152	88248	92660	95440	97349
投资活动产生的现金流量净额	13363	-53056	-47750	-42975	-38678
筹资活动产生的现金流量净额	-77621	-44715	-40244	-36219	-32597
现金及现金等价物净增加额	30684	-9474	4717	16297	26126

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。