

一季报符合预期，煤种/销售结构变化不影响自产煤盈利

中国神华(601088)2021年一季报点评

事件概述

根据中国神华2021年一季报，公司实现营业收入676亿元，同比+32.4%；归母净利润116亿元，同比+18.4%；扣非后归母净利润116亿元，同比+21.4%；基本每股收益0.584元，同比+18.5%。一季度公司业绩基本符合我们此前的预期。

► **煤炭板块业绩基本符合我们预期，产量同比+5%，平均售价同比+16%。需求恢复导致外购煤占比提升，一定程度上拉低毛利率，但不影响自产煤的盈利能力；露天矿占比提升、下水煤占比下降，年度长协售价中的平均运费下降。**

2021年1-3月，公司煤炭、电力、运输、煤化工板块合并抵消前分部收入占比分别为67%/16%/15%/2%；毛利润占比分别为60%/11%/28%/2%；毛利率分别为24%/18%/48%/25%，2020年同期分别为27%/22%/49%/1%，变化主要由于21Q1煤炭板块的外购煤占比提升拉低平均毛利率，电力板块的煤炭成本随煤价提升，煤化工板块的聚烯烃产品售价随需求恢复及油价提升而上涨。

2021年1-3月，公司煤炭板块合并抵消前营业收入563亿元，同比+37%；毛利润134亿元，同比+22%，主要由于煤价上涨和产量增长，外购煤占比提升拉低了毛利率。Q1煤炭产量0.78亿吨，同比+4.8%，销量1.15亿吨，同比+17.3%。销量增长主要来自外购煤，由于自产煤是公司主要的盈利来源，外购煤比例的提高拉低了整体毛利率，但不影响自产煤的盈利能力。外购煤比例提升主要由于去年同期需求受疫情严重影响，因此该比例去年基数偏低，今年需求旺盛，外购煤比例回升，但不影响自产煤销量的增长（主要取决于产量）。

吨煤售价475元/吨，同比+16%，同期环渤海指数+7%，秦皇岛现货指数+29%，神华的长协占比较高，价格较为稳定，平均售价同比增速与偏长协的环渤海指数增速和偏现货的秦皇岛指数增速取均值接近，符合预期。

长协煤来看，披露的年度长协煤价402元/吨（销量占比42.5%），同比+1%，我们推测增速偏低主要由于部分矿井证照问题解决后，露天矿产量占比提高，下水煤比例下降（公司Q1下水煤销量占比从去年同期的58%降至53%），煤价中运费含量下降，对实际毛利率影响较小；月度长协煤价575元/吨（销量占比41.1%），同比+35%。

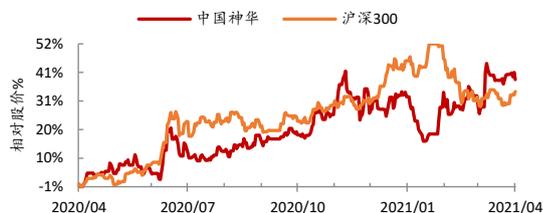
成本方面，煤炭板块合并抵消前营业成本429亿元，同比+42%，主要由于外购煤销售量占比及采购价格上涨。自产煤单位生产成本128.4元/吨，同比+0.7%，基本持平。

► **电力和铁路板块毛利润同比分别+16%/+10%，主要由于量的增长，业绩符合预期。**

2021年1-3月，公司合并抵消前电力和铁路毛利润分别为24/51

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	27.12
最新收盘价:	18.13
股票代码:	601088
52周最高价/最低价:	20.17/14.31
总市值(亿)	3,602.16
自由流通市值(亿)	3,602.16
自由流通股数(百万)	19,868.52



分析师: 洪奕昕
邮箱: hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080004
联系电话:

相关研究

1. 【华西煤炭】中国神华_神华1月煤炭产量大增，预计Q1业绩大增继续看好_20210222
2021.02.23
2. 【华西煤炭】中国神华_神华10月煤炭产量及铁路运量均超预期_20201116
2020.11.18
3. 【华西煤炭】中国神华(601088.SH)_神华Q3单季实现同比正增长，业绩超预期_20201026
2020.10.26

亿元，同比分别+16%/+10%。Q1 公司售电量 348.8 亿千瓦时，同比+26%，主要由于今年需求较强，以及去年疫情导致基数偏低。自有铁路运输周转量 738 亿吨公里，同比+13%，由于销量恢复，铁路运量亦有较快增长。

► 我们维持中国神华 2021-23 年盈利预测 452/460/460 亿元，同比分别+16%/+2%/0%，对应 PE 分别为 9/8/8 倍，维持目标价 27.12 元，重申“买入”评级。

强劲的需求下预计今年上半年乃至全年煤价中枢抬升，我们假设 2021-23 年秦皇岛 5500 大卡山西产动力末煤价格中枢 620/590/575 元/吨（2020 年中枢为 571 元/吨，从目前的煤价来看，该假设偏保守），维持公司 2021-23 年营业收入预测至 2531/2512/2501 亿元，同比增速分别为+9%/-1%/0%，维持归母净利润预测分别至 452/460/460 亿元，同比增速分别为 +16%/+2%/0%，EPS 分别为 2.28/2.31/2.32 元，以公司 2021 年 4 月 23 日收盘价 19.55 元测算，对应 PE 分别为 9/8/8 倍，考虑公司“现金牛”逻辑不改，维持目标价 27.12 元，重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统风险；煤炭产量不及预期；电价下降超预期；铁路运量不及预期；进口煤放松超预期；水电超预期；集团整合影响公司治理等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871	233,263	253,126	251,224	250,144
YoY (%)	-8.4%	-3.6%	8.5%	-0.8%	-0.4%
归母净利润(百万元)	43,250	39,170	45,223	45,951	46,025
YoY (%)	-1.4%	-9.4%	15.5%	1.6%	0.2%
毛利率 (%)	40.7%	40.4%	38.8%	39.4%	39.5%
每股收益 (元)	2.18	1.97	2.28	2.31	2.32
ROE	12.3%	10.9%	12.1%	11.8%	11.3%
市盈率	8.33	9.20	8.60	8.46	8.44

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	233,263	253,126	251,224	250,144	净利润	47,265	53,837	54,704	54,792
YoY (%)	-3.6%	8.5%	-0.8%	-0.4%	折旧和摊销	19,831	19,856	21,849	24,041
营业成本	139,023	154,916	152,270	151,339	营运资金变动	13,621	3,241	-568	-191
营业税金及附加	10,926	11,391	11,305	11,256	经营活动现金流	81,289	74,038	73,108	75,777
销售费用	555	602	598	595	资本开支	-20,183	-20,000	-20,000	-20,000
管理费用	18,072	18,984	18,842	18,761	投资	61,179	0	0	0
财务费用	1,188	1,049	917	781	投资活动现金流	32,048	-17,469	-17,488	-17,499
资产减值损失	1,523	500	500	500	股权募资	606	-21	0	0
投资收益	3,178	2,531	2,512	2,501	债务募资	9,940	0	0	0
营业利润	63,490	68,148	69,245	69,357	筹资活动现金流	-42,079	-30,158	-30,136	-30,136
营业外收支	-828	0	0	0	现金净流量	71,127	26,412	25,484	28,142
利润总额	62,662	68,148	69,245	69,357	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	15,397	14,311	14,541	14,565	成长能力				
净利润	47,265	53,837	54,704	54,792	营业收入增长率	-3.6%	8.5%	-0.8%	-0.4%
归属于母公司净利润	39,170	45,223	45,951	46,025	净利润增长率	-9.4%	15.5%	1.6%	0.2%
YoY (%)	-9.4%	15.5%	1.6%	0.2%	盈利能力				
每股收益	1.97	2.28	2.31	2.32	毛利率	40.4%	38.8%	39.4%	39.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	20.3%	21.3%	21.8%	21.9%
货币资金	127,457	153,869	179,353	207,495	总资产收益率 ROA	7.0%	7.7%	7.5%	7.2%
预付款项	4,426	4,932	4,848	4,818	净资产收益率 ROE	10.9%	12.1%	11.8%	11.3%
存货	12,750	14,208	13,965	13,880	偿债能力				
其他流动资产	27,596	28,888	28,764	28,694	流动比率	2.48	2.66	3.03	3.42
流动资产合计	172,229	201,896	226,930	254,887	速动比率	2.19	2.37	2.74	3.13
长期股权投资	49,492	49,492	49,492	49,492	现金比率	1.83	2.02	2.39	2.78
固定资产	219,043	215,967	210,992	203,920	资产负债率	23.9%	23.8%	22.7%	21.8%
无形资产	36,126	36,347	36,473	36,503	经营效率				
非流动资产合计	386,218	386,362	384,514	380,472	总资产周转率	0.42	0.43	0.41	0.39
资产合计	558,447	588,259	611,444	635,359	每股指标 (元)				
短期借款	5,043	5,043	5,043	5,043	每股收益	1.97	2.28	2.31	2.32
应付账款及票据	28,980	32,293	31,741	31,547	每股净资产	18.13	18.87	19.65	20.43
其他流动负债	35,470	38,653	38,186	38,004	每股经营现金流	4.09	3.73	3.68	3.81
流动负债合计	69,493	75,989	74,971	74,594	每股股利	1.81	1.51	1.51	1.51
长期借款	50,251	50,251	50,251	50,251	估值分析				
其他长期负债	13,573	13,573	13,573	13,573	PE	9.20	8.60	8.46	8.44
非流动负债合计	63,824	63,824	63,824	63,824	PB	0.99	0.96	0.92	0.89
负债合计	133,317	139,813	138,795	138,418					
股本	19,890	19,869	19,869	19,869					
少数股东权益	64,941	73,555	82,307	91,074					
股东权益合计	425,130	448,445	472,649	496,941					
负债和股东权益合计	558,447	588,259	611,444	635,359					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队分析师，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。