

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

用煤旺季即将到来，盈利有望创出新高

2021年04月23日

事件: 4月23日中国神华发布2021年第一季度报告,报告期内,公司实现营业收入676.08亿元,同比增长32.4%;利润总额176.66亿元,同比增长20.0%,归母净利润116.11亿元,同比增长18.4%,扣除非经常性损益后的净利润115.83亿元,同比增长21.4%;剔除神华财务公司影响后经营活动产生的现金流净额为196.14亿元,同比增加26.8%;基本每股收益0.58元,同比增长18.5%。

点评:

- **煤炭板块: 一季度煤炭量价双升, 营业收入大幅增加。**2021年Q1公司煤炭产量0.78亿吨(YOY+4.8%),销售量1.15亿吨(YOY+17.3%),实现煤炭综合销售价格475元/吨,同比上涨16.1%,煤炭销量、价格双升导致煤炭板块营业收入(563.23亿元)同比大幅增加37.1%。公司自产煤单位生产成本128.4元/吨(YOY+0.7%),其中蒙西地区执行煤电价格联动政策,煤价上涨影响相关煤炭企业用电价格上升,导致原材料、燃料及动力同比上涨5.1%;以及部分露天矿修理费增加导致修理费增加11.8%。此外,叠加外购煤销售量占比及采购价格上涨因素,煤炭板块营业成本同比大幅增加42.8%。受此影响,煤炭板块毛利率23.9%,同比下降3.0个百分点。展望全年,经济不断复苏带来下游需求持续向好,动力煤价格高位维持,煤炭板块营收表现有望超预期。
- **电力板块: 燃煤成本上涨拖累业绩表现, 新增装机有望带动盈利恢复。**中国神华Q1实现发电量37.18十亿千瓦时、售电量34.88十亿千瓦时,同比分别增长35.4%、35.7%,平均利用小时数1178小时,同比上升32.7%,加权平均售电价格338元/兆瓦时,较去年同期小幅下降(344元/兆瓦时)。受销售量增加影响,电力板块营业收入(134.57亿元)同比增加40.4%。同期,营业成本受燃煤成本增长影响同比大增47.0%,导致电力板块整体毛利率同比下降3.8个百分点。2021年,伴随锦界煤电一体化项目三期工程5、6号机组以及国华印尼爪哇二号机组的投产运行,电力板块的盈利表现有望恢复。
- **运输及煤化工: 烯烃产品销售良好, 煤化工经营表现大超预期。**2021年Q1公司铁路、港口、航运、煤化工分别实现营业收入98.73、16.31、12.44、15.95亿元,同比增加10.7%、16.2%、99.7%、38.5%;实现毛利50.58、8.25、2.74、4.03亿元,同比增加9.8%、16.7%、280.5%、3258.3%;毛利率分别为51.2%、50.6%、22.0%、25.3%,同比下降0.4、上升0.2、上升10.4、上升24.3个百分点。报告期内,煤化工分部聚乙烯、聚丙烯分别实现销量94.8、89.7千吨,同比增长6.5%、10.9%,同时受益于价格上涨,带动煤化工分部盈利表现大超预期。
- **用煤旺季即将到来, 公司盈利有望创出新高。**供给端,澳煤进口限制、产地安检形势趋紧、铁路线路检修等因素催化下,煤炭产能释放仍然处于相对紧张的状态;需求端,二季度工业需求全面恢复,迎峰度夏用煤

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

旺季即将到来，需求有望持续向好。叠加下游电厂低库存，煤炭价格具有较强支撑。预计全年煤炭供需紧平衡格局将延续，高煤价下，动力煤龙头中国神华的盈利有望创出新高。

- **盈利预测与投资评级。** 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。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	8.34	8.23	7.96
市净率 P/B(倍)	1.03	0.99	0.98	0.89	0.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	160,49	172,229	224,975	264,190	309,193	
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	
非流动资产	397,99	386,218	400,748	411,782	424,284	
长期股权投资	40,475	49,492	49,492	49,492	49,492	
固定资产	226,11	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	
资产总计	558,48	558,447	625,723	675,972	733,477	
流动负债	95,483	69,493	80,421	77,378	78,949	
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	
非流动负债	47,382	63,824	73,824	78,824	83,824	
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	
负债合计	142,86	133,317	154,245	156,202	162,773	
少数股东权益	63,691	64,941	74,567	84,317	94,401	
归属母公司	351,92	360,189	396,911	435,453	476,303	
负债和股东权益	558,484	558,447	625,723	675,972	733,477	

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	241,87	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	8.34	8.23	7.96	
P/B	1.03	0.99	0.98	0.89	0.82	
EV/EBITDA	4.08	3.54	3.16	2.69	2.22	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	241,8	233,26	259,048	262,199	265,223	
营业成本	143,3	139,02	155,642	155,157	156,288	
营业税金及	10,29	10,926	12,134	12,281	12,423	
销售费用	640	555	616	624	631	
管理费用	18,47	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	
营业利润	66,62	63,490	72,751	73,752	75,895	
营业外收支	95	-828	-88	-154	74	
利润总额	66,72	62,662	72,663	73,598	75,968	
所得税	15,18	15,397	16,458	16,670	17,093	
净利润	51,54	47,265	56,205	56,928	58,876	
少数股东损	8,290	8,095	9,626	9,750	10,084	
归属母公司	43,25	39,170	46,579	47,178	48,792	
EBITDA	88,67	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	
经营活动现金流	63,106	81,289	88,292	74,415	81,287	
净利润	51,54	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	-	13,621	13,697	-3,667	1,410	
其它	2,357	2,562	1,457	1,529	1,299	
投资活动现	-	32,048	-16,432	-13,935	-13,501	
资本支出	-	-	-21,803	-16,686	-16,520	
长期投资	-	61,179	0	0	0	
其他	1,109	-8,948	5,371	2,751	3,020	
筹资活动现	-	-	-21,388	-21,889	-22,946	
吸收投资	732	606	-21	0	0	
借款	-	-7,388	4,957	5,000	5,000	
支付利息或	-	-	-26,324	-26,889	-27,946	
现金流净增	27,196	35,751	20,036	38,591	44,841	

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
全国销售总监	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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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。