

2022年03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)

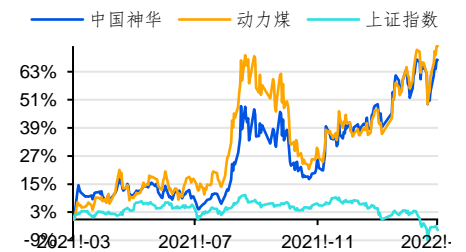
股价(2022-03-25)

27.18 元

交易数据

总市值(百万元)	540,026.37
流通市值(百万元)	448,226.41
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	16.70/27.89 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.97	32.23	69.72
绝对收益	10.62	21.02	65.12

分析师

胡博

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

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.com

相关报告

中国神华: 煤炭板块带动业绩释放, 归母净利创同期历史新高 2021-10-25

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

归母净利创历史新高, 高分红增加配置价值

投资要点

- ◆ **2021 年归母同比增长 28.3%, 股息率 9.90%:** 2021 年公司实现收入 3352.16 亿元, 同比增 43.7%, 实现归母净利 502.69 亿元, 同比增长 28.3%; 毛利率为 33.04%, 同比下降 7.36 个百分点; 净利润率为 15.00%, 同比降 1.80 个百分点, EPS 为 2.53 元, 分配方案为每 10 股派现金 25.4 元(含税), 分红比例 100.4%, 按照报告日收盘价计算股息率为 9.90%。
- ◆ **Q4 减值吞噬利润:** 4 季度公司收入和归母净利分别为 1022.67 亿元和 95.18 亿元, 环比分别变化 14.95% 和 -35.36%, 毛利率和净利率分别为 34.36% 和 9.31%, 环比增加 2.49 和下降 7.24 个百分点; Q4 增收不增利的主要原因是存在减值迹象的煤炭生产设备及备品备件计提资产减值损失 12.86 亿元, 同时对长账龄款项计提信用减值损失 26.01 亿元, 合计约影响单季度 EPS 0.18 元。
- ◆ **2021 年煤炭板块量价齐升:** 煤炭板块贡献收入和毛利的比重分别为 70.36% 和 73.08%, 受益行业景气回升, 煤炭量价齐升, 板块收入和毛利分别增 54.01% 和 0.11%。具体来看, 2021 年公司煤炭销量 4.82 亿吨, 同比增 8.04%, 吨煤销售价格 588 元, 同比大增 43.41%; 从销售结构来看, 公司年度长协总量 2.1 亿吨, 占比增 0.57 个百分点至 43.11%, 价格增加 20% 至 456 元/吨, 现货销售比重从 2020 年的 17.16% 下降至 11.32%, 价格增长 43.30% 至 599 元/吨; 自产吨煤成本 156 元, 同比上升 30.45%。
- ◆ **电力板块收入、毛利下降:** 电力板块实现合并前收入和毛利分别为 641.24 亿元和 4.95 亿元, 同比分别下降 29.58% 和 64.31%, 毛利率为 7.72%, 下降 19.51 个百分点, 占合并前的收入和毛利的比重分别为 15.42% 和 4.49%。
- ◆ **港口和铁路板块收入增盈利降, 航运盈利大增 208.83%:** 铁路和港口板块收入增长但毛利有所下降, 航运和煤化工收入和毛利改善。铁路、港口、航运、煤化工收入分别同比增加 5.10%、1.27%、99.07% 和 13.28%, 毛利分别同比下降 15.04%、下降 10.54%、增长 6.82% 和增长 3.20%。
- ◆ **分季度看, 收入逐季回升, 板块盈利分化:** 公司收入呈现逐季回升态势, Q4 环比增 14.95%, 但受电力和运输板块环比下降拖累, 毛利环比仅增 2.49%; 煤炭板块利润呈同步逐季修复态势, 电力板块在 4 季度煤价上涨的冲击下, 毛利环比下降 154.2%, 拖累板块全年表现; 煤化工板块毛利 Q4 环比降 92.76% 至 21 亿元, 单季度毛利率仅 1.88%。
- ◆ **2022 年夯实资产配套, 维持稳健增长:** 公司计划煤炭产量 2.98, 同比下降 3.0%, 煤炭销量 4.03 亿吨, 同比降 16.5%, 自产吨煤成本预计上升 10%, 营业收入 2966 亿元, 同比降 11.5%; 计划资本开支 326.11 亿元, 较 2021 年降 24.82%, 其中煤炭、电力和铁路板块分别占比 18.88%、52.70%、19.89%, 主要用于神东矿区各矿技改项目、胜利一号露天煤矿生产系统优化项目、新街台格庙矿区新街一井前期

准备等；湖南永州一期项目、内蒙古胜利发电厂一期工程等在建发电项目；购置铁路通用及专用设备、黄大铁路建设；以及煤制烯烃升级示范项目、包头化工外排废水脱盐达标排放改造等技改项目。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2022 年至 2024 年每股收益分别为 2.93、3.08 和 3.11，净资产收益率分别为 14.7%、14.3% 和 13.5%，维持增持-A 建议。

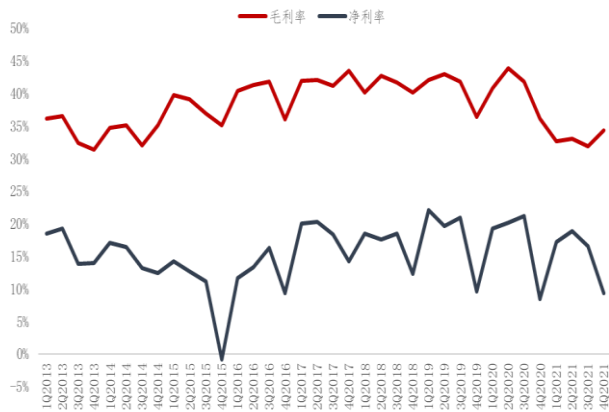
◆ **风险提示：**煤价下跌超预期风险；环保监管风险；汇兑风险；项目投达产进度不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	233,263	335,216	368,738	387,174	391,046
YoY(%)	-3.6	43.7	10.0	5.0	1.0
净利润(百万元)	39,170	50,269	58,287	61,134	61,836
YoY(%)	-9.4	28.3	16.0	4.9	1.1
毛利率(%)	40.4	33.0	33.0	33.0	33.0
EPS(摊薄/元)	1.97	2.53	2.93	3.08	3.11
ROE(%)	10.9	13.3	14.7	14.3	13.5
P/E(倍)	13.8	10.7	9.3	8.8	8.7
P/B(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
净利率(%)	16.8	15.0	15.8	15.8	15.8

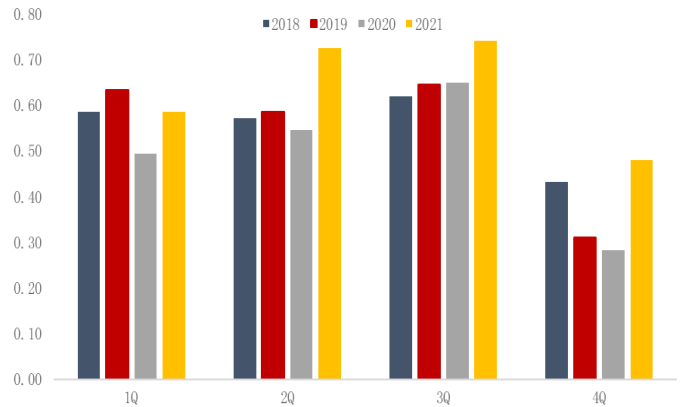
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2021 年 Q4 公司分季度毛利率和利润率



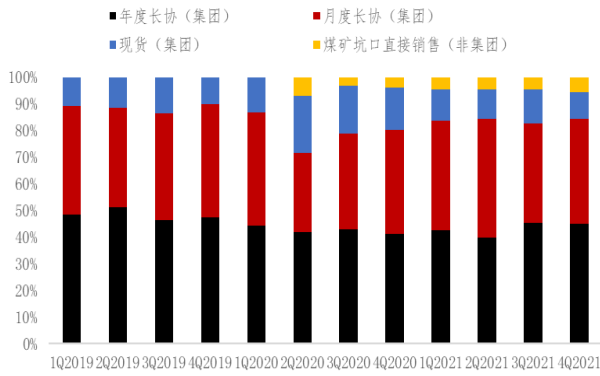
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2018-2021 年 Q4 公司分季度 EPS



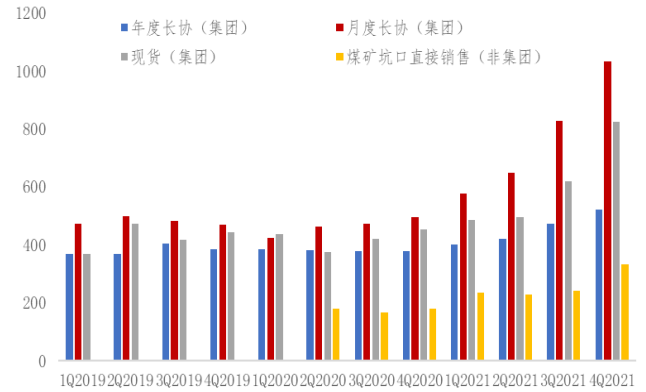
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2019-21 年 4Q 不同销售模式销量 (百万吨)



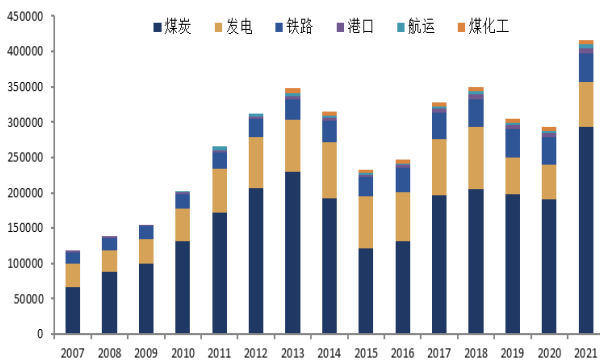
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2019-20 年 4Q 不同销售模式售价 (元/吨)



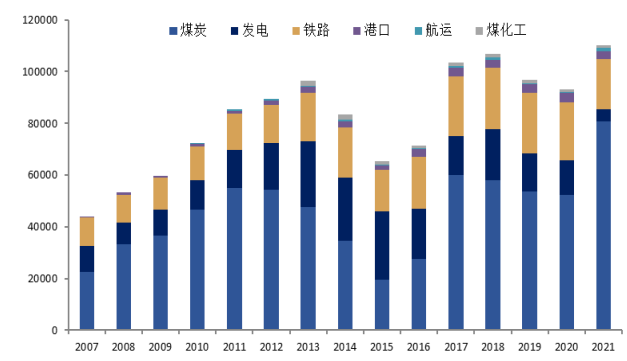
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 2007-2021 年收入分板块 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2007-2021 年毛利分板块 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本 单位: 百万吨、元/吨

单季度销量	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
一、国内销售	113.90	124.10	118.30	119.90	1.35%	444.30	476.20	7.18%
(一) 自产煤及采购煤	109.80	118.30	110.10	112.60	2.27%	429.50	450.80	4.96%
1、直达	48.80	44.50	45.50	49.10	7.91%	162.10	187.90	15.92%

单季度销量	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
2、下水	61.00	73.80	64.60	63.50	-1.70%	267.40	262.90	-1.68%
(二) 国内贸易煤销售	2.20	2.70	3.70	3.70	0.00%	9.70	12.30	26.80%
(三) 进口煤销售	1.90	3.10	4.50	3.60	-20.00%	5.10	13.10	156.86%
二、出口销售	0.10	0.20	0.20	0.20	0.00%	0.70	0.70	0.00%
三、境外销售	1.40	1.10	2.30	0.60	-73.91%	1.40	5.40	285.71%
销售量合计	115.40	125.40	120.80	120.70	-0.08%	446.40	482.30	8.04%
单季销售均价/成本	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
一、国内销售	476	522	611	740	20.95%	425	588	38.35%
(一) 自产煤及采购煤	477	521	611	732	19.91%	427	585	37.00%
1、直达	365	388	464	547	17.68%	329	442	34.35%
2、下水	568	601	713	875	22.86%	486	687	41.36%
(二) 国内贸易煤销售	517	610	756	1134	49.99%	343	795	131.78%
(三) 进口煤销售	347	434	536	625	16.60%	441	509	15.42%
二、出口销售	713	646	918	1055	14.92%	626	850	35.78%
三、境外销售	386	484	629	1101	74.94%	446	589	32.06%
平均销售价格	475	521	613	741	20.90%	426	588	38.03%
自产煤吨煤成本	128	136	139	156	11.63%	119	156	30.45%

资料来源：公司公告，华金证券研究所 注：吨煤成本为累计数据

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前） 单位：百万元

煤炭	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
收入	56,323	67,073	76,375	92,890	21.62%	190,029	292,661	54.01%
成本	42,889	50,825	55,965	62,340	11.39%	137,871	212,019	53.78%
毛利	13,434	16,248	20,410	30,550	49.68%	52,158	80,642	54.61%
毛利率	23.90%	24.22%	26.72%	32.89%	6.16%	27.45%	27.55%	0.11%
电力	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
收入	13,457	13,723	18,139	18,805	3.67%	49,486	64,124	29.58%
成本	11,072	11,910	16,495	19,696	19.41%	36,012	59,173	64.31%
毛利	2,385	1,813	1,644	-891	-154.20%	13,474	4,951	-63.26%
毛利率	17.70%	13.21%	9.06%	-4.74%	-13.80%	27.23%	7.72%	-19.51%
铁路	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
收入	9,873	10,111	9,946	10,769	8.27%	38,723	40,699	5.10%
成本	4,815	4,998	5,049	6,684	32.38%	16,179	21,546	33.17%
毛利	5,058	5,113	4,897	4,085	-16.58%	22,544	19,153	-15.04%
毛利率	51.20%	50.57%	49.24%	37.93%	-11.30%	58.22%	47.06%	-11.16%
港口	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
收入	1,631	1,666	1,535	1,608	4.76%	6,359	6,440	1.27%
成本	806	827	749	859	14.69%	2,783	3,241	16.46%
毛利	825	839	786	749	-4.71%	3,576	3,199	-10.54%
毛利率	50.60%	50.36%	51.21%	46.58%	-4.63%	56.24%	49.67%	-6.56%
航运	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
收入	1,244	1,543	1,536	1,872	21.88%	3,112	6,195	99.07%
成本	970	1,159	1,294	1,583	22.33%	2,727	5,006	83.57%
毛利	274	384	242	289	19.42%	385	1,189	208.83%
毛利率	22.00%	24.89%	15.76%	15.44%	-0.32%	12.37%	19.19%	6.82%

煤炭	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
煤化工	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ	2020	2021	YoY
收入	1,595	1665	1474	1117	-24.22%	5165	5851	13.28%
成本	1,192	1161	1184	1096	-7.43%	4,255	4633	8.88%
毛利	403	504	290	21	-92.76%	910	1218	33.85%
毛利率	25.30%	30.27%	19.67%	1.88%	-17.79%	17.62%	20.82%	3.20%

资料来源: 公司公告, 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	172229	208310	204329	255293	331791	营业收入	233263	335216	368738	387174	391046
现金	127,457	162,886	129,815	200,390	268,029	营业成本	139023	224452	247054	259407	262001
应收票据及应收账款	11,759	13,607	19,327	14,246	18,562	营业税金及附加	10926	16502	17331	18197	18379
预付账款	4,426	7,893	5,908	9,179	5,573	营业费用	555	581	922	968	978
存货	12,750	12,633	24,018	14,015	21,622	管理费用	18072	9119	10325	10841	10949
其他流动资产	15,837	11,291	25,261	17,463	18,005	研发费用	1362	2499	1844	1936	1955
非流动资产	386,218	398,742	388,705	363,767	343,282	财务费用	1188	88	0	0	0
长期投资	49492	47644	47644	47644	47644	资产减值损失	-1523	-1292	-1000	-1000	-800
固定资产	219043	238026	221169	204313	187456	公允价值变动收益	-134	0	0	0	0
无形资产	36126	50908	48774	46640	44507	投资净收益	3178	-885	1000	1000	1000
其他非流动资产	38110	31859	42050	37340	37083	营业利润	63490	78242	93263	97826	98584
资产总计	558447	607052	593035	619059	675073	营业外收入	439	380	450	450	450
流动负债	69493	91748	102613	84789	97295	营业外支出	1267	1247	1000	1000	1000
短期借款	5043	4248	0	0	0	利润总额	62662	77375	92713	97276	98034
应付票据及应付账款	28980	35216	50160	38054	46804	所得税	15397	18016	23178	24319	24508
其他流动负债	30735	45001	45608	40448	43686	税后利润	47265	59359	69534	72957	73525
非流动负债	63824	69628	14816	16275	17175	少数股东损益	8095	9090	11247	11823	11689
长期借款	53492	52365	3291	3235	3233	归属母公司净利润	39170	50269	58287	61134	61836
其他非流动负债	10332	17263	11525	13040	13943	EBITDA	86537	101881	112253	116816	117574
负债合计	133317	161376	117429	101064	114470						
少数股东权益	64941	68801	80048	91871	103560	主要财务比率					
股本	19890	19869	19869	19869	19869	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	74765	74667	74667	74667	74667	成长能力					
留存收益	257741	271878	301022	331589	362507	营业收入(%)	-3.6	43.7	10.0	5.0	1.0
归属母公司股东权益	360189	376875	395558	426125	457043	营业利润(%)	-4.7	23.2	19.2	4.9	0.8
负债和股东权益	558447	607052	593035	619059	675073	归属于母公司净利润(%)	-9.4	28.3	16.0	4.9	1.1
						获利能力					
						毛利率(%)	40.4	33.0	33.0	33.0	33.0
						净利率(%)	16.8	15.0	15.8	15.8	15.8
						ROE(%)	10.9	13.3	14.7	14.3	13.5
						ROIC(%)	15.2	18.8	22.5	23.6	25.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.9	26.6	19.8	16.3	17.0
						流动比率	2.5	2.3	2.0	3.0	3.4
						速动比率	2.3	2.1	1.8	2.8	3.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	29.8	37.1	31.8	32.7	33.7
						应付账款周转率	9.0	10.9	9.0	9.1	9.6
						估值比率					
						P/E	13.8	10.7	9.3	8.8	8.7
						P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	3.7	3.7	4.1	3.4	3.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	81289	94575	59294	100756	97041
净利润	47265	59359	58287	61134	61836
折旧摊销	19587	20573	18990	18990	18990
财务费用	1188	88	0	0	0
投资损失	-3178	885	-1000	-1000	-1000
营运资金变动	39896	40048	-28231	9809	5526
其他经营现金流	-23469	-26378	11247	11823	11689
投资活动现金流	32048	-6844	1000	1000	1000
筹资活动现金流	-42079	-43731	-93365	-31181	-30403
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.53	2.93	3.08	3.11
每股经营现金流(最新摊薄)	4.09	4.76	2.98	5.07	4.88
每股净资产(最新摊薄)	18.13	18.97	19.91	21.45	23.00

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