

2020年02月24日

神华露天矿产能核增，1月产量基本未受疫情影响

中国神华(601088)

事件概述

根据中国神华2月23日晚间公告，公司旗下胜利一号露天矿生产能力核增方案获得国家煤炭安监局批复（文号：煤安监司函办〔2020〕15号），同意该煤矿生产能力由2,000万吨/年核增至2,800万吨/年（煤矿公告生产能力以原煤计算），产能核增40%。

▶ **胜利一号露天矿位于锡林郭勒，以褐煤为主，以吨煤净利90元测算，预计核增产能边际增加归母净利润约4亿元，约占当前归母净利润的1%。**

胜利一号露天矿位于锡林郭勒盟，从2000万吨/年核增至2800万吨/年，边际核增800万吨/年，占当前近3亿吨产量的2-3%。

根据Wind数据，2019年锡林郭勒盟3200大卡与3600大卡褐煤的含税均价分别为186、228元/吨，平均不含税单价183元/吨（2018年为178元/吨），我们以180元/吨作为价格测算，以单井规模相近且同为大型机械化露天矿的露天煤业（002128.SZ）的完全成本约90元/吨作为成本测算，预计吨煤净利约90元。

该矿井为神华北电胜利能源有限公司下属矿，神华持股比例约63%，子公司所得税率15%。考虑产能边际增量、吨煤净利、所得税率和少数股东权益，预计本次核增边际增加公司归母净利润约4亿元，占当前归母净利润的约1%。

▶ **从2020年1月的经营数据来看，公司产量已基本恢复正常，且基本未受疫情影响，去年下半年公司产量受到证照续办等因素的影响已基本消除。**

根据神华2020年1月主要运营数据公告，公司1月商品煤产量24.1百万吨，同比+14.2%。2019年8月开始，由于胜利一号矿的采矿用地审批、万利一矿的接续资源采矿证件，以及部分矿井的开采地质条件变化，去年8-11月的月平均产量仅22.2百万吨，较正常的24-25百万吨的月均产量下降约10%。2019年12月产量恢复至24.2百万吨，2020年1月的数据亦显示，随着证照和审批的办理，公司的产量已基本恢复正常。

同时，今年1月商品煤产量环比去年12月基本持平，反映公司由于保供，基本未受疫情和春节的影响，这在煤炭企业中尤为难得。

从2020年2月中国神华的长协价格来看，年度长协从542元/吨略升至543元/吨，月度长协从555元/吨略升至562元/吨，基本在稳定的价格运行。

▶ **疫情对公司业绩的影响，主要反映在由于公司的铁**

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：25.56
最新收盘价：16.74

股票代码：601088
52周最高价/最低价：21.22/15.98
总市值(亿)：3,333.50
自由流通市值(亿)：2,763.90
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：(0755) 2394 5082

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

相关研究

1. 元宵节后第一周煤炭行业复工进度跟踪 2020.02.13
2. 2019Q4煤炭行业基金持仓分析：总体低配，神华陕煤环比略升 2020.02.09
3. 中国神华投资逻辑梳理 2020.01.24
4. 盘江股份首次覆盖：西南龙头煤企，稳定煤价高分红带来配置价值 2020.01.01
5. 动力煤龙头中国神华和陕西煤业系列报告之四：降准利于煤价长期悲观预期修复，重申推荐神华和陕煤 2020.01.01

路沿线其他企业煤矿受疫情影响产量下降，外购煤数量略有下降，导致公司的煤炭销售量略受影响，考虑外购煤的吨煤利润大幅低于自产煤，外购煤量对公司的业绩影响较小。

2020年1月，公司销售商品煤27.1百万吨，同比+4.2%（2019年1月受到矿难和结算影响基数偏低），较月度平均约37百万吨下降约1/4。由于销售量受到结算时点的影响，我们从运输量来判断疫情的影响更为准确。公司1月自有铁路运输周转量和黄骅港装船量同比分别-4.8%/-4.7%，即使考虑去年1月基数较低（2019年1月同比前年-5%）的因素，今年1月的自有铁路周转率较正常水平下降10%以内，推测销量影响亦在10%以内。

在公司自身产量变化不大的情况下，主要由于公司的铁路沿线其他企业煤矿受疫情影响产量下降，外购煤数量略有下降，导致公司的煤炭销售量略受影响。考虑到外购煤的吨煤利润大幅低于自产煤，外购煤量对公司的业绩影响较小。

▶ 由于产能核增，上调公司2020-21年盈利预测至395/423亿元（仍基于煤价535元/吨的保守假设），上调目标价至25.56元，重申“买入”评级。

考虑产能核增，同时仍基于2020/21年港口长协和现货煤价均为秦港煤价535元/吨的保守假设，上调公司2019-21年盈利预测至421/395/423亿元（原预测为421/392/418亿元），对应EPS上升至2.12/1.99/2.13元/股（原预测为2.12/1.97/2.10元/股），根据公司2020年2月21日收盘价16.74元/股，对应PE分别为8/8/8倍。

考虑到神华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，我们维持首次覆盖及上篇报告中基于2021年业绩给12倍PE的估值方法，上调目标价至25.56元（原目标价25.20元），维持并重申“买入”评级。

▶ 风险提示

宏观经济系统性风险，疫情的负面影响超预期，进口煤政策变化，非煤能源超预期，集团整合对公司治理的影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	248746.00	264101.00	237895.54	229091.89	239879.14
YoY (%)	35.83%	6.17%	-9.92%	-3.70%	4.71%
归母净利润(百万元)	45037.00	43867.00	42143.53	39532.33	42283.95
YoY (%)	98.30%	-2.60%	-3.93%	-6.20%	6.96%
毛利率 (%)	42.17%	41.12%	40.14%	39.62%	39.66%
每股收益 (元)	2.26	2.21	2.12	1.99	2.13
ROE	14.94%	13.38%	11.92%	10.48%	10.50%
市盈率	9.33	7.79	7.90	8.41	7.86

资料来源：公司公告，Wind，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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	264101.00	237895.54	229091.89	239879.14	净利润	54041.00	49874.00	46783.82	50040.18
YoY (%)	6.17%	-9.92%	-3.70%	4.71%	折旧和摊销	23584.00	19846.12	20494.43	21142.75
营业成本	155502.00	142403.14	138327.94	144747.43	营运资金变动	4593.00	-6325.43	-2479.09	1277.51
营业税金及附加	10053.00	10229.51	9850.95	10314.80	经营活动现金流	88096.00	64663.57	66499.28	73866.74
销售费用	725.00	726.07	699.20	732.12	资本开支	-19993.00	-15000.00	-15000.00	-15000.00
管理费用	19879.00	19031.64	18327.35	19190.33	投资	-33601.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4086.00	2690.21	2432.12	2239.62	投资活动现金流	-53056.00	-12300.00	-13000.00	-12700.00
资产减值损失	1042.00	1098.16	1016.88	1133.08	股权募资	376.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	593.00	2700.00	2000.00	2300.00	债务募资	-12390.00	-3000.00	-2000.00	-2000.00
营业利润	73146.00	63941.02	59979.26	63342.00	筹资活动现金流	-44715.00	-24128.14	-20496.16	-21486.81
营业外收支	-3077.00	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-9675.00	28235.43	33003.12	39679.94
利润总额	70069.00	63941.02	59979.26	63342.00	主要财务指标				
所得税	16028.00	14067.02	13195.44	13301.82	成长能力 (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	54041.00	49874.00	46783.82	50040.18	营业收入增长率	6.17%	-9.92%	-3.70%	4.71%
归属于母公司净利润	43867.00	42143.53	39532.33	42283.95	净利润增长率	-2.60%	-3.93%	-6.20%	6.96%
YoY (%)	-2.60%	-3.93%	-6.20%	6.96%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.21	2.12	1.99	2.13	毛利率	41.12%	40.14%	39.62%	39.66%
资产负债表 (百万元)					净利率	20.46%	20.96%	20.42%	20.86%
货币资金	72205.00	100440.43	133443.55	173123.49	总资产收益率 ROA	7.47%	6.89%	6.20%	6.28%
预付款项	2589.00	2370.91	2303.06	2409.94	净资产收益率 ROE	13.38%	11.92%	10.48%	10.50%
存货	9967.00	9896.66	9613.45	10059.58	偿债能力 (%)				
其他流动资产	148535.00	149773.12	149137.72	149916.29	流动比率	1.89	2.20	2.52	2.79
流动资产合计	233296.00	262481.13	294497.78	335509.30	速动比率	1.79	2.10	2.42	2.68
长期股权投资	9983.00	9983.00	9983.00	9983.00	现金比率	0.59	0.84	1.14	1.44
固定资产	237227.00	234291.88	230708.45	226476.70	资产负债率	31.13%	28.37%	26.49%	25.38%
无形资产	36463.00	34552.00	32641.00	30730.00	经营效率 (%)				
非流动资产合计	353943.00	349096.88	343602.45	337459.70	总资产周转率	0.46	0.40	0.37	0.37
资产合计	587239.00	611578.01	638100.22	672969.00	每股指标 (元)				
短期借款	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00	每股收益	2.21	2.12	1.99	2.13
应付账款及票据	26884.00	27838.31	27041.65	28296.59	每股净资产	16.48	17.78	18.97	20.25
其他流动负债	94497.00	89265.11	87613.09	90100.33	每股经营现金流	4.43	3.25	3.34	3.71
流动负债合计	123381.00	119103.42	116654.75	120396.93	每股股利	0.88	0.85	0.80	0.85
长期借款	46765.00	43765.00	41765.00	39765.00	估值分析				
其他长期负债	12643.00	10643.00	10643.00	10643.00	PE	7.79	7.90	8.41	7.86
非流动负债合计	59408.00	54408.00	52408.00	50408.00	PB	1.09	0.94	0.88	0.83
负债合计	182789.00	173511.42	169062.75	170804.93					
股本	19890.00	19890.00	19890.00	19890.00					
少数股东权益	76687.00	84417.47	91668.96	99425.19					
股东权益合计	404450.00	438066.59	469037.48	502164.08					
负债和股东权益合计	587239.00	611578.01	638100.22	672969.00					

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研究助理，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。