

2020年11月16日

神华 10 月煤炭产量及铁路运量均超预期

中国神华 (601088)

事件概述

11月16日晚间，中国神华公告2020年10月主要经营数据，10月当月，商品煤产量24.9百万吨，同比+16%，环比+6%；煤炭销售量37.2百万吨，同比+10%，环比-7%；自有铁路周转量249亿吨公里，同比+6%，环比+3%；总发电量/总售电量分别为92.8/86.9亿千瓦时，同比分别-15%/-16%；聚乙烯/聚丙烯销售量分别为3.02/2.77万吨，同比分别+695%/+530%（主要由于去年同期设备检修基数偏低）。

1-10月，累计商品煤产量2.416亿吨，累计同比+2.5%；煤炭销售量3.607亿吨，累计同比-1.3%；自有铁路周转量2335亿吨公里，累计同比-1.9%。

► 10月公司煤炭产量超预期，同比大增16%，高于去年平均水平约6%，销量与去年平均水平基本持平；自有铁路周转量亦超预期，同比+6%，高于去年平均水平约5%；发电量同比-15%，低于预期，主要由于广东发电量下降及部分机组检修。

2020年10月，中国神华单月煤炭产量24.9百万吨，同比+16%，环比+6%，较去年月均产量+6%；煤炭销售量37.2百万吨，同比+10%，环比-7%，与去年月均销量基本持平。

煤炭产量方面，公司10月同比大增16%，主要由于去年基数较低，受征地、证照续期办理进度等因素影响，去年10月北电胜利一号露天矿、万利一矿产量较低，而今年10月正常生产。与去年月均产量相比，10月神华产量仍高出6%，超出预期，在进口受限及国内各类检查下，公司规范的国有大矿一定程度受益。

煤炭销量方面，10月同比+10%，环比-7%，波动主要由于去年同期基数较低以及月度间因结算的波动导致，事实上10月的销量与去年月均水平基本持平，处于正常水平。

自有铁路周转量方面，公司10月同比+6%，环比+3%，较去年月均运量+5%，运量自6月以来持续超预期。

发电量方面，公司10月同比-15%，低于预期，主要受两方面影响：一是西部地区电力东送影响，公司在广东地区发电量有所下降；二是为保障发电机组正常运行，部分电厂机组检修。预计随着检修结束，以及冬季发电旺季来临，发电量环比将有所恢复。

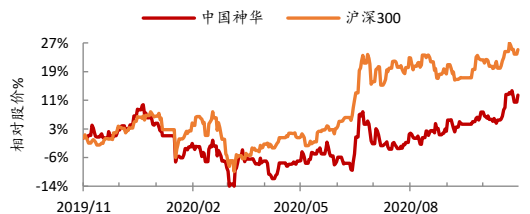
► 当前动力煤易涨难跌，神华下半年业绩超预期，分红率维持高位，我们看好中国神华超预期的业绩稳定性及高股息带来的持续估值修复。

神华的股价有两个主要驱动因素，一是业绩，二是分红。业绩方面，本轮疫情对煤价的压力测试将煤价底上提约100元/吨，下半年至今的煤价更是超预期，近2月维持在600元/吨

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：17.8

股票代码：601088
52周最高价/最低价：18.82/14.36
总市值(亿)：3,540.35
自由流通市值(亿)：2,935.40
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

- 中国神华(601088.SH)_神华 Q3 单季实现同比正增长，业绩超预期_20201026
2020.10.26
- 中国神华中报点评_拟H股回购，业绩稳定性持续超预期_20200830
2020.08.30
- 神华6月铁路运量及发电量双双超预期
2020.07.22

以上，神华 Q3 业绩超预期，产量超预期的情况下预计 Q4 煤炭板块业绩继续修复，运量超预期下铁路板块业绩预计亦将超预期。分红方面，公司保底 50% 分红（2019 年报），同时进行 H 股回购（2020 中报），各项举措体现了公司对中小投资者的重视。

供暖旺季逐渐开启，当前煤价易涨难跌。我们继续看好神华超预期的业绩稳定性、“现金牛”属性和高分红带来的股价修复。当前神华股息率仍高达 6%，PB 不到 1 倍，估值修复仍有很大空间。

► 公司 10 月煤炭产量及铁路运量双双超预期，售电量低于预期，我们维持 2020-22 年归母净利预测 420/450/480 亿元，维持目标价至 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，公司 10 月煤炭产量及铁路运量双双超预期，售电量低于预期，我们维持公司 2020-22 年归母净利预测 420/450/480 亿元，同比分别 -3%/+7%/+7%；对应 2020-22 年 EPS 2.11/2.26/2.41 元，根据公司 2020 年 11 月 16 日收盘价 17.80 元/股，对应 PE 分别为 8/8/7 倍，以公司承诺的最低分红率 50% 测算，2020/21 年股息率分别为 5.9%/6.3%。我们维持目标价 27.12 元，并重申“买入”评级。

风险因素

宏观经济下滑超预期；电价下降超预期；铁路运量不及预期；进口煤放松超预期；水电超预期；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	8.43	7.87	7.38

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)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		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	8.43	7.87	7.38
非流动负债合计	47,382	47,382	47,382	47,382	PB	1.03	0.94	0.88	0.83
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。