

三季度业绩略超预期，主要由于商品煤售价逆势上涨

中国神华(601088)

事件概述：

2019年前三季度，公司实现营业收入1778.5亿元，同比-8.4%；归母净利润370.88亿元，同比+5.1%；扣非后归母净利润353.69亿元，同比-1.0%；基本每股收益1.865元，同比+5.1%。2019年第3季度，公司单季营业收入614.8亿元，同比-7.8%；实现单季归母净利128.45亿元，同比+4.4%。

►公司主营业务略超预期：煤炭售价超预期，售电量略低预期。

(1) 煤炭板块产量略低预期，售价超预期，成本符合预期：
2019年前三季度，抵消前分部收入1455亿元，同比-3.5%，占抵消前总收入的65%（Q3单季518亿元，同比+2.2%，占比67%），抵消前分部毛利416亿元，同比-3.1%，占抵消前总毛利的56%（Q3单季146亿元，同比+3.6%，占比58%），主要由于Q3煤价上涨。2019年前三季度，煤炭产量2.14亿吨，同比-2.7%，销量3.32亿吨，同比-2.4%；吨煤售价426元/吨，同比-1.1%；自产煤吨煤成本109元/吨，同比-1.8%。Q3单季，煤炭产量0.69亿吨，同比-7.4%，根据公司2019年8-9月份主要经营数据公告判断，产量下降主要由于胜利一号露天矿产量受采掘场征地进度的影响下降、万利一矿产量受生产证件续期办理进度的影响下降、布尔台矿产量由于开采地质条件变化下降；单季销量1.15亿吨，同比-0.1%，外购煤数量增长；单季吨煤售价437元/吨，同比+2.1%，同期环渤海指数+1.5%，CCTD指数-0.6%，CCI指数-7.4%，神华煤炭议价能力较强，售价逆势上涨；自产煤吨煤开采成本单季105元/吨（同比-1.2%），主要由于计提但未使用的维简安全费同比减少。

(2) 电力板块售电量略低预期，电价、成本基本符合预期：
2019年前三季度，抵消前分部收入383亿元，同比-41.3%，占抵消前总收入的17%（Q3单季121亿元，同比-50.7%，占比16%），抵消前分部毛利100亿元，同比-29.6%，占抵消前总毛利的14%（Q3单季33亿元，同比-43.7%，占比13%），主要由于售电量下降。2019年前三季度，公司发/售电量分别1167/1093亿度（同比-45%/-45%，可比口径同比-4%/-4%），主要由于约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0.333元/度（同比+5.6%）；单位售电成本0.257元/度（同比+1.4%）。Q3单季，公司发/售电量分别368/344亿度（同比-54%/-54%，可比口径同比-13%/-13%），可比口径售电量下滑略超预期；单季售电价0.338元/度，单季度电成本0.255元/度。

(3) 运输板块量、价、成本均基本符合预期：2019年前三季度，抵消前分部收入371亿元，同比+0.7%，占抵消前总收入的16%（Q3单季124亿元，同比-0.1%，占比16%），抵消前分部毛利216亿元，同比+3.1%，占抵消前总毛利的29%（Q3单季70亿元，同比-2.4%，占比28%），主要由于Q3铁路运量吨公里毛利略有收窄。2019年前三季度，自有铁路周转量2147亿吨公里（同比+1.6%），吨公里收入0.141元（同比+1.9%），吨公里成本（测算值）0.054元（同比+2.6%）；自有港口下水煤量1.74亿吨（同

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：18.26

股票代码：601088
52周最高价/最低价：21.22/17.69
总市值(亿)：3,631.84
自由流通市值(亿)：3,011.26
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

- 1 中国神华：根据假设，预计2019年中报归母净利226亿元_20190801
- 2 中报业绩略超预期，预计2019年全年公司归母净利润约为432亿元_20190826

比-1.6%)；航运货运量 0.84 亿吨 (同比+6.9%)。Q3 单季，自有铁路周转量 718 亿吨公里 (同比-1.4%)，吨公里收入 0.140 元 (同比+1.3%)，吨公里成本 (测算值) 0.056 元 (同比+5.0%)；自有港口下水煤量 0.61 亿吨 (同比-1.6%)；航运货运量 0.29 亿吨 (同比+8.3%)。

►归母净利润略超预期：Q3 单季毛利同比-7.4%，归母净利+4.4%，主要由于期间费用/所得税/少数股东权益同比下降、投资收益 (非经常) 增长。

(1) 投资收益中主要为非经常部分：2019 年前三季度投资收益 24 亿元中，11 亿元来自 Q1 成立合资公司时形成的非经常损益，5.6 亿元来自公允价值变动损益及处置交易性金融资产等的投资收益，Q3 单季仅 5.2 亿元。

(2) Q3 期间费用仍保持在稳定的低水平：Q3 单季三费合计 (含研发) 54 亿元，同比-10%，吨煤销量期间费用 47.4 元/吨。

(3) Q3 所得税率/少数股东权益占比略低于预期：Q3 所得税占利润总额 17% (18Q3 为 21%)，或因所得税率较低的运输板块盈利占比提高；Q3 少数股东权益占净利润 14% (18Q3 为 19%)。

(4) Q3 单季自由现金流环比回升：以“经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”测算公司的自由现金流，Q3 单季 125 亿元，环比 Q2 的 51 亿元 (主要由应收应付项导致的波动) 有所回升，前三季度累计 458 亿元，同比去年的 553 亿元有所下降，主要由于经营活动净现金流入下降，以及筹资活动净现金流出增加 (资产负债率从 18Q3 末的 33% 降至 19Q3 末的 26%，下降 7 个百分点)，尚属合理范畴。

►投资建议：上调 2019/20 年盈利预测至归母净利 443/426 亿元、EPS 2.23/2.14 元，维持 2021 年盈利预测，以及 26.08 元/股的目标价，重申“买入”评级。

由于煤价略超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2019-21 年归母净利分别 443/426/428 亿元 (上篇报告中 2019-21 年归母净利原预测为 432/423/428 亿元)，同比分别+0.9%/-3.8%/+0.5%；上调 2019-21 年 EPS 预测至 2.23/2.14/2.15 元 (上篇报告中 2019-21 年 EPS 原预测为 2.17/2.13/2.15 元)，根据公司 2019 年 10 月 28 日收盘价 18.26 元/股，对应 PE 分别为 8/9/8 倍。

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	220485.15	213583.38	212418.50
YoY (%)	35.83%	6.17%	-16.51%	-3.13%	-0.55%
归母净利润 (百万元)	45037.00	43867.00	44279.55	42603.21	42810.83
YoY (%)	98.30%	-2.60%	0.94%	-3.79%	0.49%
毛利率 (%)	42.17%	41.12%	43.95%	44.08%	44.24%
每股收益 (元)	2.26	2.21	2.23	2.14	2.15
ROE	14.94%	13.38%	12.48%	11.20%	10.54%
市盈率	8.06	8.28	8.20	8.52	8.48

资料来源：公司公告，Wind，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	264101.00	220485.15	213583.38	212418.50	净利润	54041.00	52093.58	50121.42	50365.68
YoY (%)	6.17%	-16.51%	-3.13%	-0.55%	折旧和摊销	23584.00	19846.12	20494.43	21142.75
营业成本	155502.00	123589.57	119439.16	118453.40	营运资金变动	4593.00	-13804.22	-2515.12	-1291.71
营业税金及附加	10053.00	9480.86	9184.09	9134.00	经营活动现金流	88096.00	59323.99	70038.02	71894.38
销售费用	725.00	672.93	651.87	648.31	资本开支	-19993.00	-15000.00	-15000.00	-15000.00
管理费用	19879.00	17638.81	17086.67	16993.48	投资	-33601.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4086.00	2690.21	2447.61	2250.08	投资活动现金流	-53056.00	-12300.00	-13300.00	-13200.00
资产减值损失	1042.00	1017.79	954.07	904.43	股权募资	376.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	593.00	2700.00	1700.00	1800.00	债务募资	-12390.00	-3000.00	-2000.00	-2000.00
营业利润	73146.00	67654.00	65092.75	65409.98	筹资活动现金流	-44715.00	-24982.54	-21724.51	-21697.56
营业外收支	-3077.00	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-9675.00	22041.45	35013.52	36996.82
利润总额	70069.00	67654.00	65092.75	65409.98	主要财务指标				
所得税	16028.00	15560.42	14971.33	15044.29	成长能力 (%)				
净利润	54041.00	52093.58	50121.42	50365.68	营业收入增长率	6.17%	-16.51%	-3.13%	-0.55%
归属于母公司净利润	43867.00	44279.55	42603.21	42810.83	净利润增长率	-2.60%	0.94%	-3.79%	0.49%
YoY (%)	-2.60%	0.94%	-3.79%	0.49%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.21	2.23	2.14	2.15	毛利率	41.12%	43.95%	44.08%	44.24%
资产负债表 (百万元)					净利率	20.46%	23.63%	23.47%	23.71%
货币资金	72205.00	94246.45	129259.96	166256.78	总资产收益率 ROA	7.47%	7.35%	6.75%	6.47%
预付款项	2589.00	2057.68	1988.58	1972.17	净资产收益率 ROE	13.38%	12.48%	11.20%	10.54%
存货	9967.00	8589.17	8300.72	8232.21	偿债能力 (%)				
其他流动资产	148535.00	148516.52	148018.39	147934.31	流动比率	1.89	2.33	2.71	3.07
流动资产合计	233296.00	253409.82	287567.66	324395.48	速动比率	1.79	2.23	2.61	2.97
长期股权投资	9983.00	9983.00	9983.00	9983.00	现金比率	0.59	0.87	1.22	1.57
固定资产	237227.00	234291.88	230708.45	226476.70	资产负债率	31.13%	27.07%	25.14%	23.59%
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	0.37	0.35	0.33
资产合计	587239.00	602506.70	631170.10	661855.18	每股指标 (元)				
短期借款	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00	每股收益	2.21	2.23	2.14	2.15
应付账款及票据	26884.00	24160.46	23349.10	23156.39	每股净资产	16.48	17.85	19.13	20.42
其他流动负债	94497.00	82506.48	80901.11	80537.54	每股经营现金流	4.43	2.98	3.52	3.61
流动负债合计	123381.00	108666.93	106250.20	105693.93	每股股利	0.88	0.89	0.86	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	8.28	8.20	8.52	8.48
非流动负债合计	59408.00	54408.00	52408.00	50408.00	PB	1.09	1.02	0.95	0.89
负债合计	182789.00	163074.93	158658.20	156101.93					
股本	19890.00	19890.00	19890.00	19890.00					
少数股东权益	76687.00	84501.04	92019.25	99574.10					
股东权益合计	404450.00	439431.76	472511.90	505753.25					
负债和股东权益合计	587239.00	602506.70	631170.10	661855.18					

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。曾从事烟花制造和出口贸易以及银行信贷工作。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，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，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。曾就职于申万宏源证券资产管理部，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。