

2021年03月27日

中国神华 (601088.SH)

公司快报

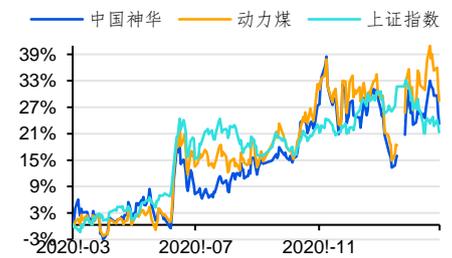
煤炭 | 动力煤 III

 投资评级 **增持-A(维持)**
 股价(2021-03-24) **17.78 元**

交易数据

总市值(百万元)	353,262.28
流通市值(百万元)	293,210.65
总股本(百万股)	19,868.52
流通股本(百万股)	16,491.04
12个月价格区间	14.31/20.17 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.35	-1.45	6.71
绝对收益	-5.88	-1.33	30.39

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

- 中国神华: Q2 煤炭板块企稳, 电力板块增色 2020-08-29
- 中国神华: 分红比提高, 高股息保障力增强 2020-03-28
- 中国神华: Q3 煤炭量价提升与有效税率降低贡献盈利增长 2019-10-29
- 中国神华: Q2 现货量价环比上升 2019-08-24
- 中国神华: 板块协同平抑周期波动, 内生外延保障长期发展 2019-06-12

减值计提轻装上阵, 高分红增加配置价值

投资要点

- ◆ **2020 年归母同比下降 9.43%, 股息率 10.18%:** 2020 年公司实现收入 2332.63 亿元, 同比下降 3.56%, 实现归母净利 391.7 亿元, 同比下降 9.43%; 毛利率为 40.40%, 同比下降 0.31 个百分点; 净利润率为 16.79%, 同比降 1.09 个百分点, EPS 为 1.97 元, 分配方案为每 10 股派现金 18.1 元(含税), 按照报告日收盘价计算股息率为 10.18%。
- ◆ **Q4 资产减值吞噬利润:** 4 季度公司收入和归母净利分别为 671.60 亿元和 56.08 亿元, 环比分别变化 9.94%和-56.54%, 毛利率和净利率分别为 36.13%和 8.35%, 环比下降 3.3 和 12.8 个百分点; Q4 增收不增利的主要原因是澳洲沃特马克项目和电力业务部分低效资产计提资产减值损失 15.8 亿元, 约影响单季度 EPS0.07 元。
- ◆ **2020 年煤炭板块量价小幅调整:** 煤炭板块贡献收入和毛利的比重分别为 64.88%和 54.06%, 受行业景气影响, 煤炭量价均小幅下降, 导致板块收入和毛利分别下降 3.73%和 2.54%。具体来看, 2020 年公司煤炭销量 4.46 亿吨, 同比微降 0.16%, 吨煤销售价格 410 元, 同比下降 3.76%, 低于现货均价 4-5%的跌幅; 从销售结构来看, 公司年度长协总量维持 1.9 亿吨不变, 占比降 6 个百分点至 42.56%, 价格下降 3.06%至 380 元/吨, 现货销售比重从 2019 年的 11.38%上升至 17.16%, 价格下降 5%至 418 元/吨; 自产吨煤成本 119 元, 同比上升 9.36%。
- ◆ **电力板块收入、毛利小幅下降:** 电力板块实现合并前收入和毛利分别为 494.86 亿元和 134.74 亿元, 同比分别下降 5.97%和 8.62%, 毛利率为 27.23%, 小幅下降 0.8 个百分点, 占合并前的收入和毛利的比重分别为 16.90%和 14.48%。
- ◆ **港口板块收入盈利双升, 煤化工盈利下降 22.68%:** 除港口逆势增长外, 交运和煤化工收入和毛利均呈小幅下降态势。港口业务收入和毛利分别同比增长 7.31%和 4.62%, 毛利已连续两年回升; 铁路、航运、煤化工收入分别同比下降 2.46%、5.61%和 3.04%, 毛利分别同比下降 3.97%、2.45%和 22.68%。
- ◆ **分季度看, 收入逐季回升, 板块盈利分化:** 公司收入呈现逐季回升态势, Q4 环比增 5.86%, 但受电力和运输板块环比下降拖累, 毛利环比下降 4.76%; 煤炭、煤化工板块利润均呈同步逐季修复态势, 电力板块在 4 季度煤价上涨的冲击下, 毛利环比下降 22.85%, 拖累板块全年表现; 煤化工板块则在油价的提振下, 毛利逐季持续回升, Q4 环比增 96.68%至 4.74 亿元, 创 2019 年以来单季最高。
- ◆ **2021 年夯实资产配置, 维持稳健增长:** 公司计划煤炭产量 2.84, 同比下降 2.6%, 煤炭销量 4.76 亿吨, 同比增长 6.6%, 自产吨煤成本预计上升 5%, 营业收入 2426 亿元, 同比增长 4%; 计划资本开支 355.82 亿元, 较 2020 年增长 65.3%, 其中煤炭、电力和铁路板块分别占比 20.93%、41.59%、22.28%, 主要用于福建罗源湾港项目(2×1,000MW)、四川江油煤炭项目(2×1,000MW)、广西北海电厂项目(2×1,000MW)和黄大铁路、神朔 3 亿吨扩能改造等。

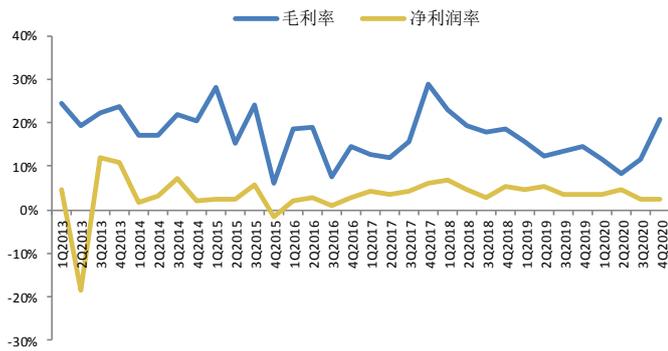
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.07、 2.15 和 2.17 元，净资产收益率分别为 11.3%、 11.1% 和 10.6%，维持增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**煤价下跌超预期风险；环保监管风险；汇兑风险；项目投达产进度不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871	233,263	243,514	252,058	266,181
YoY(%)	-8.4	-3.6	4.4	3.5	5.6
净利润(百万元)	43,250	39,170	41,185	42,790	43,145
YoY(%)	-1.4	-9.4	5.1	3.9	0.8
毛利率(%)	40.7	40.4	39.9	39.9	38.1
EPS(摊薄/元)	2.18	1.97	2.07	2.15	2.17
ROE(%)	12.4	11.1	11.3	11.1	10.6
P/E(倍)	8.3	9.2	8.7	8.4	8.3
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
净利率(%)	17.9	16.8	16.9	17.0	16.2

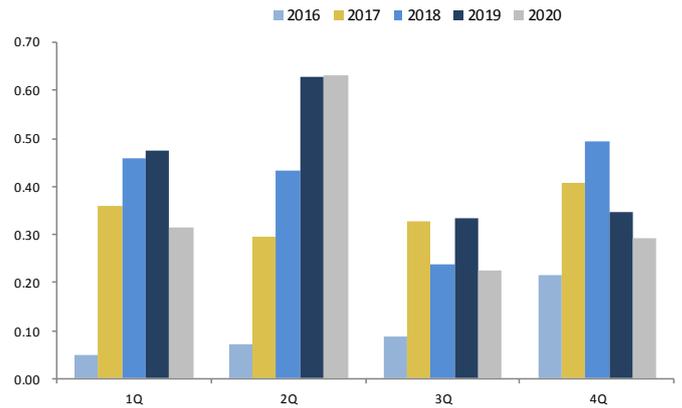
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2020 年 Q4 公司分季度毛利率和利润率



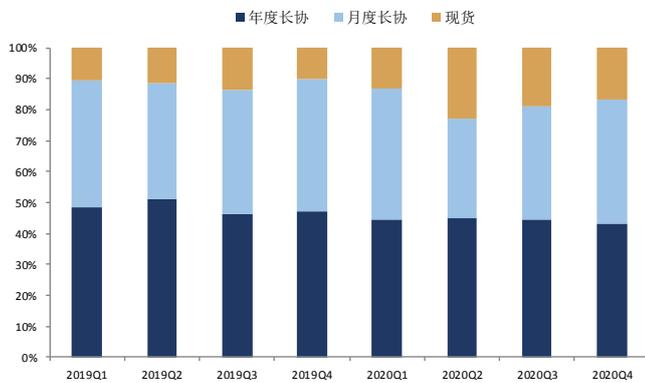
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2020 年 Q4 公司分季度 EPS



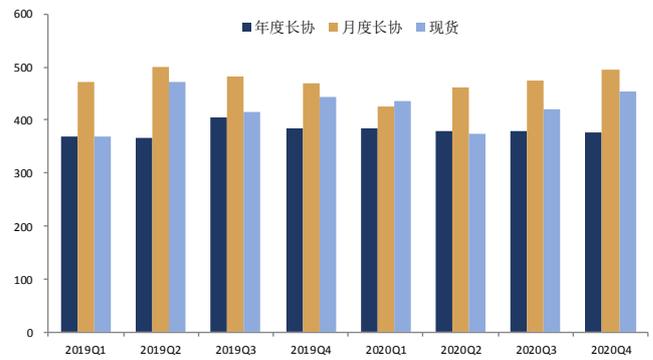
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2019-20 年 4Q 不同销售模式销量 (百万吨)



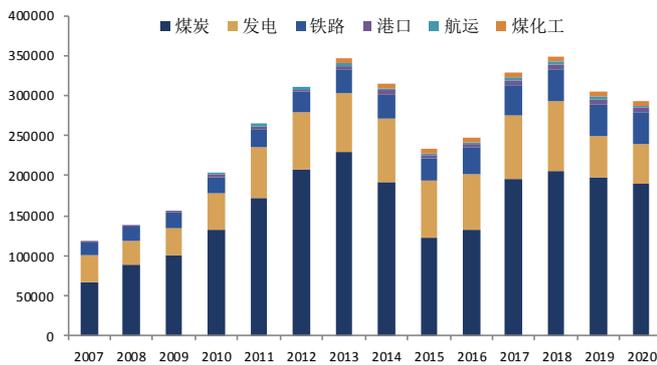
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2019-20 年 4Q 不同销售模式售价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 2007-2020 年收入分板块 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2007-2020 年毛利分板块 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本 单位: 百万吨、元/吨

单季度销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
一、国内销售	98.1	105.9	117.8	122.5	3.99%	442	444	0.45%
(一) 自产煤及采购煤	97.4	98.2	114.4	119.5	4.46%	431	430	-0.26%
1、直达	40.1	36	40.2	45.8	13.93%	163	162	-0.31%

单季度销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
2、下水	57.3	62.2	74.2	73.7	-0.67%	268	267	-0.22%
(二) 国内贸易煤销售	0.6	4.3	2.5	2.3	-8.00%	8.2	9.7	18.29%
(三) 进口煤销售	0.1	3.4	0.9	0.7	-22.22%	3.5	5.1	45.71%
二、出口销售	0.3	0.1	0.1	0.2	100.00%	1.7	0.7	-58.82%
三、境外销售	0	0.9	0.3	0.2	-33.33%	3.1	1.4	-54.84%
销售量合计	115.4	106.9	118.2	122.9	3.98%	447	446	-0.16%
单季销售均价/成本	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
一、国内销售	408	387	413	428	3.63%	425	410	-3.53%
(一) 自产煤及采购煤	408	390	415	427	2.72%	427	411	-3.75%
1、直达	326	307	314	320	1.73%	329	317	-3.65%
2、下水	466	437	469	494	5.33%	486	468	-3.70%
(二) 国内贸易煤销售	352	309	379	408	7.54%	343	353	2.92%
(三) 进口煤销售	410	442	392	336	-14.24%	441	418	-5.22%
二、出口销售	588	544	487	549	12.63%	626	556	-11.18%
三、境外销售	0	493	381	255	-33.07%	446	435	-2.47%
平均销售价格	426	388	414	426	2.74%	426	410	-3.76%
自产煤吨煤成本	118	117	116	119	3.20%	109	119	9.36%

资料来源：公司公告，华金证券研究所 注：吨煤成本为累计数据

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前） 单位：百万元

煤炭	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
收入	41069	43132	50764	55064	8.47%	197396	190029	-3.73%
成本	29321	30816	37142	40592	9.29%	143878	137,871	-4.18%
毛利	11748	12316	13622	14472	6.24%	53518	52,158	-2.54%
毛利率	28.61%	28.55%	26.83%	26.28%	-0.55%	27.11%	27.92%	0.81%
电力	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
收入	9588	13016	13029	13853	6.32%	52626	49486	-5.97%
成本	7244	8639	9217	10912	18.39%	37881	36,012	-4.93%
毛利	2344	4377	3812	2941	-22.85%	14745	13,474	-8.62%
毛利率	24.45%	33.63%	29.26%	21.23%	-8.03%	28.02%	27.92%	-0.10%
铁路	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
收入	8921	9267	10421	10114	-2.95%		38723	-2.46%
成本	3349	3626	4113	5091	23.78%		16,179	-0.28%
毛利	5572	5641	6308	5023	-20.37%		22,544	-3.97%
毛利率	62.46%	60.87%	60.53%	49.66%	-10.87%		27.92%	-31.21%
港口	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
收入	1404	1530	1858	1567	-15.66%	5926	6359	7.31%
成本	639	636	823	685	-16.77%	2508	2,783	10.96%
毛利	765	894	1035	882	-14.78%	3418	3,576	4.62%
毛利率	54.49%	58.43%	55.71%	56.29%	0.58%	57.68%	27.92%	-29.76%
航运	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
收入	623	683	877	929	5.93%	3297	3112	-5.61%
成本	543	638	762	784	2.89%	2881	2,727	-5.35%
毛利	80	45	115	145	26.09%	416	385	-7.45%
毛利率	12.62%	6.59%	13.11%	15.61%	2.50%	12.62%	27.92%	15.30%

煤炭	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
煤化工	1Q2020	2Q2020	3Q2019	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
收入	1152	1257	1371	1385	1.02%	5327	5165	-3.04%
成本	1070	1144	1130	911	-19.38%	4150	4,255	2.53%
毛利	82	113	241	474	96.68%	1177	910	-22.68%
毛利率	7.12%	8.99%	17.58%	34.22%	16.65%	22.09%	27.92%	5.83%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	160494	172229	199187	169801	210422	营业收入	241871	233263	243514	252058	266181
现金	51481	127457	124257	95757	132934	营业成本	143394	139023	146424	151561	164898
应收票据及应收账款	10436	11759	15601	11426	16597	营业税金及附加	10299	10926	11406	11595	11313
预付账款	4434	4426	3962	4998	4364	营业费用	640	555	660	652	696
存货	12053	12750	11279	13280	13528	管理费用	18479	18072	18779	19468	20548
其他流动资产	82090	15837	44089	44339	42999	研发费用	940	1362	1422	1472	1554
非流动资产	397990	386218	406726	419935	436144	财务费用	2515	1188	1900	1738	1013
长期投资	40475	49492	69837	84827	102541	资产减值损失	-1905	-1523	0	0	0
固定资产	226112	219043	229687	234229	240417	公允价值变动收益	160	-134	7	14	12
无形资产	37059	36126	33599	32708	30145	投资净收益	2624	3178	2991	3005	3044
其他非流动资产	94344	81557	73602	68171	63041	营业利润	66629	63490	65921	68590	69214
资产总计	558484	558447	605913	589736	646567	营业外收入	502	439	465	458	466
流动负债	95483	69493	114147	81466	122824	营业外支出	407	1267	1267	1267	1267
短期借款	835	5043	5043	5043	5043	利润总额	66724	62662	65119	67782	68414
应付票据及应付账款	25043	28980	26621	30902	31937	所得税	15184	15397	15423	16149	16352
其他流动负债	69605	35470	82483	45521	85844	税后利润	51540	47265	49696	51633	52061
非流动负债	47382	63824	52940	41978	31073	少数股东损益	8290	8095	8511	8843	8916
长期借款	40403	53492	42813	31851	20933	归属母公司净利润	43250	39170	41185	42790	43145
其他非流动负债	6979	10332	10127	10128	10139	EBITDA	88249	82261	83649	87884	89344
负债合计	142865	133317	167087	123445	153897						
少数股东权益	63691	64941	73452	82295	91212	主要财务比率					
股本	19890	19890	19890	19890	19890	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	74726	74765	74765	74765	74765	成长能力					
留存收益	244139	257741	282589	308405	334436	营业收入(%)	-8.4	-3.6	4.4	3.5	5.6
归属母公司股东权益	351928	360189	365373	383996	401458	营业利润(%)	-8.9	-4.7	3.8	4.0	0.9
负债和股东权益	558484	558447	605913	589736	646567	归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	5.1	3.9	0.8
						获利能力					
						毛利率(%)	40.7	40.4	39.9	39.9	38.1
						净利率(%)	17.9	16.8	16.9	17.0	16.2
						ROE(%)	12.4	11.1	11.3	11.1	10.6
						ROIC(%)	13.0	11.1	11.6	11.8	11.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	25.6	23.9	27.6	20.9	23.8
						流动比率	1.7	2.5	1.7	2.1	1.7
						速动比率	1.0	2.1	1.2	1.4	1.2
						营运能力					
						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	17.8	18.7	19.0
						应付账款周转率	5.5	5.1	5.3	5.3	5.2
						估值比率					
						P/E	8.3	9.2	8.7	8.4	8.3
						P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
						EV/EBITDA	4.4	4.4	4.4	4.5	4.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	63106	81289	75948	39191	110246
净利润	51540	47265	49696	51633	52061
折旧摊销	20352	19587	18823	20633	22314
财务费用	2515	1188	1900	1738	1013
投资损失	-2624	-3178	-2991	-3005	-3044
营运资金变动	-10401	16006	8527	-31794	37914
其他经营现金流	1724	421	-7	-14	-12
投资活动现金流	-46307	32048	-36332	-30824	-35467
筹资活动现金流	-37172	-42079	-42816	-36866	-37601

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.97	2.07	2.15	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	3.82	1.97	5.55
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	18.39	19.33	20.21

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn