

中报业绩略超预期，预计2019年全年公司归母净利约为432亿元

中国神华(601088)

事件概述：

公司2019年8月24日发布半年报，报告期内公司实现营业收入1163.65亿元，同比-8.6%；归母净利润242.43亿元，同比+5.5%；扣非后归母净利润226.82亿元，同比-1.5%，每股收益1.219元，同比+5.5%。

►公司主营业务整体符合预期：煤炭成本略低预期，表内电厂电价略超预期，表外电厂盈利低于预期。

(1) 煤炭板块量、价均符合预期，外购/自产煤成本下降略超预期：2019年上半年抵消前分部收入936亿元(占比63%)，经营利润193亿元(占比55%，同比-11%)，主要由于煤价下降、运输成本上升。2019年上半年煤炭产量1.45亿吨，基本持平(同比-0.3%)，销量2.17亿吨，略有下滑(同比-3.6%)；吨煤售价420元/吨(同比-2.8%)，同期环渤海指数+0.6%，CGTD指数-3.2%，CCI指数-9.1%，神华煤炭议价能力较强，售价较市场煤价更稳定；自产煤吨煤开采成本111元/吨(同比-2.2%)，外购煤吨煤成本321元/吨(同比-8%)，外购/自产煤成本下降均超预期，其中自产煤成本的下降主要由于计提但未使用的维简安全费同比减少，以及部分生产设备提足折旧。

(2) 电力板块量、成本均基本符合预期，电价上涨略超预期，出表电厂业绩不达预期：2019年上半年抵消前分部收入262亿元(占比18%)，经营利润47亿元(占比13%，同比-13%)，主要由于售电量下降。2019年上半年发电量799亿度(同比-40%)，售电量750亿度(同比-40%)，主要由于一半装机与国电电力成立合资公司后于2019年1月底出表；平均售电价0.33元/度(同比+5.8%)，电价上涨略超预期，或由于留存表内机组的平均电价较出表机组高；度电燃料成本0.199元/度(同比-0.3%)，单位售电成本0.259元/度(同比+0.7%)，基本持平。出表电厂业绩不达预期，北京国电上半年净利润仅4.14亿元(根据神华中报，该业绩为2019年2月1日至6月30日五个月期间的财务数据，其中中国神华占北京国电的股权比例为42.53%)，盈利能力远低于表内电厂。

(3) 运输板块量、价、成本均基本符合预期：2019年上半年抵消前分部收入247亿元(占比17%)，经营利润109亿元(占比31%，同比+1%)，主要由于铁路运量略增。2019年上半年自有铁路周转量1429亿吨公里(同比+3%)，保持稳步增长；吨公里收入0.141元(同比+2%)，吨公里成本(测算值)0.053元(同比+1%)。自有港口下水煤量1.13亿吨(同比-2%)；航运货运量0.55亿吨(同比+6%)。

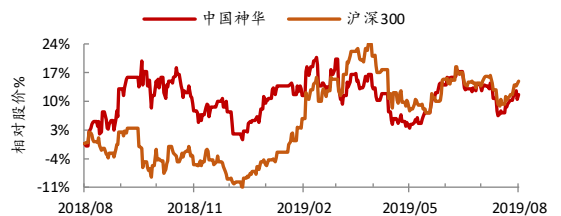
►归母净利略超预期：毛利同比-6.3%，归母净利+5.5%，主要由于期间费用/所得税下降、投资收益(非经常)增长。

(1) 投资收益中主要为非经常部分：2019年上半年投资收益19亿中，11亿来自成立合资公司时形成的非经常损益，4亿来自处置交易性金融资产的投资收益，权益法核算的长期股权投资仅1.9亿(去年同期2.7亿)。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：26.08
最新收盘价：18.78

股票代码：601088
52周最高价/最低价：21.22/17.69
总市值(亿)：3,735.27
自由流通市值(亿)：3,097.02
自由流通股数(百万)：16,491.04



分析师：丁一洪

邮箱：dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话：0755-83025232

分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080004

联系电话：0755-83025232

相关研究

中国神华：根据假设，预计19H1归母226亿，同比-1.5%

2019.08.01

(2) 期间费用略低于预期：2019 年上半年三费合计（含研发）101 亿，同比-13%，吨煤销量期间费用 46.4 元/吨。

(3) 所得税费用略低于预期：占利润总额的 21.7%（18H1 为 23.6%），或因所得税率较低的运输板块盈利占比提高；

(4) Q2 单季自由现金流较低，但主要由应付项引起，尚属合理范畴：主要由于应付账款及应付票据减少/支付各项税费/支付职工薪酬/部分电厂出表等，尚属合理范畴。

► **投资建议：上调 2019/20 年盈利预测，维持 26.08 元/股的目标价，重申“买入”评级。**

由于非经常损益/电价略超预期，我们上调 2019-21 年 EPS 预测至 2.17 元/2.13 元/2.15 元（首次覆盖中 2019-21 年 EPS 原预测为 2.16 元/2.12 元/2.15 元），但由于原目标价为基于 2021 年业绩（该项预测不变）给 12 倍 PE，故维持 26.08 元的目标价及“买入”评级不变。

风险提示：宏观经济下滑超预期，能源进口政策变化，非煤能源发展超预期，集团整合对公司治理的影响等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	248746.00	264101.00	214090.19	211137.35	209714.45
YoY (%)	35.83%	6.17%	-18.94%	-1.38%	-0.67%
归母净利润(百万元)	45037.00	43867.00	43231.28	42313.44	42802.19
YoY (%)	98.30%	-2.60%	-1.45%	-2.12%	1.16%
毛利率 (%)	42.17%	41.12%	44.11%	44.05%	44.39%
每股收益 (元)	2.26	2.21	2.17	2.13	2.15
ROE	14.94%	13.38%	12.20%	11.14%	10.56%
市盈率	8.29	8.51	8.64	8.83	8.73

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	264101.0	214090.1	211137.3	209714.45	净利润	54041.00	50860.33	49780.51	50355.52
YoY (%)	6.17%	-18.94%	-1.38%	-0.67%	折旧和摊销	23584.00	19846.12	20494.43	21142.75
营业成本	155502.00	119644.64	118136.39	116619.04	营运资金变动	4745.00	-15264.22	-1512.81	-1499.40
营业税金及附加	10053.00	9205.88	9078.91	9017.72	经营活动现金流	88248.00	56601.22	70306.37	71162.48
销售费用	725.00	653.41	644.40	640.06	资本开支	-19993.00	-15000.00	-15000.00	-15000.00
管理费用	19879.00	17127.21	16890.99	16777.16	投资	-33601.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4086.00	2690.21	2453.37	2253.87	投资活动现金流	-53056.00	-12300.00	-12900.00	-12700.00
资产减值损失	1042.00	988.27	961.01	890.39	股权募资	376.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	593.00	2700.00	2100.00	2300.00	债务募资	-12390.00	-3000.00	-2000.00	-2000.00
营业利润	73146.00	66052.38	64650.02	65396.78	筹资活动现金流	-44715.00	-24563.24	-21608.60	-21694.10
营业外收支	-3077.00	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-9523.00	19737.99	35797.77	36768.38
利润总额	70069.00	66052.38	64650.02	65396.78	主要财务指标				
所得税	16028.00	15192.05	14869.50	15041.26	成长能力 (%)				
净利润	54041.00	50860.33	49780.51	50355.52	营业收入增长率	6.17%	-18.94%	-1.38%	-0.67%
归属于母公司净利润	43867.00	43231.28	42313.44	42802.19	净利润增长率	-2.60%	-1.45%	-2.12%	1.16%
YoY (%)	-2.60%	-1.45%	-2.12%	1.16%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.21	2.17	2.13	2.15	毛利率	41.12%	44.11%	44.05%	44.39%
资产负债表 (百万元)					净利率	20.46%	23.76%	23.58%	24.01%
货币资金	72205.00	91942.99	127740.76	164509.14	总资产收益率 ROA	7.47%	7.21%	6.72%	6.49%
预付款项	2589.00	1992.00	1966.89	1941.63	净资产收益率 ROE	13.38%	12.20%	11.14%	10.56%
存货	9967.00	8315.00	8210.18	8104.73	偿债能力 (%)				
其他流动资产	148535.00	148054.97	147841.85	147739.15	流动比率	1.89	2.35	2.71	3.08
流动资产合计	233296.00	250304.96	285759.67	322294.64	速动比率	1.79	2.26	2.61	2.98
长期股权投资	9983.00	9983.00	9983.00	9983.00	现金比率	0.59	0.86	1.21	1.57
固定资产	237227.00	234291.88	230708.45	226476.70	资产负债率	31.13%	26.82%	25.09%	23.50%
无形资产	36463.00	34552.00	32641.00	30730.00	经营效率 (%)				
非流动资产合计	353943.00	349096.88	343602.45	337459.70	总资产周转率	0.46	0.36	0.34	0.33
资产合计	587239.00	599401.84	629362.12	659754.34	每股指标 (元)				
短期借款	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00	每股收益	2.21	2.17	2.13	2.15
应付账款及票据	26884.00	23389.27	23094.42	22797.79	每股净资产	16.48	17.81	19.09	20.38
其他流动负债	94497.00	80986.76	80386.75	79840.95	每股经营现金流	4.44	2.85	3.53	3.58
流动负债合计	123381.00	106376.02	105481.16	104638.74	每股股利	0.88	0.87	0.85	0.86
长期借款	46765.00	43765.00	41765.00	39765.00	估值分析				
其他长期负债	12643.00	10643.00	10643.00	10643.00	PE	8.51	8.64	8.83	8.73
非流动负债合计	59408.00	54408.00	52408.00	50408.00	PB	1.09	1.05	0.98	0.92
负债合计	182789.00	160784.02	157889.16	155046.74					
股本	19890.00	19890.00	19890.00	19890.00					
少数股东权益	76687.00	84316.05	91783.13	99336.46					
股东权益合计	404450.00	438617.82	471472.96	504707.60					
负债和股东权益合计	587239.00	599401.84	629362.12	659754.34					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后就职于立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源资管、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。