

2021年10月25日

中国神华 (601088.SH)

公司快报

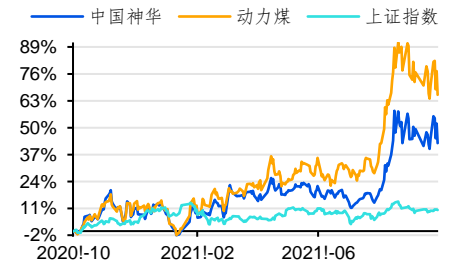
煤炭 | 动力煤 III

 投资评级 **增持-A(维持)**
 股价(2021-10-22) **21.63 元**

交易数据

总市值 (百万元)	429,756.09
流通市值 (百万元)	356,701.15
总股本 (百万股)	19,868.52
流通股本 (百万股)	16,491.04
12个月价格区间	16.20/24.45 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.2	21.02	31.95
绝对收益	-9.04	21.93	41.24

分析师

 胡博
 SAC 执业证书编号: S0910521090001
 hubo@huajinsec.cn

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

中国神华: 减值计提轻装上阵, 高分红增加配置价值 2021-03-27

中国神华: Q2 煤炭板块企稳, 电力板块增色 2020-08-29

中国神华: 分红比提高, 高股息保障力增强 2020-03-28

中国神华: Q3 煤炭量价提升与有效税率降低贡献盈利增长 2019-10-29

中国神华: Q2 现货量价环比上升 2019-08-24

煤炭板块带动业绩释放, 归母净利润创同期历史新高

事件:

◆ 公司 2021 年前三季度实现营收 2329.49 亿元, 同比增 40.24%; 实现归母净利润 407.51 亿元, 同比增 21.42%。三季度单季度实现营收 889.70 亿元, 同比增 45.64%, 环比增 16.50%; 实现归母净利润 147.59 亿元, 同比增 14.11%, 环比增 2.15%。

点评:

◆ **三季度业绩大幅改善, 创历史新高:** 三季度受益煤炭价格大幅上涨, 公司归母净利润规模创历史新高。前三季度公司毛利率为 32.46%, 较去年同期(重述口径)降 4.14 个百分点。业绩整体符合预期。

◆ **煤炭板块量价齐升, 同比大幅改善:** 受益煤炭市场需求旺盛, 煤炭板块量价齐升。前三季度公司煤炭销量 3.62 亿吨, 同比增 11.8%, 综合售价 537 元/吨, 同比增 32.9%; 其中三季度单季煤炭销售量实现 1.21 亿吨, 同比增 2.2%。前三季度煤炭板块实现收入 1997.71 亿元, 同比增 48%; 实现毛利 500.92 亿元, 同比增 41.4%, 毛利率为 25.1%, 较去年同期下降 1.2 个百分点。

◆ **电力板块业绩有所下滑:** 前三季度电力需求较好, 但因成本端大幅提升, 电力板块业绩有所下滑。前三季度公司售电量实现 115.29 十亿千瓦时, 同比增 21.32%; 利用小时数实现 3882 小时, 同比增加 598 小时; 售电价实现 336 元/兆瓦时, 同比增加 2 元/兆瓦时。前三季度电力板块实现收入 453.19 亿元, 同比增 27.2%; 实现毛利 58.42 亿元, 同比降 37%; 毛利率为 12.9%, 较去年同期下降 13.1 个百分点。

◆ **运输和煤化工板块均有改善:** 三季度公司运输板块均有改善, 其中铁路营收实现 299.3 亿元, 同比增 4.6%, 毛利实现 150.68 亿元, 同比增 8.6%; 港口营收实现 48.32 亿元, 同比增 0.8%, 毛利实现 24.5 亿元, 同比增 2.7%; 航运营收实现 43.23 亿元, 同比增 98%, 毛利实现 9 亿元, 同比增 322.5%。航运板块大幅改善主要是因 2021 年 8 月起, 天津远华纳入公司合并报表范围, 导致航运货运量增长, 同时公司前三季度平均海运价格也呈增长趋势。受国际石油价格等因素影响, 公司烯烃产品销售价格同比增长, 提振板块业绩。煤化工营收实现 47.34 亿元, 同比增 25.2%, 毛利实现 11.97 亿元, 同比增 429.6%。

◆ **投资建议:** 随着供暖季来临, 预计公司煤炭长协价格或将继续提升, 同时电价上浮有望助推公司电力板块业绩释放。我们公司预测 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 534.02 亿元、600.65 亿元和 631.09 亿元, 对应每股收益分别为 2.68、3.02 和 3.17 元, 对应动态 PE 分别为 8.1X/7.2X/6.8X, 维持增持-A 建议。

◆ **风险提示:** 煤价下跌超预期风险; 环保监管风险; 汇兑风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871	233,263	314,905	346,396	363,715
YoY(%)	-8.4	-3.6	35.0	10.0	5.0
净利润(百万元)	43,250	39,170	53,402	60,066	63,107
YoY(%)	-1.4	-9.4	36.3	12.5	5.1
毛利率(%)	40.7	40.4	35.0	35.0	35.0
EPS(摊薄/元)	2.18	1.97	2.68	3.02	3.17
ROE(%)	12.3	10.9	15.2	16.3	16.4
P/E(倍)	9.9	11.0	8.1	7.2	6.8
P/B(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
净利率(%)	17.9	16.8	17.0	17.3	17.4

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	160494	172229	201769	212316	281123	营业收入	241871	233263	314905	346396	363715
现金	51,481	127,457	98,672	135,950	190,934	营业成本	143394	139023	204688	225157	236415
应收票据及应收账款	10,436	11,759	22,432	12,305	24,552	营业税金及附加	10299	10926	14801	16281	17095
预付账款	4,434	4,426	5,441	6,636	6,412	营业费用	640	555	787	866	909
存货	12,053	12,750	19,384	17,314	21,961	管理费用	18479	18072	8817	9699	10184
其他流动资产	48,655	15,837	55,840	40,111	37,263	研发费用	940	1362	1575	1732	1819
非流动资产	397,990	386,218	369,715	353,691	330,214	财务费用	2515	1188	342	-1410	-1966
长期投资	40475	49492	49492	49492	49492	资产减值损失	-1905	-1523	0	0	0
固定资产	226112	219043	201675	184306	166938	公允价值变动收益	160	-134	0	0	0
无形资产	37059	36126	34598	33069	31541	投资净收益	2624	3178	2000	2000	2000
其他非流动资产	56182	38110	41438	45243	41597	营业利润	66629	63490	85895	96070	101259
资产总计	558484	558447	571484	566006	611337	营业外收入	502	439	450	450	450
流动负债	95483	69493	130970	96035	112531	营业外支出	407	1267	200	200	200
短期借款	835	5043	0	0	0	利润总额	66724	62662	86145	96320	101509
应付票据及应付账款	25043	28980	48917	35988	54342	所得税	15184	15397	21536	24080	25377
其他流动负债	61088	30735	60697	50840	47424	税后利润	51540	47265	64609	72240	76132
非流动负债	47382	63824	12218	12077	12623	少数股东损益	8290	8095	11207	12174	13025
长期借款	40403	53492	4508	3736	3828	归属母公司净利润	43250	39170	53402	60066	63107
其他非流动负债	6979	10332	7710	8340	8794	EBITDA	92151	86537	105134	113558	118191
负债合计	142865	133317	143188	108112	125154	主要财务比率					
少数股东权益	63691	64941	76148	88322	101347	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	19890	19890	19890	19890	19890	成长能力					
资本公积	74726	74765	54875	54875	54875	营业收入(%)	-8.4	-3.6	35.0	10.0	5.0
留存收益	244139	257741	277383	294808	310370	营业利润(%)	-8.9	-4.7	35.3	11.8	5.4
归属母公司股东权益	351928	360189	352148	369573	385135	归属于母公司净利润(%)	-1.4	-9.4	36.3	12.5	5.1
负债和股东权益	558484	558447	571484	566007	611636	获利能力					
						毛利率(%)	40.7	40.4	35.0	35.0	35.0
						净利率(%)	17.9	16.8	17.0	17.3	17.4
						ROE(%)	12.3	10.9	15.2	16.3	16.4
						ROIC(%)	16.4	15.2	20.3	24.0	26.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	25.6	23.9	25.1	19.1	20.5
						流动比率	1.7	2.5	1.5	2.2	2.5
						速动比率	1.6	2.3	1.4	2.0	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	29.6	29.8	26.4	28.5	28.2
						应付账款周转率	9.7	9.0	8.5	8.5	8.4
						估值比率					
						P/E	9.9	11.0	8.1	7.2	6.8
						P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
						EV/EBITDA	3.6	3.7	3.6	3.0	2.6

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	83935	76749	99489
净利润	51540	47265	53402	60066	63107
折旧摊销	20352	19587	18897	18897	18897
财务费用	2515	1188	342	-1410	-1966
投资损失	-2624	-3178	-2000	-2000	-2000
营运资金变动	-10210	39896	2087	-10978	8426
其他经营现金流	1533	-23469	11207	12174	13025
投资活动现金流	-46307	32048	2000	2000	2000
筹资活动现金流	-37172	-42079	-114720	-41471	-46207
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	1.97	2.68	3.02	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.09	4.22	3.86	5.01
每股净资产(最新摊薄)	17.71	18.13	17.72	18.60	19.38

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡博、杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn