

**中国神华 (601088.SH) 煤价大涨业绩提升, 超高比例分红凸显价值**

2022年03月27日

——公司年报点评报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**张绪成 (分析师)**
**薛磊 (联系人)**

zhangxucheng@kysec.cn

xuelei@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790121120050

日期	2022/3/25
当前股价(元)	27.18
一年最高最低(元)	27.89/16.70
总市值(亿元)	5,400.26
流通市值(亿元)	4,482.26
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	14.8

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《公司业绩预告点评-Q4 或受成本& 减值拖累, 长协提价利好业绩释放》  
-2022.1.28

《公司三季报点评报告-Q3 业绩稳定释放, 煤炭龙头亟待价值重估》  
-2021.10.24

《公司中报点评报告-业绩同比大增, 煤炭龙头低估值凸显》-2021.8.29

**● 煤价大涨业绩提升, 超高比例分红凸显价值**

公司发布年报, 2021 年实现营业收入 3352 亿元 (同比+43.7%), 归母净利润约 503 亿元 (同比+28.3%), 扣非后归母净利润约 500 亿元 (同比+31%)。受益煤炭销量与价格双双提高, 公司业绩实现稳健增长。能源变革下, 煤价中枢实质性提升, 我们上调 2022-2023 年预测, 新增 2024 年预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 594.1/612.7/621.2 亿元 (前值 586/608/-亿元), 同比增长 18.2%/3.1%/1.4%; EPS 为 2.99/3.08/3.13 元 (前值 2.95/3.06/-元), 对应当前股价 PE 为 9.1/8.8/8.7 倍。在煤炭年度长协基准价上调的背景下, 公司煤价中枢或将实现上移, 有望持续高盈利, 稳定的高分红及高股息率凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

**● 煤炭主业量价齐升, 长协价上调利好业绩释放**

煤炭业务表现亮眼, 营收/毛利分别同比 54.03%/63.35%: 产销量稳中有升。2021 年公司实现煤炭产/销量 3.07/4.82 亿吨 (同比+5.28%/+8.04%)。其中自产煤销量 3.13 亿吨 (同比+5.74%), 外购煤销量 1.7 亿吨 (同比+13.03%); 长协煤总销量 4.03 亿吨 (占比 84%, 同比+14%), 年度长协销量 2.07 亿吨 (占比 45%, 同比+1.06pct), 月度长协销量 1.96 亿吨 (占比 43%, 同比+4.82%)。长协价格大幅上涨, 业绩得到充分释放。2021 年年度长协均价 (不含税) 456 元/吨 (同比+20%), 月度长协均价 765 元/吨 (同比+64.52%), 综合均价 588 元/吨 (同比+43.41%)。自产煤盈利性进一步提高, 毛利率为近三年最高。自产煤吨煤成本 155.5 元/吨 (同比+20.92%), 自产煤吨煤毛利 433 元/吨 (同比+48.7%), 毛利率 73.6% (同比+4.92pct)。由于 2021 年公司积极参与保供增供, 煤炭产量增加, 自产煤的成本抬升主要系人工成本和计提但未使用的安全费用的影响, 但煤炭售价涨幅远高于成本增幅, 自产煤盈利性进一步提高, 毛利率为近三年来最高。

**● 发电及运输业务实现量增, 发电成本承压**

国内用电需求增长&多台燃煤新机组陆续投产, 电力业务销量大幅增长, 营收同比+29.53%: 销量及利用率上升。2021 年度发/售电量同比+22.09/+22.31%, 平均利用小时数 4749 小时 (同比+7.86%)。售价提升, 成本承压, 毛利锐减。售电价同比+4.4%, 售电成本同比+26.05%, 主要系煤炭采购价格上涨, 致使 2021 年售电毛利仅为 15.45 元/兆瓦时 (同比-78.56%)。装机容量增长。2021 年新增燃煤装机容量 5620 兆瓦。铁路业务经营稳健, 营收/毛利同比+5.11%/+1.44%: 自有铁路煤炭运输周转量 303 十亿吨公里 (同比+6.2%)。

**● 煤价区间机制完善提升公司业绩的确定性, 高分红高股息凸显投资价值**

2022 年 2 月 24 日, 国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》, 文件明确了秦港 5500 大卡动力煤年度长协煤价 (含税) 合理区间为 570-770 元/吨, 年度长协基准价提升为 675 元/吨, 相比于之前的 535 元/吨有大幅提升, 高比例长协煤企的业绩确定性增强。在发改委上调长协基准价和公司长协煤高比例的共振下, 公司业绩或将持续释放。分红方面, 公司拟向全体股东派发 2021 年度末期股息每股 2.54 元人民币 (含税), 以最新收盘价计算, A/H 股股息率分别为 9.35%/14%。股息率极具吸引力, 龙头长期投资价值凸显。

**● 风险提示: 经济恢复不及预期; 年度长协煤基准价下调; 开采成本上升**
**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	233,263	335,216	361,573	372,807	379,033
YOY(%)	-3.6	43.7	7.9	3.1	1.7
归母净利润(百万元)	39,170	50,269	59,409	61,274	62,121
YOY(%)	-9.4	28.3	18.2	3.1	1.4
毛利率(%)	40.4	33.0	36.5	36.0	35.3
净利率(%)	16.8	15.0	16.4	16.4	16.4
ROE(%)	11.1	13.3	15.1	13.5	12.0
EPS(摊薄/元)	1.97	2.53	2.99	3.08	3.13
P/E(倍)	13.8	10.7	9.1	8.8	8.7
P/B(倍)	1.5	1.4	1.4	1.2	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	172,229	208,310	319,143	455,666	632,278
现金	127,457	162,886	257,464	404,529	572,757
应收票据及应收账款	11,759	13,607	16,965	13,922	17,198
其他应收款	3,415	2,307	4,915	2,370	4,913
预付账款	4,426	7,893	4,965	8,583	5,116
存货	12,750	12,633	18,503	13,032	18,737
其他流动资产	12,422	8,984	16,331	13,231	13,556
<b>非流动资产</b>	386,218	398,742	311,873	223,994	135,803
长期投资	49,492	47,644	47,913	48,093	47,985
固定资产	219,043	238,026	166,502	88,202	6,514
无形资产	36,126	50,908	49,071	47,212	45,330
其他非流动资产	81,557	62,164	48,388	40,487	35,974
<b>资产总计</b>	558,447	607,052	631,017	679,660	768,081
<b>流动负债</b>	69,493	91,748	102,332	83,951	104,346
短期借款	5,043	4,248	4,248	4,248	4,248
应付票据及应付账款	28,980	35,216	39,674	36,649	40,723
其他流动负债	35,470	52,284	58,410	43,054	59,375
<b>非流动负债</b>	63,824	69,628	63,324	57,994	52,666
长期借款	53,492	52,365	47,129	41,892	36,656
其他非流动负债	10,332	17,263	16,195	16,102	16,010
<b>负债合计</b>	133,317	161,376	165,656	141,945	157,012
少数股东权益	64,941	68,801	79,544	90,624	101,857
股本	19,890	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	74,765	74,667	74,667	74,667	74,667
留存收益	257,741	271,878	306,954	343,131	379,809
<b>归属母公司股东权益</b>	360,189	376,875	385,817	447,092	509,213
负债和股东权益	558,447	607,052	631,017	679,660	768,081

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	81,289	94,575	82,539	81,850	103,345
净利润	47,265	59,359	70,152	72,354	73,354
折旧摊销	19,587	20,573	18,537	18,560	18,583
财务费用	1,188	88	87	86	85
投资损失	-3,178	885	-1,639	-1,311	-688
营运资金变动	16,006	8,054	-3,624	-7,840	12,011
其他经营现金流	421	5,616	-974	-	-
<b>投资活动现金流</b>	32,048	-6,844	69,970	70,630	70,296
资本支出	20,673	23,863	-988	19,515	19,492
长期投资	59,829	-736	-269	-114	108
其他投资现金流	112,550	16,283	68,713	90,031	89,897
<b>筹资活动现金流</b>	-42,079	-43,731	-57,931	-5,416	-5,414
短期借款	4,208	-795	-	-	-
长期借款	13,089	-1,127	-5,237	-5,237	-5,237
普通股增加	-	-21	-	-	-
资本公积增加	39	-98	-	-	-
其他筹资现金流	-59,415	-41,690	-52,695	-179	-177
<b>现金净增加额</b>	71,127	43,826	94,578	147,065	168,228

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	233,263	335,216	361,573	372,807	379,033
营业成本	139,023	224,452	229,630	238,698	245,156
营业税金及附加	10,926	16,502	16,632	16,703	16,982
营业费用	555	581	760	755	759
管理费用	18,072	9,119	21,824	20,509	18,014
研发费用	1,362	2,499	2,071	2,364	2,466
财务费用	1,188	88	87	86	85
资产减值损失	-1,523	-1,292	1,000	1,000	1,000
其他收益	378	551	452	473	479
公允价值变动收益	-134	-	-	-	-
投资净收益	3,178	-885	1,639	1,311	688
资产处置收益	-22	454	-	-	-
<b>营业利润</b>	63,490	78,242	91,661	94,476	95,738
营业外收入	439	380	420	410	408
营业外支出	1,267	1,247	974	1,163	1,128
<b>利润总额</b>	62,662	77,375	91,107	93,723	95,019
所得税	15,397	18,016	20,955	21,369	21,664
<b>净利润</b>	47,265	59,359	70,152	72,354	73,354
少数股东损益	8,095	9,090	10,743	11,080	11,233
<b>归母净利润</b>	39,170	50,269	59,409	61,274	62,121
EBITDA	82,575	97,273	109,644	112,283	113,601
EPS(元)	1.97	2.53	2.99	3.08	3.13

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.6	43.7	7.9	3.1	1.7
营业利润(%)	-4.7	23.2	17.2	3.1	1.3
归属于母公司净利润(%)	-9.4	28.3	18.2	3.1	1.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.4	33.0	36.5	36.0	35.3
净利率(%)	16.8	15.0	16.4	16.4	16.4
ROE(%)	11.1	13.3	15.1	13.5	12.0
ROIC(%)	11.1	13.1	15.5	14.3	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.9	26.6	26.3	20.9	20.4
净负债比率(%)	-14.4	-20.1	-41.2	-64.0	-84.7
流动比率	2.5	2.3	3.1	5.4	6.1
速动比率	2.1	1.9	2.7	5.0	5.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	21.0	26.4	23.7	24.1	24.4
应付账款周转率	5.1	7.0	6.1	6.3	6.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.53	2.99	3.08	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	4.09	4.76	4.15	4.12	5.20
每股净资产(最新摊薄)	18.13	18.97	19.42	22.50	25.63
<b>估值比率</b>					
P/E	13.8	10.7	9.1	8.8	8.7
P/B	1.5	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.6	5.3	3.9	2.6	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn