

中国神华 (601088)

证券研究报告

2021年01月30日

煤炭售价收缩导致业绩小幅下降，看好公司长期发展

事件：

2021年1月29日，公司发布2020年度业绩预告，2020年公司归属于本公司股东的净利润约392亿元，同比下降约41亿元或9%。归属于本公司股东的扣除非经常性损益的净利润约382亿元，同比下降约29亿元或7%。

点评：

1. 煤炭平均销售价下降，导致公司销售收入减少，从而使归母净利润同比下降9%。产销量方面，2020年度公司累计产量2.916亿吨，同比上升3.1%。累计销售煤炭4.464亿吨，同比小幅下降0.2%。虽然第四季度由于居民冬季用暖需求提升，煤炭销量有所增加，但年度整体销量仍受年初疫情影响，略有下降。**售价方面**，四季度由于电厂日耗持续高位，及煤炭供给不及预期，导致煤价持续上涨，但全年均价仍低于去年。2020年神华5500K动力煤月度长协平均为565元/吨，同比下降4.6%。在销量基本稳定的情况下，煤价下降导致销售收入减少，归属于本公司股东的净利润同比下降

2. 设立国能基金，增加公司业绩。2020年12月29日，公司第五届董事会第五次会议批准本公司作为有限合伙人，以自有资金出资40亿元参与设立国能基金，公司门槛收益率为6%/年。国能基金整体规模100.2亿元，主要投向是风电、光伏项目等新能源项目。随着中央经济工作会议将碳达峰、碳中和列为2021年八大重点任务之一，2021年风电、光伏政策扶持力度有望加大，国能基金有望成为公司业绩新的增长点。

3. 高分红+回购，彰显公司投资价值。分红方面，公司最新规划提高2019-2021年度分红比例至50%，按照2020年392亿元的归母净利润，以及2021年1月29日收盘价17.4元/股测算，股息率达5.66%，高股息率彰显公司投资价值。**回购方面**，截至2020年12月末，公司共回购H股2110.05万股，占公司总股本的0.11%。目前公司董事会仍拥有3.19亿股的回购额度，占公司总股本的1.6%。公司回购股份彰显管理层对未来经营情况的信心，从而提升投资者对公司的信心。

4. 煤价高位有支撑，煤炭供需或将保持紧平衡。我们认为供给方面，短期看，保供政策或将导致煤炭供给在春节期间维持宽松。中长期看，环保安全检查将持续严格，供给偏紧。在碳中和背景下，2020年我国煤矿批复新建产能数量大幅度减少，且集中在新疆地区。同时煤矿重置成本的提高，制约了先进产能的释放，预计未来煤炭产量难以出现大幅度提升。**需求方面**，短期看，煤炭消费将在一季度末逐步进入消费淡季。中长期看，即便在碳达峰政策目标下，煤炭消费在十年内仍将保持增长。**综上，我们认为短期内煤炭价格有望在高位维持稳定，煤炭价格或在春节前后缓慢回落，2021年全年动力煤价预计将呈现高位窄幅震荡。中长期看，煤炭供需将保持紧平衡的状态。**

投资建议：根据公司业绩预告及我们预计2021年煤价将维持高位，我们将公司2020-2022年EPS由2.03/2.06/2.13元/股，调整至2.12/2.26/2.38元/股，对于PE为8.20/7.70/7.30倍，维持公司买入评级。

风险提示：公司业绩不及预期；产业基金盈利不及预期；公司回购不及预期等

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	16,491.04
流通A股股本(百万股)	16,491.04
A股总市值(百万元)	286,944.06
流通A股市值(百万元)	286,944.06
每股净资产(元)	18.01
资产负债率(%)	24.53
一年内最高/最低(元)	20.17/14.31

作者

彭鑫 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国神华-季报点评:高股息率&降负债，看好公司估值提升》2020-10-26
- 《中国神华-半年报点评:公司业绩环比改善，回购股份有利于估值提升》2020-08-31
- 《中国神华-年报点评报告:分红比例大幅提高，高股息凸显投资价值》2020-03-30

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	264,101.00	241,871.00	228,961.30	243,822.10	255,577.83
增长率(%)	6.17	(8.42)	(5.34)	6.49	4.82
EBITDA(百万元)	100,175.00	93,091.00	69,499.59	73,612.44	76,745.13
净利润(百万元)	43,867.00	43,250.00	42,190.00	44,941.23	47,431.98
增长率(%)	(2.60)	(1.41)	(2.45)	6.52	5.54
EPS(元/股)	2.21	2.17	2.12	2.26	2.38
市盈率(P/E)	7.89	8.00	8.20	7.70	7.30
市净率(P/B)	1.06	0.98	0.95	0.89	0.82
市销率(P/S)	1.31	1.43	1.51	1.42	1.35
EV/EBITDA	3.55	3.56	4.19	3.29	2.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	72,205.00	51,481.00	115,189.09	163,482.82	218,218.42
应收票据及应收账款	13,055.00	10,436.00	18,652.62	7,338.97	8,046.66
预付账款	2,589.00	4,434.00	1,278.21	4,872.96	2,017.40
存货	9,967.00	12,053.00	10,287.76	12,556.50	12,167.83
其他	135,480.00	82,090.00	78,428.71	98,766.83	86,709.26
流动资产合计	233,296.00	160,494.00	223,836.39	287,018.08	327,159.58
长期股权投资	9,983.00	40,475.00	40,475.00	40,475.00	40,475.00
固定资产	237,227.00	226,112.00	227,381.55	222,738.04	214,533.69
在建工程	36,585.00	34,495.00	20,733.00	12,487.80	7,522.68
无形资产	36,463.00	37,059.00	35,466.19	33,873.38	32,280.58
其他	33,685.00	59,849.00	42,602.92	43,697.62	46,697.69
非流动资产合计	353,943.00	397,990.00	366,658.66	353,271.84	341,509.64
资产总计	587,239.00	558,484.00	590,495.05	640,289.92	668,669.21
短期借款	2,000.00	835.00	835.00	835.00	835.00
应付票据及应付账款	26,884.00	25,043.00	34,047.62	25,319.18	36,745.33
其他	94,497.00	69,605.00	70,364.18	92,638.46	71,838.20
流动负债合计	123,381.00	95,483.00	105,246.80	118,792.64	109,418.53
长期借款	46,765.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00
应付债券	6,823.00	3,460.00	5,589.33	5,290.78	4,780.04
其他	5,820.00	6,979.00	6,195.00	6,331.33	6,501.78
非流动负债合计	59,408.00	47,382.00	48,727.33	48,565.11	48,224.81
负债合计	182,789.00	142,865.00	153,974.13	167,357.75	157,643.34
少数股东权益	76,687.00	63,691.00	72,452.30	81,898.82	91,533.33
股本	19,890.00	19,890.00	19,889.62	19,889.62	19,889.62
资本公积	74,720.00	74,726.00	74,726.00	74,726.00	74,726.00
留存收益	293,366.00	318,865.00	344,179.00	371,143.73	399,602.92
其他	(60,213.00)	(61,553.00)	(74,726.00)	(74,726.00)	(74,726.00)
股东权益合计	404,450.00	415,619.00	436,520.92	472,932.17	511,025.87
负债和股东权益总计	587,239.00	558,484.00	590,495.05	640,289.92	668,669.21

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	54,041.00	51,540.00	42,190.00	44,941.23	47,431.98
折旧摊销	23,584.00	20,352.00	14,145.26	14,561.52	14,812.27
财务费用	4,086.00	2,515.00	526.61	560.79	587.83
投资损失	(593.00)	(2,624.00)	(1,500.00)	(1,500.00)	(1,500.00)
营运资金变动	(49,256.00)	(11,703.00)	14,452.91	6,893.63	307.18
其它	56,386.00	3,026.00	8,821.30	9,506.51	9,694.51
经营活动现金流	88,248.00	63,106.00	78,636.08	74,963.68	71,333.78
资本支出	(53,092.00)	36,067.00	12,643.00	11,742.67	11,678.56
长期投资	534.00	30,492.00	11,799.00	11,799.00	11,799.00
其他	(498.00)	(112,866.00)	(11,621.33)	(29,481.11)	(21,034.81)
投资活动现金流	(53,056.00)	(46,307.00)	12,820.67	(5,939.44)	2,442.74
债权融资	59,817.00	49,755.00	52,582.33	50,389.11	50,908.81
股权融资	49.00	(1,178.00)	(11,034.99)	2,104.21	2,077.17
其他	(104,581.00)	(85,749.00)	(69,296.00)	(73,223.82)	(72,026.90)
筹资活动现金流	(44,715.00)	(37,172.00)	(27,748.66)	(20,730.50)	(19,040.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9,523.00)	(20,373.00)	63,708.09	48,293.73	54,735.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	264,101.00	241,871.00	228,961.30	243,822.10	255,577.83
营业成本	155,502.00	143,394.00	143,739.38	152,980.60	160,333.20
营业税金及附加	10,053.00	10,299.00	11,081.73	11,800.99	12,369.97
营业费用	725.00	640.00	618.20	658.32	690.06
管理费用	19,879.00	18,479.00	17,401.06	18,530.48	19,423.91
研发费用	454.00	940.00	526.61	560.79	587.83
财务费用	4,086.00	2,515.00	526.61	560.79	587.83
资产减值损失	1,042.00	(1,905.00)	1,800.00	1,800.00	1,800.00
公允价值变动收益	22.00	160.00	60.00	60.00	60.00
投资净收益	593.00	2,624.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	(1,401.00)	(1,904.00)	(3,120.00)	(3,120.00)	(3,120.00)
营业利润	73,146.00	66,629.00	54,827.72	58,490.13	61,345.03
营业外收入	427.00	502.00	474.00	474.00	474.00
营业外支出	3,504.00	407.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	70,069.00	66,724.00	54,301.72	57,964.13	60,819.03
所得税	16,028.00	15,184.00	3,350.42	3,576.39	3,752.53
净利润	54,041.00	51,540.00	50,951.30	54,387.74	57,066.49
少数股东损益	10,174.00	8,290.00	8,761.30	9,446.51	9,634.51
归属于母公司净利润	43,867.00	43,250.00	42,190.00	44,941.23	47,431.98
每股收益(元)	2.21	2.17	2.12	2.26	2.38

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.17%	-8.42%	-5.34%	6.49%	4.82%
营业利润	2.87%	-8.91%	-17.71%	6.68%	4.88%
归属于母公司净利润	-2.60%	-1.41%	-2.45%	6.52%	5.54%
获利能力					
毛利率	41.12%	40.71%	37.22%	37.26%	37.27%
净利率	16.61%	17.88%	18.43%	18.43%	18.56%
ROE	13.38%	12.29%	11.59%	11.49%	11.31%
ROIC	17.01%	16.39%	16.20%	17.91%	20.26%
偿债能力					
资产负债率	31.13%	25.58%	26.08%	26.14%	23.58%
净负债率	-3.06%	-0.42%	-14.34%	-23.91%	-32.74%
流动比率	1.89	1.68	2.13	2.42	2.99
速动比率	1.81	1.55	2.03	2.31	2.88
营运能力					
应收账款周转率	16.25	20.59	15.74	18.76	33.22
存货周转率	24.44	21.97	20.50	21.35	20.67
总资产周转率	0.46	0.42	0.40	0.40	0.39
每股指标(元)					
每股收益	2.21	2.17	2.12	2.26	2.38
每股经营现金流	4.44	3.17	3.95	3.77	3.59
每股净资产	16.48	17.69	18.30	19.66	21.09
估值比率					
市盈率	7.89	8.00	8.20	7.70	7.30
市净率	1.06	0.98	0.95	0.89	0.82
EV/EBITDA	3.55	3.56	4.19	3.29	2.55
EV/EBIT	4.58	4.50	5.26	4.10	3.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com