


分析师：周泰

 执业证号：S0100521110009
 邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

 执业证号：S0100521110011
 邮箱：lihng@mszq.com

➤ **事件**：2022 年 3 月 25 日，公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 3352.16 亿元，同比增长 43.7%；归属于公司股东的净利润 502.69 亿元，同比增长 28.3%；基本每股收益 2.53 元。并拟向全体股东派发 2021 年度末期股息每 10 股人民币 25.4 元（含税）。

➤ **2021Q4 业绩环比下滑**。根据公告测算，2021Q4 公司实现归属于母公司股东的净利润 95.18 亿元，同比增长 69.72%，环比下降 35.36%。2021Q4 计提资产减值损失 12.86 亿元，计提信用减值损失 26.01 亿元，合计 38.87 亿元，减值影响公司业绩释放。

➤ **拟现金分红 504.66 亿元（含税），股息率 9.35%**。据公告，公司拟向全体股东派发 2021 年度末期股息每 10 股人民币 25.4 元（含税），拟派发现金红利约人民币 504.66 亿元（含税），占 2021 年度中国企业会计准则下归属于本公司股东净利润的 100.4%，以 2022 年 3 月 25 日股价计算，股息率达到 9.35%。自 2007 年上市以来，中国神华已实施现金分红 14 次，累计现金分红高达 2700.63 亿元，平均分红率达到 49.17%，公司业绩稳健，现金流充裕，资本开支较少，具备高分红基础，持续高分红也凸显了公司投资价值，有望助力公司估值提升。

➤ **煤炭产销稳健增长，有望受益煤价上涨**。2021 年公司实现商品煤产量 3.07 亿吨，同比增长 5.3%，实现煤炭销量 4.823 亿吨，同比增长 8%。价格方面，2021 年商品煤综合售价 588 元/吨，同比增长 43.4%。成本方面，自产煤单位成本 155.5 元/吨，同比增长 20.9%。2021 年煤炭业务实现经营收益 573.82 亿元，同比增长 73.6%，经营收益率 19.6%，同比增长 2.2 个百分点。2022 年长协基准价由 535 元/吨上升至 675 元/吨，涨幅 26%，公司年度长协及月度长协合计销量占总销量的 83.4%，因此长协价格中枢的上移有望促进公司综合售价的抬升，进而促进业绩释放。

➤ **煤炭产量潜力有望释放**。2021 年公司北电胜利一号露天矿 667 公顷生产接续用地，取得征占草原批准手续；宝日希勒露天矿 600 公顷、黑岱沟露天矿 321 公顷、哈尔乌素露天矿 289 公顷采掘场接续用地，取得建设用地预审批复，公司产量衔接良好，2022 年产量有望持续释放。此外，2021 年公司获取了新街台格庙南区取得煤炭资源详查勘查许可证，目前正在进行新街台格庙矿区新街一井前期准备，未来公司煤炭产能潜力有望释放。

➤ **电力业务盈利能力有望好转**。公司 2021 年总发电量 166.45 十亿千瓦时，同比增长 22.1%，主要由于 2021 年新机组集中投运，据公告，2021 年投运机组装机容量为 6320MW。公司单位售电收入为 348 元/兆瓦时，同比增长 4.2%，单位售电成本为 348 元/兆瓦时，同比增长 26.1%。由于成本抬升，电力业务经

推荐

维持评级
当前价格：
27.18 元
目标价：
34.98 元

相关研究

- 1.中国神华业绩预告点评:减值影响业绩释放,经营情况持续向好
- 2.中国神华(601088):长协基准上调,公司有望受益

营收益同比下降62.3%至30.1亿元，经营收益率下降11.4个百分点至4.7%。国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%。此举有助于公司发电分部传导燃煤成本的增加，预计2022年公司电力业务的盈利能力有望好转。

➤ **运输业务保持稳定。**铁路业务方面，2021年完成自有铁路运输周转量303.4十亿吨公里，同比增长6.2%，实现经营收益162.76亿元，同比下降2.7%。港口方面，通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，同比增长4.9%，港口业务实现经营收益26.99亿元，同比增长0.9%。航运分部航运货运量121.2百万吨，同比增长7.3%；航运周转量112.1十亿吨海里，同比增长20.5%。航运业务实现经营收益9.81亿元，同比增长369.4%，主要由于海运价增长。综合来看，运输业务整体保持对稳定。

➤ **烯烃以价补量，盈利大幅提升：**据公告，公司2021年累计销售64.45万吨聚烯烃产品，同比下降8%，其中聚乙烯销量33.28万吨，同比下降6.8%，聚丙烯31.56万吨，同比下降4.7%。价格方面，聚乙烯价格同比增长21.7%至6641元/吨，聚丙烯价格同比增长13.9至6853元/吨。2021年煤化工分部实现经营收益7.22亿元，同比增长176.6%。

➤ **投资建议：**根据业绩预告以及当前煤价情况调整盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润为631.12亿元、672.9亿元、690.24亿元，对应EPS分别为3.18/3.39/3.47元/股，对应2022年3月25日的PE分别为9倍、8倍、8倍，行业中估值较低。

此外，鉴于公司高分红的属性，我们将神华与长江电力做对比，长江电力上市以来现金股利支付率维持在50%以上，2016~2020年现金股利支付率60%~70%，股息率在3%~5%之间，中国神华持续40%以上分红，近两年分红比例90%以上，股息率达到9%~10%，基于较高的股息率，我们认为中国神华应获得高于煤炭公司的估值，参考长江电力2022年17倍PE（Wind一致预期），我们在动力煤平均估值（8倍PE）的基础上给予一定估值溢价，即11倍PE，对应目标价34.98元。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下降，火电需求不及预期，公司在建工程建设慢于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	335216	371302	397430	409670
增长率（%）	43.7	10.8	7.0	3.1
归属母公司股东净利润（百万元）	50269	63112	67290	69024
增长率（%）	28.3	25.5	6.6	2.6
每股收益（元）	2.53	3.18	3.39	3.47
PE	11	9	8	8
PB	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年3月25日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	335216	371302	397430	409670
营业成本	224452	240252	258770	267492
营业税金及附加	16502	18305	19514	20074
销售费用	581	743	795	819
管理费用	9119	10025	10731	11061
研发费用	2499	2785	2981	3073
EBIT	80327	99192	104640	107151
财务费用	88	328	391	359
资产减值损失	-1292	-1600	-1200	-1200
投资收益	-885	297	318	410
营业利润	78242	98046	104270	106937
营业外收支	-867	-800	-800	-800
利润总额	77375	97246	103470	106137
所得税	18016	22620	24015	24634
净利润	59359	74627	79455	81502
归属于母公司净利润	50269	63112	67290	69024
EBITDA	101108	118480	124103	126883

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	162886	211803	267199	320950
应收账款及票据	13607	14550	15579	15950
预付款项	7893	7448	8022	8292
存货	12633	12664	13679	14157
其他流动资产	11291	10719	11160	11249
流动资产合计	208310	257185	315639	370599
长期股权投资	47644	47444	47504	47584
固定资产	238026	227550	216735	205415
无形资产	50908	50808	50708	50608
非流动资产合计	398742	385615	372511	359110
资产合计	607052	642800	688151	729709
短期借款	4248	1000	1000	1000
应付账款及票据	35216	37058	39205	39794
其他流动负债	52284	54058	55831	57362
流动负债合计	91748	92116	96037	98156
长期借款	49193	47193	49193	48193
其他长期负债	20435	20555	20605	20655
非流动负债合计	69628	67748	69798	68848
负债合计	161376	159864	165835	167004
股本	19869	19869	19869	19869
少数股东权益	68801	80316	92480	104958
股东权益合计	445676	482936	522316	562704
负债和股东权益合计	607052	642800	688151	729709

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.71	10.77	7.04	3.08
EBIT 增长率	26.95	23.49	5.49	2.40
净利润增长率	28.34	25.55	6.62	2.58
盈利能力 (%)				
毛利率	33.04	35.29	34.89	34.71
净利润率	17.71	20.10	19.99	19.89
总资产收益率 ROA	8.28	9.82	9.78	9.46
净资产收益率 ROE	13.34	15.68	15.65	15.08
偿债能力				
流动比率	2.27	2.79	3.29	3.78
速动比率	2.04	2.57	3.06	3.54
现金比率	1.78	2.30	2.78	3.27
资产负债率 (%)	26.58	24.87	24.10	22.89
经营效率				
应收账款周转天数	11.17	11.00	11.00	11.00
存货周转天数	20.54	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.55	0.58	0.58	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	2.53	3.18	3.39	3.47
每股净资产	22.43	24.31	26.29	28.32
每股经营现金流	4.76	5.14	5.22	5.34
每股股利	2.54	1.91	2.03	2.08
估值分析				
PE	11	9	8	8
PB	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.38	3.28	2.70	2.21
股息收益率 (%)	9.35	7.01	7.48	7.67

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	59359	74627	79455	81502
折旧和摊销	20781	19287	19463	19732
营运资金变动	9955	2658	212	262
经营活动现金流	94575	102110	103808	106102
资本开支	-22341	-7229	-7103	-7040
投资	3211	140	-40	-60
投资活动现金流	-6844	-6872	-6825	-6691
股权募资	1129	0	0	0
债务募资	373	-5128	2050	-950
筹资活动现金流	-43731	-46321	-41588	-45661
现金净流量	43826	48917	55396	53751

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001