

2021年02月22日

神华 1 月煤炭产量大增，预计 Q1 业绩大增继续看好

中国神华 (601088)

事件概述

中国神华公告 2021 年 1 月主要经营数据，1 月当月，商品煤产量 28.0 百万吨，同比+16%，环比+11%；煤炭销售量 34.0 百万吨，同比+25.5%，环比-27.5%（去年 12 月销量偏高，或由于结算原因导致月度间波动）；自有铁路周转量 246 亿吨公里，同比+23.6%，环比-5.0%；总发电量/总售电量分别为 151.4/142.5 亿千瓦时，同比分别+25%/+25%；聚乙烯/聚丙烯销量分别为 3.33/3.38 万吨，同比分别+7.1%/+14.6%。

► 1 月公司各项经营数据均同比大增，其中煤炭产量最超预期，同比大增 16%，高于去年平均水平约 15%；煤炭销量同比+26%；自有铁路周转量同比+24%；售电量同比+25%；聚烯烃合计销量同比+11%。

2021 年 1 月，中国神华单月煤炭产量 28 百万吨，同比+16%，环比+11%，较去年月均产量+15%，1 月中上旬的强劲需求和国有大矿保供下，公司煤炭产量大超预期；煤炭销售量 34 百万吨，同比+26%，环比-28%（去年 12 月销量偏高），环比下降或由于结算导致的月度间波动，从自有铁路周转量来判断，销售应属正常（同比+24%，高于去年平均水平约 3%）。

发电量方面，公司 1 月同比+25%，主要由于 1) 今年 1 月寒潮+工业用电导致上中旬需求同比大增；2) 今年春节较晚；3) 去年 1 月下旬开始受到一定疫情影响。

聚烯烃销量同比+11%，主要由于原油涨价后煤化工业务盈利恢复，产销量亦实现增长。

► 去年 2/3 月是需求受疫情影响最大的时期，预计今年 Q1 的强需求支撑煤炭板块量价齐升，公司 Q1 业绩预计同比大增。

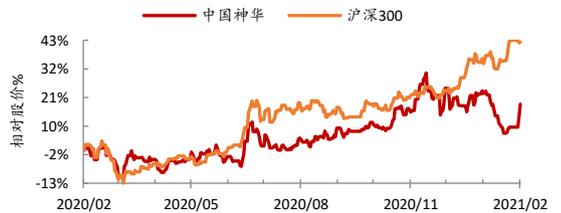
去年 2/3 月是需求受疫情影响最大的时期，煤价在 3/4 月下探见底，我们认为今年的复工强需求支撑下，煤炭的量价两方面均将同比大增，预计煤炭板块将支撑公司 Q1 业绩同比大增。

公司此前的业绩预告 392 亿元，略低于预期或由于可能的非经常损失（所得税率调增和资产减值），我们认为可能的所得税率的谨慎性调增预计不持续（新政策下优惠税率可持续），可能的资产减值不影响神华稳健的长期盈利能力和现金能力，公司在主业上并无低于预期之处，不影响我们对公司 2021 年及以后的盈利预测。

► 公司“现金牛”逻辑不改，当前股息率仍高达 5.2%，具有较高安全垫。我们调整 2020-22 年盈利预测至 392/463/481 亿元，对应 PE 分别为 10/8/8 倍，维持目标价 27.12 元，重申“买入”评级。

评级及分析师信息

| | |
|--------------|-------------|
| 评级: | 买入 |
| 上次评级: | 买入 |
| 目标价格: | 27.12 |
| 最新收盘价: | 18.89 |
| 股票代码: | 601088 |
| 52 周最高价/最低价: | 20.17/14.31 |
| 总市值(亿) | 3757 |
| 自由流通市值(亿) | 3115 |
| 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

- 【华西煤炭】中国神华_神华 10 月煤炭产量及铁路运量均超预期_20201116
2020.11.18
- 【华西煤炭】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
- 【华西煤炭】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

神华煤电运一体化运营带来的业绩稳定性、“现金牛”属性和高分红仍将继续维持，以神华保底的 50% 分红率、392 亿元的 2020 年业绩预期、2021 年 2 月 22 日 18.89 元的收盘价测算，当前神华 A 股股息率仍高达 5.2%，估值修复仍有很大空间。

我们保守假设 2020-22 年秦皇岛 5500 大卡山西产动力末煤价格中枢 570/600/570 元/吨，2020 年所得税费用率从 22.7% 上调至分别为 29%，2021/22 年所得税费用率仍假设为 23%（与 2019 年基本持平），调整公司 2020-22 年营业收入预测至 2303/2391/2425 亿元（原预测为 2266/2334/2425 亿元），同比增速分别为 -5%/+4%/+1%，调整归母净利润预测分别至 392/463/481 亿元（原预测为 420/450/480 亿元），同比增速分别为 -9%/+18%/+4%，EPS 分别为 1.97/2.33/2.42 元，以公司 2021 年 2 月 22 日收盘价 18.89 元测算，对应 PE 分别为 10/8/8 倍，考虑公司“现金牛”逻辑不改，维持目标价 27.12 元，重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统风险；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；集团整合影响公司治理等。

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 | 230,346 | 239,110 | 242,463 |
| YoY (%) | 6.2% | -8.4% | -4.8% | 3.8% | 1.4% |
| 归母净利润(百万元) | 43,867 | 43,250 | 39,162 | 46,306 | 48,123 |
| YoY (%) | -2.6% | -1.4% | -9.5% | 18.2% | 3.9% |
| 毛利率 (%) | 41.1% | 40.7% | 42.1% | 43.7% | 44.4% |
| 每股收益 (元) | 2.21 | 2.17 | 1.97 | 2.33 | 2.42 |
| ROE | 13.4% | 12.3% | 10.5% | 11.6% | 11.3% |
| 市盈率 | 8.14 | 8.39 | 9.59 | 8.11 | 7.81 |

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 | 230,346 | 239,110 | 242,463 | 净利润 | 51,540 | 46,669 | 55,182 | 57,347 |
| YoY (%) | -8.4% | -4.8% | 3.8% | 1.4% | 折旧和摊销 | 20,352 | 19,856 | 21,849 | 24,041 |
| 营业成本 | 143,394 | 133,450 | 134,726 | 134,839 | 营运资金变动 | -10,819 | -4,045 | 367 | -21 |
| 营业税金及附加 | 10,299 | 10,366 | 10,760 | 10,911 | 经营活动现金流 | 62,759 | 60,774 | 76,007 | 79,943 |
| 销售费用 | 640 | 610 | 633 | 642 | 资本开支 | -17,880 | -20,000 | -20,000 | -20,000 |
| 管理费用 | 18,479 | 19,579 | 20,324 | 20,609 | 投资 | -29,536 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 2,515 | 1,730 | 1,764 | 1,772 | 投资活动现金流 | -46,307 | -16,476 | -17,609 | -17,575 |
| 资产减值损失 | -1,905 | -1,800 | -1,000 | -1,000 | 股权募资 | 732 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2,624 | 3,524 | 2,391 | 2,425 | 债务募资 | 3,541 | -835 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 66,629 | 65,730 | 71,665 | 74,477 | 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 | 23,844 | 37,298 | 39,167 |
| 利润总额 | 66,724 | 65,730 | 71,665 | 74,477 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 15,184 | 19,062 | 16,483 | 17,130 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 51,540 | 46,669 | 55,182 | 57,347 | 营业收入增长率 | -8.4% | -4.8% | 3.8% | 1.4% |
| 归属于母公司净利润 | 43,250 | 39,162 | 46,306 | 48,123 | 净利润增长率 | -1.4% | -9.5% | 18.2% | 3.9% |
| YoY (%) | -1.4% | -9.45% | 18.24% | 3.92% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.17 | 1.97 | 2.33 | 2.42 | 毛利率 | 40.7% | 42.1% | 43.7% | 44.4% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率 | 21.3% | 20.3% | 23.1% | 23.7% |
| 货币资金 | 51,481 | 75,325 | 112,623 | 151,790 | 总资产收益率 ROA | 7.7% | 6.7% | 7.5% | 7.4% |
| 预付款项 | 4,434 | 4,127 | 4,166 | 4,169 | 净资产收益率 ROE | 12.3% | 10.5% | 11.6% | 11.3% |
| 存货 | 12,053 | 11,217 | 11,324 | 11,334 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 92,526 | 91,911 | 92,379 | 92,558 | 流动比率 | 1.68 | 2.06 | 2.45 | 2.89 |
| 流动资产合计 | 160,494 | 182,580 | 220,492 | 259,851 | 速动比率 | 1.51 | 1.88 | 2.28 | 2.72 |
| 长期股权投资 | 40,475 | 40,475 | 40,475 | 40,475 | 现金比率 | 0.54 | 0.85 | 1.25 | 1.69 |
| 固定资产 | 226,112 | 223,036 | 218,061 | 210,989 | 资产负债率 | 25.6% | 23.5% | 22.2% | 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 | 0.40 | 0.39 | 0.37 |
| 资产合计 | 558,484 | 580,714 | 616,778 | 652,095 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 835 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 2.17 | 1.97 | 2.33 | 2.42 |
| 应付账款及票据 | 25,043 | 23,306 | 23,529 | 23,549 | 每股净资产 | 17.69 | 18.77 | 20.09 | 21.39 |
| 其他流动负债 | 69,605 | 65,539 | 66,297 | 66,447 | 每股经营现金流 | 3.16 | 3.06 | 3.82 | 4.02 |
| 流动负债合计 | 95,483 | 88,845 | 89,826 | 89,996 | 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 | 9.59 | 8.11 | 7.81 |
| 非流动负债合计 | 47,382 | 47,382 | 47,382 | 47,382 | PB | 1.03 | 1.01 | 0.94 | 0.88 |
| 负债合计 | 142,865 | 136,227 | 137,208 | 137,378 | | | | | |
| 股本 | 19,890 | 19,890 | 19,890 | 19,890 | | | | | |
| 少数股东权益 | 63,691 | 71,197 | 80,073 | 89,297 | | | | | |
| 股东权益合计 | 415,619 | 444,487 | 479,570 | 514,717 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 558,484 | 580,714 | 616,778 | 652,095 | | | | | |

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。

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。