

## 中国神华 (601088.SH) 煤炭龙头经营稳健, 超高比例分红凸显价值

2021年03月28日

——公司年报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/3/26
当前股价(元)	18.13
一年最高最低(元)	20.17/14.31
总市值(亿元)	3,602.16
流通市值(亿元)	2,989.83
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	15.0

### ● 煤炭龙头经营稳健, 超高比例分红凸显价值。维持“买入”评级

公司发布年报, 2020年实现营业收入2333亿元(同比-3.6%), 归母净利润391.7亿元(同比-9.4%), 扣非后归母净利润381.7亿元(同比-7.2%)。业绩下降除受疫情影响外, 主因所得税率阶段性上调、营业外支出增加及资产减值(15.2亿元, 主要为澳洲沃特玛克项目)。考虑到煤价改善, 我们上调盈利预测, 预计2021/2022/2023年分别实现归母净利润464/474/482亿元(2021/2022前值为435/448亿元), 同比增长18.5%/2.2%/1.6%; EPS分别为2.34/2.39/2.42元(2021/2022前值为2.19/2.25元), 对应当前股价, PE分别为7.8/7.6/7.5倍。维持“买入”评级。

### ● 煤炭主业量价皆稳, 长协稳价对冲疫情影响

**煤炭业务稳定释放业绩, 营收/毛利分别同比-3.7%/-2.5%: 产销量维持稳定。**2020年公司实现煤炭产/销量2.92/4.46亿吨(同比+3.1%/-0.2%)。其中自产煤销量2.96亿吨(同比+3.9%); 长协煤销量354亿吨(占比82%)。**长协稳价对冲疫情。**2020年年度长协均价(不含税)380元/吨(同比持平), 综合均价410元/吨(同比-3.8%)。可见公司价格端在高比例长协稳价作用下, 有效对冲了疫情的冲击影响。**自产煤盈利性仍然稳健。**自产煤吨煤成本119元/吨(同比持平), 自产煤吨煤毛利291元/吨(同比-5.3%), 毛利率70.9%(同比-1.2pct)。**电力业务销量降幅较大, 营收/毛利分别同比-6%/-8.6%: 销量及利用率下降。**2020年度发/售电量同比-11.2%/-11.4%, 平均利用小时数4403小时(同比-3.7%)。**售价及成本稳定。**售电价同比-1.2%, 度电成本同比-1.1%。**装机容量增长。**2020年新增装机容量1250兆瓦, 主要为锦界三期5、6号机组投产。**铁路业务相对稳定, 营收/毛利同比-2.5%/-4%: 自有铁路煤炭运输周转量286十亿吨公里(同比+0.1%)。**

### ● 所得税率仅阶段性上调, 优惠政策将重新适用

公司部分子公司原享受的西部大开发政策15%优惠税率于2020年截止, 基于审慎原则2020年税率按25%计算, 经测算影响金额约31亿元。根据发改委最新文件, 2021年3月1日起相关子公司重新适用15%优惠税率, 有效期至2030年。

### ● 超高比例分红, 高股息率凸显长期投资价值

根据公司2020年度利润分配方案, 公司拟分红359.62亿元(含税), 每股股利1.81元, 分红率在中国会计准则下达91.8%, IFRS准则下高达100.3%。以3月26日收盘价计算, A股股息率高达10%, H股股息率更是高达14.8%。

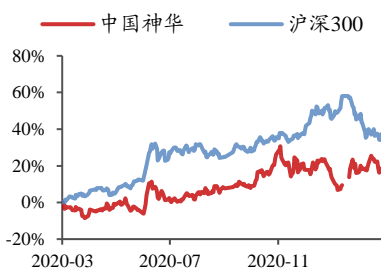
### ● 风险提示: 经济恢复不及预期; 年度长协煤基准价下调

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871	233,263	246,175	252,604	256,882
YOY(%)	-8.4	-3.6	5.5	2.6	1.7
归母净利润(百万元)	43,250	39,170	46,405	47,431	48,174
YOY(%)	-1.4	-9.4	18.5	2.2	1.6
毛利率(%)	40.7	40.4	42.2	41.9	41.9
净利率(%)	17.9	16.8	18.9	18.8	18.8
ROE(%)	12.4	11.1	12.6	11.9	11.3
EPS(摊薄/元)	2.18	1.97	2.34	2.39	2.42
P/E(倍)	8.3	9.2	7.8	7.6	7.5
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司业绩预告点评-业绩同比下滑, 煤炭龙头长期投资价值仍然凸显》-2021.1.31

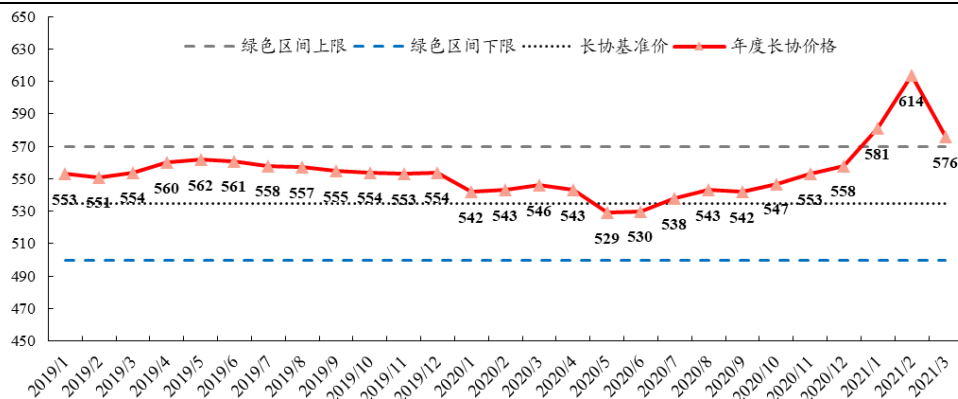
《公司三季报点评报告-Q3单季业绩环比大幅改善, 持续看好龙头业绩稳定性》-2020.10.26

《公司中报点评报告-业绩稳健对冲疫情, H股回购提升投资价值》-2020.8.29

**表1: 公司 2020 年主要经营数据汇总**

	2019	2020	同比		2019	2020	同比
<b>经营情况</b>				<b>煤炭板块明细</b>			
商品煤产量 (百万吨)	283	292	3.15%	<b>长协销量结构</b>			
煤炭销售量 (百万吨)	447	446	-0.16%	年度长协销量 (百万吨)	216	190	-11.96%
自产煤销量 (百万吨)	285	296	3.93%	月度长协销量 (百万吨)	180	164	-9.37%
外购煤销量 (百万吨)	162	150	-7.33%	现货销量 (百万吨)	51	77	50.49%
发电量 (十亿千瓦时)	154	136	-11.21%	年度长协销量占比	48%	44%	-4.1pct
售电量 (十亿千瓦时)	144	128	-11.38%	月度长协销量占比	40%	38%	-2.3pct
铁路周转量 (十亿吨公里)	286	286	0.07%	现货销量占比	11%	18%	6.4pct
<b>煤炭业务</b>				<b>煤炭售价情况</b>			
收入 (亿元)	1974	1900	-3.73%	年度长协均价 (元/吨)	381	380	-0.26%
成本 (亿元)	1439	1379	-4.18%	月度长协均价 (元/吨)	480	465	-3.13%
毛利 (亿元)	535	522	-2.54%	现货均价 (元/吨)	426	418	-1.88%
煤炭收入占比	81.6%	81.5%	-0.1pct	综合均价 (元/吨)	426	410	-3.76%
煤炭毛利占比	54.3%	55.3%	1pct	<b>煤炭成本情况</b>			
煤炭毛利率	27.1%	27.4%	0.3pct	<b>自产煤成本</b>			
<b>电力业务</b>				自产煤吨煤成本 (元/吨)	118.8	119.2	0.34%
收入 (亿元)	526	495	-5.97%	原材料、燃料及动力	26.2	27.1	3.44%
成本 (亿元)	379	360	-4.93%	人工成本	27	27.8	2.96%
毛利 (亿元)	147	135	-8.62%	折旧及摊销	19	18.3	-3.68%
电力收入占比	21.8%	21.2%	-0.5pct	其他成本	46.6	46	-1.29%
电力毛利占比	15.0%	14.3%	-0.7pct	<b>外购煤成本</b>			
电力毛利率	28.0%	27.2%	-0.8pct	外购煤吨煤成本 (元/吨)	332	324	-2.29%
<b>铁路业务</b>				<b>电力板块明细</b>			
收入 (亿元)	397	387	-2.46%	<b>发售电量及利用率</b>			
成本 (亿元)	162	162	-0.28%	发电量 (十亿千瓦时)	154	136	-11.21%
毛利 (亿元)	235	225	-3.97%	售电量 (十亿千瓦时)	144	128	-11.38%
铁路收入占比	16.4%	16.6%	0.2pct	平均利用小时 (小时)	4574	4,403	-3.74%
铁路毛利占比	23.8%	23.9%	0.1pct	<b>售电价</b>			
铁路毛利率	59.1%	58.2%	-0.9pct	售电价 (元/兆瓦时)	334	334	0.00%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图1: 2020 年内年度长协煤价波动性较小 (元/吨)**


数据来源: CCTD、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	160,494	172,229	341,081	417,179	561,617
现金	51,481	127,457	263,304	344,072	492,982
应收票据及应收账款	10,436	11,759	12,758	11,911	13,228
其他应收款	2,464	3,415	2,340	3,651	2,472
预付账款	4,434	4,426	2,919	5,158	3,076
存货	12,053	12,750	10,314	13,968	10,859
其他流动资产	79,626	12,422	49,445	38,419	39,000
<b>非流动资产</b>	397,990	386,218	302,329	217,616	132,882
长期投资	40,475	49,492	50,692	51,992	53,292
固定资产	226,112	219,043	155,543	81,856	3,077
无形资产	37,059	36,126	34,961	33,774	32,563
其他非流动资产	94,344	81,557	61,133	49,995	43,950
<b>资产总计</b>	558,484	558,447	643,409	634,796	694,499
<b>流动负债</b>	95,483	69,493	140,815	103,492	134,147
短期借款	835	5,043	5,043	5,043	5,043
应付票据及应付账款	25,043	28,980	25,077	30,585	26,290
其他流动负债	69,605	35,470	110,695	67,864	102,814
<b>非流动负债</b>	47,382	63,824	57,470	52,149	46,783
长期借款	40,403	53,492	48,143	42,794	37,444
其他非流动负债	6,979	10,332	9,328	9,356	9,338
<b>负债合计</b>	142,865	133,317	198,285	155,642	180,930
少数股东权益	63,691	64,941	74,531	84,333	94,289
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
资本公积	74,726	74,765	74,765	74,765	74,765
留存收益	244,139	257,741	285,738	314,355	343,420
<b>归属母公司股东权益</b>	351,928	360,189	370,593	394,821	419,280
负债和股东权益	558,484	558,447	643,409	634,796	694,499

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	63,106	81,289	120,363	37,191	110,833
净利润	51,540	47,265	55,995	57,233	58,130
折旧摊销	20,352	19,587	16,489	16,512	16,535
财务费用	2,515	1,188	1,176	1,164	1,153
投资损失	-2,624	-3,178	-1,250	-1,350	-1,350
营运资金变动	-10,401	16,006	48,849	-36,368	36,365
其他经营现金流	1,724	421	-896	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-46,307	32,048	57,505	73,265	68,312
资本支出	19,009	20,673	-221	20,361	20,338
长期投资	-27,974	59,829	-1,200	-0	-1,300
其他投资现金流	-55,272	112,550	56,084	93,626	87,350
<b>筹资活动现金流</b>	-37,172	-42,079	-42,020	-29,688	-30,234
短期借款	-1,165	4,208	-0	-0	-0
长期借款	-13,185	13,089	-5,349	-5,349	-5,349
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	6	39	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-22,828	-59,415	-36,671	-24,339	-24,885
<b>现金净增加额</b>	-20,036	71,127	135,847	80,768	148,910

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	241,871	233,263	246,175	252,604	256,882
营业成本	143,394	139,023	142,358	146,657	149,246
营业税金及附加	10,299	10,926	11,001	11,318	11,509
营业费用	640	555	623	631	639
管理费用	18,479	18,072	18,463	18,945	19,266
研发费用	940	1,362	985	1,010	1,028
财务费用	2,515	1,188	1,176	1,164	1,153
资产减值损失	-1,905	-1,523	500	500	500
其他收益	304	378	343	348	352
公允价值变动收益	160	-134	-0	-0	-0
投资净收益	2,624	3,178	1,250	1,350	1,350
资产处置收益	-19	-22	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	66,629	63,490	72,662	74,077	75,243
营业外收入	502	439	458	459	455
营业外支出	407	1,267	400	400	400
<b>利润总额</b>	66,724	62,662	72,720	74,136	75,298
所得税	15,184	15,397	16,726	16,903	17,168
<b>净利润</b>	51,540	47,265	55,995	57,233	58,130
少数股东损益	8,290	8,095	9,590	9,802	9,956
<b>归母净利润</b>	43,250	39,170	46,405	47,431	48,174
EBITDA	88,263	82,575	89,210	90,648	91,833
EPS(元)	2.18	1.97	2.34	2.39	2.42

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.4	-3.6	5.5	2.6	1.7
营业利润(%)	-8.9	-4.7	14.4	1.9	1.6
归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	18.5	2.2	1.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.7	40.4	42.2	41.9	41.9
净利率(%)	17.9	16.8	18.9	18.8	18.8
ROE(%)	12.4	11.1	12.6	11.9	11.3
ROIC(%)	13.0	11.1	13.0	12.7	12.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.6	23.9	30.8	24.5	26.1
净负债比率(%)	0.3	-14.4	-45.3	-60.1	-86.1
流动比率	1.7	2.5	2.4	4.0	4.2
速动比率	1.0	2.1	2.1	3.5	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	20.6	21.0	20.1	20.5	20.4
应付账款周转率	5.5	5.1	5.3	5.3	5.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.97	2.34	2.39	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	6.06	1.87	5.58
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	18.65	19.87	21.10
<b>估值比率</b>					
P/E	8.3	9.2	7.8	7.6	7.5
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.4	4.4	2.5	1.7	0.0

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn