

中国神华 (601088.SH)

疫情影响逐步消退, Q3 净利环比增 18.9%

事件: 公司发布 2020 年三季度业绩报告。2020 年前三季度, 公司实现营业收入 1661 亿元, 同比下降 6.6%; 实现归母净利润 335.6 亿元, 同比下降 9.5%, 降幅较上半年收窄 5.3pct。

疫情冲击下业绩稳健依旧, 能源航母行稳致远。2020 年前三季度, 公司实现营业收入 1661 亿元, 同比下降 6.6, 主因 (1) 煤炭销量同比下滑 2.5%; (2) 煤炭销售均价同比下滑 5.2%; (3) 2019 年因组建北京国电致部分资产出表。实现归母净利润 335.6 亿元, 同比下降 9.5%; 实现扣非后归母净利 319.3 亿元, 同比下降 9.7%。

分季度看, 公司 Q3 单季实现营业收入 610.9 亿元, 同比下降 0.7%, 环比增长 13.3%; 实现归母净利 129 亿元, 同比增长 0.5%, 环比增长 18.9%, 创 2013 年以来单季新高, 主因对财务公司确认一次性投资收益所致。实现扣非后归母净利 115.8 亿元, 同比下降 8.7%, 环比增长 7.1%。

煤炭分部: Q3 产量基本稳定, 销量增加, 售价上扬。公司前三季度煤炭分部实现毛利 376.9 亿元, 同比下降 9.4%, 毛利率较去年同期下降 0.7pct 至 28.6%。分季度看, Q3 单季实现毛利 136.2 亿元, 同比下降 6.5%, 环比增长 10.6%。具体而言 (分季度数据见图):

收入 1349.7 亿元, 同比下降 7.2%, 主因 (1) 销量下滑: 前三季度实现煤炭产量 216.7 百万吨 (其中 Q3 单季 71.1 百万吨, 同比+3.5%, 环比-0.1%), 同比微增 1.2%, 销量 323.5 百万吨 (其中 Q3 单季 118.2 百万吨, 同比+3.1%, 环比+10.6%), 同比下降 2.5%; (2) 售价下降: 前三季度公司平均煤炭销售价格 404 元/吨 (其中 Q3 单季 414 元/吨, 同比-5.2%, 环比+6.8%), 同比下降 5.2% (同期 CCI5500 下降 9.2%)。

成本 972.8 亿元, 同比下降 6.4%, 其中 (1) 外购煤量及单位采购成本下降; (2) 自产煤生产成本由 109 元/吨升至 115.5 元/吨 (其中 Q3 单季 113 元/吨, 同比+8.1 元/吨, 环比-2.1 元/吨)。

发电分部: Q3 发电/售电量明显改善。公司前三季度发电分部实现毛利 105.3 亿元, 同比增长 4.8%, 毛利率上升 3.4pct 至 29.6%, 主因燃煤单位采购成本下降。其中 Q3 单季实现毛利 38.1 亿元, 同比增长 17.1%, 环比下降 12.9%。

发电/售电: 公司前三季度实现发电量 1016 亿千瓦时, 同比下降 12.9% (按可比口径, 同比下降 1.3%), 其中 Q3 单季发电量 387 亿千瓦时, 同比增长 5.4%, 环比增长 9.6%; 实现总售电量 950 亿千瓦时, 同比下降 13.1% (按可比口径, 同比下降 1.3%), 其中 Q3 单季售电量 363 亿千瓦时, 同比增长 5.5%, 环比增长 9.7%;

电价/成本: 电价方面, 公司前三季度平均售电价格 334 元/兆瓦时, 同比基本持平, 其中境内燃煤机组发电平均售电价格 325 元/兆瓦时, 同比上升 0.3%; 成本方面, 公司前三季度单位售电成本 251.7 元/兆瓦时, 同比下降 2.2%;

运输分部: 疫情影响逐渐消退, 环比改善明显。2020 年前三季度, 公司运输分部共实现营业收入 355.8 亿元, 同比下降 4%, 实现毛利 204.6 亿元, 同比下降 5.2%, 毛利率较去年同期下降 0.7pct 至 57.5%。分季度看, Q3 单季实现收入 131.6 亿元, 同比增长 6.5%, 环比增长 14.6%; 实现毛利 74.6 亿元, 同比增长 6%, 环比增长 13.3%。

铁路: 公司前三季度自有铁路运输周转量 208.6 十亿吨公里, 同比下降 2.8%, 实现毛利 175.2 亿元, 同比下降 6%;

港口: 公司前三季度通过自有港口下水量 184.2 百万吨, 同比下降 7.6%, 实现毛利 26.9 亿元, 同比增长 1.6%;

航运: 公司前三季度航运货运量实现 83.4 百万吨, 同比下降 0.1%, 航运周转量 69.2 十亿吨海里, 同比增加 2.1%, 实现毛利 2.4 亿元, 同比下降 21.4%。

H 股回购彰显公司价值, 制定 ESG 管理办法助力公司可持续发展。8 月 28 日, 公司发布公告, 拟用自有资金回购不超过公司已发行 H 股总数的 10% (即不超过 3.4 亿股, 占总股本的 1.7%), 且公司完成回购后, 将分阶段或一次性注销回购的 H 股股份, 公司相应减少注册资本, 增厚 EPS, 抬升股息率, 进一步彰显公司价值。此外, 公司董事会通过《关于制定“中国神华能源股份有限公司环境、社会责任与公司治理管理办法 (试行)”的议案》, 我们预计未来公司将通过不断完善 ESG 管理, 全面履行经济、社会和环境责任, 赢得企业自身与社会相关方的共同可持续发展。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2020 年~2022 年实现归母净利润 415.6 亿元、427.1 亿元、446.3 亿元, 对应 PE 分别为 8、7.8、7.4。我们认为公司在煤炭、电力、铁路、港口等领域皆为行业翘楚, 具有极强的竞争力。受益于公司“煤电化路港航”全产业链的协同效应和纵向一体化优势, 即使在疫情冲击下, 业绩依旧稳健, 抵御风险能力极强。同时考虑到公司充裕的现金流、低负债、低资本开支、低估值、高而稳定的分红比例, 维持“买入”评级。

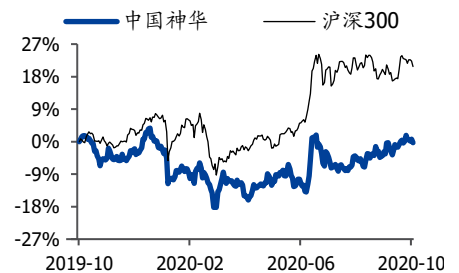
风险提示: 煤价断崖式下跌, 长协基准价下调, 上网电价下调, 公司发生安全事故。

买入 (维持)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
最新收盘价	16.68
总市值(百万元)	331,758.87
总股本(百万股)	19,889.62
其中自由流通股(%)	82.91
30 日日均成交量(百万股)	15.68

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjiniming@gszq.com

相关研究

- 1、《中国神华 (601088.SH): 疫情冲击下中报略超预期, 能源航母行稳致远》2020-08-29
- 2、《中国神华 (601088.SH): 疫情拖累 Q1 业绩 不改长期投资价值》2020-04-26
- 3、《中国神华 (601088.SH): 分红比例大幅提升 业绩稳健价值凸显》2020-03-30

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	264,101	241,871	227,861	232,868	239,170
增长率 yoy (%)	6.2	-8.4	-5.8	2.2	2.7
归母净利润 (百万元)	43,867	43,250	41,562	42,710	44,628
增长率 yoy (%)	-2.6	-1.4	-3.9	2.8	4.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.21	2.17	2.09	2.15	2.24
净资产收益率 (%)	13.4	12.4	11.1	10.8	10.7
P/E (倍)	7.6	7.7	8.0	7.8	7.4
P/B (倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	233296	160494	164965	168562	161155
现金	72205	51481	59931	58451	54693
应收票据及应收账款	13055	10436	11694	10922	12306
其他应收款	2877	2464	2568	2575	2707
预付账款	2589	4434	2182	4579	2365
存货	9967	12053	8964	12409	9458
其他流动资产	132603	79626	79626	79626	79626
非流动资产	353943	397990	398119	417773	437492
长期投资	9983	40475	71793	103130	134509
固定资产	237227	226112	205093	200106	194741
无形资产	36463	37059	36141	34880	33151
其他非流动资产	70270	94344	85091	79657	75092
资产总计	587239	558484	563084	586335	598647
流动负债	123381	95483	89461	97299	92587
短期借款	2000	835	835	835	835
应付票据及应付账款	26884	25043	24518	25883	25683
其他流动负债	94497	69605	64108	70581	66069
非流动负债	59408	47382	34169	24272	14419
长期借款	53588	40403	27190	17293	7440
其他非流动负债	5820	6979	6979	6979	6979
负债合计	182789	142865	123630	121571	107007
少数股东权益	76687	63691	71025	78562	86438
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积	74720	74726	74726	74726	74726
留存收益	218646	244139	263697	283796	304797
归属母公司股东权益	327763	351928	368428	386201	405203
负债和股东权益	587239	558484	563084	586335	598647

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	88248	63106	63323	69942	68546
净利润	54041	51540	48896	50247	52503
折旧摊销	23584	20352	17559	17984	18733
财务费用	4086	2515	1995	1458	943
投资损失	-593	-2624	-3360	-2347	-2410
营运资金变动	1935	-10401	-1606	2761	-1063
其他经营现金流	5195	1724	-160	-160	-160
投资活动现金流	-53056	-46307	-14168	-35131	-35882
资本支出	20935	19009	-31189	-11683	-11659
长期投资	-33603	-27974	-31318	-31240	-31379
其他投资现金流	-65724	-55272	-76675	-78054	-78921
筹资活动现金流	-44715	-37172	-40705	-36292	-36422
短期借款	-7493	-1165	0	0	0
长期借款	-17218	-13185	-13213	-9897	-9853
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	-19994	-22828	-27492	-26395	-26569
现金净增加额	-9474	-20036	8450	-1481	-3758

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	264101	241871	227861	232868	239170
营业成本	155502	143394	136860	139179	142398
营业税金及附加	10053	10299	9702	9916	10184
营业费用	725	640	603	616	633
管理费用	19879	18479	17893	17973	18473
研发费用	454	940	639	779	735
财务费用	4086	2515	1995	1458	943
资产减值损失	1042	-1905	456	466	478
其他收益	317	304	0	0	0
公允价值变动收益	22	160	160	160	160
投资净收益	593	2624	3360	2347	2410
资产处置收益	6	-19	0	0	0
营业利润	73146	66629	63234	64989	67896
营业外收入	427	502	474	468	481
营业外支出	3504	407	407	407	407
利润总额	70069	66724	63301	65050	67971
所得税	16028	15184	14405	14803	15468
净利润	54041	51540	48896	50247	52503
少数股东损益	10174	8290	7334	7537	7875
归属母公司净利润	43867	43250	41562	42710	44628
EBITDA	97311	89793	82695	84259	87407
EPS (元)	2.21	2.17	2.09	2.15	2.24

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	-8.4	-5.8	2.2	2.7
营业利润(%)	2.9	-8.9	-5.1	2.8	4.5
归属于母公司净利润(%)	-2.6	-1.4	-3.9	2.8	4.5
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.7	39.9	40.2	40.5
净利率(%)	16.6	17.9	18.2	18.3	18.7
ROE(%)	13.4	12.4	11.1	10.8	10.7
ROIC(%)	14.6	13.3	12.4	12.3	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	25.6	22.0	20.7	17.9
净负债比率(%)	-2.6	0.3	-4.8	-6.3	-7.2
流动比率	1.9	1.7	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
营运能力					
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	20.6	20.6	20.6
应付账款周转率	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.17	2.09	2.15	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	4.44	3.17	3.18	3.52	3.45
每股净资产(最新摊薄)	16.48	17.69	18.52	19.42	20.37
估值比率					
P/E	7.6	7.7	8.0	7.8	7.4
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.0	4.2	4.1	4.0

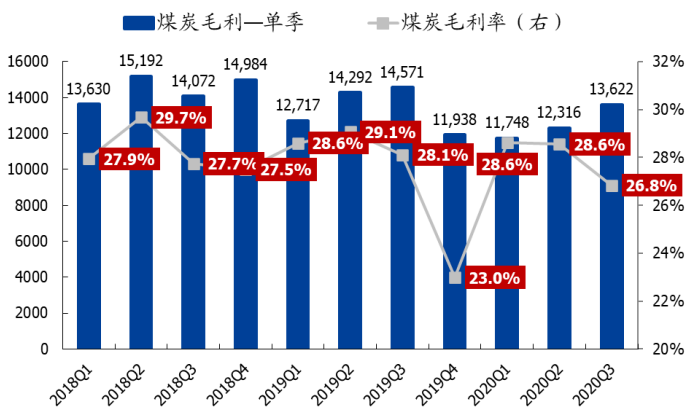
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表1: 公司财务情况(亿元)

	2019年Q1	2019年Q2	2019年Q3	2019Q4年	2020年Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	570.11	593.54	614.84	640.22	510.77	539.99	610.87
yoy	-9.5%	-7.8%	-7.8%	-8.6%	-10.4%	-9.12%	-0.65%
营业利润	182.23	184.93	181.87	117.26	146.98	165.73	186.61
yoy	4.3%	-3.9%	-7.8%	-29.8%	-19.3%	-10.38%	2.61%
利润总额	182.22	186.37	181.94	116.71	147.17	165.78	187.03
yoy	4.2%	-2.8%	-5.7%	-17.3%	-19.2%	-11%	2.8%
归母净利	125.87	116.56	128.45	61.62	98.07	108.51	129.04
Yoy	8.2%	2.8%	4.4%	-28.3%	-22.1%	-6.9%	0.46%
扣非归母	113.46	113.36	126.87	57.50	95.42	108.1	115.78
yoy	-2.5%	-0.4%	-0.2%	-44.4%	-15.9%	-4.6%	-8.74%

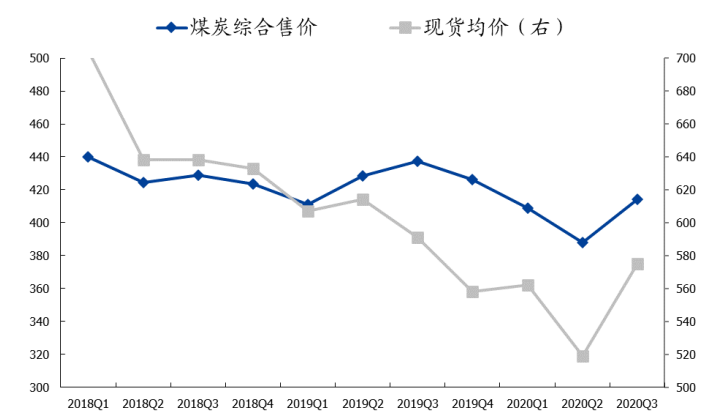
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 煤炭分部毛利(百万)



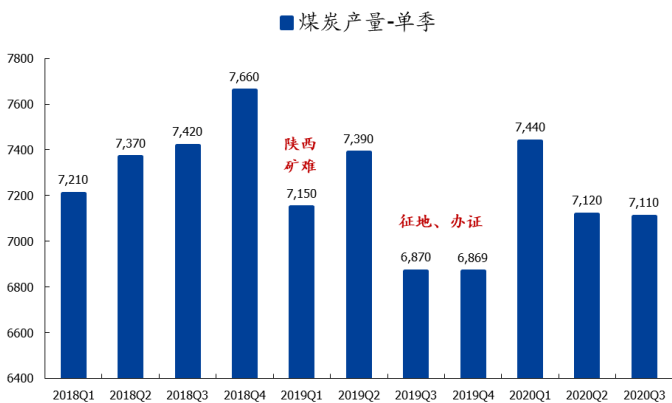
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 煤炭综合售价(单季)(元/吨)



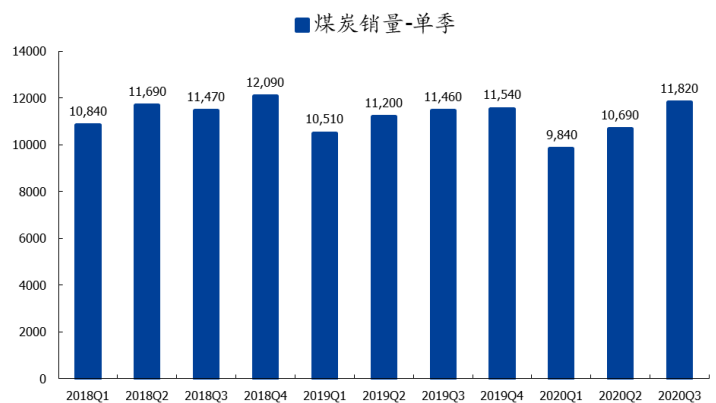
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 煤炭产量(万吨)



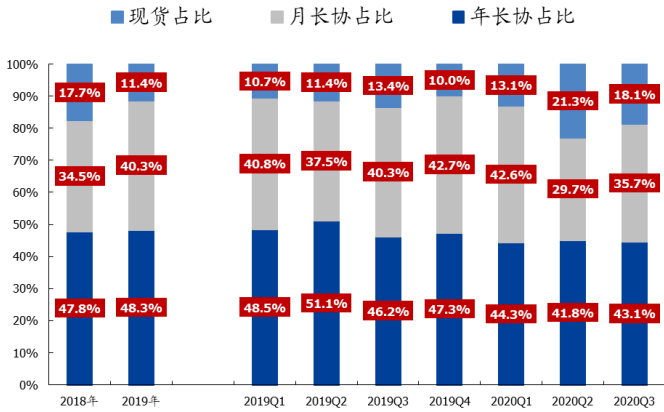
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 煤炭销量(万吨)



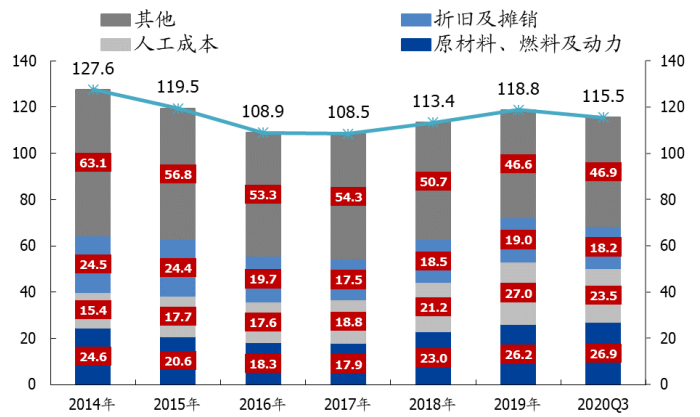
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 煤炭销售构成



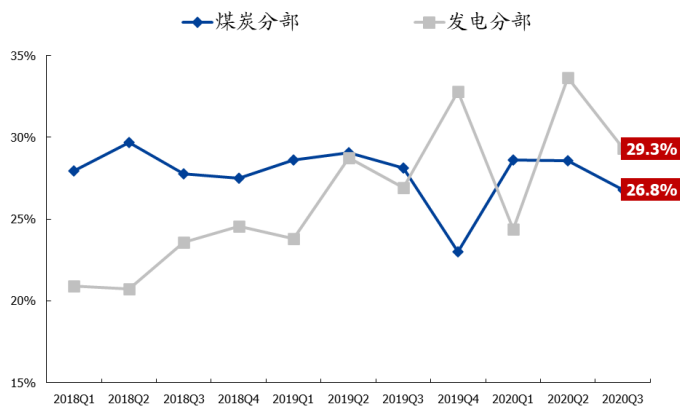
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 自产煤成本(元/吨)



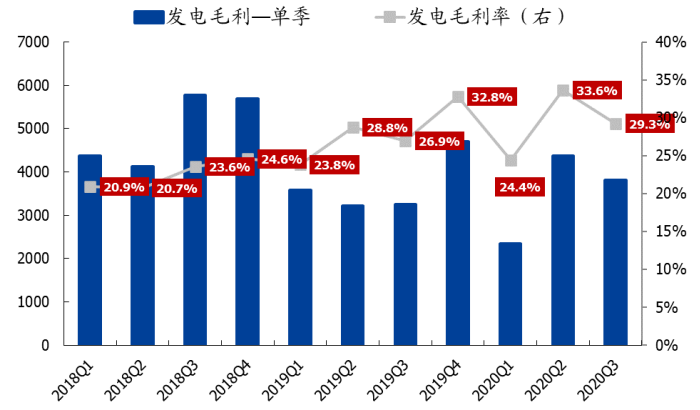
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 煤炭分部、发电分部毛利率



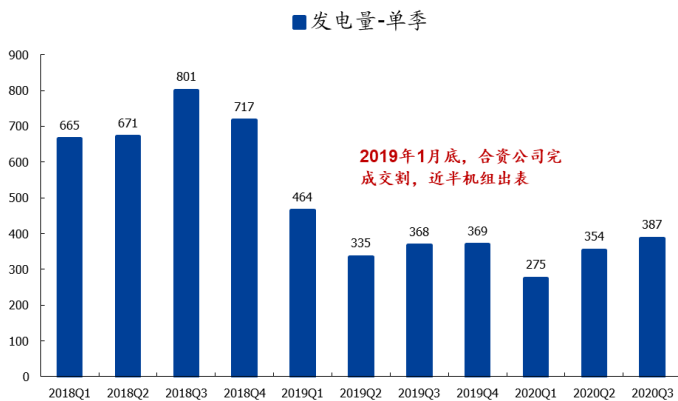
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 发电分部毛利(百万)



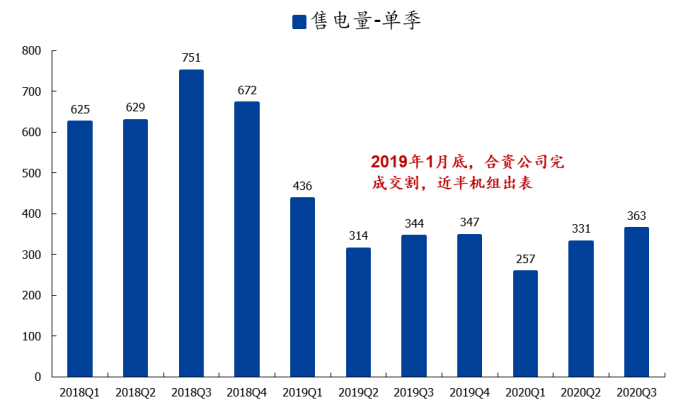
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表10: 发电分部发电量(亿千瓦时)



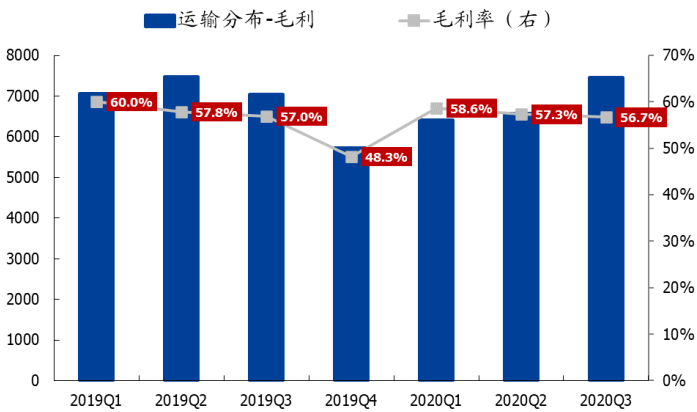
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 发电分部售电量(亿千瓦时)



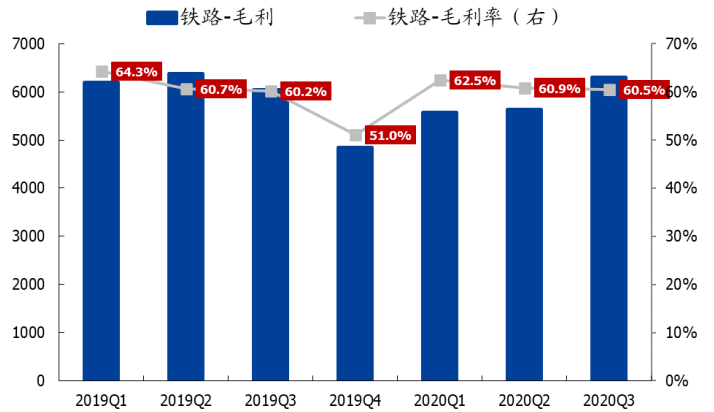
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 运输分部毛利 (百万)



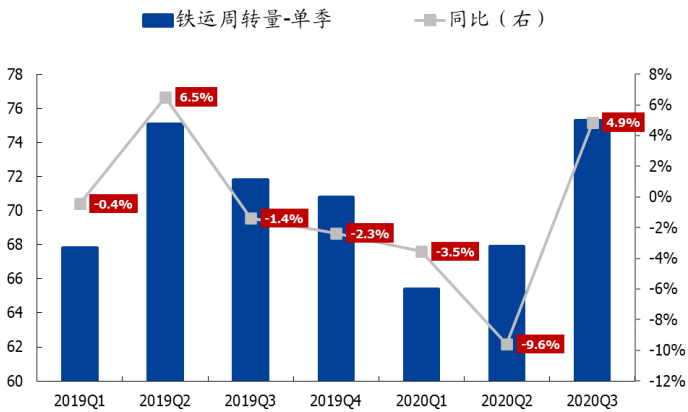
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 铁路分部毛利 (百万)



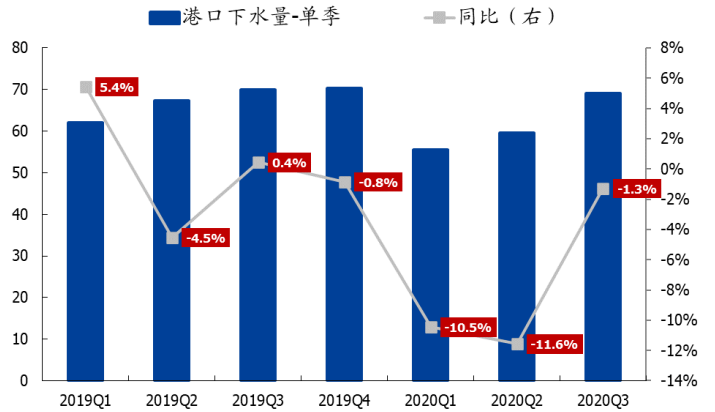
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 自有铁路运输周转量 (十亿吨公里)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 自有港口装船量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com