

2021年12月08日

征求意见稿上调中长期基准煤价，公司长协占比高将受益

中国神华(601088)公司点评

事件概述

根据中国能源报 2021 年 12 月 3 日报道，国家发改委公布了《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案(征求意见稿)》，明确“基准价+浮动价”的价格机制，实行月度定价，在 550-850 元/吨合理区间内上下浮动。下水煤合同基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订。该基准价自 2017 年起定为 535 元/吨，本次为五年来首次征求意见稿上调该价格，上调幅度为 31%，超过市场此前预期。

▶ 若基准价从 535 元/吨调整到 700 元/吨，考虑基准价权重为 50%，不考虑浮动价变化，测算中长期合同价提升 82.5 元/吨，2017-21 年间，神华自产煤长协波动区间为 529-754 元/吨，五年均价为 574 元/吨，提升后均价预计约 656 元/吨，上涨约 14%。

2017-21 年间，下水煤中长期合同的基准价保持 535 元/吨不变，浮动价参考指数除 2018 年增加中国沿海电煤采购价格指数外亦保持不变，以神华自产煤长协价为例，2017-21 年均价分别为 568/559/555/543/645 元/吨，波动区间为 529-754 元/吨，五年均价为 574 元/吨。

若基准价从 535 元/吨提升至 700 元/吨，考虑基准价权重为 50%，不考虑浮动价参考指数的变化，测算可得下水煤中长期合同价平均提升 82.5 元/吨，神华自产煤长协五年均价测算提升至 656 元/吨，上涨约 14%。

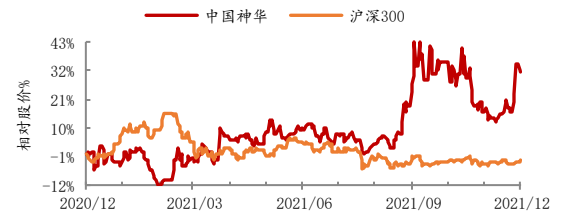
▶ 中国神华 2017-20 年平均归母净利 428 亿元，煤价中枢及电价上涨后，预计业绩中枢上调至少 100 亿元，业绩下限上修至 500 亿元左右，对应股息率至少 5.6%。

中国神华自产煤扣除对内电厂及投资电厂的量约为每年 2 亿吨，自产煤长协基准价上调对平均售价的影响大约为上调 40 元/吨（不含税），扣除所得税及少数股东权益后，煤价上涨带来的业绩中枢上调约 50 亿元。神华每年自有电厂售电量约 1500 亿度，电价上涨 0.03 元/兆瓦时，考虑与国电合资的电厂投资收益，扣除所得税及少数股东权益后，带来的归母净利润增长约 30 亿元。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：27.12
最新收盘价：22.08

股票代码：601088
52 周最高价/最低价：24.45/16.22
总市值(亿)：4,386.97
自由流通市值(亿)：4,386.97
自由流通股数(百万)：19,868.52



分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080004
联系电话：

相关研究

1. 【华西证券】中国神华_一季报符合预期，煤种销售结构变化不影响自产煤盈利_20210425.docx
2021.04.25
2. 【华西证券】中国神华 2020 年报点评_中国神华，现金与分红之神：分红率 92%，股息率 10%_20210329
2021.03.29
3. 【华西煤炭】中国神华_神华 1 月煤炭产量大增，预计 Q1 业绩大增继续看好_20210222
2021.02.23

神华因黄大线及黄骅港改造未来带来的运输业绩增量在 20 亿元左右。整体而言，神华的业绩中枢未来将上移约 100 亿元，业绩下限在 500 亿元左右。考虑中国神华三年分红承诺的 50% 的分红率，当前 A 股股息率至少 5.6%，H 股股息率至少 8.3%。

► 我们上调中国神华 2021-23 年归母净利预测 546/586/601 亿元，同比分别+39%/+7%/+2%，对应 PE 分别为 8/7/7 倍，对应 2021 年 A/H 股股息率分别为 6.3%/9.3%，维持目标价 27.12 元，重申“买入”评级。

中长期基准价上调超预期，我们假设 2021-23 年港口下水煤现货价格中枢 1000/700/700 元/吨，上调公司 21-23 年营业收入 2531/2512/2501 亿元的预测至 3134/3109/3123 亿元，同比分别+34%/-1%/+1%，上调 21-23 年归母净利 452/460/460 亿元的预测至 546/586/601 亿元，同比分别+39%/+7%/+2%，上调 21-23 年 EPS 预测 2.28/2.31/2.32 元/股至 2.75/2.95/3.02 元/股，同比分别+39%/+7%/+2%，对应 2021 年 12 月 7 日 22.08 元/股收盘价，PE 分别为 8/7/7 倍，以 50% 的承诺分红率测算，2021 年度 A 股股息率 6.2%，H 股股息率 9.3%。考虑公司“现金牛”逻辑不改，维持目标价 27.12 元，重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统风险；煤炭行业供给端释放强度和持续性超预期；公司煤炭产量不及预期；电价上涨不及预期；铁路运量不及预期；未来现金再投资的不确定性等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	241,871	233,263	313,355	310,865	312,313
YoY (%)	-8.4%	-3.6%	34.3%	-0.8%	0.5%
归母净利润(百万元)	43,250	39,170	54,596	58,643	60,075
YoY (%)	-1.4%	-9.4%	39.4%	7.4%	2.4%
毛利率 (%)	40.7%	40.4%	34.8%	36.2%	36.7%
每股收益(元)	2.18	1.97	2.75	2.95	3.02
ROE	12.3%	10.9%	14.2%	14.1%	13.5%
市盈率	10.14	11.20	8.04	7.48	7.30

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	233,263	313,355	310,865	312,313	净利润	47,265	64,995	69,813	71,518
YoY (%)	-3.6%	34.3%	-0.8%	0.5%	折旧和摊销	19,831	21,313	23,454	25,811
营业成本	139,023	204,405	198,380	197,746	营运资金变动	13,842	13,365	-1,330	-175
营业税金及附加	10,926	14,101	13,989	14,054	经营活动现金流	81,289	99,869	89,964	95,168
销售费用	555	746	740	743	资本开支	-20,183	-20,000	-20,000	-20,000
管理费用	18,072	9,401	9,326	9,369	投资	61,179	0	0	0
财务费用	1,188	1,049	856	677	投资活动现金流	32,048	-19,060	-16,891	-16,877
资产减值损失	-1,523	-1,000	-1,000	-1,000	股权募资	606	-21	0	0
投资收益	3,178	940	3,109	3,123	债务募资	9,940	0	0	0
营业利润	63,490	82,272	88,370	90,529	筹资活动现金流	-42,079	-30,158	-30,136	-30,136
营业外收支	-828	0	0	0	现金净流量	71,127	50,652	42,936	48,155
利润总额	62,662	82,272	88,370	90,529	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	15,397	17,277	18,558	19,011	成长能力				
净利润	47,265	64,995	69,813	71,518	营业收入增长率	-3.6%	34.3%	-0.8%	0.5%
归属于母公司净利润	39,170	54,596	58,643	60,075	净利润增长率	-9.4%	39.4%	7.4%	2.4%
YoY (%)	-9.4%	39.4%	7.4%	2.4%	盈利能力				
每股收益	1.97	2.75	2.95	3.02	毛利率	40.4%	34.8%	36.2%	36.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	20.3%	20.7%	22.5%	22.9%
货币资金	127,457	178,109	221,045	269,199	总资产收益率 ROA	7.0%	8.8%	8.9%	8.6%
预付款项	4,426	6,508	6,316	6,296	净资产收益率 ROE	10.9%	14.2%	14.1%	13.5%
存货	12,750	18,746	18,194	18,136	偿债能力				
其他流动资产	27,596	32,806	32,644	32,738	流动比率	2.48	2.46	2.96	3.48
流动资产合计	172,229	236,169	278,199	326,369	速动比率	2.19	2.16	2.67	3.19
长期股权投资	49,492	49,492	49,492	49,492	现金比率	1.83	1.85	2.35	2.87
固定资产	219,043	214,345	207,578	198,526	资产负债率	23.9%	25.8%	23.9%	22.4%
无形资产	36,126	36,511	36,824	37,065	经营效率				
非流动资产合计	386,218	384,905	381,451	375,640	总资产周转率	0.42	0.50	0.47	0.44
资产合计	558,447	621,073	659,650	702,009	每股指标 (元)				
短期借款	5,043	5,043	5,043	5,043	每股收益	1.97	2.75	2.95	3.02
应付账款及票据	28,980	42,609	41,353	41,221	每股净资产	18.13	19.42	20.91	22.47
其他流动负债	35,470	48,494	47,513	47,487	每股经营现金流	4.09	5.03	4.53	4.79
流动负债合计	69,493	96,146	93,909	93,751	每股股利	1.81	1.51	1.51	1.51
长期借款	50,251	50,251	50,251	50,251	估值分析				
其他长期负债	13,573	13,573	13,573	13,573	PE	11.20	8.04	7.48	7.30
非流动负债合计	63,824	63,824	63,824	63,824	PB	0.99	0.94	0.87	0.81
负债合计	133,317	159,970	157,733	157,575					
股本	19,890	19,869	19,869	19,869					
少数股东权益	64,941	75,340	86,510	97,953					
股东权益合计	425,130	461,103	501,916	544,434					
负债和股东权益合计	558,447	621,073	659,650	702,009					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。