

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

杜冲

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

周杰

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

环比持续改善，全年业绩可期

2021 年 10 月 23 日

事件: 中国神华发布 2021 年三季度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 2329.49 亿元, 同比增长 40.24%; 利润总额 587.01 亿元, 同比增长 17.41%, 归母净利润 407.51 亿元, 同比增长 21.42%, 扣除非经常性损益后的净利润 403.69 亿元, 同比增长 26.4%; 经营活动产生的现金流净额为 675.06 亿元, 同比下降 5.6%; 基本每股收益 2.05 元, 同比增长 21.6%。

公司第三季度实现营业收入 889.70 亿元, 同比增长 45.6%, 环比增加 16.5%。利润总额 213.06 亿元, 同比增加 13.9%, 环比增加 8.0%; 归母净利润 147.25 亿元, 同比增加 14.1%, 环比增加 2.2%; 扣非后归母净利润 148.07 亿元, 同比增加 27.9%, 环比增加 5.9%; 基本每股收益 0.74 元, 同比增加 14.2%, 环比增加 1.4%。

点评:

➤ **煤炭板块: Q3 产销量环比小幅下滑, 价格继续攀升。**2021 前三季度公司煤炭产量 2.24 亿吨 (YOY+3.5%), 销售量 3.62 亿吨 (YOY+11.8%), 实现煤炭综合销售价格 537 元/吨, 同比上涨 32.9%, 煤炭板块实现营业收入 1997.71 亿元, 同比增加 48.0%; 其中 Q3 煤炭产量 0.72 亿吨 (同比增加 1.0%, 环比下降 3.5%), 销售量 1.21 亿吨 (同比增加 2.2%, 环比下降 3.7%), 测算实现煤炭综合销售价格 613 元/吨, 同比上涨 47.9%, 环比上涨 17.6%, 煤炭板块营业收入 740.20 亿元, 同比增加 47.1%, 环比增加 13.3%。公司自产煤单位生产成本 139.3 元/吨 (YOY+10.8%), 其中计提职工工资和社保缴费增长, 导致人工成本上涨 18.7%; 计提但未使用的安全维简费同比增长, 带来其他成本增加 20.3%。此外, 叠加外购煤销售量占比及采购价格上涨因素, 煤炭板块营业成本同比大幅增加 50.4%, 导致毛利率略有降低 (25.1%), 同比下降 1.2 个百分点。展望四季度, 迎峰度冬旺季来临, 动力煤价格高位维持, 煤炭板块营收表现有望稳中有增、持续改善。

➤ **电力板块: 电价小幅上涨, 平抑高煤价对业绩的负面冲击。**中国神华报告期内实现发电量 123.03 十亿千瓦时、售电量 115.29 十亿千瓦时, 同比分别增长 21.1%、21.3%, 平均利用小时数 3882 小时, 同比上升 18.2%, 加权平均售电价格 336 元/兆瓦时, 较去年同期 (334 元/兆瓦时) 小幅上涨。受销售量增加影响, 电力板块营业收入 (453.19 亿元) 同比增加 27.2%。同期, 营业成本受燃煤成本增长影响同比大增 49.8%, 导致电力板块整体毛利率同比下降 13.1 个百分点。四季度预计煤价高位震荡, 燃煤成本将居高不下, 但是 2021 年 10 月 11 日国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》, 伴随有序放开全部燃煤发电电量上网电价和扩大市场交易电价上下浮动范围 (20%) 政策的落地实施, 中国神华的售电价格有望进一步上涨, 或将有效传导燃煤成本上涨的压力, 平抑高煤价对电力板块盈利的负面冲击。

- **运输及煤化工：业务量同比增加，经营效率同步提升。**报告期内，自有铁路运输周转量 221.60 十亿吨公里（YOY+6.2%），港口下水煤销量 192.9 百万吨（YOY+4.7%），航运货运量 91.1 百万吨（YOY+9.2%），煤化工销售量（聚乙烯+聚丙烯）530.2 千吨（YOY+1.0%）。其中，三季度受煤炭产销量小幅下降以及设备停产检修等因素影响，运输及煤化工板块业务量环比小幅下滑，其中：自有铁路运输周转量 71.60 十亿吨公里（环比-6.0%），港口下水煤销量 60.7 百万吨（环比-8.3%），煤化工销售量（聚乙烯+聚丙烯）159.1 千吨（环比-14.7%）。经营成果方面，铁路、港口、航运、煤化工分别实现营业收入 299.30、48.32、43.23、47.34 亿元，同比增加 4.6%、0.8%、98.0%、25.2%；实现毛利 150.68、24.50、9.00、11.97 亿元，同比增加 8.6%、2.7%、322.5%、429.6%；毛利率分别为 50.3%、50.7%、20.8%、25.3%，同比上升 1.8、上升 0.9、上升 11.0、上升 19.3 个百分点。
- **受多方面因素影响，Q3 环比业绩弹性受抑制。**1) 三季度所得税费用环比增加 16.51 亿，主因为部分煤炭子分公司汇算清缴上年度企业所得税时多缴税额抵减了 Q2 所得税，导致二季度 27.73 亿所得税金额偏低（所得税税率 14.1%），三季度所得税计提、缴纳恢复正常（所得税税率 20.8%）；2) 二季度因退出沃特马克项目开发权益后取得澳大利亚新南威尔士州政府支付的对价款（1 亿澳币），导致资产处置收益 4.69 亿元，而截至三季度末资产处置收益未发生明显变化；3) 三季度对包括电厂等在内的联营及合营企业亏损增加，导致投资收益环比亏损增加 3.72 亿元；4) 煤炭产销量、铁路周转量和煤化工销量均出现下滑，叠加燃煤成本上升导致电力板块盈利不佳，共同拖累三季度业绩弹性。
- **盈利预测与投资评级。**煤炭价格大幅上涨并将高位运行，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 2908.27、2961.62、3010.41 亿元，实现归母净利润分别为 526.93、545.40、570.51 亿元，每股收益分别为 2.65、2.74、2.87 元。中国神华的特许经营属性使得经营业绩具备高确定性和强稳定性，以及一体化运营各版块成长性能够释放足够的向上业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险因素：**煤矿产能释放受限、行业政策的不确定性、资本开支和现金分红风险、煤炭价格大幅下跌。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	241,871	233,263	290,827	296,162	301,041
增长率 YoY %	-8.4%	-3.6%	24.7%	1.8%	1.6%
归属母公司净利润(百万元)	43,250	39,170	52,693	54,540	57,051
增长率 YoY%	-1.4%	-9.4%	34.5%	3.5%	4.6%
毛利率%	40.7%	40.4%	40.1%	41.3%	41.8%
净资产收益率 ROE%	12.3%	10.9%	13.2%	12.3%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	2.18	1.97	2.65	2.74	2.87
市盈率 P/E(倍)	8.38	9.14	8.16	7.88	7.53
市净率 P/B(倍)	1.03	0.99	1.07	0.97	0.88

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	160,494	172,229	238,311	282,486	333,640	
货币资金	51,481	127,457	187,088	230,438	281,300	
应收票据	2,589	3,961	4,330	4,616	4,622	
应收账款	7,847	7,798	9,627	9,836	9,987	
预付账款	4,434	4,426	5,491	5,495	5,535	
存货	12,053	12,750	15,527	15,636	15,715	
其他	82,090	15,837	16,248	16,465	16,482	
非流动资产	397,990	386,218	400,748	411,782	424,284	
长期股权投资	40,475	49,492	49,492	49,492	49,492	
固定资产（合计）	226,112	219,043	229,017	235,648	243,700	
无形资产	37,059	36,126	35,682	35,086	34,535	
其他	94,344	81,557	86,557	91,557	96,557	
资产总计	558,484	558,447	639,059	694,269	757,924	
流动负债	95,483	69,493	89,436	86,151	88,037	
短期借款	835	5,043	0	0	0	
应付票据	792	1,108	1,246	1,290	1,285	
应付账款	24,251	27,872	33,094	33,617	33,690	
其他	69,605	35,470	55,096	51,244	53,062	
非流动负债	47,382	63,824	73,824	78,824	83,824	
长期借款	36,943	50,251	60,251	65,251	70,251	
其他	10,439	13,573	13,573	13,573	13,573	
负债合计	142,865	133,317	163,260	164,975	171,861	
少数股东权益	63,691	64,941	75,831	87,102	98,892	
归属母公司股东权	351,928	360,189	399,968	442,191	487,170	
负债和股东权益	558,484	558,447	639,059	694,269	757,924	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	241,871	233,263	290,827	296,162	301,041	
同比（%）	-8.4%	-3.6%	24.7%	1.8%	1.6%	
归属母公司净利润	43,250	39,170	52,693	54,540	57,051	
同比（%）	-1.4%	-9.4%	34.5%	3.5%	4.6%	
毛利率（%）	40.7%	40.4%	40.1%	41.3%	41.8%	
ROE%	12.3%	10.9%	13.2%	12.3%	11.7%	
EPS（摊薄）(元)	2.18	1.97	2.65	2.74	2.87	
P/E	8.38	9.14	8.16	7.88	7.53	
P/B	1.03	0.99	1.07	0.97	0.88	
EV/EBITDA	4.08	3.54	3.20	2.67	2.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	241,871	233,263	290,827	296,162	301,041	
营业成本	143,394	139,023	174,152	173,718	175,148	
营业税金及附加	10,299	10,926	13,622	13,872	14,101	
销售费用	640	555	692	705	716	
管理费用	18,479	18,072	22,532	22,945	23,323	
研发费用	940	1,362	1,698	1,729	1,758	
财务费用	2,515	1,188	744	273	-139	
减值损失合	1,905	1,523	-1,346	-1,350	-1,348	
投资净收益	2,624	3,178	5,804	3,214	3,508	
其他	-3,504	-3,348	444	452	459	
营业利润	66,629	63,490	82,289	85,236	88,753	
营业外收支	95	-828	-88	-154	74	
利润总额	66,724	62,662	82,201	85,082	88,827	
所得税	15,184	15,397	18,619	19,271	19,986	
净利润	51,540	47,265	63,583	65,811	68,841	
少数股东损益	8,290	8,095	10,890	11,271	11,790	
归属母公司	43,250	39,170	52,693	54,540	57,051	
EBITDA	88,679	83,156	97,400	102,270	105,168	
EPS（当年）(元)	2.18	1.97	2.65	2.74	2.87	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	63,106	81,289	100,078	82,396	90,952	
净利润	51,540	47,265	63,583	65,811	68,841	
折旧摊销	20,560	19,831	19,270	19,077	19,173	
财务费用	2,515	1,188	3,034	3,300	3,550	
投资损失	-2,624	-3,178	-5,804	-3,214	-3,508	
营运资金变动	-11,242	13,621	18,535	-4,110	1,594	
其它	2,357	2,562	1,460	1,532	1,302	
投资活动现金流	-46,307	32,048	-16,002	-13,476	-13,016	
资本支出	-17,880	-20,183	-21,806	-16,689	-16,524	
长期投资	-29,536	61,179	0	0	0	
其他	1,109	-8,948	5,804	3,214	3,508	
筹资活动现金流	-37,172	-42,079	-24,445	-25,570	-27,075	
吸收投资	732	606	-21	0	0	
借款	-11,575	-7,388	4,957	5,000	5,000	
支付利息或股息	-27,192	-35,751	-29,381	-30,570	-32,075	
现金流净增加额	-20,036	71,127	59,631	43,351	50,861	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。