

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

## 上调盈利预测, 维持买入评级

2021年03月27日

**事件:** 3月27日中国神华发布2020年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入2332.63亿元, 同比下降3.6%; 利润总额626.62亿元, 同比下降6.1%, 归母净利润391.70亿元, 同比下降9.4%, 扣除非经常性损益后的净利润381.65亿元, 同比下降7.2%; 经营活动产生的现金流净额为812.89亿元, 同比增加28.8%; 基本每股收益1.97元, 同比下降9.4%。

**点评:**

- **煤炭板块: 2020年量价双降导致营收表现不佳, 但经营效率稳中有升。** 2020年公司煤炭产量2.92亿吨(YOY3.1%), 计划完成率108.8%; 煤炭销售量4.46亿吨(YOY-0.2%), 计划完成率110.8%; 实现煤炭综合销售价格410元/吨, 同比下降3.8%, 煤炭销售量、价格双降导致煤炭板块营业收入(1900.29亿元)下降3.7%; 公司自产煤单位生产成本(119.2元/吨), 受井工矿掘进进尺增加导致相关成本增加及部分煤矿人工成本上涨的影响, 同比增加0.3%, 但受益于外购煤销售量减少及单位采购成本下降, 营业成本1378.71亿元, 同比下降4.2%; 煤炭板块毛利率27.4%, 较19年增加0.3个百分点, 基本维持稳定, 煤炭板块在疫情影响下依然保持了较高的经营水平。展望2021年, 经济不断复苏带来下游需求持续向好, 动力煤价格同比上涨概率大, 煤炭板块营收规模有望创新高。
- **电力板块: 发电量、售电量下滑明显, 新增装机有望带动盈利恢复。** 中国神华全年实现发电量136.33十亿千瓦时、售电量127.65十亿千瓦时, 同比分别下降11.2%、11.4%, 平均利用小时数4403小时, 同比下降3.7%, 加权平均售电价格334元/兆瓦时, 较去年小幅下降(338元/兆瓦时)。受销售量及平均售电价格同比下降影响, 电力板块营业收入(494.86亿元)同比下降6.0%。同期, 发电量下降导致燃煤耗用量减少以及燃煤单位采购成本下降影响, 营业成本(360.12亿元)同比下降4.9%, 电力板块整体毛利率水平同比下降0.8个百分点, 达到27.2%。2021年, 伴随锦界煤电一体化项目三期工程5、6号机组(1320兆瓦)以及国华印尼爪哇二号机组(1050兆瓦)的投产运行, 公司电力板块的营收有望恢复增长。
- **运输及煤化工: 港口板块提质增效, 经营收益同比增加5.5%。** 2020年公司铁路、港口、航运、煤化工分别实现营业收入387.23、63.49、31.12、51.65亿元, 同比增加-2.5%、7.3%、-5.6%、-3.0%; 毛利率分别为58.2%、56.2%、12.4%、17.6%, 同比下降0.9、1.5、0.2、4.5个百分点; 经营收益167.23、26.75、2.09、2.61亿元, 同比下滑3.2%、增加5.5%、下滑9.9%、下滑16.9%。报告期内, 港口分部全力推进设备提能提效改造, 装船效率持续提升。全年黄骅港、神华天津煤码头累计完成装船量249.2百万吨(2019年: 244.4百万吨), 同比增长2.0%。同时, 黄骅港7万吨双向航道工程完成通航安全论证等前期工作, 散杂

货泊位和油品码头工程稳步推进，港口能力有望稳步提升。

- **经营业绩下滑影响因素消退，公司盈利有望创出新高。**2020 年业绩同比下滑 9.4%（40.8 亿元），除了疫情冲击之外，主要影响因素包括：**1）会计谨慎性原则下，25%所得税冲击。**《产业结构调整指导目录（2019 年本）》及原《西部地区鼓励类产业目录》中无相关煤炭子分公司适用的鼓励类产业，公司管理层据此判断自 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日相关煤炭子分公司适用 25%法定税率，不再适用西部大开发优惠税率，所得税费用影响金额大约为 25 亿元。该影响因素自 2021 年 3 月 1 日起基本消除。**2）资产减值损失影响。**主要对澳洲沃特马克项目和电力业务部分低效资产计提了资产减值准备，其中沃特马克煤矿项目建设进度不及预期，计提减值准备 8.41 亿元（无形资产 5.05 亿元、固定资产 2.62 亿元、在建工程 0.74 亿元）；神华准格尔能源有限公司关停发电机组和广东国华粤电台山发电有限公司相关资产累计计提减值准备 2.96 亿元。**3）营业外支出影响。**报告期内部分煤矿问题整改相关支出、固定资产报废损失和预计担保损失等，全年营业外支出金额 12.67 亿元，同比增加 211.3%。我们认为，以上影响因素均属于不可持续的短期影响，对盈利造成的不确定性风险已经大幅度降低，2021 年公司盈利有望创出新高。
- **盈利预测与投资评级：上调盈利预测，维持“买入”评级。**考虑黄大铁路的投运以及锦界等电厂的建设完成，中国神华资本开支规模将维持在低位，公司高分红、现金牛属性有望不断强化（截至 2020 年货币资金 1274.57 亿元）。公司拟派发 2020 年度股息现金人民币 1.81 元/股（含税），为国际财务报告准则下归属所有者利润的 100.3%，为中国企业会计准则下归属股东净利润的 91.8%。依据最新收盘价（2021/3/26）测算，A 股股息率为 10%、H 股股息率高达 15%。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 2590.48、2621.99、2652.23 亿元，实现归母净利润分别为 465.79、471.78、487.92 亿元，每股收益分别为 2.34、2.37、2.46 元（原 2021-2022 年预测 2.24、2.36 元/股，新增 2023 年预测值）。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、资本开支和现金分红风险、煤炭价格大幅下跌。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	241,871	233,263	259,048	262,199	265,223
增长率 YoY%	-8.4%	-3.6%	11.1%	1.2%	1.2%
归属母公司净利润 (百万元)	43,250	39,170	46,579	47,178	48,792
增长率 YoY%	-1.4%	-9.4%	18.9%	1.3%	3.4%
毛利率%	40.7%	40.4%	39.9%	40.8%	41.1%
净资产收益率ROE%	12.3%	10.9%	11.7%	10.8%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	2.18	1.97	2.34	2.37	2.46
市盈率 P/E(倍)	8.38	9.14	7.73	7.64	7.38
市净率 P/B(倍)	1.03	0.99	0.91	0.83	0.76

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 03 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>160,494</b>	<b>172,229</b>	<b>224,975</b>	<b>264,190</b>	<b>309,193</b>	
货币资金	51,481	127,457	177,929	216,521	261,362	
应收票据	2,589	3,961	3,857	4,087	4,072	
应收账款	7,847	7,798	8,575	8,708	8,799	
预付账款	4,434	4,426	4,908	4,908	4,939	
存货	12,053	12,750	13,877	13,966	14,023	
其他	82,090	15,837	15,830	16,001	15,999	
<b>非流动资产</b>	<b>397,990</b>	<b>386,218</b>	<b>400,748</b>	<b>411,782</b>	<b>424,284</b>	
长期股权投资	40,475	49,492	49,492	49,492	49,492	
固定资产	226,112	219,043	229,017	235,648	243,700	
无形资产	37,059	36,126	35,682	35,086	34,535	
其他	94,344	81,557	86,557	91,557	96,557	
<b>资产总计</b>	<b>558,484</b>	<b>558,447</b>	<b>625,723</b>	<b>675,972</b>	<b>733,477</b>	
<b>流动负债</b>	<b>95,483</b>	<b>69,493</b>	<b>80,421</b>	<b>77,378</b>	<b>78,949</b>	
短期借款	835	5,043	0	0	0	
应付票据	792	1,108	1,114	1,152	1,146	
应付账款	24,251	27,872	29,577	30,025	30,063	
其他	69,605	35,470	49,731	46,200	47,740	
<b>非流动负债</b>	<b>47,382</b>	<b>63,824</b>	<b>73,824</b>	<b>78,824</b>	<b>83,824</b>	
长期借款	36,943	50,251	60,251	65,251	70,251	
其他	10,439	13,573	13,573	13,573	13,573	
<b>负债合计</b>	<b>142,865</b>	<b>133,317</b>	<b>154,245</b>	<b>156,202</b>	<b>162,773</b>	
少数股东权益	63,691	64,941	74,567	84,317	94,401	
归属母公司	351,928	360,189	396,911	435,453	476,303	
<b>负债和股东权益</b>	<b>558,484</b>	<b>558,447</b>	<b>625,723</b>	<b>675,972</b>	<b>733,477</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	241,871	233,263	259,048	262,199	265,223	
同比	-8.4%	-3.6%	11.1%	1.2%	1.2%	
归属母公司净利润	43,250	39,170	46,579	47,178	48,792	
同比	-1.4%	-9.4%	18.9%	1.3%	3.4%	
毛利率(%)	40.7%	40.4%	39.9%	40.8%	41.1%	
ROE%	12.3%	10.9%	11.7%	10.8%	10.2%	
EPS(摊薄)(元)	2.18	1.97	2.34	2.37	2.46	
P/E	8.38	9.14	7.73	7.64	7.38	
P/B	1.03	0.99	0.91	0.83	0.76	
EV/EBITDA	4.08	3.54	2.84	2.38	1.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>241,871</b>	<b>233,263</b>	<b>259,048</b>	<b>262,199</b>	<b>265,223</b>	
营业成本	143,394	139,023	155,642	155,157	156,288	
<b>营业税金及</b>	<b>10,299</b>	<b>10,926</b>	<b>12,134</b>	<b>12,281</b>	<b>12,423</b>	
销售费用	640	555	616	624	631	
管理费用	18,479	18,072	20,070	20,314	20,548	
研发费用	940	1,362	1,513	1,531	1,549	
财务费用	2,515	1,188	744	341	-35	
减值损失合	1,905	1,523	-1,346	-1,350	-1,348	
投资净收益	2,624	3,178	5,371	2,751	3,020	
其他	-3,504	-3,348	395	400	405	
<b>营业利润</b>	<b>66,629</b>	<b>63,490</b>	<b>72,751</b>	<b>73,752</b>	<b>75,895</b>	
营业外收支	95	-828	-88	-154	74	
<b>利润总额</b>	<b>66,724</b>	<b>62,662</b>	<b>72,663</b>	<b>73,598</b>	<b>75,968</b>	
所得税	15,184	15,397	16,458	16,670	17,093	
<b>净利润</b>	<b>51,540</b>	<b>47,265</b>	<b>56,205</b>	<b>56,928</b>	<b>58,876</b>	
少数股东损	8,290	8,095	9,626	9,750	10,084	
<b>归属母公司</b>	<b>43,250</b>	<b>39,170</b>	<b>46,579</b>	<b>47,178</b>	<b>48,792</b>	
EBITDA	88,679	83,156	88,343	91,369	92,957	
EPS(当	2.18	1.97	2.34	2.37	2.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>63,106</b>	<b>81,289</b>	<b>88,292</b>	<b>74,415</b>	<b>81,287</b>	
净利润	51,540	47,265	56,205	56,928	58,876	
折旧摊销	20,560	19,831	19,270	19,077	19,173	
财务费用	2,515	1,188	3,034	3,300	3,550	
投资损失	-2,624	-3,178	-5,371	-2,751	-3,020	
营运资金变	-11,242	13,621	13,697	-3,667	1,410	
其它	2,357	2,562	1,457	1,529	1,299	
<b>投资活动现</b>	<b>-46,307</b>	<b>32,048</b>	<b>-16,432</b>	<b>-13,935</b>	<b>-13,501</b>	
资本支出	-17,880	-20,183	-21,803	-16,686	-16,520	
长期投资	-29,536	61,179	0	0	0	
其他	1,109	-8,948	5,371	2,751	3,020	
<b>筹资活动现</b>	<b>-37,172</b>	<b>-42,079</b>	<b>-21,388</b>	<b>-21,889</b>	<b>-22,946</b>	
吸收投资	732	606	-21	0	0	
借款	-11,575	-7,388	4,957	5,000	5,000	
支付利息或	-27,192	-35,751	-26,324	-26,889	-27,946	
<b>现金流量净增</b>	<b>-20,036</b>	<b>71,127</b>	<b>50,472</b>	<b>38,591</b>	<b>44,841</b>	
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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。