

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

高盈利、高分红，盈利中枢有望持续提升

2022年3月27日

事件: 3月25日中国神华发布2021年年度报告。2021年中国神华全年实现营业收入3352.16亿元，同比大增43.7%；利润总额773.75亿元，同比增加23.5%；实现归母净利润502.69亿元，同比增长28.3%；扣除非经常损益后的净利润500.36亿元，同比增长31.1%；经营活动产生的现金流量（剔除财务公司影响）为945.75亿元。基本每股收益2.53元/股，同比增加28.4%。拟派发股息现金2.54元/股（含税），共派发现金股利约504.66亿元，占中国企业会计准则下归属股东净利润的100.4%。

点评:

- **煤炭板块: 量价齐升带动业绩高增，煤价中枢有望继续抬升。** 2021年公司煤炭产量3.07亿吨（YOY+5.3%），计划完成率为108%，实现煤炭销量4.82亿吨（YOY+8%），计划完成率101.3%；煤炭市场需求旺盛带动价格上涨，公司煤炭平均销售价格为588元/吨，同比增长43.4%。其中年度长协实现价格为456元/吨（YOY+20%）；月度长协实现价格为765元/吨（YOY+43%）。煤炭产销双增、销售价格大幅上涨带来收入快速增加，全年煤炭板块营收2926亿元，同比增长54%。受计提安全费成本增加及人工成本上涨的影响，自产煤单位生产成本155.5元/吨，同比增加20.9%。外购煤销量和单位成本提高使外购煤成本同比上涨111%至1028亿元。公司煤炭板块营业成本2120亿元，同比上升50.8%。板块毛利率27.6%，同比增加1.6个pct，为公司贡献72.8%的毛利。展望2022年，新兴产业快速发展和居民生活水平快速提升带动全社会用电量增长，对煤炭的需求有望延续，而供给端无弹性或弹性很低，供需缺口有望继续放大。煤炭价格中枢继续抬升，公司煤炭板块业绩有望持续提升。
- **电力板块: 发电小时数提升，燃煤成本上涨，电力市场化加速改革有望纾解煤电矛盾。** 公司2021年实现发电量166.45十亿千瓦时，售电量156.13十亿千瓦时，同比增加22.1%、22.3%。平均利用小时数4749小时，同比增加7.9%。加权平均售电价格348元/兆瓦时，同比提高4.2%。受售电量与售电价格增长的带动，公司电力板块全年营收641.24亿元，同比增加29.6%。由于燃煤采购价格及售电量上涨，原材料成本高增，使营业成本较去年增加55.3%，达到591.73亿元，电力板块毛利率下降15.3个pct至7.7%。2021年公司发电使用的自产煤占耗煤总量的83.8%，预计未来伴随燃煤发电电量继续增加和市场交易电价浮动20%政策的落地实施，公司售电价格将有望上升，一定程度平抑高煤价带来的成本压力。
- **运输及煤化工: 陆港航板块保供创效、释放运能，继续发挥一体化优势。** 报告期内，公司全力配合保供目标，发挥产业链协同优势，最大程度释放运能。自有铁路运输周转量达303.4十亿吨公里（YOY+6.2%）；黄骅港和神华天津煤码头累计完成煤炭装船量261.4百万吨（YOY+4.9%），均创历史最高水平；完成航运周转量112.1十亿吨海

里 (YOY+20.5%)，煤化工产品 (聚乙烯+聚丙烯) 受装置检修影响，全年销售量为 648.4 千吨，同比下降 5.77%。经营成果方面，公司铁路、港口、航运、煤化工分别实现营业收入 406.99、64.4、61.95、58.51 亿元，同比增长 5.1%、1.3%、99.1%、13.3%。铁路、港口分部毛利率分别为 47.1%、49.7%、同比下降 1.8、1.1 个 pct，航运、煤化工分部毛利率为 19.2%，同比增加 7.5 个、9 个 pct。

- **超预期高比例分红，现金牛属性越发强化。**2021 年公司继续实施高比例分红的措施，拟派发股息现金 2.54 元/股 (含税)，共派发现金股利约 504.66 亿元，占中国企业会计准则下归属股东净利润的 100.4%，为国际财务报告准则下归属本公司所有者本年利润的 97.8%。根据 2022 年 3 月 25 日收盘价格计算，A 股股息率为 9.35%，H 股股息率为 11.39%。由于黄大铁路投运及电厂顺利投产，2022 年预计资本开支规模相比 2021 年下降 25%，预期回落至 326.11 亿元。2021 年公司货币资金 1629 亿元，有息负债率仅为 12.54%，资产负债率为 26.58% (远低于行业平均水平)，现金牛属性越加强化，成为行业高盈利、高现金、高分红的标杆之一。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 3606、4006.16、4326.97 亿元，实现归母净利润分别为 609.18、701.98、794.98 亿元，每股收益分别为 3.07、3.54、4.01 元。我们认为，在全球能源大通胀背景下，未来数年煤炭价格中枢有望持续抬升，长协价格也有望逐年上调，中国神华的特许经营属性使得经营业绩具有高确定性，加之一体化运营使各板块够协同释放足够的向上业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势受疫情影响存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	233,263	335,216	360,600	400,616	432,697
同比(%)	-3.6%	43.7%	7.6%	11.1%	8.0%
归属母公司净利润	39,170	50,269	60,918	70,198	79,498
同比(%)	-9.4%	28.3%	21.2%	15.2%	13.2%
毛利率(%)	36.5%	33.0%	31.2%	32.8%	34.2%
ROE(%)	10.9%	13.3%	14.6%	15.2%	15.4%
EPS (摊薄)(元)	1.97	2.53	3.07	3.54	4.01
P/E	9.14	8.90	8.86	7.68	6.79
P/B	0.99	1.19	1.30	1.17	1.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	172,229	208,310	286,718	372,100	464,123	
货币资金	127,457	162,886	233,806	316,467	404,775	
应收票据	3,961	3,349	4,443	4,625	5,107	
应收账款	7,798	10,258	11,375	12,511	13,558	
预付账款	4,426	7,893	8,281	9,144	9,624	
存货	12,750	12,633	16,415	16,922	18,227	
其他	15,837	11,291	12,398	12,432	12,832	
非流动资产	386,218	398,742	388,481	373,553	359,676	
长期股权投资	49,492	47,644	47,644	47,644	47,644	
固定资产(合)	219,043	238,026	250,588	259,537	270,043	
无形资产	36,126	50,908	23,085	-5,792	-35,175	
其他	81,557	62,164	67,164	72,164	77,164	
资产总计	558,447	607,052	675,199	745,653	823,799	
流动负债	69,493	91,748	99,081	105,883	112,544	
短期借款	5,043	4,248	0	0	0	
应付票据	1,108	1,426	1,668	1,776	1,892	
应付账款	27,872	33,790	40,430	42,747	45,646	
其他	35,470	52,284	56,982	61,359	65,005	
非流动负债	63,824	69,628	79,628	84,628	89,628	
长期借款	50,251	49,193	59,193	64,193	69,193	
其他	13,573	20,435	20,435	20,435	20,435	
负债合计	133,317	161,376	178,709	190,511	202,172	
少数股东权益	64,941	68,801	79,817	92,510	106,886	
归属母公司股	360,189	376,875	416,673	462,632	514,741	
负债和股东权益	558,447	607,052	675,199	745,653	823,799	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	233,263	335,216	360,600	400,616	432,697	
同比(%)	-3.6%	43.7%	7.6%	11.1%	8.0%	
归属母公司净利润	39,170	50,269	60,918	70,198	79,498	
同比(%)	-9.4%	28.3%	21.2%	15.2%	13.2%	
毛利率(%)	36.5%	33.0%	31.2%	32.8%	34.2%	
ROE(%)	10.9%	13.3%	14.6%	15.2%	15.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.07	3.54	4.01	
P/E	9.14	8.90	8.86	7.68	6.79	
P/B	0.99	1.19	1.30	1.17	1.05	
EV/EBITDA	3.54	3.40	4.12	2.92	1.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	233,263	335,216	360,600	400,616	432,697	
营业成本	148,147	224,452	247,925	269,020	284,773	
营业税金及附	10,926	16,502	17,752	19,722	21,301	
销售费用	555	581	625	694	750	
管理费用	8,948	9,119	9,810	10,898	11,771	
财务费用	1,362	2,499	2,688	2,987	3,226	
减值损失合计	1,188	88	30	-808	-1,783	
投资净收益	-1,523	-1,292	6,108	6,542	6,325	
其他	3,178	-885	4,466	1,617	953	
营业利润	-302	-1,556	1,081	1,201	1,297	
营业外收支	63,490	78,242	93,426	107,464	121,235	
利润总额	-828	-867	-429	-300	-109	
所得税	62,662	77,375	92,998	107,164	121,126	
净利润	15,397	18,016	21,064	24,273	27,253	
少数股东损益	47,265	59,359	71,934	82,891	93,873	
归属母公司净	8,095	9,090	11,016	12,694	14,375	
EBITDA	39,170	50,269	60,918	70,198	79,498	
EPS(当年)	83,156	102,844	91,495	102,396	118,274	
营业总收入	1.97	2.53	3.07	3.54	4.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	81,289	94,575	78,048	86,913	99,955	
净利润	47,265	59,359	71,934	82,891	93,873	
折旧摊销	19,831	20,781	9,695	5,100	7,397	
财务费用	1,188	88	2,961	3,243	3,493	
投资损失	-3,178	885	-4,466	-1,617	-953	
营运资金变动	13,842	9,955	4,093	4,080	2,946	
其它	2,341	3,507	-6,167	-6,784	-6,802	
投资活动现金流	32,048	-6,844	20,560	29,090	26,595	
资本支出	-20,183	-22,341	16,094	27,473	25,642	
长期投资	61,179	3,211	0	0	0	
其他	-8,948	12,286	4,466	1,617	953	
筹资活动现金流	-42,079	-43,731	-27,689	-33,342	-38,242	
吸收投资	606	1,129	-21	0	0	
借款	-7,388	373	5,752	5,000	5,000	
支付利息或股息	-35,751	-46,002	-33,420	-38,342	-43,242	
现金净增加额	71,127	43,826	70,920	82,661	88,308	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。