中国神华（601088.SH）

2020 年 08 月 29 日

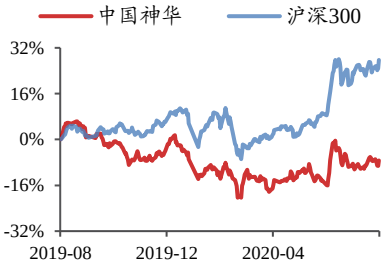
业绩稳健对冲疫情，H 股回购提升投资价值

——公司中报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	15.85
一年最高最低(元)	19.95/14.31
总市值(亿元)	3,152.50
流通市值(亿元)	2,613.83
总股本(亿股)	198.90
流通股本(亿股)	164.91
近 3 个月换手率(%)	14.39

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《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

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

事件：8 月 28 日中国神华发布 2020 年中报，2020H1 实现总营收 1050 亿元（同比-9.8%），归母净利润 207 亿元（同比-15%），扣非净利润为 204 亿元（同比-10%）

● 上半年业绩凸显稳定性，提质增效对冲疫情影响。维持“买入”评级

总体来看，上半年疫情冲击影响下公司煤电运主业仍然实现稳健业绩，2020H1 煤/电/铁分部营收同比-10%/-14%/-9.8%，毛利同比-11%/-1.1%/-11%，均好于预期。公司作为国内煤炭龙头，“煤电运”一体化经营下通过提质增效实现对下行市场的有效对冲，二季度业绩已体现出明显改善趋势，下半年伴随供需稳定预期，业绩将稳定释放。我们维持公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度实现归母净利润 400/405/411 亿元，同比增长-7.6%/1.5%/1.4%；EPS 分别为 2.01/2.04/2.07 元，对应当前股价，PE 分别为 7.7x/7.6x/7.5x。维持“买入”评级。

● 高比例长协煤稳定煤价，“煤电运”主业经营稳健

煤炭总销量微降，自产煤产销持平。2020H1 煤炭产销量 1.46/2.05 亿吨（同比+0.1%/-5.4%），其中自产煤销量 1.42 亿吨，同比持平，外购煤比重下降；长协煤销量占比下降 7pct 至 88.3%。**煤炭售价下降，**2020H1 为 398 元/吨（-5.2%），降幅明显低于市场煤价，其中年度长协价 382 元/吨（同比+3.8%），主因低热煤占比下降抬升价格，高比例长协煤及稳定长协价助力熨平市价波动。**自产煤吨煤成本小涨，**为 117 元/吨（同比+5.2%），**吨煤毛利小降，**为 281 元/吨（同比-9%）。**自产煤毛利率微降，**2020H1 为 70.7%（同比-2.9pct）。**发电机组利用情况稳定。**燃煤发电小时数同比-8.3%，可比口径下发/售电量同比-5%/-5%。**铁路运输周转量小降，**2020H1 实现 133 十亿吨公里（同比-6.7%）。

● 稳健业绩支撑高分红，H 股回购提升投资价值

公司拟回购 H 股不超 10%股份（约 3.4 亿股，占总股本 1.7%），且将予以注销，股本减少将增厚每股收益、提升股息率。当前 H 股较 A 股折价明显，最新收盘价对应折价 29.5%，回购将提振市场投资信心，投资价值进一步提升。公司现金流充沛，2020H1 实现经营净现金流 322 亿元，后市在经济复苏、供需向好的基本面下公司业绩将愈发稳健，支撑高于 50%的稳定高分红率，长期投资价值凸显。

● 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	230,208	234,654	241,682
YOY(%)	6.2	-8.4	-4.8	1.9	3.0
归母净利润(百万元)	43,867	43,250	39,963	40,543	41,097
YOY(%)	-2.6	-1.4	-7.6	1.5	1.4
毛利率(%)	41.1	40.7	39.8	40.2	40.5
净利率(%)	16.6	17.9	17.4	17.3	17.0
ROE(%)	13.4	12.4	10.9	10.4	9.9
EPS(摊薄/元)	2.21	2.17	2.01	2.04	2.07
P/E(倍)	7.0	7.1	7.7	7.6	7.5
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	233,296	160,494	260,907	374,020	486,974
现金	72,205	51,481	140,869	249,930	365,971
应收票据及应收账款	13,055	10,436	15,454	9,964	16,035
其他应收款	2,877	2,464	2,575	2,551	2,741
预付账款	2,589	4,434	985	4,657	1,282
存货	9,967	12,053	8,899	12,104	9,594
其他流动资产	132,603	79,626	92,126	94,815	91,350
非流动资产	353,943	397,990	313,024	227,235	141,523
长期投资	9,983	40,475	41,075	41,775	42,575
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
资产总计	587,239	558,484	573,931	601,255	628,497
流动负债	123,381	95,483	93,249	96,269	98,861
短期借款	2,000	835	835	835	835
应付票据及应付账款	26,884	25,043	28,657	24,521	29,980
其他流动负债	94,497	69,605	63,756	70,913	68,046
非流动负债	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
负债合计	182,789	142,865	135,751	134,742	133,281
少数股东权益	76,687	63,691	71,351	79,122	86,999
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	267,950	292,107	316,594
归属母公司股东权益	327,763	351,928	366,829	387,391	408,216
负债和股东权益	587,239	558,484	573,931	601,255	628,497

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	88,248	63,106	56,545	66,131	73,278
净利润	54,041	51,540	47,623	48,314	48,974
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	-650	-750	-850
营运资金变动	1,935	-10,401	-9,111	-922	5,643
其他经营现金流	5,195	1,724	-783	- 0	- 0
投资活动现金流	-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	-600	- 0	-800
其他投资现金流	-65,724	-55,272	68,015	89,772	89,095
筹资活动现金流	-44,715	-37,172	-36,135	-26,511	-26,823
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	-22,471	-22,783
现金净增加额	-9,474	-20,036	89,388	109,061	116,041

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	264,101	241,871	230,208	234,654	241,682
营业成本	155,502	143,394	138,567	140,230	143,820
营业税金及附加	10,053	10,299	9,309	9,564	9,898
营业费用	725	640	610	625	2,417
管理费用	19,879	18,479	16,115	17,834	18,368
研发费用	454	940	921	939	967
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	1,500	1,500
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	650	750	850
资产处置收益	6	-19	- 0	- 0	- 0
营业利润	73,146	66,629	61,661	62,530	63,380
营业外收入	427	502	476	476	480
营业外支出	3,504	407	400	400	400
利润总额	70,069	66,724	61,737	62,606	63,460
所得税	16,028	15,184	14,114	14,292	14,486
净利润	54,041	51,540	47,623	48,314	48,974
少数股东损益	10,174	8,290	7,660	7,771	7,877
归母净利润	43,867	43,250	39,963	40,543	41,097
EBITDA	95,183	88,263	78,703	79,595	80,472
EPS(元)	2.21	2.17	2.01	2.04	2.07

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	-8.4	-4.8	1.9	3.0
营业利润(%)	2.9	-8.9	-7.5	1.4	1.4
归属于母公司净利润(%)	-2.6	-1.4	-7.6	1.5	1.4
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.7	39.8	40.2	40.5
净利率(%)	16.6	17.9	17.4	17.3	17.0
ROE(%)	13.4	12.4	10.9	10.4	9.9
ROIC(%)	14.2	13.0	11.6	11.3	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	25.6	23.7	22.4	21.2
净负债比率(%)	-2.6	0.3	-22.1	-45.0	-66.7
流动比率	1.9	1.7	2.8	3.9	4.9
速动比率	1.0	1.0	2.1	3.1	4.2
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	17.8	18.5	18.6
应付账款周转率	5.1	5.5	5.2	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.17	2.01	2.04	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	4.44	3.17	2.84	3.32	3.68
每股净资产(最新摊薄)	16.48	17.69	18.44	19.48	20.52
估值比率					
P/E	7.0	7.1	7.7	7.6	7.5
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.6	3.8	3.2	1.8	0.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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（underperform）	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（underperform）	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