

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 股票名称（601088.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.04.28

**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

**周杰** 分析师  
 执业编号：S1500518070001  
 联系电话：+86 10 83326797  
 邮箱：zhoujie@cindasc.com

**杜冲** 分析师  
 执业编号：S1500520100002  
 联系电话：+86 10 63080940  
 邮箱：duchong@cindasc.com

#### 相关研究

《20200428 中国神华（601088）一季报点评：短期波动不改公司核心竞争力》

《20200328 中国神华（601088.SH）年报点评：分红派息大幅提升，价值龙头行稳致远》

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

## 业绩环比改善，向好趋势延续

2020年10月25日

**事件：**10月25日公司发布2020年三季度报告，报告期内，公司实现营业收入1661.03亿元，同比下降6.6%；利润总额499.98亿元，同比下降9.2%，归母净利润335.62亿元，同比下降9.5%，扣除非经常性损益后的净利润319.34亿元，同比下降9.7%；经营活动产生的现金流净额为715.40亿元，同比增加26.0%；基本每股收益1.69元，同比下降9.5%。

公司第三季度实现营业收入610.87亿元，同比下降0.6%，环比增加13.3%。利润总额187.03亿元，同比增加2.8%，环比增加12.8%；归母净利润129.04亿元，同比增加0.5%，环比增加18.9%；扣非后归母净利润115.78亿元，同比下降8.7%，环比增加7.1%；基本每股收益0.65元，同比增加0.5%，环比增加18.7%。

#### 点评：

##### ➤ 煤炭板块：经营水平基本保持稳定，四季度营收规模将回升。

2020年前三季度公司煤炭销售量32350万吨（YOY -2.5%），煤炭综合销售价格404元/吨，同比下降5.2%，煤炭销售量、价格双降导致煤炭板块营业收入（1349.65亿元）下降7.2%；公司自产煤单位生产成本（115.5元/吨）受专项储备资本化投入及固定资产折旧会计估计变更的影响，同比增加6.0%，但受益于外购煤销售量减少及单位采购成本下降，营业成本972.79亿元，同比下降6.4%；煤炭板块毛利率27.9%，较19年仅仅下降0.7个百分点，基本维持稳定，煤炭板块前三季度在疫情影响下依然保持了较高的经营水平。展望四季度，伴随经济复苏以及冬季消费旺季的到来，煤炭价格高位维持，营收规模有望回升。

##### ➤ 电力板块：售电量下滑拖累业绩，受疫情冲击影响更大。

中国神华前三季度实现发电量101.56十亿千瓦时、售电量95.03十亿千瓦时，同比分别下降12.9%、13.1%，平均利用小时数3284小时，同比下降3.1%，加权平均售电价格334元/兆瓦时，与去年基本持平（333元/兆瓦时）。受销售电量下降影响，电力板块营业收入（356.33亿元）同比下降7.0%。同期，发电量下降导致燃煤耗用量减少以及燃煤单位采购成本下降影响，营业成本（251.00亿元）同比下降11.2%，明显领先于收入下降水平，使得电力板块整体毛利率水平同比上升3.4个百分点，达到29.6%。整体看，电力板块受疫情冲击影响更大。

##### ➤ 运输及煤化工：港口板块率先回暖，毛利规模同比增加1.6%。

前三季度公司铁路、港口、航运、煤化工分别实现营业收入 286.09、47.92、21.83、37.80 亿元，同比增加-5.3%、7.9%、-9.7%、-13.0%，毛利规模 175.21、26.94、24.00、43.60 亿元，同比增加-6.0%、1.6%、-21.3%、-54.3%。报告期内，黄骅港成为国内首家建成北斗 CORS 系统的煤炭港口，有效提升了作业效率与安全系数，前三季度实现装船量 15070 万吨，同比增加 0.3%，带动港口板块营利率先转正。

➤ **四季度经营改善趋势有望强化，一体化经营龙头业绩无忧。**

产地煤炭供应缓慢恢复，进口煤炭全年增速收窄几成定局，澳大利亚煤炭暂停进口料将延续，但四季度动力煤将迎来消费旺季，供需错配形势下煤炭价格有望维持高位、窄幅震荡。伴随经济的恢复，中国神华四季度经营业绩回暖趋势将延续，一体化经营确保公司全年业绩无忧。

➤ **盈利预测与投资评级：**考虑到中国神华以煤为基、全产业链一体化发展模式，经营抗风险能力突出，资产负债水平较低，现金流量充裕，伴随黄大铁路的投运以及神华胜利、巴蜀江油等电厂的建设完成，公司资本开支规模将进一步下滑，盈利能力将不断提升，高分红现金牛属性不断强化（截止三季度末公司账面现金 1336.01 亿元）。预计公司 20-22 年营业收入分别为 2333.77、2394.57、2351.72 亿元，归母净利润分别为 433.07、432.31、435.27 亿元，每股收益分别为 2.18、2.17、2.19 元。依据中国神华最新的分红政策（2019 至 2021 年三年现金分红比例不低于当年归属于股东净利润的 50%）测算，在当前股价下 2020/2021 年股息率 6.5%/6.5%。

➤ **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。

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	264,101.00	241,871.00	233,377.32	239,456.89	235,172.29
增长率 YoY %	6.17%	-8.42%	-3.51%	2.61%	-1.79%
归属母公司净利润(百万元)	43,867.00	43,250.00	43,307.20	43,231.34	43,527.23
增长率 YoY%	-2.60%	-1.41%	0.13%	-0.18%	0.68%
毛利率%	41.12%	40.71%	41.34%	41.06%	41.04%
净资产收益率 ROE%	13.94%	12.73%	11.83%	10.77%	9.80%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.18	2.17	2.19
市盈率 P/E(倍)	7.6	7.7	7.7	7.7	7.6
市净率 P/B(倍)	1.01	0.94	0.87	0.78	0.71

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 10 月 23 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	233,296.00	160,494.00	147,414.81	197,955.62	246,974.71
货币资金	72,205.00	51,481.00	41,977.98	91,769.58	141,258.21
应收票据	4,567.00	2,589.00	2,498.08	2,563.16	2,517.30
应收账款	8,488.00	7,847.00	7,571.44	7,768.68	7,629.67
预付账款	2,589.00	4,434.00	4,233.45	4,364.40	4,287.84
存货	9,967.00	12,053.00	11,507.85	11,863.80	11,655.69
其他	135,480.00	82,090.00	79,626.00	79,626.00	79,626.00
<b>非流动资产</b>	353,943.00	397,990.00	401,971.23	403,183.65	404,776.94
长期股权投资	9,983.00	40,475.00	40,475.00	40,475.00	40,475.00
固定资产(合计)	237,227.00	226,112.00	238,263.96	254,602.75	254,220.25
无形资产	36,463.00	37,059.00	38,869.47	40,584.76	42,268.35
其他	70,270.00	94,344.00	84,362.81	67,521.14	67,813.34
<b>资产总计</b>	587,239.00	558,484.00	549,386.04	601,139.27	651,751.65
<b>流动负债</b>	123,381.00	95,483.00	49,860.01	50,796.64	50,225.36
短期借款	2,000.00	835.00	835.00	835.00	835.00
应付票据	1,305.00	792.00	756.18	779.57	765.89
应付账款	25,579.00	24,251.00	23,154.15	23,870.33	23,451.60
其他	94,497.00	69,605.00	25,114.69	25,311.75	25,172.87
<b>非流动负债</b>	59,408.00	47,382.00	47,382.00	47,382.00	47,382.00
长期借款	46,765.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00
其他	12,643.00	10,439.00	10,439.00	10,439.00	10,439.00
<b>负债合计</b>	182,789.00	142,865.00	97,242.01	98,178.64	97,607.36
少数股东权益	76,687.00	63,691.00	71,991.96	80,278.39	88,621.53
归属母公司股东权益	327,763.00	351,928.00	380,152.06	422,682.24	465,522.76
<b>负债和股东权益</b>	587,239.00	558,484.00	549,386.04	601,139.27	651,751.65

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	264,101.00	241,871.00	233,377.32	239,456.89	235,172.29
同比(%)	6.17%	-8.42%	-3.51%	2.61%	-1.79%
归属母公司净利润	43,867.00	43,250.00	43,307.20	43,231.34	43,527.23
同比(%)	-2.60%	-1.41%	0.13%	-0.18%	0.68%
毛利率(%)	41.12%	40.71%	41.34%	41.06%	41.04%
ROE%	13.94%	12.73%	11.83%	10.77%	9.80%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.18	2.17	2.19
P/E	7.6	7.7	7.7	7.7	7.6
P/B	1.01	0.94	0.87	0.78	0.71
EV/EBITDA	4.01	4.26	4.17	4.11	4.03

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	264,101.00	241,871.00	233,377.32	239,456.89	235,172.29
营业成本	155,502.00	143,394.00	136,908.41	141,143.11	138,667.23
营业税金及附加	10,053.00	10,299.00	9,937.33	10,196.21	10,013.77
销售费用	725.00	640.00	617.53	633.61	622.27
管理费用	19,879.00	18,479.00	17,830.08	18,294.56	17,967.22
研发费用	454.00	940.00	906.99	930.62	913.97
财务费用	4,086.00	2,515.00	1,571.84	1,704.91	857.89
减值损失合计	1,194.00	-2,044.00	-417.48	-372.15	-361.08
投资净收益	593.00	2,624.00	2,712.67	1,758.67	2,085.56
其他	345.00	-3,643.00	-524.46	-437.06	-413.29
<b>营业利润</b>	73,146.00	66,629.00	68,210.82	68,247.64	68,163.29
营业外收支	-3,077.00	95.00	-1,250.33	-1,404.44	-862.59
<b>利润总额</b>	70,069.00	66,724.00	66,960.49	66,843.19	67,300.70
所得税	16,028.00	15,184.00	15,352.33	15,325.43	15,430.33
<b>净利润</b>	54,041.00	51,540.00	51,608.16	51,517.76	51,870.37
少数股东损益	10,174.00	8,290.00	8,300.96	8,286.42	8,343.14
<b>归属母公司净利润</b>	43,867.00	43,250.00	43,307.20	43,231.34	43,527.23
EBITDA	97,739.00	89,591.00	91,417.62	92,907.07	94,754.14
EPS(当年)(元)	2.21	2.17	2.18	2.17	2.19

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	88,096.00	62,759.00	39,060.55	75,225.53	76,363.87
净利润	54,041.00	51,540.00	51,608.16	51,517.76	51,870.37
折旧摊销	23,584.00	20,352.00	21,262.39	22,869.13	24,258.70
财务费用	4,086.00	2,515.00	3,194.74	3,194.74	3,194.74
投资损失	-593.00	-2,624.00	-2,712.67	-1,758.67	-2,085.56
营运资金变动	1,935.00	-10,401.00	-713.30	-184.73	-462.83
其它	5,043.00	1,377.00	-33,578.78	-412.71	-411.57
<b>投资活动现金流</b>	-53,056.00	-46,307.00	-20,307.43	-22,239.18	-23,680.50
资本支出	-19,993.00	-17,880.00	-23,020.10	-23,997.85	-25,766.05
长期投资	1,874.00	42,281.00	2,712.67	1,758.67	2,085.56
其他	-34,937.00	-70,708.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-44,715.00	-37,172.00	-28,256.14	-3,194.74	-3,194.74
吸收投资	376.00	732.00	0.00	0.00	0.00
借款	-12,390.00	-11,575.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	33,156.00	27,192.00	28,256.14	3,194.74	3,194.74
<b>现金流净增加额</b>	-9,474.00	-20,036.00	-9,503.02	49,791.61	49,488.63

## 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。

**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。

**杜冲**，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9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	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。