

中国神华 (601088.SH)

Q3 长协售价大幅上调, 量价齐升业绩可期

事件: 公司发布 2021 年半年报。2021 年上半年, 公司实现营业收入 1439.8 亿元, 同比增长 37.1%; 实现归母净利润 260.3 亿元, 同比增长 26%; 实现扣非归母净利润 255.6 亿元, 同比增长 25.6%。

Q2 单季盈利创历史新高, 运营稳中有进、进中向好。集团退出沃特马克项目开发权益取得 4.7 亿资产处置收益, 叠加公司煤炭售价增长、烯烃量价齐升, 2021 年 Q2 实现营业收入 763.7 亿元, 同比增长 41.6%, 环比增长 13%; 实现归母净利润 144.2 亿元, 同比增长 32.8%, 环比增长 24.2%, 创历史新高。

煤炭: 调整销售结构, 释放业绩弹性, Q3 年度长协大幅上涨, 业绩可期。2021 年上半年, 公司煤炭板块实现收入 1234 亿元, 同比增长 46.5%; 实现毛利 296.8 亿元, 同比增长 23.3%; 毛利率为 24.1%, 同比下降 4.5pct。其中, Q2 单季实现收入 670.7 亿元, 同比增长 55.5%, 环比增长 19.1%; 实现毛利 162.5 亿元, 同比增长 39.3%, 环比增长 20.9%。**产销方面,**公司 H1 商品煤产量/销量 1.5/2.4 亿吨, 同比增长 4.7%/17.3%; 其中 Q2 商品煤产量/销量 0.7/1.3 亿吨, 同比增长 4.5%/17.3%, 环比增长 -4.6%/8.7%。**售价方面,**上半年公司吨煤售价 499 元/吨, 同比增长 25.4%, 主因公司月度长协占比增加 6.9pct, 释放业绩弹性; 其中, **年度长协售价 412 元/吨, 同比+7.9%, 月度长协价 614 元/吨, 同比+39.2%。****成本方面,**上半年公司自产煤吨成本 135.9 元/吨, 同比上涨 8%, 主因提前计提安全维简费、计提职工工资、社保减免取消。**矿权方面,**为加快推进矿业用地申请及资源获取工作, 保障煤矿生产连续稳定, 黑岱沟、哈尔乌素露天矿新增 611 公顷用地, 已取得部分批准手续; 宝日希勒露天矿 600 公顷采掘场续用地, 正在履行报批程序; 新街台格庙南区取得详查勘查许可证。**展望未来,**尽管八月电厂用煤紧张状况或有缓解, 但东北采暖用煤仍将价格形成支撑, 叠加部分刚需仍有补库需求, 预计价格难以顺畅下跌, 跌幅有限。进入 10 月下旬后, “迎峰度冬”旺季的逐渐到来, 国内安监、环保压力仍存, 且进口煤短期补充作用有限, 届时煤价有望展开一轮强势反弹, 全年中枢或上移至 900~950 元/吨, 较 2020 年均价上涨 320~370 元/吨。公司长协煤严格按照发改委规定的“基准价+浮动价”的定价机制执行, 考虑到长协定价的滞后性, 公司 Q3 售价大概率继续上移, 下半年业绩可期 (Q5500 长协售价: Q1 均价 590 元/吨、Q2 均价 596 元/吨、Q3 均价 658 元/吨)。

电力: 燃料成本上升致毛利率下滑, 下半年电价存上调预期。2021 年上半年, 电力板块实现收入 271.8 亿元, 同比增长 20.2%; 实现毛利 42 亿元, 同比下降 37.5%; 因燃煤价格上涨导致燃煤成本增长, 毛利率为 15.5%, 同比下降 14.3pct。**产销方面,**公司上半年发电量/售电量 770.4/720.4 亿千瓦时, 同比增长 22.6%/22.6%, 平均利用小时数 2,464 小时 (同比+21.3%)。**售价方面,**公司上半年综合售电价 333 元/兆瓦时, 同比下降 1.2%。6 月, 发改委发文指出, 下一步将完善居民阶梯电价制度, 逐步缓解电价交叉补贴, 使电力价格更好地反映供电成本, 还原电力价格属性, 下半年电价存上调预期。

运输&煤化工: 业务全面向好。运输方面,因疫情影响基本消退、黄大铁路开通试运营, 公司周转量、海运价双双增长。公司 H1 自有铁路运输周转量 1500 亿吨公里, 同比提升 12.5%; 航运周转量 530 亿吨海里, 同比提升 23.5%。2021 年 H1 运输板块实现毛利 124.9 亿元, 同比下降 3.9%, 主因船舶租赁费上涨。**煤化工方面,**公司上半年聚乙烯、聚丙烯销售量分别为 19 万吨、18.1 万吨, 分别同比提升 4.5%、10.2%, 因烯烃销售量、销价同比增长, 公司煤化工板块实现毛利 9.1 亿元, 同比增长 365.1%。毛利率为 27.8%, 同比提升 19.7pct。

投资建议。预计公司 2021 年~2023 年实现归母净利润 549 亿元、561 亿元、570 亿元, EPS 分别为 2.76 元、2.82 元、2.87 元, 对应 PE 分别为 6.6、6.4、6.3, 维持“买入”评级。

风险提示:煤价断崖式下跌, 长协基准价下调, 上网电价下调, 公司发生安全事故。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	241,871	233,263	274,807	284,413	292,166
增长率 yoy (%)	-8.4	-3.6	17.8	3.5	2.7
归母净利润 (百万元)	43,250	39,170	54,875	56,123	57,043
增长率 yoy (%)	-1.4	-9.4	40.1	2.3	1.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.18	1.97	2.76	2.82	2.87
净资产收益率 (%)	12.4	11.1	14.6	13.6	12.8
P/E (倍)	8.3	9.2	6.6	6.4	6.3
P/B (倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

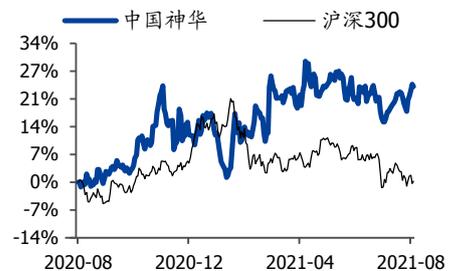
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	18.16
总市值(百万元)	360,812.32
总股本(百万股)	19,868.52
其中自由流通股(%)	83.00
30日日均成交量(百万股)	30.06

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱: jiangyuxin@gszq.com

相关研究

- 《中国神华 (601088.SH): 煤炭量价齐升, 各项业务全面向好》2021-04-25
- 《中国神华 (601088.SH): 分红比例高达 92%, 股息率高达 10%》2021-03-28
- 《中国神华 (601088.SH): 全年业绩略低于预期, 2 月长协售价有望创新高》2021-01-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	160494	172229	205692	197252	268245
现金	51481	127457	154872	149936	215228
应收票据及应收账款	10436	11759	14389	12673	15127
其他应收款	2464	3415	3511	3657	3706
预付账款	4434	4426	6012	4791	6306
存货	12053	12750	14486	13772	15456
其他流动资产	79626	12422	12422	12422	12422
非流动资产	397990	386218	423093	422363	418193
长期投资	40475	49492	59335	69197	79101
固定资产	226112	219043	250836	249038	243192
无形资产	37059	36126	34607	32554	30458
其他非流动资产	94344	81557	78314	71574	65442
资产总计	558484	558447	628785	619614	686438
流动负债	95483	69493	116795	80771	121044
短期借款	835	5043	5043	5043	5043
应付票据及应付账款	25043	28980	30342	31207	32455
其他流动负债	69605	35470	81409	44522	83546
非流动负债	47382	63824	56470	43336	29726
长期借款	40403	53492	46138	33004	19394
其他非流动负债	6979	10332	10332	10332	10332
负债合计	142865	133317	173264	124107	150770
少数股东权益	63691	64941	76457	87832	99606
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积	74726	74765	74765	74765	74765
留存收益	244139	257741	284298	311297	338824
归属母公司股东权益	351928	360189	379063	407675	436062
负债和股东权益	558484	558447	628785	619614	686438

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	63106	81289	117464	54832	123761
净利润	51540	47265	66391	67499	68817
折旧摊销	20352	19587	19107	21377	22422
财务费用	2515	1188	737	688	228
投资损失	-2624	-3178	-3360	-2347	-2410
营运资金变动	-10401	16006	34454	-32519	34570
其他经营现金流	1724	421	134	134	134
投资活动现金流	-46307	32048	-52756	-18434	-15976
资本支出	19009	20673	27032	-10592	-14074
长期投资	-27974	59829	-9843	-9862	-9904
其他投资现金流	-55272	112550	-35567	-38888	-39954
筹资活动现金流	-37172	-42079	-37293	-41334	-42494
短期借款	-1165	4208	0	0	0
长期借款	-13185	13089	-7354	-13134	-13610
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	-22828	-59415	-29939	-28201	-28884
现金净增加额	-20036	71127	27415	-4936	65291

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	241871	233263	274807	284413	292166
营业成本	143394	139023	152660	158390	163826
营业税金及附加	10299	10926	12872	13322	13685
营业费用	640	555	654	677	695
管理费用	18479	18072	21094	21830	22457
研发费用	940	1362	1336	1522	1492
财务费用	2515	1188	737	688	228
资产减值损失	-1905	-1523	1869	1962	2104
其他收益	304	378	0	0	0
公允价值变动收益	160	-134	-134	-134	-134
投资净收益	2624	3178	3360	2347	2410
资产处置收益	-19	-22	0	0	0
营业利润	66629	63490	86810	88235	89954
营业外收入	502	439	456	466	454
营业外支出	407	1267	1267	1267	1267
利润总额	66724	62662	85999	87433	89141
所得税	15184	15397	19608	19935	20324
净利润	51540	47265	66391	67499	68817
少数股东损益	8290	8095	11516	11375	11773
归属母公司净利润	43250	39170	54875	56123	57043
EBITDA	89793	86085	108042	111205	113252
EPS (元)	2.18	1.97	2.76	2.82	2.87

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-8.4	-3.6	17.8	3.5	2.7
营业利润(%)	-8.9	-4.7	36.7	1.6	1.9
归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	40.1	2.3	1.6
获利能力					
毛利率(%)	40.7	40.4	44.4	44.3	43.9
净利率(%)	17.9	16.8	20.0	19.7	19.5
ROE(%)	12.4	11.1	14.6	13.6	12.8
ROIC(%)	13.3	11.8	15.4	15.1	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	25.6	23.9	27.6	20.0	22.0
净负债比率(%)	0.3	-14.4	-19.6	-19.6	-32.9
流动比率	1.7	2.5	1.8	2.4	2.2
速动比率	1.0	2.1	1.5	2.1	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	20.6	21.0	21.0	21.0	21.0
应付账款周转率	5.5	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.97	2.76	2.82	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	5.91	2.76	6.23
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	19.08	20.52	21.95
估值比率					
P/E	8.3	9.2	6.6	6.4	6.3
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.4	4.2	3.2	3.2	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com