

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

杜冲

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

周杰

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

碳达峰与碳中和对中国神华的影响

2021年03月11日

事件: 中国神华公告称,以自有资金出资40亿元参与设立的北京国能新能源产业投资基金(有限合伙)已在中国证券投资基金业协会完成备案手续,管理人登记为国华投资开发资产管理(北京)有限公司。

点评:

- **碳达峰到碳中和将加速行业洗牌,煤炭供给下降幅度或快于需求,同时大幅提升产业集中度。**在碳达峰与碳中和约束下,煤炭行业资本开支将受到抑制,煤炭企业投资新建煤矿的动力也将显著下降,叠加供给端资源枯竭、接续缓慢、落后产能关停等导致的供给不足因素,煤炭价格飙涨、库存不足、部分拉闸限电的问题或将长期存在。同时中东部的退出份额,必然由中西部的煤炭企业弥补,利好产能多集中在该区域的中国神华等公司,且其资源丰、成本低,不仅不会受碳问题制约,反而有助于其市占率、行业话语权和地位的提升。具体来看,中国神华的传统能源(煤炭)龙头地位会继续得到巩固和维持,同时基于自身优势条件,逐步加大对新能源产业的投资。
- **表现一: 出资40亿元成立产业投资基金,进军新能源产业。**2020年12月29日,中国神华公司董事会批准了《国能新能源产业投资基金(有限合伙)合伙协议》。其中:国能基金整体规模100.2亿元,其中中国神华作为有限合伙人拟以自有资金出资40亿元;国华投资拟作为有限合伙人出资10亿元,国华资管拟作为普通合伙人出资0.1亿元,其他意向合伙人拟合计出资50.1亿元。基金存续期5年,其中投资期3年,退出期2年。私募基金投资项目:(1)收购、并购市场风电、光伏项目;(2)氢能、储能等新技术项目投资。参与设立产业基金目的:一体化运营主业仍然是发展大方向前提下,提高现有资金的使用效率,以及增进对新能源产业的了解。中国神华股权占比39.92%,不会并表,计算投资损益。
- **表现二: 大股东国家能源投资集团“十四五”定调煤基产业2025年全面达峰。**国家能源投资集团召开2021年工作会议,提出“十四五”时期“转型发展迈上新台阶”的发展目标,目标要求“煤基产业2025年全面达峰”,清洁可再生能源装机增加7000-8000万千瓦。其中,2021年集团公司要“全力推进绿色转型开新局”,更高水平推进化石能源清洁化、更大力度推进清洁能源规模化、更深层次推进能源布局集约化、更高标准推进产业经营国际化。2021年2月22日,国家能源集团与青海省人民政府在西宁签署战略合作协议,共同推进“青海加快建设国家清洁能源示范省”的步伐。诸多迹象表明,大股东国家能源投资集团转型新能源发展已经紧锣密鼓地展开。
- **表现三: 中国神华具备开展源网荷储一体化和多能互补发展的优势条件。**2021年3月,国家发改委、国家能源局发布《电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》,着力构建清洁低碳、安全高效的能源

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

体系，提升能源清洁利用水平和电力系统运行效率。在源网荷储一体化和多能互补发展项目的规划投建中，中央国有企业成为中坚力量。国家能源集团 2020 年下半年以来建设项目频频发力，已在黑龙江、山西、内蒙古等省份陆续布局超过 9GW 项目规划。2020 年 12 月 25 日，国家能源投资集团董事长王祥喜在《在构建新发展格局中履行职责使命》中明确表示“十四五”将加快“风光火储氢一体化”发展。中国神华具备开展源网荷储一体化和多能互补发展的优势条件：一方面，中国神华现拥有电力装机规模达到 3092.9 万千瓦，遍布东南沿海和西北地区；另一方面，中国神华的煤炭矿区主要集中在晋陕蒙地区，该地区普遍存在大面积荒山、沙漠、戈壁等，通过政策支持进行矿区植树造林形成森林碳汇，从而为碳达峰和碳中和作出贡献。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 2309.39、2381.60、2436.56 亿元，实现归母净利润分别为 392.00、438.90、461.58 亿元，每股收益分别为 2.01、2.24、2.36 元（考虑 H 股回购）。我们认为中国神华的特许经营属性使得经营业绩具备高确定性和强稳定性，以及一体化运营各版块成长性能够释放足够的向上业绩弹性，维持“买入”评级和目标价 29.03 元。
- **风险因素：**煤矿产能释放受限、碳达峰与碳中和政策的不确定性、西部大开发优惠税率的不确定性、资本开支和现金分红风险、股份回购不及预期、煤炭价格大幅下跌。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656
增长率 YoY %	6.2%	-8.4%	-4.5%	3.1%	2.3%
归属母公司净利润(百万元)	43,867	43,250	39,200	43,887	46,158
增长率 YoY%	-2.6%	-1.4%	-9.4%	12.0%	5.2%
毛利率%	41.1%	40.7%	40.4%	41.5%	42.3%
净资产收益率ROE%	13.4%	12.3%	10.3%	10.8%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.01	2.24	2.36
市盈率 P/E(倍)	7.19	7.74	9.12	8.14	7.74
市净率 P/B(倍)	0.96	0.95	0.96	0.90	0.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	233,296	160,494	209,567	267,143	322,044	
货币资金	72,205	51,481	102,830	159,493	214,058	
应收票据	4,567	2,589	2,979	2,898	3,024	
应收账款	8,488	7,847	7,469	7,711	7,886	
预付账款	2,589	4,434	3,601	3,864	3,829	
存货	9,967	12,053	10,654	11,088	11,095	
其他	135,480	82,090	82,033	82,090	82,153	
非流动资产	353,943	397,990	388,524	372,240	358,015	
长期股权投资	9,983	40,475	40,475	40,475	40,475	
固定资产(合计)	237,227	226,112	220,626	219,534	208,394	
无形资产	36,463	37,059	38,080	38,888	39,802	
其他	70,270	94,344	89,344	73,344	69,344	
资产总计	587,239	558,484	598,091	639,383	680,059	
流动负债	123,381	95,483	89,315	91,033	91,755	
短期借款	2,000	835	0	0	0	
应付票据	1,305	792	892	858	881	
应付账款	25,579	24,251	23,067	23,408	23,618	
其他	94,497	69,605	65,356	66,766	67,255	
非流动负债	59,408	47,382	57,382	62,382	67,382	
长期借款	46,765	36,943	46,943	51,943	56,943	
其他	12,643	10,439	10,439	10,439	10,439	
负债合计	182,789	142,865	146,697	153,415	159,137	
少数股东权益	76,687	63,691	71,357	79,939	88,965	
归属母公司股东权益	327,763	351,928	380,038	406,030	431,958	
负债和股东权益	587,239	558,484	598,091	639,383	680,059	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656	
同比(%)	6.2%	-8.4%	-4.5%	3.1%	2.3%	
归属母公司净利润	43,867	43,250	39,200	43,887	46,158	
同比(%)	-2.6%	-1.4%	-9.4%	12.0%	5.2%	
毛利率(%)	41.1%	40.7%	40.4%	41.5%	42.3%	
ROE%	13.4%	12.3%	10.3%	10.8%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	2.21	2.17	2.01	2.24	2.36	
P/E	7.19	7.74	9.12	8.14	7.74	
P/B	0.96	0.95	0.96	0.90	0.84	
EV/EBITDA	3.00	3.76	3.73	2.99	2.34	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	264,101	241,871	230,939	238,160	243,656	
营业成本	155,502	143,394	137,648	139,258	140,651	
营业税金及...	10,053	10,299	9,833	10,141	10,375	
销售费用	725	640	611	630	645	
管理费用	19,879	18,479	18,475	19,767	20,711	
研发费用	454	940	731	811	810	
财务费用	4,086	2,515	1,131	678	94	
减值损失合	1,042	1,905	-487	-487	-487	
投资净收益	593	2,624	3,354	1,250	1,263	
其他	-1,891	-3,504	276	283	290	
营业利润	73,146	66,629	65,652	67,922	71,437	
营业外收支	-3,077	95	0	0	0	
利润总额	70,069	66,724	65,652	67,922	71,437	
所得税	16,028	15,184	18,786	15,452	16,252	
净利润	54,041	51,540	46,866	52,469	55,185	
少数股东损	10,174	8,290	7,666	8,582	9,026	
归属母公司	43,867	43,250	39,200	43,887	46,158	
EBITDA	101,072	88,679	84,260	87,690	90,842	
EPS(当	2.21	2.17	2.01	2.24	2.36	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现	88,248	63,106	63,860	75,306	78,081	
现金流						
净利润	54,041	51,540	46,866	52,469	55,185	
折旧摊销	23,584	20,560	20,620	20,137	20,378	
财务费用	4,086	2,515	2,288	2,645	2,895	
投资损失	-593	-2,624	-3,354	-1,250	-1,263	
营运资金变	4,593	-11,242	-3,057	804	386	
其它	2,537	2,357	497	500	500	
投资活动现	-53,056	-46,307	552	945	-2,541	
资本支出	-19,993	-17,880	-2,802	-305	-3,805	
长期投资	-33,601	-29,536	0	0	0	
其他	538	1,109	3,354	1,250	1,263	
筹资活动现	-44,715	-37,172	-13,062	-19,589	-20,974	
吸收投资	376	732	-339	0	0	
借款	-12,390	-11,575	9,165	5,000	5,000	
支付利息或	-33,156	-27,192	-21,888	-24,589	-25,974	
现金流净增	-9,474	-20,036	51,349	56,662	54,565	
加额						

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。