

中国神华 (601088)

证券研究报告

2021年08月28日

上半年业绩增长 26%，设立基金投资低碳产业

事件：

2021年8月28日，公司发布2021年半年度报告。上半年，公司实现营业收入1439.79亿元，同比+37.1%；归母净利润260.26亿元，同比+26.0%。分单季度看，二季度公司实现营业收入763.71亿元，环比+12.96%，同比+41.59%；归母净利润144.15亿元，环比+24.15%，同比+32.84%。

点评：

1. 煤价上涨使收入与成本齐升，成本增幅大于收入导致煤炭业务毛利率小幅下降 2.9pct。公司煤炭业务实现营业收入1233.96亿元，同比增长46.5%，占总营收的85.7%。其中商品煤产量1.524亿吨，同比增长4.7%；煤炭销售量2.408亿吨，同比增长17.3%。**售价方面**，上半年煤炭市场需求旺盛，煤炭价格上涨，公司实现平均煤炭销售价格499元/吨，同比增长25.4%。成本方面，受煤炭市场需求旺盛和煤价上涨影响，公司外购煤销售量和单位采购成本同比分别增长39.7%和55.5%，导致煤炭业务营业成本同比增长52.4%，至937.14亿元。在营业成本增幅大于营业收入的情况下，上半年煤炭业务毛利率为24.1%，同比下降2.9pct。

2. 燃煤采购价上涨导致发电业务成本大幅增长，从而影响发电业务毛利率下降 10.8pct。公司发电业务实现营业收入271.8亿元，同比增长20.2%，占总营收的18.88%。上半年公司实现发电量770.4亿千瓦时，同比增长22.6%，总售电量720.4亿千瓦时，同比增长22.6%，占同期全社会用电量的1.8%。**售价方面**，公司平均售电价333元/兆瓦时，同比小幅下降1.2%。成本方面，燃煤采购价格上涨导致发电业务营业成本同比增长37.8%，至229.82亿元。成本增幅大于收入，上半年发电业务毛利率为15.4%，同比下降10.8pct。

3. 各运输业务量均实现同比增加，带动运输业务总营业收入增长。2021年上半年公司运输业务实现营业收入260.68亿元，同比上升16.23%，占总营收的18.11%。受煤炭销售量增长等因素影响，公司自有铁路运输周转量实现1500亿吨公里，同比上升12.5%。黄骅港和神华天津煤码头装船量分别同比增长16.8%和6.0%。航运周转量530亿吨海里，同比上升23.5%。受到运输业务量增长的影响，叠加铁路修理费用同比增长、船舶租赁费上涨等因素，2021年上半年运输业务整体毛利率为47.92%，较20年同期下降0.93pct。

4. 聚烯烃产品量价齐升，煤化工业务毛利上涨 25.5pct。2021年上半年，公司煤化工业务实现营业收入32.60亿元，同比上升35.3%，占总营收的2.26%。子公司包头煤化工生产设备保持稳定高负荷运行，使产品产量达到商业化运行以来同期最高值，聚烯烃产品产量达36.31万吨，同比增长4.64%。聚乙烯销售量19.02万吨，同比增长4.5%；聚丙烯销售量18.09万吨，同比增长10.2%。**售价方面**，受国际石油价格等因素影响，国内聚烯烃产品短期供不应求、价格上涨，聚乙烯销售价格为6522元/吨，同比上涨27.9%，聚丙烯销售价格为6905元/吨，同比上涨22.0%。在聚烯烃综合能耗同比下降4.88%，单产品水耗同比下降1.1%的情况下，公司成本基本与上年持平，从而影响上半年煤化工业务毛利率为27.8%，同比增长25.5pct。

投资建议：受益于煤炭价格以及销售量的大幅上涨，公司上半年业绩同比增长26%。在煤炭结构性、时段性、区域性供应仍将偏紧的情况下，我们将公司21-23年净利润由443.06/466.21/482.10亿元调整至499.93/512.55/530.59亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；行业发展不及预期；基金设立不及预期等

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	18.16元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	19,868.52
流通A股股本(百万股)	16,491.04
A股总市值(百万元)	360,812.32
流通A股市值(百万元)	299,477.25
每股净资产(元)	17.67
资产负债率(%)	29.71
一年内最高/最低(元)	21.10/15.52

作者

彭鑫	分析师
SAC执业证书编号：S1110518110002	
pengxin@tfzq.com	
吴鑫涛	联系人
wuxintao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国神华-季报点评:公司业绩稳步增长，设立合资公司深化转型升级》2021-04-24
- 《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

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	262,495.30	265,286.72	268,190.47
增长率(%)	(8.42)	(3.56)	12.53	1.06	1.09
EBITDA(百万元)	93,091.00	87,899.00	79,883.62	81,187.36	83,995.77
净利润(百万元)	43,250.00	39,170.00	49,993.01	51,254.91	53,058.95
增长率(%)	(1.41)	(9.43)	27.63	2.52	3.52
EPS(元/股)	2.18	1.97	2.52	2.58	2.67
市盈率(P/E)	8.34	9.21	7.22	7.04	6.80
市净率(P/B)	1.03	1.00	0.94	0.87	0.81
市销率(P/S)	1.49	1.55	1.37	1.36	1.35
EV/EBITDA	3.56	3.61	3.16	3.20	1.69

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 事件

2021年8月28日，公司发布2021年半年度报告。上半年，公司实现营业收入1439.79亿元，同比+37.1%；归母净利润260.26亿元，同比+26.0%。分单季度看，二季度公司实现营业收入763.71亿元，环比+12.96%，同比+41.59%；归母净利润144.15亿元，环比+24.15%，同比+32.84%。

2. 点评：

1. 煤炭分部：煤价上涨使收入与成本齐升，成本增幅大于收入导致煤炭业务毛利率小幅下降 2.9pct。公司煤炭业务实现营业收入1233.96亿元，同比增长46.5%，占总营收的85.7%。其中商品煤产量1.524亿吨，同比增长4.7%；煤炭销售量2.408亿吨，同比增长17.3%。**售价方面**，上半年煤炭市场需求旺盛，煤炭价格上涨，公司实现平均煤炭销售价格499元/吨，同比增长25.4%。**成本方面**，受煤炭市场需求旺盛和煤价上涨影响，公司外购煤销售量和单位采购成本同比分别增长39.7%和55.5%，导致煤炭业务营业成本同比增长52.4%，至937.14亿元。在营业成本增幅大于营业收入的情况下，上半年煤炭业务毛利率为24.1%，同比下降2.9pct。

2. 发电分部：燃煤采购价上涨导致发电业务成本大幅增长，从而影响发电业务毛利率下降 10.8pct。公司发电业务实现营业收入271.8亿元，同比增长20.2%，占总营收的18.88%。上半年公司实现发电量770.4亿千瓦时，同比增长22.6%，总售电量720.4亿千瓦时，同比增长22.6%，占同期全社会用电量的1.8%。**售价方面**，公司平均售电价333元/兆瓦时，同比小幅下降1.2%。**成本方面**，燃煤采购价格上涨导致发电业务营业成本同比增长37.8%，至229.82亿元。成本增幅大于收入，上半年发电业务毛利率为15.4%，同比下降10.8pct。

3. 运输分部：各运输业务量均实现同比增加，带动运输业务总营业收入增长。2021年上半年公司运输业务实现营业收入260.68亿元，同比上升16.23%，占总营收的18.11%。受煤炭销售量增长等因素影响，公司自有铁路运输周转量实现1500亿吨公里，同比上升12.5%。黄骅港和神华天津煤码头装船量分别同比增长16.8%和6.0%。航运周转量530亿吨海里，同比上升23.5%。受到运输业务量增长的影响，叠加铁路修理费用同比增长、船舶租赁费上涨等因素，2021年上半年运输业务整体毛利率为47.92%，较20年同期下降0.93pct。

4. 煤化工分部：聚烯烃产品量价齐升，煤化工业务毛利上涨 25.5pct。2021年上半年，公司煤化工业务实现营业收入32.60亿元，同比上升35.3%，占总营收的2.26%。子公司包头煤化工生产设备保持稳定高负荷运行，使产品产量达到商业化运行以来同期最高值，聚烯烃产品产量达36.31万吨，同比增长4.64%。聚乙烯销售量19.02万吨，同比增长4.5%；聚丙烯销售量18.09万吨，同比增长10.2%。**售价方面**，受国际石油价格等因素影响，国内聚烯烃产品短期供不应求、价格上涨，聚乙烯销售价格为6522元/吨，同比上涨27.9%，聚丙烯销售价格为6905元/吨，同比上涨22.0%。在聚烯烃综合能耗同比下降4.88%，单产品水耗同比下降1.1%的情况下，公司成本基本与上年持平，从而影响上半年煤化工业务毛利率为27.8%，同比增长25.5pct。

5. 积极落实“碳中和”目标，公司节能减排初有成效。能源结构转型方面，公司出资40亿元参与设立国能新能源产业投资基金，已陆续投资风电和光伏等新能源项目。公司出资设立的国能（潍坊）能源有限责任公司，完成25万千瓦光伏项目立项工作，远距离蒸汽输送项目已完成设计。**节能减排技术创新与应用方面**，公司强化煤电节能改造，推进综合能源开发利用，能耗指标持续改善。上半年本集团燃煤电厂售电标煤耗300克/千瓦时（2020年上半年：310克/千瓦时），同比减少10克/千瓦时。煤化工分部单位聚烯烃综合能耗同比下降4.88%，单位产品水耗同比下降1.1%。**碳捕集技术研究与应用方面**，上半年，锦界能源15万吨/年燃煤电厂燃烧后二氧化碳捕集和封存全流程示范项目顺利投运，为我国燃煤电站推进实现“近零排放”提供了技术支撑。**实施生态治理，增加碳汇方面**，公司积极参与建设“国家能源集团生态林”，上半年新增绿化面积3,971.84万平方米。

6. 参与设立国能低碳基金，开拓绿色低碳领域业务。公司拟作为有限合伙人以自有资金出资 20 亿元参与设立国能低碳基金。国能低碳基金整体规模 60.01 亿元，有限合伙人包括中国神华（出资比例 33.33%）、国能资本（出资比例 33.33%）、龙源电力（出资比例 16.66%）、国电电力（出资比例 16.66%），国能基金管理公司担任普通合伙人及基金管理人。基金存续期 8 年，其中投资期 3 年（若基金投资进度未达预期，基金管理人有权将投资期限延长 1 年），其后为退出期。基金投资范围主要为绿色低碳项目的股权投资及并购，要求该类投资占比不低于基金投资规模的 80%。公司参与本次投资可以有效利用现有资金，提高资金使用效率，并间接开拓绿色低碳业务领域。

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	165,641.84	169,290.69	307,105.97
应收票据及应收账款	10,436.00	11,759.00	15,835.29	5,780.09	5,906.62
预付账款	4,434.00	4,426.00	3,596.65	5,433.67	3,871.19
存货	12,053.00	12,750.00	13,376.98	14,063.17	12,606.35
其他	82,090.00	15,837.00	77,465.68	59,263.53	50,415.53
流动资产合计	160,494.00	172,229.00	275,916.45	253,831.15	379,905.67
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	650,956.57	617,710.83	724,853.81
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	34,355.84	29,131.00	35,285.66
其他	69,605.00	35,470.00	108,801.42	39,780.71	97,436.63
流动负债合计	95,483.00	69,493.00	143,992.26	69,746.71	133,557.29
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	193,153.60	118,766.49	183,122.99
少数股东权益	63,691.00	64,941.00	75,432.64	85,821.06	96,772.17
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	362,501.81	393,254.75	425,090.12
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	457,802.97	498,944.34	541,730.82
负债和股东权益总计	558,484.00	558,447.00	650,956.57	617,710.83	724,853.81

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	51,540.00	47,265.00	49,993.01	51,254.91	53,058.95
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	1,220.72	610.16	616.84
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	29,059.24	(54,782.50)	76,314.36
其它	3,026.00	(58,199.00)	10,551.64	10,448.42	11,011.11
经营活动现金流	63,106.00	81,289.00	100,956.59	17,843.42	151,402.96
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)	(4,886.20)	3,538.84	3,532.16
其他	(87,233.00)	(102,969.00)	(87,416.21)	(72,763.96)	(73,246.58)
筹资活动现金流	(37,172.00)	(42,079.00)	(44,189.41)	(21,351.12)	(22,467.42)
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	38,184.84	3,648.85	137,815.28

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	262,495.30	265,286.72	268,190.47
营业成本	143,394.00	139,023.00	166,425.46	168,357.79	168,593.09
营业税金及附加	10,299.00	10,926.00	10,499.81	10,611.47	10,727.62
营业费用	640.00	555.00	524.99	530.57	536.38
管理费用	18,479.00	18,072.00	19,949.64	20,161.79	20,382.48
研发费用	940.00	1,362.00	603.74	610.16	616.84
财务费用	2,515.00	1,188.00	1,220.72	610.16	616.84
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	65,030.93	66,464.78	68,977.23
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	64,004.93	65,438.78	67,951.23
所得税	15,184.00	15,397.00	3,520.27	3,795.45	3,941.17
净利润	51,540.00	47,265.00	60,484.66	61,643.33	64,010.06
少数股东损益	8,290.00	8,095.00	10,491.64	10,388.42	10,951.11
归属于母公司净利润	43,250.00	39,170.00	49,993.01	51,254.91	53,058.95
每股收益(元)	2.18	1.97	2.52	2.58	2.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-8.42%	-3.56%	12.53%	1.06%	1.09%
营业利润	-8.91%	-4.71%	2.43%	2.20%	3.78%
归属于母公司净利润	-1.41%	-9.43%	27.63%	2.52%	3.52%
获利能力					
毛利率	40.71%	40.40%	36.60%	36.54%	37.14%
净利率	17.88%	16.79%	19.05%	19.32%	19.78%
ROE	12.29%	10.87%	13.07%	12.41%	11.92%
ROIC	16.39%	15.22%	19.61%	23.04%	21.01%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	25.58%	23.87%	29.67%	19.23%	25.26%
净负债率	-0.42%	-15.10%	-25.67%	-24.33%	-47.97%
流动比率	1.68	2.48	1.92	3.64	2.84
速动比率	1.55	2.29	1.82	3.44	2.75

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	20.59	21.02	19.03	24.55	45.90
存货周转率	21.97	18.81	20.09	19.34	20.11
总资产周转率	0.42	0.42	0.43	0.42	0.40

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.18	1.97	2.52	2.58	2.67
每股经营现金流	3.18	4.09	5.08	0.90	7.62
每股净资产	17.71	18.13	19.25	20.79	22.40

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	8.34	9.21	7.22	7.04	6.80
市净率	1.03	1.00	0.94	0.87	0.81
EV/EBITDA	3.56	3.61	3.16	3.20	1.69
EV/EBIT	4.50	4.58	3.81	3.87	2.04

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