



2020年10月26日

神华 Q3 单季实现同比正增长，业绩超预期

中国神华 (601088)

事件概述

中国神华公布 2020 年三季报，1-9 月神华实现营业收入 1661 亿元，同比-6.6%，归母净利 336 亿元，同比-9.5%，扣非后归母净利 319 亿元，同比-9.7%。基本每股收益 1.687 元/股。

2020 年 Q3 单季，神华实现营业收入 611 亿元，同比-0.65%，归母净利 129 亿元，同比+0.5%，扣非后归母净利 116 亿元，同比-8.7%。基本每股收益 0.649 元/股。

► **神华 Q3 单季归母净利实现同比正增长，业绩超预期，主要由于财务公司出表时评估增值带来一次性损益约 11.5 亿元，同时主业符合预期，煤炭、铁路、煤化工板块业绩环比显著修复。**

2020 年 Q3 单季，神华归母净利 129 亿元（同比+0.5%），年内首次实现单季归母净利同比正增长，业绩超预期。其中财务公司出表时评估增值带来一次性损益约 11.5 亿元，扣非后归母净利同比-8.7%，符合预期。

2020 年 Q3 单季，公司营业收入 611 亿元，同比-0.65%，营业成本 356 亿元，同比-0.5%，毛利润 255 亿元，同比-0.8%。三费（含营业成本）合计 60 亿元，同比+10.8%，其中管理费用同比+16%，单季波动仍在合理范围内。

分板块来看，Q3 单季，公司煤炭、电力、运输、煤化工板块的合并抵消前收入分别为 508/130/132/14 亿元（占比分别为 65%/17%/17%/2%），同比分别为-2%/+8%/+6%/+9%；对应的合并抵消前毛利润分别为 136/38/75/2 亿元（占比分别为 54%/15%/30%/1%），同比分别为-7%/+17%/+6%/+7%；各板块对应毛利率分别为 27%/29%/57%/18%。环比来看，各板块合并抵消前毛利润环比 Q2 分别+13/-6/+9/+1 亿元，环比增速分别为+11%/-13%/+13%/+113%。Q3 环比 Q2 来看，煤炭、铁路、煤化工毛利润显著修复。

► **煤炭产量同比增长，销量和售价环比均显著修复；售电量同比环比均增长，电价环比略降；铁路运量三季度环比显著增长。**

煤炭：2020 年 Q3，商品煤产量 0.71 亿吨，同比+3.5%（主要由于去年低基数），环比 Q2 基本持平，产量正常；销量 1.18 亿吨，同比+3.1%，环比 Q2+10.6%，显著修复；测算吨煤售价 416 元/吨，环比 Q2 的 387 元/吨显著修复。2020 年前三季度，公司平均售价 404 元/吨，同比-5.2%，而同期环渤海指数-5.8%，CCI 5500 指数-8.4%，神华煤价受市场影响较小，稳定性持续凸显。

电力：2020 年 Q3，发电量 387 亿千瓦时，同比+5.4%，售电量 363 亿千瓦时，同比+5.5%；Q1-3，发电量 1016 亿千瓦时，同比-13%，售电量 950 亿千瓦时，同比-13%。由于去年 1 月底与国电成立合资公司，公司今年 1 月装机容量同比下降一半，同时疫情影响下 2-4 月电量大幅下降。5 月开始售电量显著恢复，Q3 公司

评级及分析师信息

评级：买入
 上次评级：买入
 目标价格：27.12
 最新收盘价：16.68

股票代码：601088
 52 周最高价/最低价：18.82/14.36
 总市值(亿)：3,317.59
 自由流通市值(亿)：2,750.71
 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：

分析师：洪奕昕
 邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519080004
 联系电话：

相关研究

1. 中国神华中报点评：拟 H 股回购，业绩稳定性持续超预期 2020.08.30
2. 神华 6 月铁路运量及发电量双双超预期 2020.07.22
3. 神华 5 月煤电运三大板块经营数据环比全面修复 2020.06.21

发售电量实现同比正增长。Q3 平均电价 328 元/兆瓦时，环比略降。电力板块毛利的同比增长主要由于电量增长及煤价下降，环比略降主要由于电价略降。

铁路：2020 年 Q3，公司自有铁路周转量 753 亿吨公里，同比增速+5%，环比 Q2+11%，显著修复。6 月开始公司开展开放专用线接轨，加大铁路反向运输组织，实施大物流运输专项奖励，加大非煤运输工作力度，铁路周转量有了较明显的提升。铁路板块毛利同比及环比均较快增长，主要由于运量显著修复。

► **公司三季报业绩超预期，我们上调 2020-22 年盈利预测至 420/450/480 亿元，上调目标价至 27.12 元，并重申“买入”评级。**

假设 2020-22 年秦皇岛 Q5500 山西产平仓价指数分别为 550/550/550 元/吨，环渤海指数分别为 550/550/550 元/吨，上调公司 2020-22 年归母净利至 420/450/480 亿元（原预测为 401/435/466 亿元），同比分别-3%/+7%/+7%；对应 2020-22 年 EPS 2.11/2.26/2.41 元（原预测为 2.02/2.19/2.34 元），根据公司 2020 年 10 月 23 日收盘价 16.68 元/股，对应 PE 分别为 8/7/7 倍，以公司承诺的最低分红率 50%测算，2020/21 年股息率分别为 6.3%/6.8%。

考虑到神华提升分红及拟 H 股回购等举措对中小投资者的重视，公司低成本优质资源的稀缺性，以及煤电运一体化布局构筑的高壁垒和超预期的盈利稳定性，我们维持首次覆盖及上篇报告中基于 2021 年（煤价 550 元/吨的中枢）业绩给 12 倍 PE 的估值方法，上调目标价至 27.12 元（原目标价为 26.28 元），并重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济下滑超预期；进口煤放松超预期；电价下降超预期；集团整合对公司治理的影响等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 264,101 | 241,871 | 226,608 | 233,417 | 242,489 |
| YoY (%) | 6.2% | -8.4% | -6.3% | 3.0% | 3.9% |
| 归母净利润(百万元) | 43,867 | 43,250 | 41,973 | 45,001 | 47,982 |
| YoY (%) | -2.6% | -1.4% | -3.0% | 7.2% | 6.6% |
| 毛利率 (%) | 41.1% | 40.7% | 41.8% | 43.5% | 44.2% |
| 每股收益(元) | 2.21 | 2.17 | 2.11 | 2.26 | 2.41 |
| ROE | 13.4% | 12.3% | 11.2% | 11.2% | 11.3% |
| 市盈率 | 8.14 | 8.39 | 7.90 | 7.37 | 6.91 |

资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 241,871 | 226,608 | 233,417 | 242,489 | 净利润 | 51,540 | 50,018 | 53,627 | 57,179 |
| YoY (%) | -8.4% | -6.3% | 3.0% | 3.9% | 折旧和摊销 | 20,352 | 19,856 | 21,849 | 24,041 |
| 营业成本 | 143,394 | 131,937 | 131,991 | 135,315 | 营运资金变动 | -10,819 | -4,619 | -119 | 1,243 |
| 营业税金及附加 | 10,299 | 10,197 | 10,504 | 10,912 | 经营活动现金流 | 62,759 | 62,807 | 74,022 | 81,038 |
| 销售费用 | 640 | 600 | 618 | 642 | 资本开支 | -17,880 | -20,000 | -20,000 | -20,000 |
| 管理费用 | 18,479 | 19,262 | 19,840 | 20,612 | 投资 | -29,536 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 2,515 | 1,730 | 1,759 | 1,772 | 投资活动现金流 | -46,307 | -16,533 | -17,666 | -17,575 |
| 资产减值损失 | -1,905 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | 股权募资 | 732 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2,624 | 3,467 | 2,334 | 2,425 | 债务募资 | 3,541 | -835 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 66,629 | 64,754 | 69,425 | 74,024 | 筹资活动现金流 | -37,172 | -20,454 | -21,100 | -23,200 |
| 营业外收支 | 95 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | -20,036 | 25,820 | 35,256 | 40,263 |
| 利润总额 | 66,724 | 64,754 | 69,425 | 74,024 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 15,184 | 14,736 | 15,799 | 16,845 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 51,540 | 50,018 | 53,627 | 57,179 | 营业收入增长率 | -8.4% | -6.3% | 3.0% | 3.9% |
| 归属于母公司净利润 | 43,250 | 41,973 | 45,001 | 47,982 | 净利润增长率 | -1.4% | -3.0% | 7.2% | 6.6% |
| YoY (%) | -1.4% | -3.0% | 7.2% | 6.6% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.17 | 2.11 | 2.26 | 2.41 | 毛利率 | 40.7% | 41.8% | 43.5% | 44.2% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率 | 21.3% | 22.1% | 23.0% | 23.6% |
| 货币资金 | 51,481 | 77,301 | 112,557 | 152,820 | 总资产收益率 ROA | 7.7% | 7.2% | 7.3% | 7.3% |
| 预付款项 | 4,434 | 4,080 | 4,081 | 4,184 | 净资产收益率 ROE | 12.3% | 11.2% | 11.2% | 11.3% |
| 存货 | 12,053 | 11,090 | 11,094 | 11,374 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 92,526 | 91,712 | 92,075 | 92,559 | 流动比率 | 1.68 | 2.10 | 2.49 | 2.89 |
| 流动资产合计 | 160,494 | 184,182 | 219,808 | 260,937 | 速动比率 | 1.51 | 1.92 | 2.32 | 2.72 |
| 长期股权投资 | 40,475 | 40,475 | 40,475 | 40,475 | 现金比率 | 0.54 | 0.88 | 1.28 | 1.69 |
| 固定资产 | 226,112 | 223,036 | 218,061 | 210,989 | 资产负债率 | 25.6% | 23.2% | 22.0% | 21.1% |
| 无形资产 | 37,059 | 37,280 | 37,406 | 37,436 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 397,990 | 398,134 | 396,286 | 392,244 | 总资产周转率 | 0.43 | 0.39 | 0.38 | 0.37 |
| 资产合计 | 558,484 | 582,317 | 616,093 | 653,181 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 835 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 2.17 | 2.11 | 2.26 | 2.41 |
| 应付账款及票据 | 25,043 | 23,042 | 23,051 | 23,632 | 每股净资产 | 17.69 | 18.87 | 20.12 | 21.42 |
| 其他流动负债 | 69,605 | 64,856 | 65,096 | 66,625 | 每股经营现金流 | 3.16 | 3.16 | 3.72 | 4.07 |
| 流动负债合计 | 95,483 | 87,898 | 88,148 | 90,257 | 每股股利 | 1.26 | 0.99 | 1.06 | 1.17 |
| 长期借款 | 36,943 | 36,943 | 36,943 | 36,943 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 10,439 | 10,439 | 10,439 | 10,439 | PE | 8.39 | 7.90 | 7.37 | 6.91 |
| 非流动负债合计 | 47,382 | 47,382 | 47,382 | 47,382 | PB | 1.03 | 0.88 | 0.83 | 0.78 |
| 负债合计 | 142,865 | 135,280 | 135,530 | 137,639 | | | | | |
| 股本 | 19,890 | 19,890 | 19,890 | 19,890 | | | | | |
| 少数股东权益 | 63,691 | 71,736 | 80,362 | 89,559 | | | | | |
| 股东权益合计 | 415,619 | 447,037 | 480,564 | 515,542 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 558,484 | 582,317 | 616,093 | 653,181 | | | | | |

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分析师，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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。