



三季度报再超预期，各版块稳健增长

报告摘要

三季度业绩再超预期。周末公司发布 2017 年三季度报，前三季度实现收入人民币 1825 亿元，同比增长 46%，实现净利润 386 亿元，同比增长 107%，EPS 为 1.941 元，再超市场预期。其中三季度单季实现净利润 123 亿元，较二季度环比下跌 8%，环比下降主要由于季节性波动影响。

煤炭产量好于预期。公司此前公告宝日希勒和哈尔乌素矿因露天矿征地问题将从 8 月起停减产，影响年度产量 2200 万吨。目前，公司 8、9 月产量均为 2300 万吨，与 7 月产量基本持平，减产负面影响好于预期。今年前九月公司共实现产量 2.21 亿吨，考虑到宝哈二矿可能提前复产，我们预计公司全年产量将不少于 2.85 亿吨，超过此前公司给出的 2.78 亿吨的产量目标。

下水煤售价略有下滑，四季度将回升。公司前三季度下水煤平均售价为 491 元/吨，其中三季度下水煤平均售价为 479 元/吨，较上半年均价 497 元/吨下滑 3.6%；三季度直达煤价格 314 元/吨，较上半年均价上涨 2.6%。我们预计随着北方地区逐步进入采暖季，煤炭价格会再度走高，四季度平均售价将稳中有升。

发电小时数大幅增长；电价上涨，成本上涨趋势好于同业。三季度，公司发电量 746 亿千瓦时，售电量 670 亿千瓦时，同比增长 16.8% 和 17.4%，延续了上半年电力需求的强势表现。1-9 月份，公司累计发电小时数为 3440 小时，较去年增长 268 小时；三季度，公司发电小时数为 1305 小时，较去年增长 130 小时。我们预计公司全年发电小时数将不低于 4600 小时。由于发改委从 7 月 1 日期变相上调上网电价，三季度公司售电电价 313 元/兆瓦时，较去年同期上涨 11 元/兆瓦时，预计四季度将可维持。1-9 月公司平均售电成本 266.4 元/兆瓦时，同比增长 21.6%，主要由于燃煤成本上涨，但成本上涨幅度好于同业。

运输板块稳健增长。三季度公司航运板块下自有铁路运输周转量、港口下水煤量、航运周转量等经营指标均保持双位数增长。1-9 月，公司铁路分部抵消前收入 280 亿元，港口分部抵消前收入 42 亿元，同比均增长 14%。由于今年煤炭市场总体运销情况良好，公司煤炭销量大幅增长，我们预计四季度运输板块将维持稳健增长。

估值偏低，股息率具吸引力。公司当前股价对应 2017 年及 2018 年 P/E 分别为 7.1x 和 6.8x，P/B 为 1.1x 和 1.0x，估值依然偏低。公司近年来维持较高的分红派息比率，分红率达 40%，当前股息率达 5.6%，具有较高吸引力。

风险提示：i) 复产进度推迟；ii) 政府监管煤炭价格。

(12 月 31 日年结；百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	177,069	183,127	238,113	249,909	260,044
增长率(%)	-30.0	3.4	30.0	5.0	4.1
核心净利润	17,649	24,910	45,326	47,350	49,432
增长率(%)	-55.1	41.1	82.0	4.5	4.4
毛利率(%)	30.3	31.8	34.2	34.6	35.0
核心净利润率(%)	10.0	13.6	19.0	18.9	19.0
每股收益(人民币)	0.89	1.25	2.28	2.38	2.49
每股净资产(人民币)	14.99	15.94	15.25	16.71	18.25
市盈率	18.31	12.97	7.13	6.82	6.54
市净率	1.08	1.02	1.07	0.97	0.89
净资产收益率(%)	5.9	8.1	14.6	14.9	14.2
股息收益率(%)	4.6	2.0	18.3	5.6	5.9

*资料来源：公司资料，安信国际预测

评级：

未有

目标价格：

未有

现价 (2017 年 8 月 28 日)：18.68 元

报告日期：2017-10-30

总市值(百万港元)	464,441.09
流通股市值(百万港元)	63,485.53
总股本(百万股)	19,889.62
流通股股本(百万股)	3,398.58
12 个月低/高(港元)	11.992/21.1
平均成交(百万港元)	411.78

股东结构

国家能源投资集团	73.1%
中国证券金融股份有限公司	3.3%
其他	23.6%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.06	-4.46	13.24
绝对收益	3.27	1.07	37.27

数据来源：彭博、港交所、公司

王煜
021-3508 2192

行业分析师
wanguyu2@essence.com.cn

附表：财务报表预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表					
主营业务收入	177,069	183,127	238,113	249,909	260,044
- 煤炭	93,502	102,283	148,940	157,726	165,311
- 发电	72,768	69,613	76,204	77,297	78,218
- 铁路	3,420	4,174	4,897	5,669	6,378
- 港口	317	575	715	873	1,028
- 航运	541	380	444	495	525
- 煤化工	5,547	4,831	5,621	6,493	7,158
- 其他	974	1,271	1,292	1,356	1,424
主营业务成本	(123,341)	(124,843)	(156,564)	(163,508)	(169,055)
毛利	53,728	58,284	81,549	86,401	90,989
其他业务收入	1,659	1,379	952	1,000	1,040
销售费用	(584)	(610)	(714)	(825)	(858)
管理费用	(9,714)	(8,423)	(8,810)	(9,497)	(10,142)
营业利润	44,463	49,119	71,786	75,830	79,729
其他收益及损失	(5,856)	(3,078)	-	-	-
联营及合资公司业绩	428	237	521	574	602
财务费用	(4,515)	(5,025)	(4,858)	(5,094)	(4,977)
税前利润	34,520	41,253	67,450	71,310	75,354
所得税	(9,561)	(9,283)	(13,490)	(14,262)	(15,071)
少数股东权益	(7,310)	(7,060)	(8,634)	(9,698)	(10,851)
净利润	17,649	24,910	45,326	47,350	49,432
核心净利润	17,649	24,910	45,326	47,350	49,432
总股数	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
EPS	0.89	1.25	2.28	2.38	2.49
EBIT	44,463	49,119	71,786	75,830	79,729
EBITDA	66,431	72,346	95,860	100,077	104,176
同比 (%)					
营业收入	-30%	3%	30%	5%	4%
毛利	-28%	8%	40%	6%	5%
营业利润	-32%	10%	46%	6%	5%
税前利润	-44%	20%	64%	6%	6%
核心净利润	-55%	41%	82%	4%	4%
现金流量表					
税前利润	34,520	41,253	67,450	71,310	75,354
折旧和摊销	21,968	23,227	24,074	24,247	24,447
营运资本变动	4,286	(12,812)	3,197	2,605	927
其他	(5,368)	30,215	(9,154)	(9,742)	(10,696)
经营性现金净流量	55,406	81,883	85,567	88,420	90,032
资本开支	(35,430)	(29,380)	(30,000)	(28,400)	(26,800)
其他	9,307	(35,274)	(3,142)	(2,756)	(2,312)
投资性现金净流量	(26,123)	(64,654)	(33,142)	(31,156)	(29,112)
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	(14,718)	(6,365)	(59,072)	(18,131)	(18,940)
新增债务	8,608	(1,017)	11,594	10,303	10,840
利息支出	(624)	(668)	(4,858)	(5,094)	(4,977)
其他	(16,423)	(10,440)	-	-	-
融资性现金净流量	(23,157)	(18,490)	(52,335)	(12,921)	(13,077)
净现金流	6,126	(1,261)	89	44,343	47,843
汇兑损益	235	126	-	-	-
期初现金余额	35,962	42,323	41,188	41,277	85,620
期末现金余额	42,323	41,188	41,277	85,620	133,464
其他存款	5,527	9,569	9,569	9,569	9,569
现金及存款	47,850	50,757	50,846	95,189	143,033
FCFF	19,976	52,503	55,567	60,020	63,232
FCFE	27,960	50,818	62,304	65,229	69,095

(续下页...)

附表：财务报表预测 (续)

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债表					
现金	47,850	50,757	50,846	95,189	143,033
应收账款	41,019	20,573	23,081	25,512	27,941
存货	12,816	13,341	14,493	15,484	16,449
其他流动资产	19,351	48,792	44,586	40,853	38,549
流动资产合计	121,036	133,463	133,005	177,039	225,972
固定资产	339,326	337,785	339,772	342,261	343,844
在建工程	33,610	35,220	38,736	40,075	40,633
无形资产	5,140	5,362	5,785	6,110	6,322
长期投资	6,908	6,942	7,463	8,037	8,639
其他长期资产	53,771	57,957	61,099	63,855	66,167
非流动资产合计	438,755	443,266	452,856	460,338	465,605
总资产合计	559,791	576,729	585,861	637,377	691,577
应付账款	33,990	35,156	36,168	37,411	38,664
短期借款	17,810	31,800	35,152	38,243	41,495
其他流动负债	49,687	45,229	46,867	47,920	48,683
流动负债合计	101,487	112,185	118,187	123,573	128,841
长期借款	88,785	73,778	82,021	89,233	96,821
递延税及递延收入	5,598	5,797	5,797	5,797	5,797
非流动负债合计	94,383	79,575	87,818	95,030	102,618
负债合计	195,870	191,760	206,004	218,603	231,459
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	278,178	297,085	283,339	312,558	343,051
少数股东权益	65,853	67,994	76,628	86,326	97,177
所有者权益合计	363,921	384,969	379,857	418,774	460,118
负债及所有者权益合计	559,791	576,729	585,861	637,377	691,577
主要财务比率					
P/E (x)	18.3	13.0	7.1	6.8	6.5
P/B (x)	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
Dividend yield (%)	4.6	2.0	18.3	5.6	5.9
EV/EBITDA (x)	7.5	6.8	5.2	4.9	4.8
EV/EBIT (x)	11.1	10.1	6.9	6.5	6.2
Gross margin (%)	30.3	31.8	34.2	34.6	35.0
Pre-tax profit margin (%)	19.5	22.5	28.3	28.5	29.0
Net margin (%)	10.0	13.6	19.0	18.9	19.0
SG&A/sales (%)	5.8	4.9	4.0	4.1	4.2
Effective tax rate (%)	27.7	22.5	20.0	20.0	20.0
ROE (%)	5.9	8.1	14.6	14.9	14.2
ROA (%)	3.2	4.4	7.8	7.7	7.4
Current ratio (x)	1.2	1.2	1.1	1.4	1.8
Stock turnover days (s)	42.0	37.7	32.0	33.0	34.0
A/R turnover days (s)	73.1	60.5	33.0	35.0	37.0
A/P turnover days (s)	106.5	99.7	82.0	81.0	81.0
Interest coverage (x)	9.8	9.8	14.8	14.9	16.0
Net debt/ (cash) to equity (%)	16.1	14.2	17.5	7.7	-1.0
Total asset to equity ratio (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Dividend payout ratio (%)	37.4	36.1	237.1	40.0	40.0

资料来源：公司资料，安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010