

## 中国神华 (601088.SH) 业绩同比大增, 煤炭龙头低估值凸显

2021年08月29日

——公司中报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

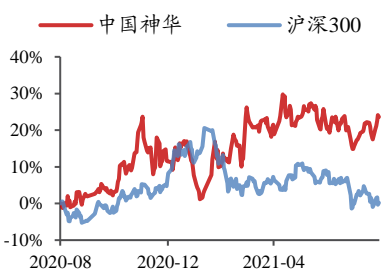
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/8/27
当前股价(元)	18.16
一年最高最低(元)	21.10/15.84
总市值(亿元)	3,608.12
流通市值(亿元)	2,994.77
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	11.17

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司中报业绩预告点评-煤炭量价齐升, 中报业绩大增》-2021.8.1

《公司一季报点评报告-一季度煤价大涨, 业绩改善如期兑现》-2021.4.24

《公司年报点评报告-煤炭龙头经营稳健, 超高比例分红凸显价值》-2021.3.28

### ● 业绩同比大增, 煤炭龙头低估值凸显。维持“买入”评级

公司发布中报, 2021H1 实现营业收入 1440 亿元 (同比+37.1%); 归母净利润 260 亿元 (同比+26%); 扣非后归母净利润 256 亿元 (同比+25.6%)。2021Q2 实现归母净利润约 144 亿元, 环比+24.1%。我们维持盈利预测, 预计 2021-2023 年实现归母净利润 497/503/507 亿元, 同比增长 26.9%/1.2%/0.7%; EPS 分别为 2.50/2.53/2.55 元, 对应当前股价, PE 分别为 7.3/7.2/7.1 倍。相较于向好的业绩表现, 当前估值明显偏低, 看好估值修复。维持“买入”评级。

### ● 量价齐升, 煤炭主业盈利性大幅提升

产销量同比增长。2021 年上半年公司累计实现煤炭产/销量 152.4/240.8 百万吨, 同比分别增长 4.7%/17.3%; 其中 Q2 实现产/销量 74.4/125.4 百万吨, 环比 -4.5%/+8.7%。H1 增量主因保供支持产能积极释放, 其中 Q2 产量环比小降或受到七一前夕产地停减产影响。煤价大涨, 长协创新高。H1 煤炭综合均价 499 元/吨 (同比+25.4%), 月度长协价突破 600 元/吨创下历史新高, 其中 Q2 均价 521 元/吨 (环比+9.7%)。成本同比增高。H1 自产煤吨煤成本 136 元/吨 (同比+16.5%), 主因人工成本提升 (工资上涨及社保缴费增长)。煤炭盈利性大幅提升。自产煤吨煤毛利 363 元/吨 (同比+29.1%), 煤炭板块实现毛利 297 亿元 (同比+23.3%)。

### ● 非煤业务明显放量, 燃煤涨价拖累发电盈利

电力业务: 售电量大增, 但高煤价形成拖累。2021H1 售电量 72 十亿千瓦时 (同比+22.6%)。售电均价 333 元/兆瓦时, 同比基本持平。单位发电成本 319 元/兆瓦时 (同比+18%), 主要受燃煤价格上涨拖累。发电单位毛利受损明显, 同比下滑 49.1%; 电力总毛利 42 亿元 (同比-37.5%)。运输业务: 路港航运量大增。H1 铁路周转量/黄骅港装船量/航运周转量同比大增 12.5%/16.8%/23.5%, 主因煤炭销量增长带动。煤化工业务: 聚烯烃销量大增。H1 聚烯烃销量合计 37.1 万吨, 同比增长 7.2%, 受国际油价影响, 国内聚烯烃短期供不应求、价格上涨。

### ● 积极推动资源获取, 资本支出力度加大

2021H1 公司煤炭板块资本性支出达 94.4 亿元: 煤炭勘探支出 40 亿元 (同比+39.9 亿元), 主要用于新街台格庙南区探矿权获取, 储量 142 亿吨, 产能规模可达 6200 万吨; 煤矿开发开采支出 54.4 亿元 (同比+47 亿元), 主要用于宝日希勒矿区采矿权重估以及郭家湾煤矿二盘区等项目建设。同时, 公司露天矿用地审批, 上湾矿、补连塔矿、万利一矿周边资源权证获取均有序推进。远期产能增长仍有空间。

### ● 风险提示: 经济恢复不及预期; 年度长协煤基准价下调

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871	233,263	256,644	261,492	265,522
YOY(%)	-8.4	-3.6	10.0	1.9	1.5
归母净利润(百万元)	43,250	39,170	49,696	50,291	50,663
YOY(%)	-1.4	-9.4	26.9	1.2	0.7
毛利率(%)	40.7	40.4	43.2	42.8	42.6
净利率(%)	17.9	16.8	19.4	19.2	19.1
ROE(%)	12.4	11.1	13.4	12.5	11.7
EPS(摊薄/元)	2.18	1.97	2.50	2.53	2.55
P/E(倍)	8.3	9.2	7.3	7.2	7.1
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	160,494	172,229	348,745	422,789	572,907
现金	51,481	127,457	268,803	350,022	502,078
应收票据及应收账款	10,436	11,759	13,801	11,736	14,248
其他应收款	2,464	3,415	2,585	3,617	2,712
预付账款	4,434	4,426	3,232	5,130	3,382
存货	12,053	12,750	10,879	13,865	11,487
其他流动资产	79,626	12,422	49,445	38,419	39,000
<b>非流动资产</b>	397,990	386,218	302,329	217,616	132,882
长期投资	40,475	49,492	50,692	51,992	53,292
固定资产	226,112	219,043	155,543	81,856	3,077
无形资产	37,059	36,126	34,961	33,774	32,563
其他非流动资产	94,344	81,557	61,133	49,995	43,950
<b>资产总计</b>	558,484	558,447	651,073	640,405	705,788
<b>流动负债</b>	95,483	69,493	144,507	103,323	138,085
短期借款	835	5,043	5,043	5,043	5,043
应付票据及应付账款	25,043	28,980	26,402	30,320	27,758
其他流动负债	69,605	35,470	113,062	67,961	105,284
<b>非流动负债</b>	47,382	63,824	57,470	52,149	46,783
长期借款	40,403	53,492	48,143	42,794	37,444
其他非流动负债	6,979	10,332	9,328	9,356	9,338
<b>负债合计</b>	142,865	133,317	201,978	155,473	184,868
少数股东权益	63,691	64,941	75,211	85,605	96,075
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
资本公积	74,726	74,765	74,765	74,765	74,765
留存收益	244,139	257,741	287,724	318,067	348,633
<b>归属母公司股东权益</b>	351,928	360,189	373,884	399,328	424,845
负债和股东权益	558,484	558,447	651,073	640,405	705,788

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	63,106	81,289	125,862	39,287	115,409
净利润	51,540	47,265	59,967	60,685	61,133
折旧摊销	20,352	19,587	16,489	16,512	16,535
财务费用	2,515	1,188	1,176	1,164	1,153
投资损失	-2,624	-3,178	-1,250	-1,350	-1,350
营运资金变动	-10,401	16,006	50,376	-37,725	37,938
其他经营现金流	1,724	421	-896	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-46,307	32,048	57,505	73,265	68,312
资本支出	19,009	20,673	-221	20,361	20,338
长期投资	-27,974	59,829	-1,200	-0	-1,300
其他投资现金流	-55,272	112,550	56,084	93,626	87,350
<b>筹资活动现金流</b>	-37,172	-42,079	-42,020	-31,334	-31,665
短期借款	-1,165	4,208	-0	-0	-0
长期借款	-13,185	13,089	-5,349	-5,349	-5,349
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	6	39	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-22,828	-59,415	-36,671	-25,984	-26,316
<b>现金净增加额</b>	-20,036	71,127	141,346	81,218	152,056

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	241,871	233,263	256,644	261,492	265,522
营业成本	143,394	139,023	145,847	149,450	152,404
营业税金及附加	10,299	10,926	11,469	11,716	11,896
营业费用	640	555	649	653	661
管理费用	18,479	18,072	19,248	19,612	19,914
研发费用	940	1,362	1,027	1,046	1,062
财务费用	2,515	1,188	1,176	1,164	1,153
资产减值损失	-1,905	-1,523	1,000	1,000	1,000
其他收益	304	378	343	348	352
公允价值变动收益	160	-134	-0	-0	-0
投资净收益	2,624	3,178	1,250	1,350	1,350
资产处置收益	-19	-22	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	66,629	63,490	77,821	78,548	79,133
营业外收入	502	439	458	459	455
营业外支出	407	1,267	400	400	400
<b>利润总额</b>	66,724	62,662	77,879	78,607	79,188
所得税	15,184	15,397	17,912	17,922	18,055
<b>净利润</b>	51,540	47,265	59,967	60,685	61,133
少数股东损益	8,290	8,095	10,270	10,393	10,470
<b>归母净利润</b>	43,250	39,170	49,696	50,291	50,663
EBITDA	88,263	82,575	94,368	95,119	95,723
EPS(元)	2.18	1.97	2.50	2.53	2.55

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.4	-3.6	10.0	1.9	1.5
营业利润(%)	-8.9	-4.7	22.6	0.9	0.7
归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	26.9	1.2	0.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.7	40.4	43.2	42.8	42.6
净利率(%)	17.9	16.8	19.4	19.2	19.1
ROE(%)	12.4	11.1	13.4	12.5	11.7
ROIC(%)	13.0	11.1	13.8	13.3	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.6	23.9	31.0	24.3	26.2
净负债比率(%)	0.3	-14.4	-46.2	-60.6	-86.6
流动比率	1.7	2.5	2.4	4.1	4.1
速动比率	1.0	2.1	2.1	3.6	3.8
<b>营运能力</b>					
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	20.1	20.5	20.4
应付账款周转率	5.5	5.1	5.3	5.3	5.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.97	2.50	2.53	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	6.33	1.98	5.81
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	18.82	20.10	21.38
<b>估值比率</b>					
P/E	8.3	9.2	7.3	7.2	7.1
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.4	4.4	2.3	1.5	-0.0

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn