

中国神华 (601088.SH)

长协销售保障业绩稳健，电价上浮有望打开成长空间

事件：公司发布2021年三季报。2021年前三季度，公司实现营业收入2329.5亿元，同比增长40.2%；实现归母净利润407.5亿元，同比增长21.4%；实现扣非归母净利润403.7亿元，同比增长26.4%。**Q3单季净利润创历史新高。**在煤炭价格快速增长、公司售电量持续增长的共同推动下，2021年Q3单季实现营业收入889.7亿元，同比增长45.6%，环比增长16.5%；实现归母净利润147.3亿元，同比增长14.1%，环比增长2.1%（主因外购煤采购价格上涨、船舶租赁费上涨、包头煤化工煤制烯烃装置9月15日-10月21日停产检修，致使销售净利率环比下滑3.2pct至19%，净利增速放缓），续创历史新高。

煤炭：单季售价环比增幅近两成，长协销售保障业绩稳健。2021年前三季度，公司煤炭板块实现收入1997.7亿元，同比增长48%；实现毛利500.9亿元，同比增长41.4%；毛利率为25.1%，同比下降1.2pct。其中，Q3单季实现收入763.8亿元，同比增长50.5%，环比增长13.9%；实现毛利291.2亿元，同比增长47.7%，环比增长286.1%。**产销方面**，公司前三季度商品煤产量/销量2.2/3.6亿吨，同比增3.5%/11.8%；其中Q3商品煤产量/销量0.7/1.2亿吨，同比增1%/2.2%，环比增-3.5%/-3.7%。**售价方面**，公司前三季度吨煤售价537元/吨，同比涨32.9%；其中，年度长协售价433元/吨，同比+13.6%；现货价536元/吨，同比+32%。其中Q3单季吨煤售价达613元/吨，同比涨47.9%，环比涨17.6%。**成本方面**，前三季度公司自产煤吨成本139.3元/吨，同比上涨10.8%，主因提前计提安全生产费、计提职工工资、社保减免取消等。**销售方面**，公司销售以长协为主，其中年度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。近期，发改委连打“组合拳”，发力干预煤价，煤价遭受政策压力。考虑公司长协售价具有滞后性、稳定性，公司Q4售价仍有保障。此外，公司长协定价基准价为535与市场价偏离较大，或有上调预期，届时公司长协售价有望实现增长。

电力：新增产能投产打开成长空间，电价上浮，业绩有望量价齐升。2021年前三季度，电力板块实现收入453.2亿元，同比增长27.2%；实现毛利58.4亿元，同比下降37%；主因燃煤采购价格上涨，导致燃煤成本增长，毛利率为12.9%，同比下降13.1pct。**产销方面**，公司Q3单季发电量/售电量459.9/432.5亿千瓦时，同比增长18.7%/19.2%，平均利用小时数1451小时（同比+15.9%）。**售价方面**，公司上半年综合售电价340元/兆瓦时，同比增长3.7%。2021年9月，公司四川天明发电有限公司1号机组投运，装机容量为1,000兆瓦；2021年10月，内蒙古胜利发电厂一期工程1号机组顺利通过168小时试运行，正式移交商业运营，装机容量为660兆瓦。公司两台机组相继投产，为后续发展打开成长空间。**后市来看**，能耗双控叠加煤价高企，火电出力不及预期，多个省区开启拉闸限电。10月8日，国常会指出“市场交易电价上下浮动范围由分别不超过10%、15%，调整为原则上均不超过20%，并做好分类调节，对高耗能行业可由市场交易形成价格，不受上浮20%的限制”。为保障民生问题，缓解高位煤价带来的压力，多地开始对电价机制进行小幅调整；广西、云南、内蒙古等地也已对电力交易价格进行调整，适度放开电价上浮限制；广东省发改委宣布，自10月1日开始拉大峰谷电价差，尖峰电价在峰谷分时电价的峰段电价基础上上浮25%。电价上浮背景下，公司电力板块有望实现量价齐升。

运输&煤化工：稳健运营。**运输方面**，为整合航运资源、提升航运业务的规模化和集约化，公司与中远海运散运协商按照持股比例对公司控股子公司国能远海同比例增资，公司以天津远华43.83%股权作价加部分现金增资，中远海运散运以天津远华56.17%股权作价增资。2021年7月31日，增资完成交割，天津远华成自8月起纳入公司合并报表范围，致使航运运量、航运周转量同比增长。公司前三季度铁路运输实现毛利150.7亿元，同比上涨8.6%；港口运输实现毛利24.5亿元，同比上涨2.7%；运输实现毛利9亿元，同比上涨322.5%。**煤化工方面**，公司前三季度聚乙烯、聚丙烯销售量分别为27.1万吨、26万吨，分别同比-0.4%、+2.6%，因烯烃销价同比增长，公司煤化工板块实现毛利12亿元，同比增长429.6%；毛利率为25.3%，同比提升19.3pct。

投资建议。预计公司2021年~2023年实现归母净利润550亿元、639亿元、670亿元，EPS分别为2.77元、3.21元、3.37元，对应PE分别为7.8、6.7、6.4，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	313,071	331,661	343,915
增长率 yoy (%)	-8.4	-3.6	34.2	5.9	3.7
归母净利润(百万元)	43,250	39,170	54,974	63,875	67,014
增长率 yoy (%)	-1.4	-9.4	40.3	16.2	4.9
EPS 最新摊薄(元/股)	2.18	1.97	2.77	3.21	3.37
净资产收益率(%)	12.4	11.1	14.6	15.2	14.5
P/E(倍)	9.9	11.0	7.8	6.7	6.4
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

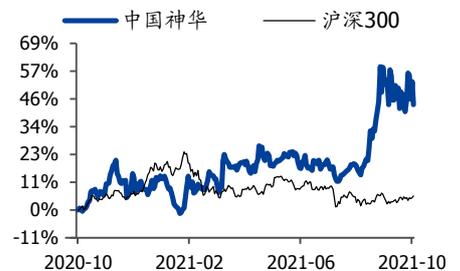
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年10月22日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
10月22日收盘价(元)	21.63
总市值(百万元)	429,756.09
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)	83.17

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：jiangyuexin@gszq.com

相关研究

- 《中国神华(601088.SH)：Q3长协售价大幅上调，量价齐升业绩可期》2021-08-29
- 《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

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	199881	160565	274380
现金	51481	127457	136562	112912	208042
应收票据及应收账款	10436	11759	18030	13528	19196
其他应收款	2464	3415	4475	3884	4784
预付账款	4434	4426	7465	5132	7931
存货	12053	12750	20926	12688	22005
其他流动资产	79626	12422	12422	12422	12422
非流动资产	397990	386218	463486	469803	467281
长期投资	40475	49492	59335	69197	79101
固定资产	226112	219043	286592	291604	287763
无形资产	37059	36126	34607	32554	30458
其他非流动资产	94344	81557	82952	76448	69958
资产总计	558484	558447	663367	630368	741660
流动负债	95483	69493	146260	77271	150989
短期借款	835	5043	5043	5043	5043
应付票据及应付账款	25043	28980	44369	28845	46720
其他流动负债	69605	35470	96848	43382	99226
非流动负债	47382	63824	61466	48147	33531
长期借款	40403	53492	51134	37815	23199
其他非流动负债	6979	10332	10332	10332	10332
负债合计	142865	133317	207726	125418	184520
少数股东权益	63691	64941	76478	89424	103256
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积	74726	74765	74765	74765	74765
留存收益	244139	257741	284346	315074	347413
归属母公司股东权益	351928	360189	379163	415526	453884
负债和股东权益	558484	558447	663367	630368	741660

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	134382	46160	159566
净利润	51540	47265	66511	76822	80846
折旧摊销	20352	19587	20361	24212	25766
财务费用	2515	1188	563	664	197
投资损失	-2624	-3178	-3360	-2347	-2410
营运资金变动	-10401	16006	50172	-53325	55034
其他经营现金流	1724	421	134	134	134
投资活动现金流	-46307	32048	-94404	-28316	-20967
资本支出	19009	20673	67425	-3546	-12426
长期投资	-27974	59829	-9843	-9862	-9904
其他投资现金流	-55272	112550	-36821	-41723	-43298
筹资活动现金流	-37172	-42079	-30873	-41495	-43469
短期借款	-1165	4208	0	0	0
长期借款	-13185	13089	-2358	-13319	-14616
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	-28515	-28176	-28852
现金净增加额	-20036	71127	9105	-23651	95130

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	241871	233263	313071	331661	343915
营业成本	143394	139023	188756	188410	194459
营业税金及附加	10299	10926	14664	15535	16109
营业费用	640	555	564	663	688
管理费用	18479	18072	21132	24228	24970
研发费用	940	1362	1522	1775	1756
财务费用	2515	1188	563	664	197
资产减值损失	-1905	-1523	2129	2288	2476
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	86966	100311	105536
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	86155	99510	104722
所得税	15184	15397	19643	22688	23877
净利润	51540	47265	66511	76822	80846
少数股东损益	8290	8095	11537	12946	13831
归属母公司净利润	43250	39170	54974	63875	67014
EBITDA	89793	86085	109584	126376	132405
EPS (元)	2.18	1.97	2.77	3.21	3.37

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	34.2	5.9	3.7
营业利润(%)	-8.9	-4.7	37.0	15.3	5.2
归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	40.3	16.2	4.9
获利能力					
毛利率(%)	40.7	40.4	39.7	43.2	43.5
净利率(%)	17.9	16.8	17.6	19.3	19.5
ROE(%)	12.4	11.1	14.6	15.2	14.5
ROIC(%)	13.3	11.8	15.3	16.6	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.6	23.9	31.3	19.9	24.9
净负债比率(%)	0.3	-14.4	-14.2	-10.7	-29.4
流动比率	1.7	2.5	1.4	2.1	1.8
速动比率	1.0	2.1	1.1	1.7	1.5
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	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	2.77	3.21	3.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	6.76	2.32	8.03
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	19.08	20.91	22.84
估值比率					
P/E	9.9	11.0	7.8	6.7	6.4
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	5.0	4.0	3.7	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 22 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