



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：lihang@mszq.com

➤ **事件**：2022 年 4 月 27 日，公司发布一季度报告称，一季度归母净利润 189.57 亿元，同比增长 63.3%；营业收入 839.02 亿元，同比增长 24.1%。

➤ **国际会计准则下，公司 22Q1 归母净利润为 197.76 亿元。**据公告，国际财务报告准则下，公司 2022 年一季度归母净利润为 197.96 亿元，高出按中国企业会计准则的归母净利润 8.39 亿元，去年同时期国际财务报告准则下的归母净利润高出中国企业会计准则下的归母净利润 2.53 亿元。口径的差异在于维简费、安全生产费及其他类似性质的费用确认时点以及确认方式造成的差异。我们认为，在产量变化不大的背景下，两种会计准则下归母净利润差异的扩大或许反应出公司提高了相关费用的单位计提标准。

➤ **煤炭业务量价齐升，毛利大幅增加。**2022 年一季度，公司生产商品煤 80.8 百万吨，同比增长 3.6%。销售商品煤 105.7 百万吨，同比下降 8.4%。其中年度长协 54.4 百万吨，同比增长 28.4%，占总销量的比重提升 9 个百分点至 51.5%。一季度商品煤综合售价为 624 元/吨，同比增长 31.4%。其中年度长协售价为 516 元/吨，同比增长 28.4%，月度长协售价为 787 元/吨，同比增长 36.9%，现货售价为 773 元/吨，同比增长 59.7%。自产煤生产成本由 128.4 元/吨小幅提升至 150 元/吨，增幅 16.8%。煤炭实现业务毛利为 24080 百万元，同比增长 79.2%，毛利率为 35.3%，同比增长 11.6 个百分点。

➤ **权益产能核增 410 万吨/年，产量有望增加。**据公告，公司下属三个矿井获得国家矿山安全监察局综合司复函，同意核增生产能力，具体来看，神山露天煤矿（100%权益）生产能力由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年；黄玉川煤矿（100%权益）生产能力由 1000 万吨/年核增至 1300 万吨/年；青龙寺煤矿（50%权益）生产能力由 300 万吨/年核增至 400 万吨/年。三个矿井累计核增产能 460 万吨/年，权益产能合计增加 410 万吨/年。随着公司产能核增获批，公司自产煤产量有望增加。

➤ **成本控制较好，电力业务毛利率微幅下降。**成本小幅增加压低毛利率，电力产能扩张潜力仍然充足：据公告，一季度公司总发电量 46.75 十亿千瓦时，同比增长 25.7%；一季度售电量 43.99 十亿千瓦时，同比增长 26.1%。一季度售电价格为 411 元/兆瓦时，同比增长 21.6%。发电业务平均售电成本为 371.9 元/兆瓦时，同比增长 21.7%。电力业务实现毛利 3274 百万元，同比增长 37.3%，实现毛利率 16%，同比下降 1.7 个百分点。2020 年起公司进入电厂的集中投产期，截至 2021 年末，公司在建（含已核准但未开工建设）电力机组 8800MW，其中罗源湾 2*1000MW 机组已全部透运，未来公司仍有 6800MW 机组投产（北海电厂 2000MW，清远电厂 2000MW，湖南岳阳项目 2000MW，惠州二期燃气热电联产机组 800MW），电力装机规模有望持续扩张。

推荐

维持评级

当前价格：

28.97 元

相关研究

- 1.中国神华(601088)2021 年年报点评：业绩股息稳定持续增长，估值提升空间大
- 2.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
- 3.中国神华(601088):长协基准上调，公司有望受益

➤ **运输业务盈利稳健, 航运毛利大幅增长。**2022 年一季度, 公司自有铁路周转量 72.7 十亿吨公里, 同比下降 1.5%, 黄骅港装船量 51.9 百万吨, 同比下降 5.8%; 天津煤码头装船量 9.7 百万吨, 同比下降 11%; 航运货运量 30.7 百万吨, 同比增长 1.7%。运输业务一季度实现毛利 6207 百万元, 同比下降 0.89%, 其中铁路下降 0.5%, 港口下降 3.8%, 航运增长 38.7%, 航运分部毛利同比增长的主要原因是海运价格同比增长。

➤ **烯烃产品成本走高, 压缩毛利。**2022 年一季度, 公司销售聚乙烯 90.8 千吨, 同比增长 4.2%, 销售聚丙烯 86.7 千吨, 同比下降 3.3%。煤化工业务实现毛利为 315 百万元, 同比下降 21.8%, 毛利率 19.1%, 较上年同期上下下降 6.2 个百分点。煤化工业务毛利同比下降的主要原因是煤炭采购价格上涨。

➤ **投资建议** 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 697 亿元、733.44 亿元、750.12 亿元, 对应 EPS 分别为 3.51/3.69/3.78 元/股, 对应 2022 年 4 月 27 日的 PE 分别为 8 倍、8 倍、8 倍, 行业中估值较低, 同时公司持续高分红, 股息率在行业中也处于高位, 公司现金价值有望获得重估, 估值有望提升, 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	373379	399654	411962
增长率(%)	43.7	11.4	7.0	3.1
归属母公司股东净利润(百万元)	50269	69700	73344	75012
增长率(%)	28.3	38.7	5.2	2.3
每股收益(元)	2.53	3.51	3.69	3.78
PE	11	8	8	8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 4 月 27 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	373379	399654	411962
营业成本	224452	236384	255092	263650
营业税金及附加	16502	18408	19623	20186
销售费用	581	747	799	824
管理费用	9119	10081	10791	11123
研发费用	2499	2800	2997	3090
EBIT	80327	104959	110352	113089
财务费用	88	328	371	325
资产减值损失	-1292	-1600	-1200	-1200
投资收益	-885	299	320	412
营业利润	78242	103821	110009	112917
营业外收支	-867	-800	-800	-800
利润总额	77375	103021	109209	112117
所得税	18016	20604	22606	23545
净利润	59359	82416	86603	88573
归属于母公司净利润	50269	69700	73344	75012
EBITDA	101108	124247	129815	132821

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	162886	214990	273937	331149
应收账款及票据	13607	14633	15667	16040
预付款项	7893	7328	7908	8173
存货	12633	12453	13478	13947
其他流动资产	11291	10734	11176	11266
流动资产合计	208310	260137	322166	380575
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	645752	694677	739685
短期借款	4248	1000	1000	1000
应付账款及票据	35216	36461	38648	39222
其他流动负债	52284	53770	55562	57080
流动负债合计	91748	91231	95210	97302
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	158979	165008	166150
股本	19869	19869	19869	19869
少数股东权益	68801	81518	94777	108337
股东权益合计	445676	486773	529669	573534
负债和股东权益合计	607052	645752	694677	739685

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	11.38	7.04	3.08
EBIT 增长率	26.95	30.67	5.14	2.48
净利润增长率	28.34	38.65	5.23	2.27
盈利能力 (%)				
毛利率	33.04	36.69	36.17	36.00
净利润率	17.71	22.07	21.67	21.50
总资产收益率 ROA	8.28	10.79	10.56	10.14
净资产收益率 ROE	13.34	17.20	16.86	16.12
偿债能力				
流动比率	2.27	2.85	3.38	3.91
速动比率	2.04	2.63	3.16	3.68
现金比率	1.78	2.36	2.88	3.40
资产负债率 (%)	26.58	24.62	23.75	22.46
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	3.51	3.69	3.78
每股净资产	18.97	24.50	26.66	28.87
每股经营现金流	4.76	5.50	5.59	5.70
每股股利	2.54	2.10	2.21	2.27
估值分析				
PE	11	8	8	8
PB	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.73	3.39	2.80	2.30
股息收益率 (%)	8.77	7.27	7.65	7.82

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	59359	82416	86603	88573
折旧和摊销	20781	19287	19463	19732
营运资金变动	9955	2008	248	245
经营活动现金流	94575	109245	110988	113151
资本开支	-22341	-7227	-7100	-7038
投资	3211	140	-40	-60
投资活动现金流	-6844	-6868	-6821	-6686
股权募资	1129	0	0	0
债务募资	373	-5128	2050	-950
筹资活动现金流	-43731	-50274	-45220	-49253
现金净流量	43826	52104	58947	57212

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