

中国神华 (601088.SH) Q3 业绩稳定释放, 煤炭龙头亟待价值重估

2021年10月24日

——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/10/22
当前股价(元)	21.63
一年最高最低(元)	24.45/16.20
总市值(亿元)	4,297.56
流通市值(亿元)	3,567.01
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	21.8

● Q3 业绩稳定释放, 煤炭龙头亟待价值重估。维持“买入”评级

公司发布三季报, 2021 前三季度实现营业收入 2330 亿元 (同比+40.2%); 归母净利润 408 亿元 (同比+21.4%); 扣非后归母净利润 404 亿元 (同比+26.4%)。Q3 单季实现归母净利润 147 亿元 (环比+2.2%), 环比增幅较小主因单季所得税额增加以及投资净收益负值影响。考虑到 Q4 煤价环比上涨趋势明显, 我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 560/586/608 (前值 497/503/507) 亿元, 同比增长 42.9/4.6%/3.8%; EPS 为 2.82/2.95/3.06 (前值 2.50/2.53/2.55) 元, 对应当前股价, PE 为 7.7/7.3/7.1 倍。在中长期煤炭供给偏紧预期下, 公司作为龙头有望持续高盈利, 当前较低估值亟待重估。维持“买入”评级。

● 前三季度煤炭量价齐升, Q3 煤价大涨带动利润大幅释放

产销量同比增长。Q1-Q3 实现煤炭产/销量 224/362 百万吨 (同比+3.5%/+11.8%), 销量增长主要源于外购煤销售; Q3 单季产销量环比略有下滑, 实现产/销量 72/121 百万吨 (环比-3.5%/-3.7%), 其中年度长协占比环比提升 5.2pct 至 45.2%。煤价大涨, 长协价创新高。Q1-Q3 综合均价 537 元/吨 (同比+33%); Q3 单季综合均价 613 元/吨 (环比+17.6%), 其中年度/月度长协价 471/827 元/吨 (环比+11.7%/+27.8%), 均创下单季度长协价新高。Q3 自产煤成本稳定, 外购煤推高成本。Q1-Q3 综合吨成本 414 元 (同比+37.6%); Q3 自产煤吨成本 147 元/吨 (环比-3%), 维持稳定。Q3 煤炭销售成本环比+18.5%, 主因外购煤涨价推高成本。煤炭盈利性大幅提升。Q1-Q3 自产煤吨煤毛利 398 元/吨 (同比+37.9%); Q3 单季吨毛利为 466 元/吨 (环比+23.6%), 煤炭板块实现毛利 204 亿元 (环比+25.6%)。

● 燃煤涨价拖累发电盈利, Q3 单季发电利润持续收缩

售电量大增, 但高煤价形成拖累。Q1-Q3 售电量 115 十亿千瓦时 (同比+21.3%), 售电均价同比基本持平, 单位成本同比+29.6%, 主要受燃煤价格上涨拖累。单位毛利受损明显, 同比下滑 54.3%。发电总毛利同比大降 44.5%。Q3 单季利润收缩明显, 发电单位成本/毛利分别环比+19%/-22%, 单季发电毛利环比-9.3%。

● Q4 煤价高位仍有支撑, 保供限价不改龙头高盈利

Q4 以来煤炭紧供给凸显, 煤价持续高景气, 近期港口煤价突破 2000 元高位, 10 月年度长协价环比大涨至 754 元/吨, 均利好公司 Q4 业绩释放。伴随保供增量释放以及限价政策加码, 超高现货煤价或面临回调, 但预期来看保供难改紧供给底色, 且从集团限价承诺来看, 现货煤价上限仍可达 1800 元高位, 长协价尚处低位仍有上行空间。Q4 业绩有望持续环比增长, 看好全年业绩表现。

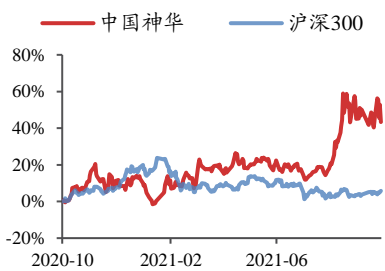
● 风险提示: 经济恢复不及预期; 年度长协煤基准价下调; 开采成本上升

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	345,257	356,953	361,471
YOY(%)	-8.4	-3.6	48.0	3.4	1.3
归母净利润(百万元)	43,250	39,170	55,973	58,565	60,807
YOY(%)	-1.4	-9.4	42.9	4.6	3.8
毛利率(%)	40.7	40.4	38.2	38.4	39.0
净利率(%)	17.9	16.8	16.2	16.4	16.8
ROE(%)	12.4	11.1	14.8	14.2	13.5
EPS(摊薄/元)	2.18	1.97	2.82	2.95	3.06
P/E(倍)	9.9	11.0	7.7	7.3	7.1
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司中报点评报告-业绩同比大增, 煤炭龙头低估值凸显》-2021.8.29

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	160,494	172,229	427,835	454,591	659,172
现金	51,481	127,457	323,401	380,008	564,098
应收票据及应收账款	10,436	11,759	22,626	12,233	23,141
其他应收款	2,464	3,415	4,656	3,810	4,806
预付账款	4,434	4,426	5,876	5,538	6,049
存货	12,053	12,750	21,830	14,582	22,078
其他流动资产	79,626	12,422	49,445	38,419	39,000
非流动资产	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
资产总计	558,484	558,447	730,163	672,207	792,053
流动负债	95,483	69,493	216,023	120,706	201,828
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	52,069	31,400	52,583
其他流动负债	69,605	35,470	158,911	84,263	144,202
非流动负债	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
负债合计	142,865	133,317	273,493	172,855	248,611
少数股东权益	63,691	64,941	76,509	88,612	101,178
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	291,511	326,846	363,532
归属母公司股东权益	351,928	360,189	380,161	410,740	442,264
负债和股东权益	558,484	558,447	730,163	672,207	792,053

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	63,106	81,289	180,460	17,814	151,580
净利润	51,540	47,265	67,541	70,669	73,373
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	97,399	-69,181	61,869
其他经营现金流	1,724	421	-896	-0	-0
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-37,172	-42,079	-42,020	-34,472	-35,802
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	-29,123	-30,453
现金净增加额	-20,036	71,127	195,944	56,607	184,090

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	241,871	233,263	345,257	356,953	361,471
营业成本	143,394	139,023	213,439	219,922	220,381
营业税金及附加	10,299	10,926	15,429	15,993	16,195
营业费用	640	555	873	892	900
管理费用	18,479	18,072	25,894	26,771	27,110
研发费用	940	1,362	1,381	1,428	1,446
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
营业利润	66,629	63,490	87,657	91,481	94,988
营业外收入	502	439	458	459	455
营业外支出	407	1,267	400	400	400
利润总额	66,724	62,662	87,715	91,540	95,043
所得税	15,184	15,397	20,175	20,871	21,670
净利润	51,540	47,265	67,541	70,669	73,373
少数股东损益	8,290	8,095	11,568	12,103	12,567
归母净利润	43,250	39,170	55,973	58,565	60,807
EBITDA	88,263	82,575	104,205	108,052	111,578
EPS(元)	2.18	1.97	2.82	2.95	3.06

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-8.4	-3.6	48.0	3.4	1.3
营业利润(%)	-8.9	-4.7	38.1	4.4	3.8
归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	42.9	4.6	3.8
获利能力					
毛利率(%)	40.7	40.4	38.2	38.4	39.0
净利率(%)	17.9	16.8	16.2	16.4	16.8
ROE(%)	12.4	11.1	14.8	14.2	13.5
ROIC(%)	13.0	11.1	15.3	15.1	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	25.6	23.9	37.5	25.7	31.4
净负债比率(%)	0.3	-14.4	-57.3	-64.8	-94.5
流动比率	1.7	2.5	2.0	3.8	3.3
速动比率	1.0	2.1	1.7	3.3	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.97	2.82	2.95	3.06
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	9.08	0.90	7.63
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	19.13	20.67	22.26
估值比率					
P/E	9.9	11.0	7.7	7.3	7.1
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.2	5.3	2.2	1.7	0.1

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