2020 年 08 月 29 日
公司研究●证券研究报告

中国神华（601088.SH）

公司快报

Q2 煤炭板块企稳，电力板块增色

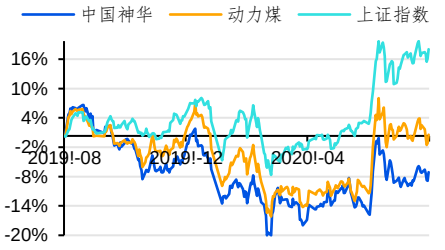
煤炭 | 动力煤 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2020-08-28)	15.85 元

交易数据

总市值（百万元）	315,250.48
流通市值（百万元）	261,382.95
总股本（百万股）	19,889.62
流通股本（百万股）	16,491.04
12 个月价格区间	14.31/19.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.23	-15.09	-26.24
绝对收益	1.21	4.5	-8.62

分析师 杨立宏
SAC 执业证书编号：S0910518030001
yanglihong@huajinsc.cn

相关报告

中国神华：分红比提高，高股息保障力增强 2020-03-28

中国神华：Q3 煤炭量价提升与有效税率降低贡献盈利增长 2019-10-29

中国神华：Q2 现货量价环比上升 2019-08-24

中国神华：板块协同平抑周期波动，内生外延保障长期发展 2019-06-12

中国神华：1 季度营收降低、利润增长 2019-04-26

投资要点

- **2020 年中公司归母净利同比降 14.79%：**2020 年中公司实现收入 1050.16 亿元，同比下降 9.75%；实现归母净利 206.58 亿元，同比下降 14.79；毛利率为 42.32%，同比增长 0.15 个百分点；净利润率为 19.67%，同比下降 1.16 个百分点；EPS 为 1.04 元，符合预期。

- **煤炭板块量价下降，成本上升：**2020 年中期公司煤炭销量为 2.05 亿吨，同比减少 5.44%，销售价格为 398 元/吨，同比下降 5.24%；自产煤吨煤成本 117 元，同比升 5.23%。上半年公司减少了年度和月度长协的销售比重，分别降低 7 个和 3 个百分点，现货销售比重则由上年同期的 11.05%上升至 17.39%，但现货与长协的价差弥合，公司整体价格仍呈现下降趋势；上半年煤炭板块实现合并前收入 842.01 亿元，同比降低 10.8%；实现毛利 240.64 亿元，同比减少 10.9%；公司外购煤 6340 万吨，同比减少 15.47%，使得毛利率基本平稳，为 28.58%，同比下降 0.26 个百分点。2020 年中期煤炭板块对公司合并前的收入和毛利分别贡献 63.96%和 54.72%。

- **电力板块毛利率上升 3.8 个百分点，运输板块毛利率小幅下降，煤化工毛利率降 15.5 个百分点：**上半年公司煤炭以外的其它板块收入也均出现下降，电力、铁路 、港口、航运 和煤化工收入分别同比降 13.79%、9.84%、0.61%、17.76%和 21.89%，电力板块因成本端下降幅度较大，毛利率得以提升 3.8 个百分点至 29.73%，运输各子板块毛利率小幅下降 1%-3.5%，煤化工则因价格下跌幅度较大，毛利率同比下降 15.5 个百分点至 8.09%。上半年电力、铁路板块对收入贡献分别为 17.17%和 13.82%，对毛利的贡献比重分别为 15.28%和 25.5%。

- **Q2 收入和盈利环比回升：**Q2 公司实现收入 539.39 亿元，环比增 5.60%，实现毛利 210.59 亿元，环比增 15.07%，毛利率为 43.81%，环比升 3.1 个百分点，实现归属股东净利 108.51 亿元，环比下升 10.65%，净利润率为 20.12%。Q1、Q2 单季度 EPS 分别为 0.49 和 0.55 元。

- **Q2 盈利提升主要来自电力板块的贡献：**Q2 煤炭销量上升 8.64%，均价下跌 5.17%，板块收入和毛利分别为 431.32 亿元和 123.16 亿元，环比分别变化 5.02%和 4.83%；电力板块收入和毛利分别为 130.76 亿元和 43.77 亿元，环比分别增长 35.75%和 86.73%，电力板块毛利环比的增量占合计增量的比重为 72.7%，是主要贡献者。

- **下半年盈利有望小幅回升：**以截至 8 月底的价格延续至季末，测算 Q3 秦皇岛 5800 大卡煤炭均价为 597 元/吨，环比 Q2 提升 6.61%，沿海运价也触底回升，预计 Q3 公司电力外的各板块盈利环比有望小幅提升。

- **投资建议：**我们维持公司 2020-2022 年公司 EPS 分别为 2.05 元、2.09 元和 2.16 元的预测，净资产收益率分别为 11.2%、10.6%和 10.3%；公司拟回购 H 股总数的 10%。完成后将注销相应注册资本，彰显公司管理层对未来的信心，并可能因回购

增厚 EPS。不考虑回购，按照 40%的分红率假设计算，未来 3 年公司股息率分别 5.17%、5.27% 和 5.45%，我们维持增持-A 评级。

◆ **风险提示：**疫情影响超预期、经济增长低于预期；环保、安全、进口政策变化；重大安全事故。

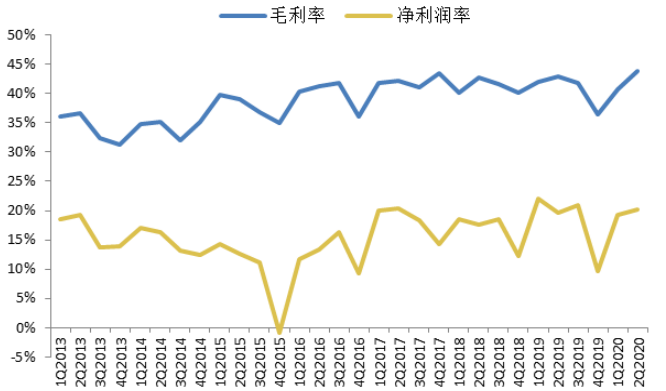
财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,101	241,871	224,717	228,776	238,899
YoY(%)	6.2	-8.4	-7.1	1.8	4.4
净利润(百万元)	43,867	43,250	40,750	41,483	43,049
YoY(%)	-2.6	-1.4	-5.8	1.8	3.8
毛利率(%)	41.1	40.7	41.1	40.6	40.2
EPS(摊薄/元)	2.21	2.17	2.05	2.09	2.16
ROE(%)	13.4	12.4	11.2	10.6	10.3
P/E(倍)	7.2	7.3	7.7	7.6	7.3
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
净利率(%)	16.6	17.9	18.1	18.1	18.0

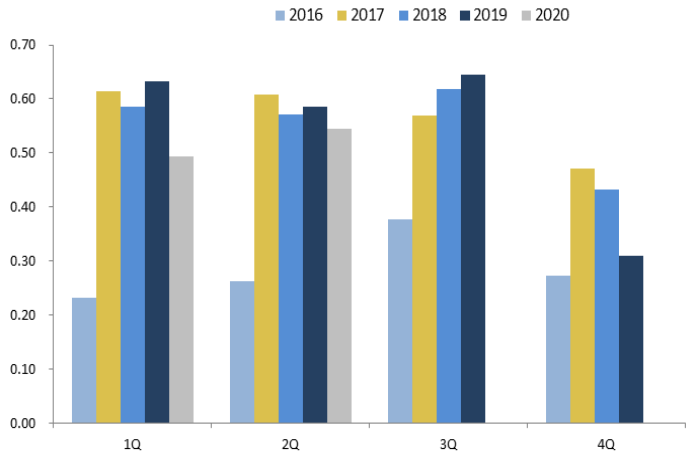
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2020 年 Q2 公司分季度毛利率和利润率

图 2：2016-2020 年 Q2 公司分季度 EPS

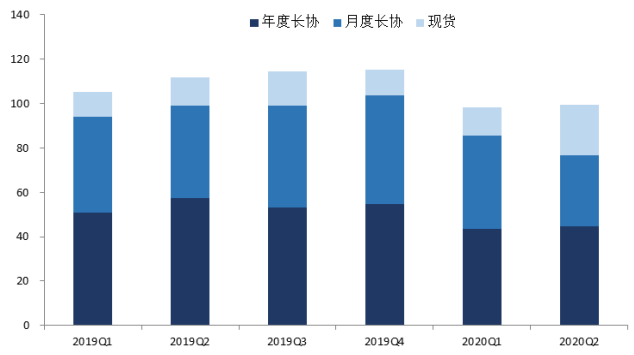


资料来源：公司公告，华金证券研究所



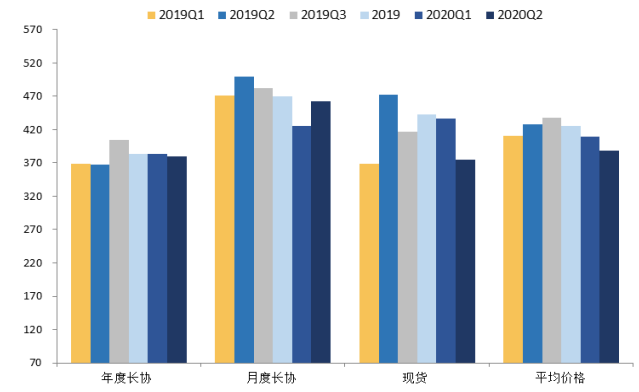
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2019-20 年 2Q 不同销售模式销量（百万吨）



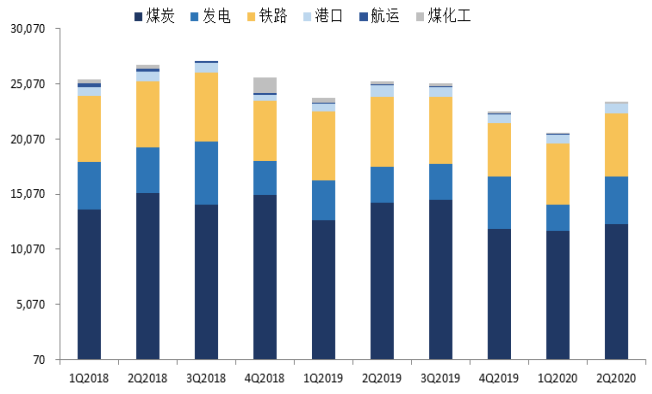
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2019-20 年 2Q 不同销售模式售价（元/吨）



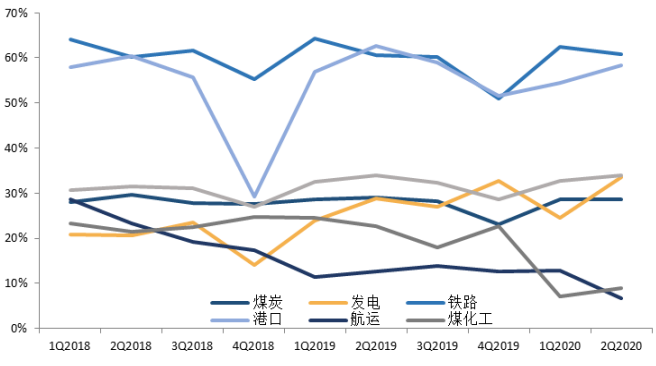
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2018-2020 年 Q2 分季度分部毛利　　单位：百万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2018-2020 年 Q2 分季度分部毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本　　单位：百万吨、元/吨

销量	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	QoQ	2019H1	2020H1	YoY

销量	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	QoQ	2019H1	2020H1	YoY
一、国内销售	110.4	112.8	115	98.1	105.9	**7.95%**	214.5	204	**-4.90%**
（一）自产煤及采购煤	108	108.8	112	97.4	98.2	**0.82%**	210	195.6	**-6.86%**
1、直达	41	39.3	42	40.1	36	**-10.22%**	81.5	76.1	**-6.63%**
2、下水	67	69.5	70	57.3	62.2	**8.55%**	128.5	119.5	**-7.00%**
（二）国内贸易煤销售	1.9	2.7	2	0.6	4.3	**616.67%**	3.5	4.9	**40.00%**
（三）进口煤销售	0.5	1.3	1	0.1	3.4	**3300%**	1	3.5	**250.00%**
二、出口销售	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	**-66.67%**	1	0.4	**-60.00%**
三、境外销售	1.2	1.4	0.1	0	0.9	-	1.6	0.9	**-43.75%**
销售量合计	**112**	**114.6**	**115**	**98.4**	**106.9**	**8.64%**	217.1	205.3	**-5.44%**
季销售均价/成本	**2Q2019**	**3Q2019**	**4Q2019**	**1Q2020**	**2Q2020**	QoQ	**2019H1**	**2020H1**	**YoY**
一、国内销售	428	436	425	408	387	**-5.19%**	419	397	**-5.25%**
（一）自产煤及采购煤	429	438	430	408	390	**-4.39%**	420	399	**-5.00%**
1、直达	327	343	332	326	307	**-5.84%**	321	317	**-1.25%**
2、下水	492	492	486	466	437	**-6.18%**	483	451	**-6.63%**
（二）国内贸易煤销售	327	396	312	352	309	**-12.30%**	320	314	**-1.88%**
（三）进口煤销售	471	426	449	410	442	**7.78%**	451	441	**-2.22%**
二、出口销售	633	642	589	588	544	**-7.48%**	631	577	**-8.56%**
三、境外销售	429	421	536	0	493		462	493	**6.71%**
平均销售价格	**429**	**437**	**426**	**409**	**388**	**-5.17%**	**420**	**398**	**-5.24%**
自产煤吨煤成本	**111**	**109**	**109**	**118**	**117**	**-1.27%**	**111**	**117**	**5.23%**

资料来源：公司公告，华金证券研究所 注：吨煤成本为累计数据

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利 （合并抵消前） 单位：百万元

煤炭	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	QoQ	2019H1	2020H1	YoY
收入	49178	51831	51927	41069	43132	**5.02%**	93638	84201	**-10.08%**
成本	34886	37260	39989	29321	30816	**5.10%**	66629	60137	**-9.74%**
毛利	14292	14571	11938	11748	12316	**4.83%**	27009	24064	**-10.90%**
毛利率	29.06%	28.11%	22.99%	28.61%	28.55%	**-0.18%**	28.84%	28.58%	**-0.26%**
电力	**2Q2019**	**3Q2019**	**4Q2019**	**1Q2020**	**2Q2020**	**QoQ**	**2019H1**	**2020H1**	**YoY**
收入	11168	12082	14323	9588	13016	**35.75%**	26221	22604	**-13.79%**
成本	7957	8828	9627	7244	8639	**19.26%**	19426	15883	**-18.24%**
毛利	3211	3254	4696	2344	4377	**86.73%**	6795	6721	**-1.09%**
毛利率	28.75%	26.93%	32.79%	24.45%	33.63%	**37.55%**	25.91%	29.73%	**3.82%**
铁路	**2Q2019**	**3Q2019**	**4Q2019**	**1Q2020**	**2Q2020**	**QoQ**	**2019H1**	**2020H1**	**YoY**
收入	10524	10037	9490	8921	9267	**3.88%**	20174	18188	**-9.84%**
成本	4138	3994	4646	3349	3626	**8.27%**	7585	6975	**-8.04%**
毛利	6386	6043	4844	5572	5641	**1.24%**	12589	11213	**-10.93%**
毛利率	60.68%	60.21%	51.04%	62.46%	60.87%	**-2.54%**	62.40%	61.65%	**-0.75%**
港口	**2Q2019**	**3Q2019**	**4Q2019**	**1Q2020**	**2Q2020**	**QoQ**	**2019H1**	**2020H1**	**YoY**
收入	1583	1489	1485	1404	1530	**8.97%**	2952	2934	**-0.61%**
成本	591	610	718	639	636	**-0.47%**	1180	1275	**8.05%**
毛利	992	879	767	765	894	**16.86%**	1772	1659	**-6.38%**
毛利率	62.67%	59.03%	51.65%	54.49%	58.43%	**7.24%**	60.03%	56.54%	**-3.48%**
航运	**2Q2019**	**3Q2019**	**4Q2019**	**1Q2020**	**2Q2020**	**QoQ**	**2019H1**	**2020H1**	**YoY**
收入	836	830	879	623	683	**9.63%**	1588	1306	**-17.76%**

煤炭	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	QoQ	2019H1	2020H1	YoY
成本	731	715	768	543	638	**17.50%**	1398	1181	**-15.52%**
毛利	105	115	111	80	45	**-43.75%**	190	125	**-34.21%**
毛利率	12.56%	13.86%	12.63%	12.84%	6.59%	**-48.69%**	11.96%	9.57%	**-2.39%**
煤化工	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	QoQ	2019H1	2020H1	YoY
收入	1444	1263	980	1152	1257	**9.11%**	3084	2409	**-21.89%**
成本	1118	1037	758	1070	1144	**6.92%**	2355	2214	**-5.99%**
毛利	326	226	222	82	113	**37.80%**	729	195	**-73.25%**
毛利率	22.58%	17.89%	22.65%	7.12%	8.99%	**26.26%**	23.64%	8.09%	**-15.54%**

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	233296	160494	175465	203306	209775
现金	72205	51481	71584	93143	103351
应收票据及应收账款	13055	10436	11389	10830	12372
预付账款	2589	4434	2091	4552	2385
存货	9967	12053	8277	12601	9319
其他流动资产	135480	82090	82124	82180	82348
非流动资产	353943	397990	388610	406610	428992
长期投资	9983	40475	71380	102329	133259
固定资产	237227	226112	201284	196819	194623
无形资产	36463	37059	36141	34880	33151
其他非流动资产	70270	94344	79805	72582	67959
资产总计	587239	558484	564075	609916	638766
流动负债	123381	95483	85120	100114	95908
短期借款	2000	835	835	835	835
应付票据及应付账款	26884	25043	22899	26336	25356
其他流动负债	94497	69605	61385	72943	69718
非流动负债	**59408**	**47382**	**39301**	**37621**	**38340**
长期借款	53588	40403	32322	30642	31361
其他非流动负债	5820	6979	6979	6979	6979
负债合计	182789	142865	124421	137735	134248
少数股东权益	76687	63691	72037	80534	89351
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积	74720	74726	74726	74726	74726
留存收益	218646	244139	268687	293677	319611
归属母公司股东权益	327763	351928	367617	391647	415167
负债和股东权益	587239	558484	564075	609916	638766

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	61153	73487	65660
净利润	54041	51540	49097	49980	51866
折旧摊销	23584	20352	17559	18002	18876
财务费用	4086	2515	2147	1301	890
投资损失	-593	-2624	-2813	-2857	-2838
营运资金变动	1935	-10401	-4795	7113	-3067
其他经营现金流	5195	1724	-41	-51	-69
投资活动现金流	-53056	-46307	-5325	-33094	-38351
筹资活动现金流	-44715	-37172	-35725	-18835	-17100
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.17	2.05	2.09	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	4.44	3.17	3.07	3.69	3.30
每股净资产(最新摊薄)	16.48	17.69	18.48	19.69	20.87

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	264101	241871	224717	228776	238899
营业成本	155502	143394	132390	135960	142743
营业税金及附加	10053	10299	9888	10066	10512
营业费用	725	640	697	686	717
管理费用	19879	18479	18427	18302	19112
研发费用	454	940	899	915	956
财务费用	4086	2515	2147	1301	890
资产减值损失	1042	-1905	0	0	0
公允价值变动收益	22	160	41	51	69
投资净收益	593	2624	2813	2857	2838
营业利润	73146	66629	63124	64453	66876
营业外收入	427	502	727	537	548
营业外支出	3504	407	500	500	500
利润总额	70069	66724	63351	64490	66924
所得税	16028	15184	14254	14510	15058
税后利润	54041	51540	49097	49980	51866
少数股东损益	10174	8290	8346	8497	8817
归属母公司净利润	43867	43250	40750	41483	43049
EBITDA	95145	88249	81035	81734	84541

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	-7.1	1.8	4.4
营业利润(%)	2.9	-8.9	-5.3	2.1	3.8
归属于母公司净利润(%)	-2.6	-1.4	-5.8	1.8	3.8
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.7	41.1	40.6	40.2
净利率(%)	16.6	17.9	18.1	18.1	18.0
ROE(%)	13.4	12.4	11.2	10.6	10.3
ROIC(%)	14.2	13.0	12.0	11.3	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	25.6	22.1	22.6	21.0
流动比率	1.9	1.7	2.1	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.0	1.4	1.4	1.6
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
估值比率					
P/E	7.2	7.3	7.7	7.6	7.3
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.7	3.9	4.0	3.8	3.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明:

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn