

中国神华 (601088)

证券研究报告

2021年04月24日

公司业绩稳步增长，设立合资公司深化转型升级

事件:

2021年4月24日，公司发布2021年第一季度报告。报告期内，公司实现营业收入676.08亿元，环比增长0.67%，同比增长32.4%；实现归属于上市公司股东的净利润116.11亿元，环比增长107.04%，同比上升18.4%。

点评:

成本增幅大于收入增幅，煤炭业务盈利能力小幅下降。公司一季度煤炭部分营业收入为563.23亿元 (YoY+37.1%)，占比为83.3%。**营业收入方面**，煤炭销量和售价的增长，影响收入增幅为37.1%。一季度，公司煤炭销量合计1.15亿吨 (YoY+19.3%)，平均售价为475元/吨 (YoY+16.1%)，影响营业收入 (YoY+35.48%)。**营业成本方面**，煤电价格的增长和外购煤比例的提升，导致公司营业成本为428.89亿元 (YoY+42.8%)。一季度，公司由于蒙西地区执行煤电价格联动政策，煤价上涨影响公司相关煤炭企业用电价格上升，导致公司单位自产煤成本为128.45元/吨 (YoY+0.7%)。外购煤方面，根据产量与销量差额估算，一季度外购煤销量同比增长55.83%，销量占比上升8个百分点，达到32.4%。综合作用下，公司营业收入大幅增长。由于营业成本增幅大于收入，导致公司一季度煤炭分部毛利率为23.9% (YoY-3个百分点)。

成本增幅大于收入增幅，公司发电分部毛利率同比下降。公司一季度发电业务营业收入为134.57亿元 (YoY+40.4%)，占比为19.9%。由于售电量增加较大，使公司一季度发电业务在单位售电价同比下降的情况下，营业收入同比增长40.4%。一季度公司总发电量为34.88十亿千瓦时 (YoY+35.7%)，加权平均的售电价为338元/兆瓦时 (YoY-1.74%)。**营业成本方面**，由于售电量增加及燃煤价格上涨导致的燃煤成本上升，导致公司单位售电成本为305.5元/兆瓦时 (YoY+5.38%)，一季度发电业务营业成本为110.72亿元 (YoY+47%)。由于营业成本的上升幅度大于营业收入，使发电业务毛利率为17.7% (YoY-3.8个百分点)。

收入涨幅远大于成本，公司煤化工业务毛利率大幅增长。烯烃产品销售量及销售价格同比增长，导致公司一季度煤化工板块实现营业收入15.95亿元 (YoY+38.5%)，占一季度总收入的2.36%。一季度公司烯烃产品销量18.45万吨 (YoY+8.6%)，其中，聚乙烯销量9.48万吨 (YoY+6.5%)，聚丙烯销量8.97万吨 (YoY+10.9%)。烯烃产品平均销售价格8645元/吨 (YoY+27.5%)，涨幅较大。在销量大幅增长的情况下，公司烯烃产品单位成本为6461元/吨 (YoY-3.71%) 同比下降，导致公司一季度煤化工板块营业成本11.92亿元 (YoY+4.6%)。营业收入涨幅远大于营业成本，导致一季度煤化工业务毛利率25.3% (+24.3个百分点)。

设立合资公司主营清洁能源项目，公司转型升级再进一步。2020年12月29日，公司决定以自有资金40亿出资参与设立国能基金，认缴比例为39.92%。基金存续期为5年，投资项目包括收购、并购市场风电、光伏项目及投资氢能、储能等相关新技术项目，公司通过该基金向新能源股权投资方向转型升级。此次，公司公告将以90%的出资比例现金出资4.5亿元，拟与潍坊海赋合资设立潍坊公司，该合资公司初步将主要开发光伏发电、能源水务等综合能源项目。在中国为实现“碳达峰、碳中和”的重大战略目标下，投资设立潍坊公司主营清洁能源业务，向新能源方向转型升级再进一步，有利于提高公司盈利能力及核心竞争力。

投资建议:在公司经营稳定的情况下，我们预计公司2021-2023年净利润为443.06/466.21/482.10亿元，对应EPS为2.23/2.35/2.43元每股，维持公司“买入”评级。

风险提示:宏观经济不及预期；公司业绩不及预期；合资公司设立不及预期等

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	19.55元
目标价格	元

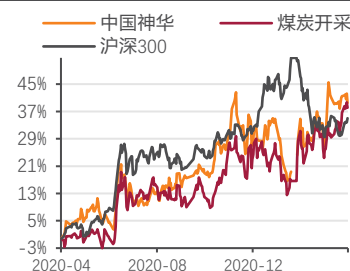
基本数据

A股总股本(百万股)	16,491.04
流通A股股本(百万股)	16,491.04
A股总市值(百万元)	322,399.79
流通A股市值(百万元)	322,399.79
每股净资产(元)	18.73
资产负债率(%)	24.72
一年内最高/最低(元)	20.65/14.31

作者

彭鑫 分析师
SAC执业证书编号: S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国神华-年报点评报告:20年业绩小幅下降，高股息彰显投资价值》 2021-03-28
- 《中国神华-公司点评:煤炭售价收缩导致业绩小幅下降，看好公司长期发展》 2021-01-30
- 《中国神华-季报点评:高股息率&降负债，看好公司估值提升》 2020-10-26

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871.00	233,263.00	247,935.98	263,531.93	265,338.30
增长率(%)	(8.42)	(3.56)	6.29	6.29	0.69
EBITDA(百万元)	93,091.00	87,899.00	72,535.53	75,266.87	77,779.64
净利润(百万元)	43,250.00	39,170.00	44,306.45	46,620.84	48,210.28
增长率(%)	(1.41)	(9.43)	13.11	5.22	3.41
EPS(元/股)	2.18	1.97	2.23	2.35	2.43
市盈率(P/E)	8.98	9.92	8.77	8.33	8.06
市净率(P/B)	1.10	1.08	1.02	0.95	0.89
市销率(P/S)	1.61	1.67	1.57	1.47	1.46
EV/EBITDA	3.56	3.61	3.94	3.82	2.34

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	51,481.00	127,457.00	159,102.02	167,302.65	291,059.38
应收票据及应收账款	10,436.00	11,759.00	14,304.77	5,741.85	5,820.57
预付账款	4,434.00	4,426.00	3,333.46	5,931.63	3,577.84
存货	12,053.00	12,750.00	12,519.86	15,633.65	11,622.28
其他	82,090.00	15,837.00	77,133.06	59,555.13	50,056.02
流动资产合计	160,494.00	172,229.00	266,393.17	254,164.92	362,136.09
长期股权投资	40,475.00	49,492.00	49,492.00	49,492.00	49,492.00
固定资产	226,112.00	219,043.00	222,901.30	219,926.34	212,838.42
在建工程	34,495.00	39,845.00	23,943.00	14,413.80	8,678.28
无形资产	37,059.00	36,126.00	34,597.73	33,069.47	31,541.20
其他	59,849.00	41,712.00	44,106.09	46,978.07	42,398.23
非流动资产合计	397,990.00	386,218.00	375,040.12	363,879.68	344,948.14
资产总计	558,484.00	558,447.00	641,433.29	618,044.59	707,084.23
短期借款	835.00	5,043.00	835.00	835.00	835.00
应付票据及应付账款	25,043.00	28,980.00	32,278.05	32,859.27	32,973.81
其他	69,605.00	35,470.00	105,961.27	44,711.23	94,213.86
流动负债合计	95,483.00	69,493.00	139,074.32	78,405.49	128,022.67
长期借款	36,943.00	50,251.00	36,943.00	36,943.00	36,943.00
应付债券	3,460.00	3,241.00	4,508.00	3,736.33	3,828.44
其他	6,979.00	10,332.00	7,710.33	8,340.44	8,794.26
非流动负债合计	47,382.00	63,824.00	49,161.33	49,019.78	49,565.70
负债合计	142,865.00	133,317.00	188,235.65	127,425.27	177,588.37
少数股东权益	63,691.00	64,941.00	74,239.25	83,688.43	93,638.80
股本	19,890.00	19,890.00	19,868.52	19,868.52	19,868.52
资本公积	74,726.00	74,765.00	74,765.00	74,765.00	74,765.00
留存收益	318,865.00	332,506.00	359,089.87	387,062.38	415,988.54
其他	(61,553.00)	(66,972.00)	(74,765.00)	(74,765.00)	(74,765.00)
股东权益合计	415,619.00	425,130.00	453,197.64	490,619.33	529,495.86
负债和股东权益总计	558,484.00	558,447.00	641,433.29	618,044.59	707,084.23

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	51,540.00	47,265.00	44,306.45	46,620.84	48,210.28
折旧摊销	20,352.00	19,587.00	13,631.97	14,112.43	14,401.70
财务费用	2,515.00	1,188.00	1,153.02	606.12	610.28
投资损失	(2,624.00)	(3,178.00)	(3,500.00)	(3,800.00)	(4,000.00)
营运资金变动	(11,703.00)	74,626.00	27,124.75	(46,511.03)	66,165.74
其它	3,026.00	(58,199.00)	9,358.25	9,509.18	10,010.37
经营活动现金流	63,106.00	81,289.00	92,074.43	20,537.54	135,398.37
资本支出	36,067.00	21,657.00	14,480.67	11,248.89	11,395.19
长期投资	30,492.00	9,017.00	11,799.00	11,799.00	11,799.00
其他	(112,866.00)	1,374.00	(44,862.00)	(15,891.33)	(14,314.44)
投资活动现金流	(46,307.00)	32,048.00	(18,582.33)	7,156.56	8,879.74
债权融资	49,755.00	63,270.00	48,113.00	47,874.00	47,247.00
股权融资	306.00	(2,380.00)	(4,818.50)	3,542.88	3,538.72
其他	(87,233.00)	(102,969.00)	(85,141.58)	(70,910.34)	(71,307.11)
筹资活动现金流	(37,172.00)	(42,079.00)	(41,847.08)	(19,493.46)	(20,521.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(20,373.00)	71,258.00	31,645.02	8,200.63	123,756.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	241,871.00	233,263.00	247,935.98	263,531.93	265,338.30
营业成本	143,394.00	139,023.00	160,965.72	172,734.60	172,300.16
营业税金及附加	10,299.00	10,926.00	9,917.44	10,541.28	10,613.53
营业费用	640.00	555.00	495.87	527.06	530.68
管理费用	18,479.00	18,072.00	18,843.13	20,028.43	20,165.71
研发费用	940.00	1,362.00	570.25	606.12	610.28
财务费用	2,515.00	1,188.00	1,153.02	606.12	610.28
资产减值损失	(1,905.00)	(1,523.00)	1,800.00	1,800.00	1,800.00
公允价值变动收益	160.00	(134.00)	60.00	60.00	60.00
投资净收益	2,624.00	3,178.00	3,500.00	3,800.00	4,000.00
其他	(1,904.00)	(2,874.00)	(7,120.00)	(7,720.00)	(8,120.00)
营业利润	66,629.00	63,490.00	57,750.55	60,548.32	62,767.66
营业外收入	502.00	439.00	474.00	474.00	474.00
营业外支出	407.00	1,267.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
利润总额	66,724.00	62,662.00	56,724.55	59,522.32	61,741.66
所得税	15,184.00	15,397.00	3,119.85	3,452.29	3,581.02
净利润	51,540.00	47,265.00	53,604.70	56,070.02	58,160.64
少数股东损益	8,290.00	8,095.00	9,298.25	9,449.18	9,950.37
归属于母公司净利润	43,250.00	39,170.00	44,306.45	46,620.84	48,210.28
每股收益(元)	2.18	1.97	2.23	2.35	2.43

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-8.42%	-3.56%	6.29%	6.29%	0.69%
营业利润	-8.91%	-4.71%	-9.04%	4.84%	3.67%
归属于母公司净利润	-1.41%	-9.43%	13.11%	5.22%	3.41%
获利能力					
毛利率	40.71%	40.40%	35.08%	34.45%	35.06%
净利率	17.88%	16.79%	17.87%	17.69%	18.17%
ROE	12.29%	10.87%	11.69%	11.46%	11.06%
ROIC	16.39%	15.22%	17.44%	20.86%	19.53%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	25.58%	23.87%	29.35%	20.62%	25.12%
净负债率	-0.42%	-15.10%	-24.49%	-24.34%	-46.05%
流动比率	1.68	2.48	1.92	3.24	2.83
速动比率	1.55	2.29	1.83	3.04	2.74

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	20.59	21.02	19.03	26.29	45.90
存货周转率	21.97	18.81	19.62	18.72	19.47
总资产周转率	0.42	0.42	0.41	0.42	0.40

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.18	1.97	2.23	2.35	2.43
每股经营现金流	3.18	4.09	4.63	1.03	6.81
每股净资产	17.71	18.13	19.07	20.48	21.94

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	8.98	9.92	8.77	8.33	8.06
市净率	1.10	1.08	1.02	0.95	0.89
EV/EBITDA	3.56	3.61	3.94	3.82	2.34
EV/EBIT	4.50	4.58	4.85	4.70	2.88

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com