

## 中国神华 (601088.SH) Q3 单季业绩环比大幅改善, 持续看好龙头业绩稳定性

2020年10月26日

——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

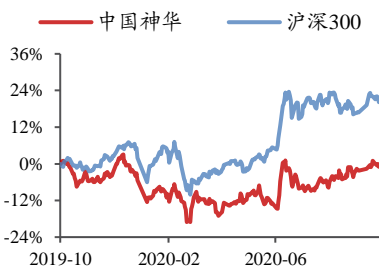
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/10/23
当前股价(元)	16.68
一年最高最低(元)	19.07/14.31
总市值(亿元)	3,317.59
流通市值(亿元)	2,750.71
总股本(亿股)	198.90
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	12.15

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司中报点评报告-业绩稳健对冲疫情, H股回购提升投资价值》- 2020.8.29

《中报业绩预告点评-二季度业绩改善超预期, 稳健经营优势凸显》- 2020.8.1

《公司首次覆盖报告-多优势对冲周期, 提高分红愈显投资价值》- 2020.5.13

事件: 公司发布 2020 年三季报, 2020Q1-Q3 实现营业收入 1661 亿元, 同比下降 6.6%, 实现归母净利润 336 亿元, 同比下降 9.5%。

#### ● Q3 单季业绩环比大幅改善, 持续看好龙头业绩稳定性

2020Q3 单季公司实现归母净利润 129 亿元, 同比+0.5%, 环比+18.9%, 呈现明显环比改善趋势, 且已追平 2019 年同期, 凸显公司作为煤炭绝对龙头的业绩稳定性。基本面同比来看, 公司前三季度煤炭产销量、发售电量及铁路周转量均保持平稳, 三大板块经营韧性十足; 环比来看, 三季度单季煤炭产量稳定, 叠加煤价上涨, 煤炭板块盈利增强。考虑到业绩环比改善明显, 我们上调公司盈利预测, 预计 2020/2021/2022 年实现归母净利润 413(+13)/435(+29)/448(+37)亿元, 同比变化-4.5%/5.3%/3%; EPS 分别为 2.08(+0.07)/2.19(+0.15)/2.25(+0.18)元, 对应当前股价, PE 分别为 8x/7.6x/7.4x。持续看好公司稳健业绩, 维持“买入”评级。

#### ● 煤炭“量稳价增”贡献主要利润增幅, 运输板块毛利环比增强

煤炭产量稳定, 销量环比增长。前三季度煤炭产/销量 2.17/3.24 亿吨, 同比+1.2%/-2.5%, 长协煤占比 82%, 同比-5pct, 现货占比提升。Q3 单季煤炭销量 1.18 亿吨, 环比+10.6%。煤炭售价环比上涨, 现货涨幅明显。Q3 单季综合吨煤价格(不含税) 429 元/吨, 环比+6.4%。其中年/月度长协均价稳定, 现货均价环比+12.3%。自产煤成本环比小降, Q3 单季为 113 元/吨, 同比-2%。自产煤盈利性提升, Q3 单季自产煤吨煤毛利 301 元/吨, 环比+10.8%。“量稳价增”带动煤炭毛利环比提升 11%。运输业务环比改善, Q3 单季铁路周转量 75 十亿吨公里, 环比增长 15%, 毛利贡献环比+12%, 主因下游运量需求增长。电力业务毛利环比下滑。Q3 单季发/售电量 39/36 十亿千瓦时, 环比+9.6%/+9.7%, 平均利用小时数 1252 小时, 环比增加 109 小时, 但毛利环比-13%, 主因 Q3 单季售电价环比下降 8.8%。

#### ● 稳健业绩支撑高分红, H股回购提升投资价值

公司现金流充沛, 2020Q1-Q3 经营净现金流达 529 亿元(剔除财务公司影响), 在供需向好、煤价高位稳定的未来预期下公司业绩将愈发稳健, 支撑高于 50%的稳定高分红率, 凸显长期投资价值。另外, 公司拟回购 H 股不超 10%股份(约 3.4 亿股, 占总股本 1.7%), 增厚每股收益、提升股息率, 回购将提振市场信心。

#### ● 风险提示: 经济恢复不及预期; 年度长协煤基准价下调。

#### 财务摘要和估值指标

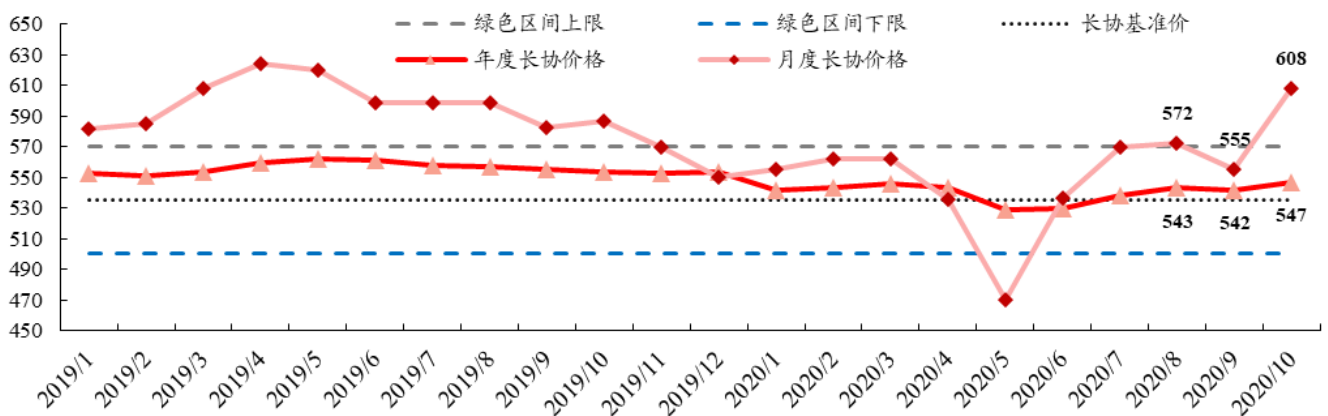
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,101	241,871	227,796	236,621	245,489
YOY(%)	6.2	-8.4	-5.8	3.9	3.7
归母净利润(百万元)	43,867	43,250	41,290	43,464	44,752
YOY(%)	-2.6	-1.4	-4.5	5.3	3.0
毛利率(%)	41.1	40.7	41.3	41.6	42.0
净利率(%)	16.6	17.9	18.1	18.4	18.2
ROE(%)	13.4	12.4	11.2	11.0	10.6
EPS(摊薄/元)	2.21	2.17	2.08	2.19	2.25
P/E(倍)	7.6	7.7	8.0	7.6	7.4
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**表1: 公司产品经营数据**

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	环比	2019 前三季度	2020 前三季度	同比
<b>煤炭</b>								
商品煤产量	百万吨	74	71	<b>71</b>	-0.1%	214	<b>217</b>	1.2%
煤炭销售量	百万吨	98	107	<b>118</b>	10.6%	332	<b>324</b>	-2.5%
不含税价格	元/吨	417	403	<b>429</b>	6.4%	439	<b>417</b>	-4.9%
不含税成本	元/吨	298	288	<b>314</b>	9.0%	313	<b>301</b>	-4.0%
吨毛利	元/吨	119	115	<b>115</b>	0.0%	125	<b>116</b>	-7.1%
毛利率	%	28.6%	28.6%	<b>26.8%</b>	-1.7pct	28.6%	<b>27.9%</b>	-0.7pct
不含税收入	百万元	41,069	43,132	<b>50,764</b>	17.7%	145,469	<b>134,965</b>	-7.2%
不含税成本	百万元	29,321	30,816	<b>37,142</b>	20.5%	103,889	<b>97,279</b>	-6.4%
毛利	百万元	11,748	12,316	<b>13,622</b>	10.6%	41,580	<b>37,686</b>	-9.4%
<b>电力</b>								
总发电量	十亿千瓦时	27.5	35.4	<b>38.7</b>	9.6%	102.9	<b>101.6</b>	-1.3%
总售电量	十亿千瓦时	25.7	33.1	<b>36.3</b>	9.7%	96.3	<b>95.0</b>	-1.3%
不含税价格	元/兆瓦时	373	394	<b>359</b>	-8.8%	398	<b>375</b>	-5.7%
不含税成本	元/兆瓦时	282	261	<b>254</b>	-2.8%	293	<b>264</b>	-9.9%
单位毛利	元/兆瓦时	91	132	<b>105</b>	-20.6%	104	<b>111</b>	6.3%
毛利率	%	24.4%	33.6%	<b>29.3%</b>	-4.4pct	26.2%	<b>29.6%</b>	3.3pct
不含税收入	百万元	9,588	13,016	<b>13,029</b>	0.1%	38,303	<b>35,633</b>	-7.0%
不含税成本	百万元	7,244	8,639	<b>9,217</b>	6.7%	28,254	<b>25,100</b>	-11.2%
毛利	百万元	2,344	4,377	<b>3,812</b>	-12.9%	10,049	<b>10,533</b>	4.8%
<b>铁路</b>								
运输周转量	十亿吨公里	65.4	67.9	<b>75.3</b>	10.9%	214.7	<b>208.6</b>	-2.8%
不含税收入	百万元	8,921	9,267	<b>10,421</b>	12.5%	30,211	<b>28,609</b>	-5.3%
不含税成本	百万元	3,349	3,626	<b>4,113</b>	13.4%	11,579	<b>11,088</b>	-4.2%
毛利率	%	62.5%	60.9%	<b>60.5%</b>	-0.3pct	61.7%	<b>61.2%</b>	-0.4pct
毛利	百万元	5,572	5,641	<b>6,308</b>	11.8%	18,632	<b>17,521</b>	-6.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图1: 公司年度及月度长协价格趋势 (元/吨)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	233,296	160,494	257,143	380,269	488,472
现金	72,205	51,481	138,214	255,058	368,213
应收票据及应收账款	13,055	10,436	15,183	10,448	15,960
其他应收款	2,877	2,464	2,522	2,647	2,729
预付账款	2,589	4,434	928	4,761	1,272
存货	9,967	12,053	8,170	12,541	8,948
其他流动资产	132,603	79,626	92,126	94,815	91,350
<b>非流动资产</b>	353,943	397,990	313,524	228,235	143,023
长期投资	9,983	40,475	41,575	42,775	44,075
固定资产	237,227	226,112	159,489	84,017	4,121
无形资产	36,463	37,059	35,852	34,622	33,369
其他非流动资产	70,270	94,344	76,608	66,820	61,457
<b>资产总计</b>	587,239	558,484	570,667	608,503	631,495
<b>流动负债</b>	123,381	95,483	88,402	99,118	94,564
短期借款	2,000	835	835	835	835
应付票据及应付账款	26,884	25,043	26,790	25,649	28,324
其他流动负债	94,497	69,605	60,777	72,634	65,404
<b>非流动负债</b>	59,408	47,382	42,502	38,473	34,421
长期借款	53,588	40,403	36,363	32,322	28,282
其他非流动负债	5,820	6,979	6,140	6,150	6,139
<b>负债合计</b>	182,789	142,865	130,904	137,591	128,984
少数股东权益	76,687	63,691	71,605	79,936	88,514
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
资本公积	74,720	74,726	74,726	74,726	74,726
留存收益	218,646	244,139	268,741	294,639	321,304
<b>归属母公司股东权益</b>	327,763	351,928	368,157	390,976	413,996
负债和股东权益	587,239	558,484	570,667	608,503	631,495

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	88,248	63,106	53,890	74,578	71,853
净利润	54,041	51,540	49,205	51,795	53,330
折旧摊销	23,584	20,352	16,966	16,989	17,012
财务费用	4,086	2,515	2,500	2,500	2,500
投资损失	-593	-2,624	-1,150	-1,250	-1,350
营运资金变动	1,935	-10,401	-12,848	4,543	361
其他经营现金流	5,195	1,724	-783	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-53,056	-46,307	68,978	69,441	69,586
资本支出	20,935	19,009	-363	20,331	20,309
长期投资	-33,603	-27,974	-1,100	-0	-1,300
其他投资现金流	-65,724	-55,272	67,515	89,772	88,595
<b>筹资活动现金流</b>	-44,715	-37,172	-36,135	-27,175	-28,284
短期借款	-7,493	-1,165	-0	-0	-0
长期借款	-17,218	-13,185	-4,040	-4,040	-4,040
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-10	6	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-19,994	-22,828	-32,094	-23,135	-24,244
<b>现金净增加额</b>	-9,474	-20,036	86,733	116,843	113,156

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	264,101	241,871	227,796	236,621	245,489
营业成本	155,502	143,394	133,748	138,279	142,429
营业税金及附加	10,053	10,299	9,212	9,644	10,054
营业费用	725	640	603	630	2,455
管理费用	19,879	18,479	17,085	17,747	18,412
研发费用	454	940	911	946	982
财务费用	4,086	2,515	2,500	2,500	2,500
资产减值损失	1,042	-1,905	1,500	1,400	1,300
其他收益	317	304	325	316	317
公允价值变动收益	22	160	-0	-0	-0
投资净收益	593	2,624	1,150	1,250	1,350
资产处置收益	6	-19	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	73,146	66,629	63,712	67,041	69,025
营业外收入	427	502	476	476	480
营业外支出	3,504	407	400	400	400
<b>利润总额</b>	70,069	66,724	63,788	67,117	69,106
所得税	16,028	15,184	14,583	15,322	15,775
<b>净利润</b>	54,041	51,540	49,205	51,795	53,330
少数股东损益	10,174	8,290	7,914	8,331	8,578
<b>归母净利润</b>	43,867	43,250	41,290	43,464	44,752
EBITDA	95,183	88,263	80,754	84,106	86,117
EPS(元)	2.21	2.17	2.08	2.19	2.25

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.2	-8.4	-5.8	3.9	3.7
营业利润(%)	2.9	-8.9	-4.4	5.2	3.0
归属于母公司净利润(%)	-2.6	-1.4	-4.5	5.3	3.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.1	40.7	41.3	41.6	42.0
净利率(%)	16.6	17.9	18.1	18.4	18.2
ROE(%)	13.4	12.4	11.2	11.0	10.6
ROIC(%)	14.2	13.0	11.9	12.0	11.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.1	25.6	22.9	22.6	20.4
净负债比率(%)	-2.6	0.3	-21.4	-45.7	-66.1
流动比率	1.9	1.7	2.9	3.8	5.2
速动比率	1.0	1.0	2.1	3.0	4.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	16.2	20.6	17.8	18.5	18.6
应付账款周转率	5.1	5.5	5.2	5.3	5.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.17	2.08	2.19	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	4.44	3.17	2.71	3.75	3.61
每股净资产(最新摊薄)	16.48	17.69	18.51	19.66	20.81
<b>估值比率</b>					
P/E	7.6	7.7	8.0	7.6	7.4
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.1	3.4	1.9	0.6

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn