

证券研究报告

公司研究——中报点评

中国神华 (601088.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.04.29

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

王志民 研究助理

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

相关研究

《20190429 中国神华 (601088) 一季报点评: 业绩稳健增长, 财务费用明显降低》

《20190326 中国神华 (601088) 2018 年年报点评: 现金流充沛、分红稳健的一体化动力煤龙头》
2019.03.26

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

龙头价值凸显, 业绩稳健增长

2019年08月26日

事件: 8月23日晚公司发布2019年半年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入1163.65亿元, 同比下降8.65%; 利润总额368.59亿元, 同比增加0.53%, 归母净利润242.43亿元, 同比增加5.51%, 扣除非经常性损益后的净利润226.82亿元, 同比下降1.5%; 经营活动产生的现金流净额为410.43亿元, 同比增加28.51%; 基本每股收益1.22元, 同比增加5.5%。

点评:

➤ 煤炭量价微跌导致板块盈利小幅下滑。

19年上半年, 公司煤炭板块实现营业收入936.38亿元, 同比降6.3%, 毛利率为28.8%较去年同期持平。受征地和区域性安全整顿、外购煤源不足等因素影响, 上半年公司实现商品煤产量1.45亿吨(YOY -0.3%)和销量2.17亿吨(YOY -3.6%)均小幅下降。上半年公司长协煤占比基本稳定, 实现年度、月度长协煤销量分别为1.08亿吨(销量占比49.8%)和8490万吨(销量占比39.1%), 高比例长协煤助力板块业绩的稳定。从煤炭价格来看, 上半年公司煤炭实现平均煤炭销售价格420元/吨(不含税)(2018年上半年: 432元/吨), 同比下降2.8%; 另一方面, 由于公司部分生产设备提足折旧, 以及报告期内计提的但未使用的维简安全费同比减少, 公司自产煤生产成本同比下降2.2%至110.9元/吨, 此外, 公司外购煤销量及单位采购成本同比下降, 公司外购煤成本同比下降13.6%。长期来看, 公司煤炭生产稳定, 在煤炭行业供需平衡的背景下, 煤价大概率持续高位运行, 公司煤炭板块盈利能力仍较强。

➤ 煤价成本下降叠加售电价提升, 电力板块依然保持优质资产优势。

主要受公司与国电合资电力公司完成交割影响, 电力板块装机容量减少3082万千瓦至3103万千瓦, 其中, 燃煤发电机组总装机容量2995万千瓦, 占公司总装机容量的96.5%。; 上半年公司实现发电量799亿千瓦时(YOY -40.2%), 售电量749.6亿千瓦时(YOY -40.2%), 平均售电价格330元/兆瓦时, 较18年同期上涨5.8%, 其中燃煤机组发电平均售价323元/兆瓦时, 同比上升5.2%, 平均售电成本为258.5元/兆瓦时(YOY 0.8%), 煤价成本下跌, 售电价提升, 公司电力板块依然保持优质资产的优势。合并抵销前电力板块实现收入262.2亿元(YOY -35.7%), 毛利率25.9%, 较18年同期提升5.1个百分点。

➤ 路港航纵向一体化协同发展, 煤化工板块业绩亮眼。

上半年公司铁路、港口和航运业务收入分别为247.1亿元、29.52亿元、15.88亿元, 同比增速分别为2.3%、-1.0%、

-21.9%，毛利率分别为 62.4%、60.0%、12.0%，较 18 年同期分别提升 0.3、0.8、-14.3 个百分点。上半年公司煤化工板块收入和毛利率分别同比提高 1.7%和 1.2 个百分点，公司煤化工板块表现亮眼。我们预计伴随公司黄大铁路通车持续增厚公司业绩，路港航纵向一体化协同发展，公司综合实力优势将进一步显现。

➤ **负债率继续下降，现金牛属性增强。**

截至 2019 年上半年末公司资产负债率 28.69%，较 18 年大幅下降了 2.44 个百分点；剔除神华财务公司影响后经营活动产生的现金流量净额 342.03 亿元，较 18 年同期的 350.48 亿元小幅下降 2.4%，由于公司持有大量现金，使得上半年存款利息收入增加，公司上半年的财务费用下降了 45.94%；当前公司分红率 40%，现金充足，带息债务进一步下降，2019 年公司预计资本开支 271 亿，公司现金流充沛、经营稳健，我们预计未来经营现金流覆盖利息与资本开支十分充裕，公司分红率有望提升，公司现金牛属性不断增强。

➤ **盈利预测及评级：**考虑到公司合资组建电力公司，电力装机减少，影响公司整体业绩，但由于公司一体化运营优势突出，未来公司盈利能力将保持基本稳定，我们预计公司 19-21 年营业收入分别为 2317.27、2406.34、2464.38 亿元，归母净利润分别为 439.10、443.11、452.17 亿元，摊薄每股收益分别为 2.21 元、2.23 元、2.27 元。我们看好公司煤电路港航化的纵向一体化经营模式，在煤价高位震荡运行的大背景下，公司煤炭、电力及运输板块协同效应逐步显现，公司盈利能力保持稳健，维持公司“增持”评级。

➤ **风险因素：**一是宏观经济低于预期，二是煤价超预期下跌；三是公司矿井开采安全影响。

公司报告首页财务数据

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	248,746.00	264,101.00	231,727.46	240,634.25	246,438.24
增长率 YoY %	35.83%	6.17%	-12.26%	3.84%	2.41%
归属母公司净利润(百万元)	45,037.00	43,867.00	43,909.85	44,311.30	45,216.94
增长率 YoY%	98.30%	-2.60%	0.10%	0.91%	2.04%
毛利率%	42.17%	41.12%	43.00%	42.50%	42.20%
净资产收益率 ROE%	14.67%	13.94%	12.88%	11.77%	10.74%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.21	2.21	2.23	2.27
市盈率 P/E(倍)	8.3	8.5	8.5	8.4	8.3
市净率 P/B(倍)	1.24	1.14	1.05	0.94	0.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 23 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	132,644.00	233,296.00	229,758.88	287,596.82	345,618.08
货币资金	81,090.00	72,205.00	75,036.00	131,926.58	189,331.77
应收票据	6,136.00	4,567.00	4,007.18	4,161.20	4,261.56
应收账款	13,319.00	8,488.00	7,447.54	7,733.80	7,920.33
预付账款	2,373.00	2,589.00	2,199.12	2,303.68	2,371.55
存货	11,647.00	9,967.00	8,466.05	8,868.57	9,129.87
其他	18,079.00	135,480.00	132,603.00	132,603.00	132,603.00
非流动资产	434,480.00	353,943.00	345,677.58	343,846.50	342,450.92
长期股权投资	9,449.00	9,983.00	9,983.00	9,983.00	9,983.00
固定资产(合计)	309,218.00	237,227.00	250,580.89	268,083.17	267,813.25
无形资产	38,255.00	36,463.00	35,301.94	33,875.30	32,450.80
其他	77,558.00	70,270.00	49,811.74	31,905.03	32,203.86
资产总计	567,124.00	587,239.00	575,436.45	631,443.32	688,069.00
流动负债	115,905.00	123,381.00	74,987.87	76,406.39	77,328.04
短期借款	9,493.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据	2,326.00	1,305.00	1,108.48	1,161.18	1,195.39
应付账款	31,588.00	25,579.00	21,727.01	22,760.03	23,430.61
其他	72,498.00	94,497.00	50,152.38	50,485.18	50,702.04
非流动负债	76,592.00	59,408.00	59,408.00	59,408.00	59,408.00
长期借款	64,321.00	46,765.00	46,765.00	46,765.00	46,765.00
其他	12,271.00	12,643.00	12,643.00	12,643.00	12,643.00
负债合计	192,497.00	182,789.00	134,395.87	135,814.39	136,736.04
少数股东权益	73,140.00	76,687.00	86,870.94	97,147.98	107,635.07
归属母公司股东权益	301,487.00	327,763.00	354,169.65	398,480.95	443,697.89
负债和股东权益	567,124.00	587,239.00	575,436.45	631,443.32	688,069.00

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	248,746.00	264,101.00	231,727.46	240,634.25	246,438.24
同比(%)	35.83%	6.17%	-12.26%	3.84%	2.41%
归属母公司净利润	45,037.00	43,867.00	43,909.85	44,311.30	45,216.94
同比(%)	98.30%	-2.60%	0.10%	0.91%	2.04%
毛利率(%)	42.17%	41.12%	43.00%	42.50%	42.20%
ROE%	14.67%	13.94%	12.88%	11.77%	10.74%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.21	2.21	2.23	2.27
P/E	8.6	8.8	8.8	8.7	8.5
P/B	1.28	1.18	1.09	0.97	0.87
EV/EBITDA	4.88	4.55	4.66	4.56	4.44

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	248,746.00	264,101.00	231,727.46	240,634.25	246,438.24
营业成本	143,842.00	155,502.00	132,084.65	138,364.70	142,441.30
营业税金及附加	9,640.00	10,053.00	8,820.70	9,159.74	9,380.67
销售费用	612.00	725.00	636.13	660.58	676.51
管理费用	19,394.00	19,879.00	17,442.23	18,112.65	18,549.52
研发费用	0.00	454.00	398.35	413.66	423.64
财务费用	3,457.00	4,086.00	2,171.90	2,115.88	1,264.00
减值损失合计	2,719.00	1,194.00	459.08	454.42	426.25
投资净收益	1,321.00	593.00	1,938.67	1,069.44	947.59
其他	699.00	345.00	359.00	338.00	348.50
营业利润	71,102.00	73,146.00	72,012.09	72,760.08	74,572.44
营业外收支	-769.00	-3,077.00	-1,427.33	-1,530.00	-1,886.56
利润总额	70,333.00	70,069.00	70,584.75	71,230.08	72,685.89
所得税	16,283.00	16,028.00	16,490.97	16,641.73	16,981.86
净利润	54,050.00	54,041.00	54,093.79	54,588.34	55,704.03
少数股东损益	9,013.00	10,174.00	10,183.94	10,277.05	10,487.09
归属母公司净利润	45,037.00	43,867.00	43,909.85	44,311.30	45,216.94
EBITDA	98,415.00	97,739.00	95,466.77	97,626.69	100,353.69
EPS(当年)(元)	2.26	2.21	2.21	2.23	2.27

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	95,152.00	88,248.00	42,172.28	80,299.37	82,667.32
净利润	54,050.00	54,041.00	54,093.79	54,588.34	55,704.03
折旧摊销	24,625.00	23,584.00	20,940.12	22,454.71	23,725.90
财务费用	3,457.00	4,086.00	3,941.90	3,941.90	3,941.90
投资损失	-1,321.00	-593.00	-1,938.67	-1,069.44	-947.59
营运资金变动	7,943.00	1,935.00	-2,226.10	16.75	-120.67
其它	6,398.00	5,195.00	-32,638.76	367.11	363.76
投资活动现金流	13,363.00	-53,056.00	-17,896.18	-19,466.89	-21,320.23
资本支出	-18,926.00	-19,993.00	-19,834.85	-20,536.34	-22,267.82
长期投资	61,900.00	1,874.00	1,938.67	1,069.44	947.59
其他	-29,611.00	-34,937.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-77,621.00	-44,715.00	-21,445.10	-3,941.90	-3,941.90
吸收投资	1,164.00	376.00	0.00	0.00	0.00
借款	-9,839.00	-12,390.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	69,083.00	33,156.00	21,445.10	3,941.90	3,941.90
现金流净增加额	30,684.00	-9,474.00	2,831.00	56,890.58	57,405.19

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。