

中国神华 (601088)

证券研究报告

2020年10月26日

高股息率&降负债，看好公司估值提升

事件：

公司发布 2020 年三季报，前三季度共实现营业收入 1661.03 亿元，同比降低 6.6%；实现归母净利润 335.62 亿元，同比下降 9.5%。分单季度看，公司 Q3 营业收入为 610.87 亿元，同比降低 0.6%；归母净利润为 129.04 亿元，同比增长 0.5%。

点评：

1. 价减量减，煤炭业务盈利能力下降

受疫情影响，公司煤炭销量以及价格的下降，导致 2020 年前三季度公司煤炭业务实现营业收入 1349.65 亿元，同比下降 7.2%。前三季度，公司煤炭销量 3.24 亿吨，同比降低 2.5%；吨煤价格为 417.20 元/吨，同比下降 4.87%。由于外购煤销量及单位采购成本下降，前三季度煤炭业务营业成本为 972.79 亿元，同比下降 6.4%。成本降幅不及价减量减，最终导致煤炭板块实现毛利 376.86 亿元，同比下降 9.4%。

2. 成本降幅大于收入降幅，电力业务盈利能力提升

公司前三季度发电分部实现电力业务收入 356.33 亿元，同比下降 7.00%；实现毛利 105.33 亿元，同比上升 4.8%。受公司电力部门装机容量下降及上半年疫情影响，公司前三季度发售电量下降。发电量 1015.60 亿千瓦时，同比下降 12.94%；售电量 950.30 亿千瓦时，同比下降 13.09%。公司前三季度电力单位收入 0.37 元/千瓦时，同比增长 5.71%，单位成本 0.25 元/千瓦时，同比下降 2.2%，受煤价下降等因素影响，公司电力部门实现盈利能力上升。煤电联营为公司在煤价波动环境下实现稳定收益提供了保障，对公司业绩形成支撑。

3. 减持财务公司+偿还美元债券，公司资产负债率同比下降

截至 2020 年 9 月 30 日，中国神华资产负债率为 24.5%，较去年末下降 1.1 个百分点，主要是由于公司负债总额的下降。2020 年第三季度的负债总额为 1352.79 亿，同比下降 7.42%。2020 年 9 月 1 日，财务公司增资交易完成交割，中国神华对财务公司的持股比例下降至 40%，其吸收存款不再计入中国神华，致使其他应付款较上年末下降 55.6%；另一方面，一年内到期的美元债券也已到期偿还，相关流动负债比上年末减少 58.4%。

4. 分红比例大幅提高，高股息凸显投资价值

根据公司公告，2019-2021 年公司每年以现金方式分红比例不少于 50%。2019 年度股息每股人民币 1.26 元（含税），分红比例为 57.9%。按过去三年归母净利计算平均值为 440.51 亿元，及截止 10 月 23 日股价 16.68 元测算，若公司以 50% 分红比例进行分红，则股息率为 6.65%。公司经营稳定，资产优良，高股息率将凸显公司投资价值。

投资建议：受疫情等因素影响，煤炭销售量及价格不及去年同期水平。我们将公司 2020-2022 年 EPS 由 2.05/2.11/2.20 元/股，调整至 2.03/2.06/2.13 元/股，对于 PE 为 8.23/8.08/7.83 倍，维持公司买入评级。

风险提示：宏观经济不及预期，煤价下降不及预期；公司分红不及预期等

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.68 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	16,491.04
流通 A 股股本(百万股)	16,491.04
A 股总市值(百万元)	275,070.51
流通 A 股市值(百万元)	275,070.51
每股净资产(元)	18.01
资产负债率(%)	24.53
一年内最高/最低(元)	19.07/14.31

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国神华-半年报点评:公司业绩环比改善，回购股份有利于估值提升》2020-08-31
- 《中国神华-年报点评报告:分红比例大幅提高，高股息凸显投资价值》2020-03-30
- 《中国神华-季报点评:与国电电力资产交割完成，投资收益确认推动业绩同比增长》2019-04-29

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,101.00	241,871.00	230,744.93	235,359.83	241,479.19
增长率(%)	6.17	(8.42)	(4.60)	2.00	2.60
EBITDA(百万元)	100,175.00	93,091.00	80,913.59	82,670.01	84,697.83
净利润(百万元)	43,867.00	43,250.00	40,315.68	41,045.64	42,373.21
增长率(%)	(2.60)	(1.41)	(6.78)	1.81	3.23
EPS(元/股)	2.21	2.17	2.03	2.06	2.13
市盈率(P/E)	7.56	7.67	8.23	8.08	7.83
市净率(P/B)	1.01	0.94	0.91	0.86	0.80
市销率(P/S)	1.26	1.37	1.44	1.41	1.37
EV/EBITDA	3.55	3.56	3.51	2.85	2.31

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	72,205.00	51,481.00	107,904.71	154,325.13	201,570.06
应收票据及应收账款	13,055.00	10,436.00	18,879.22	7,084.26	7,452.64
预付账款	2,589.00	4,434.00	976.19	4,607.30	1,515.51
存货	9,967.00	12,053.00	9,106.54	11,629.46	10,340.68
其他	135,480.00	82,090.00	78,467.94	98,543.33	86,623.30
流动资产合计	233,296.00	160,494.00	215,334.61	276,189.48	307,502.18
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	237,227.00	226,112.00	227,381.55	222,738.04	214,533.69
在建工程	36,585.00	34,495.00	20,733.00	12,487.80	7,522.68
无形资产	36,463.00	37,059.00	35,466.19	33,873.38	32,280.58
其他	33,685.00	59,849.00	42,602.92	43,697.62	46,697.69
非流动资产合计	353,943.00	397,990.00	366,658.66	353,271.84	341,509.64
资产总计	587,239.00	558,484.00	581,993.27	629,461.32	649,011.82
短期借款	2,000.00	835.00	835.00	835.00	835.00
应付票据及应付账款	26,884.00	25,043.00	30,923.35	22,964.60	32,186.17
其他	94,497.00	69,605.00	66,500.10	88,834.07	65,472.40
流动负债合计	123,381.00	95,483.00	98,258.45	112,633.67	98,493.57
长期借款	46,765.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00
应付债券	6,823.00	3,460.00	5,589.33	5,290.78	4,780.04
其他	5,820.00	6,979.00	6,195.00	6,331.33	6,501.78
非流动负债合计	59,408.00	47,382.00	48,727.33	48,565.11	48,224.81
负债合计	182,789.00	142,865.00	146,985.78	161,198.78	146,718.38
少数股东权益	76,687.00	63,691.00	72,063.08	80,690.75	89,297.71
股本	19,890.00	19,890.00	19,890.00	19,890.00	19,890.00
资本公积	74,720.00	74,726.00	74,726.00	74,726.00	74,726.00
留存收益	293,366.00	318,865.00	343,054.41	367,681.79	393,105.72
其他	(60,213.00)	(61,553.00)	(74,726.00)	(74,726.00)	(74,726.00)
股东权益合计	404,450.00	415,619.00	435,007.48	468,262.54	502,293.43
负债和股东权益总计	587,239.00	558,484.00	581,993.27	629,461.32	649,011.82

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	54,041.00	51,540.00	40,315.68	41,045.64	42,373.21
折旧摊销	23,584.00	20,352.00	14,145.26	14,561.52	14,812.27
财务费用	4,086.00	2,515.00	3,068.91	3,130.29	3,211.67
投资损失	(593.00)	(2,624.00)	(1,500.00)	(1,500.00)	(1,500.00)
营运资金变动	(49,256.00)	(11,703.00)	8,681.96	8,176.52	(3,120.68)
其它	56,386.00	3,026.00	8,432.08	8,687.67	8,666.96
经营活动现金流	88,248.00	63,106.00	73,143.89	74,101.64	64,443.44
资本支出	(53,092.00)	36,067.00	12,643.00	11,742.67	11,678.56
长期投资	534.00	30,492.00	11,799.00	11,799.00	11,799.00
其他	(498.00)	(112,866.00)	(11,621.33)	(29,481.11)	(21,034.81)
投资活动现金流	(53,056.00)	(46,307.00)	12,820.67	(5,939.44)	2,442.74
债权融资	59,817.00	49,755.00	52,582.33	50,389.11	50,908.81
股权融资	49.00	(1,178.00)	(13,576.91)	(465.29)	(546.67)
其他	(104,581.00)	(85,749.00)	(68,546.27)	(71,665.59)	(70,003.40)
筹资活动现金流	(44,715.00)	(37,172.00)	(29,540.85)	(21,741.77)	(19,641.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9,523.00)	(20,373.00)	56,423.71	46,420.43	47,244.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	264,101.00	241,871.00	230,744.93	235,359.83	241,479.19
营业成本	155,502.00	143,394.00	136,139.51	138,862.30	142,472.72
营业税金及附加	10,053.00	10,299.00	8,999.05	9,179.03	9,417.69
营业费用	725.00	640.00	599.94	611.94	627.85
管理费用	19,879.00	18,479.00	17,536.61	17,887.35	18,352.42
研发费用	454.00	940.00	461.49	470.72	482.96
财务费用	4,086.00	2,515.00	3,068.91	3,130.29	3,211.67
资产减值损失	1,042.00	(1,905.00)	1,800.00	1,800.00	1,800.00
公允价值变动收益	22.00	160.00	60.00	60.00	60.00
投资净收益	593.00	2,624.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	(1,401.00)	(1,904.00)	(3,120.00)	(3,120.00)	(3,120.00)
营业利润	73,146.00	66,629.00	63,699.42	64,978.21	66,673.88
营业外收入	427.00	502.00	474.00	474.00	474.00
营业外支出	3,504.00	407.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	70,069.00	66,724.00	63,173.42	64,452.21	66,147.88
所得税	16,028.00	15,184.00	14,485.67	14,778.89	15,167.71
净利润	54,041.00	51,540.00	48,687.76	49,673.32	50,980.17
少数股东损益	10,174.00	8,290.00	8,372.08	8,627.67	8,606.96
归属于母公司净利润	43,867.00	43,250.00	40,315.68	41,045.64	42,373.21
每股收益(元)	2.21	2.17	2.03	2.06	2.13

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.17%	-8.42%	-4.60%	2.00%	2.60%
营业利润	2.87%	-8.91%	-4.40%	2.01%	2.61%
归属于母公司净利润	-2.60%	-1.41%	-6.78%	1.81%	3.23%
获利能力					
毛利率	41.12%	40.71%	41.00%	41.00%	41.00%
净利率	16.61%	17.88%	17.47%	17.44%	17.55%
ROE	13.38%	12.29%	11.11%	10.59%	10.26%
ROIC	17.01%	16.39%	16.05%	16.66%	18.49%
偿债能力					
资产负债率	31.13%	25.58%	25.26%	25.61%	22.61%
净负债率	-3.06%	-0.42%	-12.72%	-22.20%	-29.99%
流动比率	1.89	1.68	2.19	2.45	3.12
速动比率	1.81	1.55	2.10	2.35	3.02
营运能力					
应收账款周转率	16.25	20.59	15.74	18.13	33.22
存货周转率	24.44	21.97	21.81	22.70	21.98
总资产周转率	0.46	0.42	0.40	0.39	0.38
每股指标(元)					
每股收益	2.21	2.17	2.03	2.06	2.13
每股经营现金流	4.44	3.17	3.68	3.73	3.24
每股净资产	16.48	17.69	18.25	19.49	20.76
估值比率					
市盈率	7.56	7.67	8.23	8.08	7.83
市净率	1.01	0.94	0.91	0.86	0.80
EV/EBITDA	3.55	3.56	3.51	2.85	2.31
EV/EBIT	4.58	4.50	4.25	3.46	2.80

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com