

# 中国神华 (601088.SH)

## 分红高达 100%，核心资产价值担当

**事件：公司发布 2021 年年度报告。**2021 年公司实现营业收入 3352.2 亿元，同比增长 43.7%；实现归母净利润 502.7 亿元，同比增长 28.3%；扣非归母净利润为 500.4 亿元，同比增长 31.1%。基本每股收益 2.53 元/股，同比增长 28.4%。

2021 年 Q4 单季实现营业收入 1022.7 亿元，同比增长 52.3%，环比增长 14.9%；实现归母净利润 95.2 亿元，同比增长 69.7%，环比下降 35.4%；主因：外购煤采购价格上涨、船舶租赁费上涨等造成公司成本、费用抬升；尚未取得所得税优惠政策认定及批复文件，改按 25% 税率计算全年企业所得税，第四季度所得税增加；计提减值损失；本公司确认应占联营公司损失较多。

**分红比例高达 100%，股息率为 9.9%。**为积极回报股东，公司拟派发 2021 年度末期股息 2.54 元/股，分红比例较此前规定的 50%（下限）大幅提升至 100.4%，以 3 月 25 日收盘价计，股息率高达 9.9%。考虑到公司“煤电化路港航”一体化经营稳定的盈利能力，充足的现金流及有望逐步下滑的资本开支，未来高分红依旧值得期待。

**煤炭：长协基准价大幅上调，售价中枢稳步提升。**2021 年全年，公司煤炭板块实现收 2926.6 亿元，同比增长 54%；实现毛利 806.4 亿元，同比增长 54.6%；毛利率为 27.6%，同比上升 0.1pct。其中，Q4 单季实现收入 928.9 亿元，同比增长 68.7%，环比增长 21.6%；实现毛利 305.5 亿元，同比增长 82.7%，环比增长 4.9%。**产销方面**，公司全年商品煤产量/销量 3.1/4.8 亿吨，同比增 5.3%/8%；其中 Q4 单季度商品煤产量/销量 0.8/1.2 亿吨，同比增 10.5%/-1.8%，环比增 15.3%/-0.1%。**售价方面**，公司全年吨煤售价 588 元/吨，同比涨 43.4%；其中，年度长协售价 456 元/吨，同比+20%；现货价 599 元/吨，同比+43.3%。其中 Q4 单季吨煤售价达 770 元/吨，同比涨 71.8%，环比涨 21.7%。**成本方面**，公司全年自产煤吨成本 155.5 元/吨，同比上涨 20.9%，主因提前计提安全生产费、职工工资增长、社保减免取消等。**销售方面**，公司销售以长协为主，其中年度长协煤严格按照发改委规定的“基准价+浮动价”的定价机制执行。受益于长协基准价上调（由 535 上调至 675），公司售价中枢有望上移。

**电力：装机容量提升、电价上浮，业绩望量价齐升。**2021 年全年，电力板块实现收入 641.2 亿元，同比增长 29.6%；实现毛利 49.5 亿元，同比下降 63.3%；主因燃煤采购价格上涨，导致燃煤成本增长（燃煤电厂售电成本同比增长 57.4%），毛利率为 7.7%，同比下降 15.3pct。**产销方面**，公司全年发电量/售电量 1665/1561 亿千瓦时，同比增长 22.1%/ 22.3%，平均利用小时数 4749 小时（同比+ 7.9%）。**售价方面**，公司全年综合售电价 348 元/兆瓦时，同比增长 4.2%。2021 年公司新增燃煤发电装机容量 5620 兆瓦，增幅 18%；截至 2021 年末，公司在建、已核准但尚未开建的发电机组装机容量合计为 8800 兆瓦，成长潜力十足。**后市来看**，为保障民生问题，缓解高位煤价带来的压力，多地开始对电价机制进行小幅调整，适度放开电价上浮限制，公司电力板块有望实现量价齐升。

**运输&煤化工：航运量价齐升，煤化工吨毛利上涨。****运输方面**，为整合航运资源、提升航运业务的规模化和集约化，公司与中远海运散运协商按照持股比例对公司控股子公司国能远海同比例增资，公司以天津远华 43.83% 股权作价加部分现金增资，中远海运散运以天津远华 56.17% 股权作价增资，天津远华成自 21 年 8 月起纳入公司合并报表范围，致使航运货运量、航运周转量同比增长；叠加 2021 年航运市场运力紧缺、运费单价上涨，公司航运业务量价齐升。公司全年铁路运输实现毛利 191.5 亿元，同比下降 15%；港口运输实现毛利 32 亿元，同比下降 10.5%；航运实现毛利 11.9 亿元，同比上涨 208.8%。**煤化工方面**，因包头煤化工的煤制烯烃装置按计划检修逾一个月，公司全年聚乙烯、聚丙烯销售量分别为 33.3 万吨、31.6 万吨，分别同比-6.8%、-4.7%，因烯烃销价同比增长，公司煤化工板块实现毛利 12.2 亿元，同比增长 33.8%；毛利率为 20.8%，同比提升 9pct。

**投资建议。**预计公司 2022 年~2024 年实现归母净利 647.2 亿元、738.1 亿元、770.4 亿元，EPS 分别为 3.26 元、3.71 元、3.88 元，对应 PE 分别为 8.3、7.3、7.0，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤价断崖式下跌，长协基准价下调，上网电价下调，公司发生安全事故。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	233,263	335,216	390,937	409,449	418,166
增长率 yoy (%)	-3.6	43.7	16.6	4.7	2.1
归母净利润（百万元）	39,170	50,269	64,717	73,810	77,038
增长率 yoy (%)	-9.4	28.3	28.7	14.1	4.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.97	2.53	3.26	3.71	3.88
净资产收益率 (%)	11.1	13.3	15.0	15.1	14.0
P/E（倍）	13.8	10.7	8.3	7.3	7.0
P/B（倍）	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

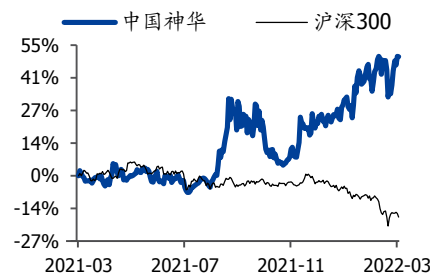
资料来源：Wind、国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 3 月 25 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
3 月 25 日收盘价(元)	27.18
总市值(百万元)	540,026.37
总股本(百万股)	19,868.52
其中自由流通股(%)	83.00
30 日日均成交量(百万股)	46.18

### 股价走势



### 作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

执业证书编号：S0680120070060

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

### 相关研究

- 《中国神华（601088.SH）：长协销售保障业绩稳健，电价上浮有望打开成长空间》2021-10-24
- 《中国神华（601088.SH）：Q3 长协售价大幅上调，量价齐升业绩可期》2021-08-29
- 《中国神华（601088.SH）：煤炭量价齐升，各项业务全面向好》2021-04-25

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	172229	208310	255565	312113	389158
现金	127457	162886	203902	263867	336067
应收票据及应收账款	11759	13607	15975	15008	16635
其他应收款	3415	2307	4366	2623	4515
预付账款	4426	7893	6474	8573	6794
存货	12750	12633	15865	13057	16162
其他流动资产	12422	8984	8984	8984	8984
<b>非流动资产</b>	386218	398742	431857	425846	410756
长期投资	49492	47644	45796	43948	42100
固定资产	219043	238026	272540	272002	262145
无形资产	36126	50908	51097	51702	53099
其他非流动资产	81557	62164	62424	58194	53412
<b>资产总计</b>	558447	607052	687422	737959	799913
<b>流动负债</b>	69493	91748	99535	97430	100541
短期借款	5043	4248	4248	4248	4248
应付票据及应付账款	28980	35216	36857	36289	37609
其他流动负债	35470	52284	58430	56893	58683
<b>非流动负债</b>	63824	69628	63384	51239	37791
长期借款	53492	52365	46121	33976	20528
其他非流动负债	10332	17263	17263	17263	17263
<b>负债合计</b>	133317	161376	162919	148669	138331
少数股东权益	64941	68801	82911	98029	113808
股本	19890	19869	19869	19869	19869
资本公积	74765	74667	74667	74667	74667
留存收益	257741	271878	274909	276441	279025
归属母公司股东权益	360189	376875	441592	491261	547774
<b>负债和股东权益</b>	558447	607052	687422	737959	799913

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	81289	94575	96411	112693	114680
净利润	47265	59359	78827	88928	92817
折旧摊销	19587	20573	21669	24338	25664
财务费用	1188	88	-1384	-1886	-2067
投资损失	-3178	885	0	0	0
营运资金变动	16006	8054	-2700	1313	-1734
其他经营现金流	421	5616	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	32048	-6844	-54784	-18327	-10574
资本支出	20673	23863	34963	-4163	-13242
长期投资	59829	-736	1848	1848	1848
其他投资现金流	112550	16283	-17973	-20642	-21968
<b>筹资活动现金流</b>	-42079	-43731	-612	-34400	-31906
短期借款	4208	-795	0	0	0
长期借款	13089	-1127	-6244	-12145	-13448
普通股增加	0	-21	0	0	0
资本公积增加	39	-98	0	0	0
其他筹资现金流	-59415	-41690	5632	-22255	-18458
<b>现金净增加额</b>	71127	43826	41016	59966	72200

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	233263	335216	390937	409449	418166
营业成本	139023	224452	251993	255745	258375
营业税金及附加	10926	16502	19195	20063	20490
营业费用	555	581	704	819	836
管理费用	18072	9119	11415	12488	12754
研发费用	1362	2499	2914	3052	3117
财务费用	1188	88	-1384	-1886	-2067
资产减值损失	-1523	-1292	2658	2825	3011
其他收益	378	551	400	400	400
公允价值变动收益	-134	0	0	0	0
投资净收益	3178	-885	0	0	0
资产处置收益	-22	454	0	0	0
<b>营业利润</b>	63490	78242	103841	116742	122050
营业外收入	439	380	400	400	400
营业外支出	1267	1247	1200	1200	1200
<b>利润总额</b>	62662	77375	103041	115942	121250
所得税	15397	18016	24215	27015	28433
<b>净利润</b>	47265	59359	78827	88928	92817
少数股东损益	8095	9090	14110	15118	15779
<b>归属母公司净利润</b>	39170	50269	64717	73810	77038
EBITDA	86085	101662	127568	142653	148611
EPS (元)	1.97	2.53	3.26	3.71	3.88

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.6	43.7	16.6	4.7	2.1
营业利润(%)	-4.7	23.2	32.7	12.4	4.5
归属于母公司净利润(%)	-9.4	28.3	28.7	14.1	4.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.4	33.0	35.5	37.5	38.2
净利率(%)	16.8	15.0	16.6	18.0	18.4
ROE(%)	11.1	13.3	15.0	15.1	14.0
ROIC(%)	11.8	13.8	15.8	16.5	15.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.9	26.6	23.7	20.1	17.3
净负债比率(%)	-14.4	-20.1	-25.3	-34.7	-43.9
流动比率	2.5	2.3	2.6	3.2	3.9
速动比率	2.1	1.9	2.3	2.9	3.6
<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	26.4	26.4	26.4
应付账款周转率	5.1	7.0	7.0	7.0	7.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.53	3.26	3.71	3.88
每股经营现金流(最新摊薄)	4.09	4.76	4.85	5.67	5.77
每股净资产(最新摊薄)	18.13	18.97	22.23	24.73	27.57
<b>估值比率</b>					
P/E	13.8	10.7	8.3	7.3	7.0
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.3	5.1	3.8	3.0	2.4

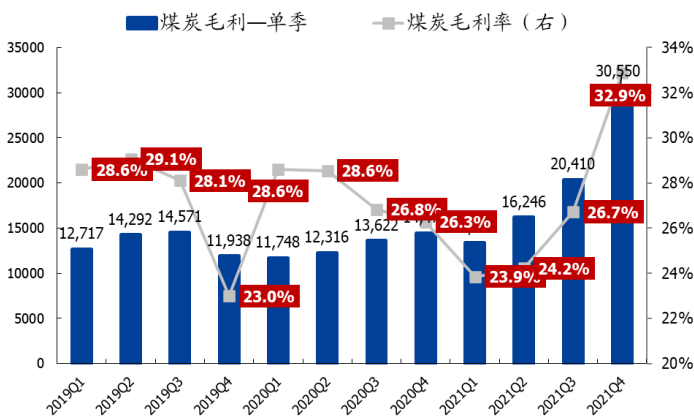
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 25 日收盘价

图表1: 公司财务情况(亿元)

	2020年Q3	2020Q4年	2021年Q1	2021Q2	2021年Q3	2021Q4年
营业总收入	610.87	671.60	676.08	763.71	889.70	1,022.67
yoy	-0.65%	4.90%	32.36%	41.59%	45.64%	52.27%
营业利润	186.61	135.58	177.23	197.47	215.63	192.09
yoy	2.61%	15.62%	20.58%	19.15%	15.55%	41.68%
利润总额	187.03	126.64	176.66	197.29	213.06	186.74
yoy	2.80%	8.51%	20.04%	19.01%	13.92%	47.46%
归母净利	129.04	56.08	116.11	144.15	147.25	95.18
Yoy	0.46%	-8.99%	18.40%	32.84%	14.11%	69.72%
扣非归母净利	115.78	62.31	115.83	139.79	148.07	96.67
yoy	-8.74%	8.37%	21.39%	29.27%	27.89%	55.14%

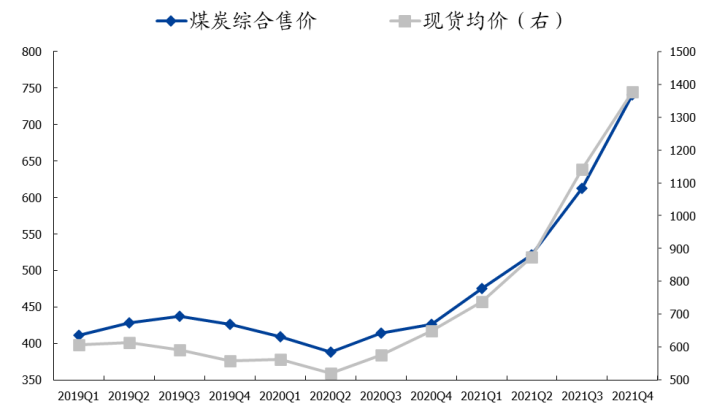
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 煤炭分部毛利(百万)



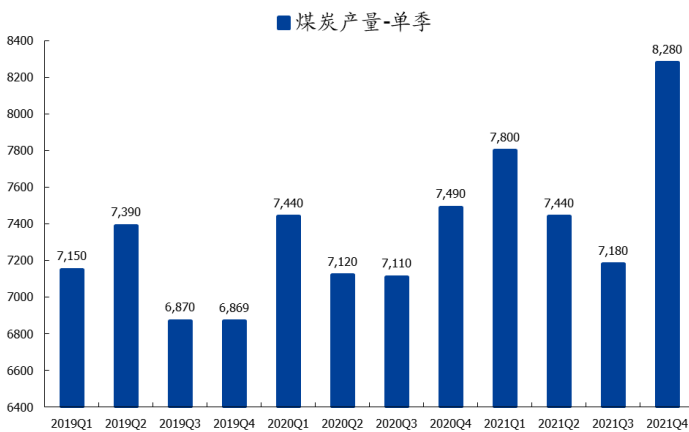
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 煤炭综合售价(元/吨)



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表4: 煤炭产量(万吨)



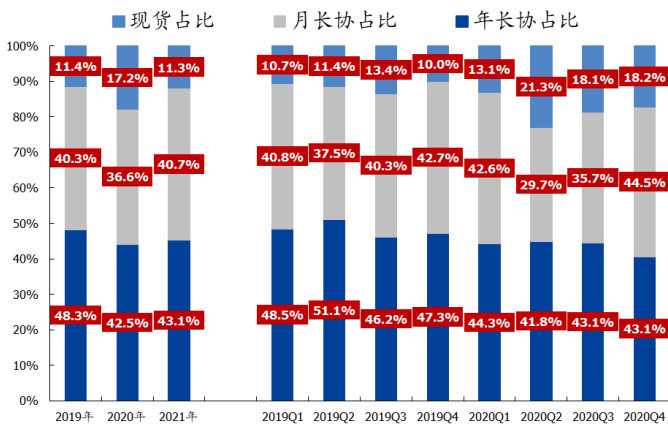
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 煤炭销量(万吨)



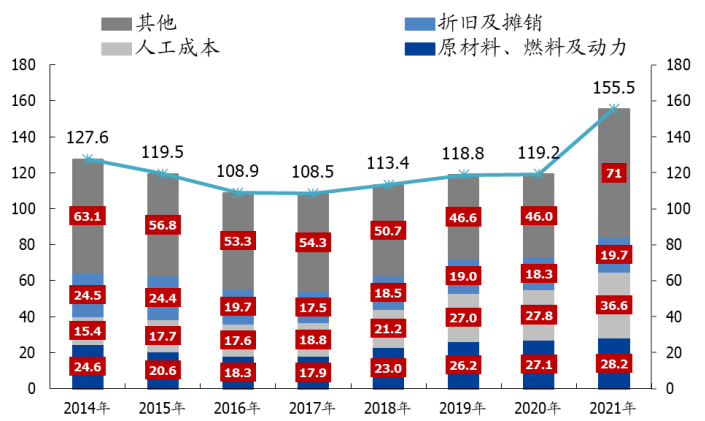
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 煤炭销售构成



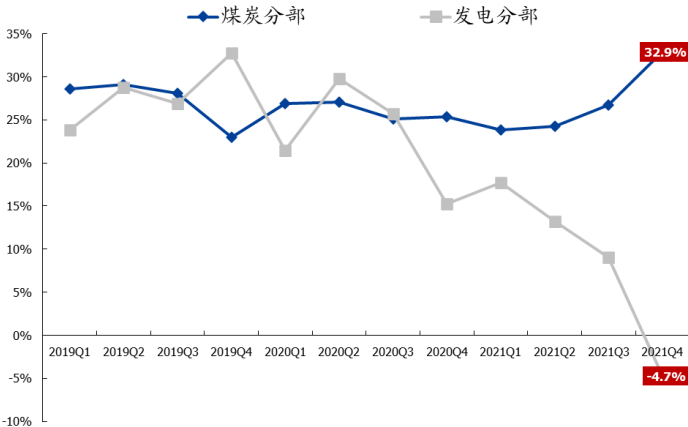
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 自产煤成本(元/吨)



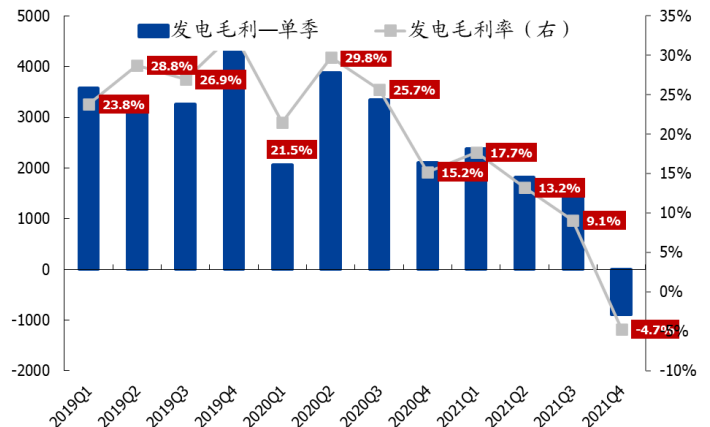
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 煤炭分部、发电分部毛利率



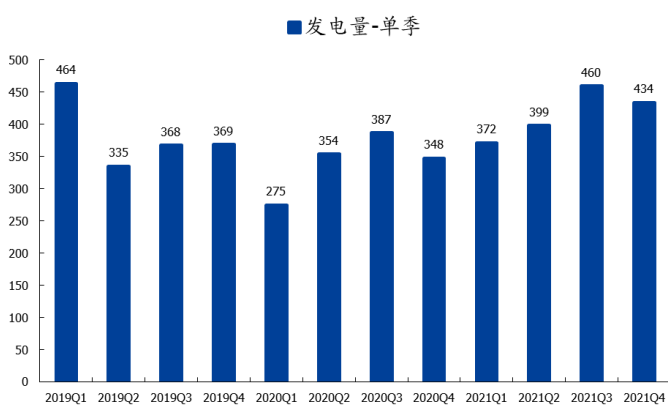
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 发电分部毛利(百万)



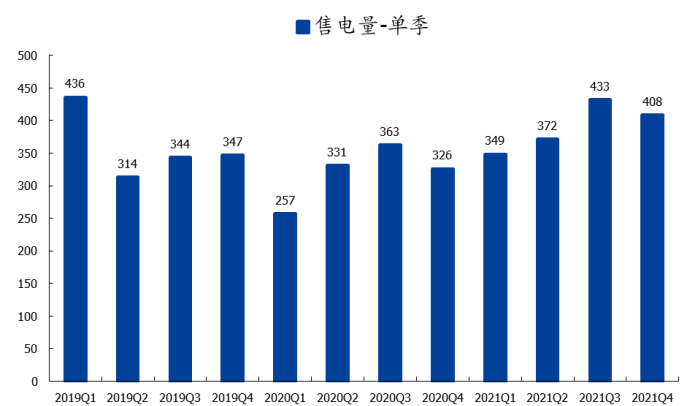
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表10: 发电分部发电量(亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 发电分部售电量(亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com