

中国神华 (601088.SH)

Q1 业绩超市市场预期，核心资产价值凸显

事件：公司发布 2022 年第一季度报告。2022 年一季度，公司实现营业收入 839 亿元，同比增长 24.1%，环比下降 18%；实现归母净利润 189.6 亿元，同比增长 63.3%，环比增长 99.2%；实现扣非归母净利润约 186.2 亿元，同比增长 60.7%，环比增长 92.6%。贸易煤销量&售价环比小幅下降，致使营收环比下降；电力、铁运等业务盈利能力改善，共同推动净利润环比上涨。

煤炭：自产煤产销稳健，售价居历史高位。2022 年第一季度，公司煤炭板块实现收 678.5 亿元，同比增长 20.5%，环比下降 27%；实现毛利 240.8 亿元，同比增长 79.2%，环比下降 21.2%；毛利率为 35.5%，同比上升 11.6pct，环比上升 2.6pct。**产销方面**，公司一季度商品煤产量/销量 0.8/1.1 亿吨，同比增 3.6%/-8.4%；其中年度长协煤销量 54.4 亿吨，同比增 10.8%，环比增 0.6%。**售价方面**，公司一季度吨煤售价 624 元/吨，同比涨 31.4%；其中，年度长协售价 516 元/吨，同比涨 36.9%，环比降 23.7%；现货价 773 元/吨，同比涨 59.7%，环比降 6%；月度长协售价 787 元/吨，同比涨 28.4%，环比降 1%。**成本方面**，公司一季度自产煤吨成本 150 元/吨，同比上涨 16.8%（外委剥离费等成本增加），环比下降 21%。**未来看点**，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。2022 年 4 月，公司神山露天煤矿生产能力由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年、黄玉川煤矿生产能力由 1000 万吨/年核增至 1300 万吨/年、青龙寺煤矿生产能力由 300 万吨/年核增至 400 万吨/年，合计增量 460 万吨/年。此外，公司取得新街台格庙南区探矿权证，煤炭资源接续配置有序推进。

电力：装机容量提升、电价上浮，板块量价齐升。2022 年第一季度，电力板块实现收入 204.4 亿元，同比增长 51.9%，环比上涨 8.7%；实现毛利 32.7 亿元，同比增长 37.3%，环比实现扭亏为盈；毛利率为 16%，同比下降 1.7pct，环比上涨 20.7 pct。**产销方面**，公司一季度发电量/售电量 46.8/44 亿千瓦时，同比增长 25.7%/ 26.1%，环比增幅均为 7.7%，平均利用小时数 1234 小时（同比+ 4.8%）。**售价方面**，公司一季度综合售电价 411 元/兆瓦时，同比增长 21.6%，环比增长 7.6%。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。**成本方面**，公司一季度度电成本 371.9 元/兆瓦时，同比增长 21.7%，环比下降 16.8%。**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：海运价格上涨，煤化工盈利能力改善。**运输方面**，公司一季度铁路运输实现毛利 50.3 亿元，同比下降 0.5%，环比增长 23.2%；港口运输实现毛利 7.9 亿元，同比下降 3.8%，环比增长 6%；航运实现毛利 3.8 亿元，同比上涨 38.7%，环比上涨 31.5%。**煤化工方面**，公司一季度聚乙烯、聚丙烯销售量分别为 9.1 万吨、8.7 万吨，分别同比减少 4.2%、3.3%，公司煤化工板块实现毛利 3.2 亿元，同比下降 21.8%，环比大增 1400%；毛利率为 19.1%，同比下降 6.2pct，环比提升 17.2pct。

分红比例高达 100%，股息率高达 9.3%。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 4 月 27 日收盘价计，股息率高达 9.3%。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。

投资建议。预计公司 2022 年~2024 年实现归母净利润 737.9 亿元、800.9 亿元、824.4 亿元，EPS 分别为 3.71 元、4.03 元、4.15 元，对应 PE 分别为 7.8、7.2、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	337,147	350,382	357,997
增长率 yoy（%）	-3.6	43.7	0.6	3.9	2.2
归母净利润（百万元）	39,170	50,269	73,789	80,087	82,437
增长率 yoy（%）	-9.4	28.3	46.8	8.5	2.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.97	2.53	3.71	4.03	4.15
净资产收益率（%）	11.1	13.3	16.4	15.7	14.3
P/E（倍）	14.7	11.5	7.8	7.2	7.0
P/B（倍）	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
4 月 27 日收盘价(元)	28.97
总市值(百万元)	575,591.02
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)	48.26

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：jiangyuxin@gszq.com

相关研究

- 《中国神华 (601088.SH)：分红高达 100%，核心资产价值担当》2022-03-28
- 《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

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
流动资产	172229	208310	283876	367531	425934
现金	127457	162886	245326	320006	386075
应收票据及应收账款	11759	13607	11905	14608	12481
其他应收款	3415	2307	3448	2533	3578
预付账款	4426	7893	4497	8379	4777
存货	12750	12633	9716	13020	10039
其他流动资产	12422	8984	8984	8984	8984
非流动资产	386218	398742	383720	377956	367095
长期投资	49492	47644	47496	47348	47200
固定资产	219043	238026	228355	225832	217630
无形资产	36126	50908	51097	51702	53099
其他非流动资产	81557	62164	56772	53075	49166
资产总计	558447	607052	667596	745488	793029
流动负债	69493	91748	77690	96248	78780
短期借款	5043	4248	4248	4248	4248
应付票据及应付账款	28980	35216	21308	36196	22123
其他流动负债	35470	52284	52134	55804	52409
非流动负债	63824	69628	56906	45603	33579
长期借款	53492	52365	39643	28340	16316
其他非流动负债	10332	17263	17263	17263	17263
负债合计	133317	161376	134596	141851	112359
少数股东权益	64941	68801	82336	97027	112148
股本	19890	19869	19869	19869	19869
资本公积	74765	74667	74667	74667	74667
留存收益	257741	271878	275236	276869	279585
归属母公司股东权益	360189	376875	450664	506610	568522
负债和股东权益	558447	607052	667596	745488	793029

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	81289	94575	96002	124481	109527
净利润	47265	59359	87324	94777	97558
折旧摊销	19587	20573	20089	20994	22070
财务费用	1188	88	664	826	1401
投资损失	-3178	885	-1700	-1700	-1700
营运资金变动	16006	8054	-10374	9583	-9802
其他经营现金流	421	5616	0	0	0
投资活动现金流	32048	-6844	-3367	-13531	-9508
资本支出	20673	23863	-14874	-5616	-10714
长期投资	59829	-736	148	148	148
其他投资现金流	112550	16283	-18093	-18998	-20074
筹资活动现金流	-42079	-43731	-10196	-36269	-33950
短期借款	4208	-795	0	0	0
长期借款	13089	-1127	-12722	-11303	-12025
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	2526	-24967	-21925
现金净增加额	71127	43826	82440	74681	66069

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	233263	335216	337147	350382	357997
营业成本	139023	224452	197628	201054	203904
营业税金及附加	10926	16502	19892	20673	21122
营业费用	555	581	607	701	716
管理费用	18072	9119	9170	8830	9022
研发费用	1362	2499	2832	2628	2685
财务费用	1188	88	664	826	1401
资产减值损失	-1523	-1292	-1500	-1500	-1500
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	1700	1700	1700
资产处置收益	-22	454	0	0	0
营业利润	63490	78242	109955	119272	122748
营业外收入	439	380	400	400	400
营业外支出	1267	1247	1200	1200	1200
利润总额	62662	77375	109155	118472	121948
所得税	15397	18016	21831	23694	24390
净利润	47265	59359	87324	94777	97558
少数股东损益	8095	9090	13535	14691	15122
归属母公司净利润	39170	50269	73789	80087	82437
EBITDA	86085	101662	131931	141519	145454
EPS (元)	1.97	2.53	3.71	4.03	4.15

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.6	43.7	0.6	3.9	2.2
营业利润(%)	-4.7	23.2	40.5	8.5	2.9
归属于母公司净利润(%)	-9.4	28.3	46.8	8.5	2.9
获利能力					
毛利率(%)	40.4	33.0	41.4	42.6	43.0
净利率(%)	16.8	15.0	21.9	22.9	23.0
ROE(%)	11.1	13.3	16.4	15.7	14.3
ROIC(%)	11.8	13.8	17.4	17.2	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.9	26.6	20.2	19.0	14.2
净负债比率(%)	-14.4	-20.1	-34.1	-44.3	-50.8
流动比率	2.5	2.3	3.7	3.8	5.4
速动比率	2.1	1.9	3.4	3.5	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.5	0.5	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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.53	3.71	4.03	4.15
每股经营现金流(最新摊薄)	4.09	4.76	4.83	6.27	5.51
每股净资产(最新摊薄)	18.13	18.97	22.68	25.50	28.61
估值比率					
P/E	14.7	11.5	7.8	7.2	7.0
P/B	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	5.5	3.6	2.9	2.4

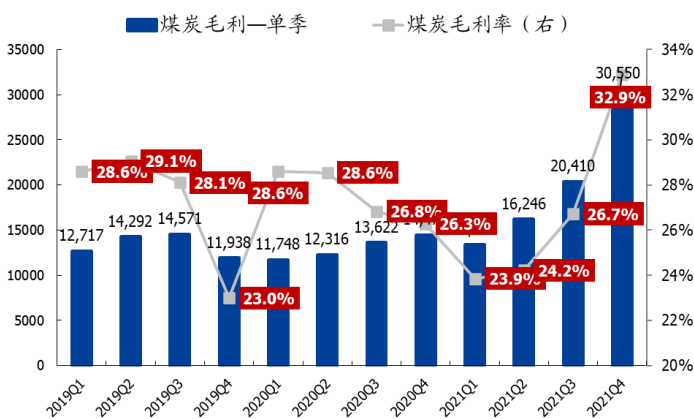
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价

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%

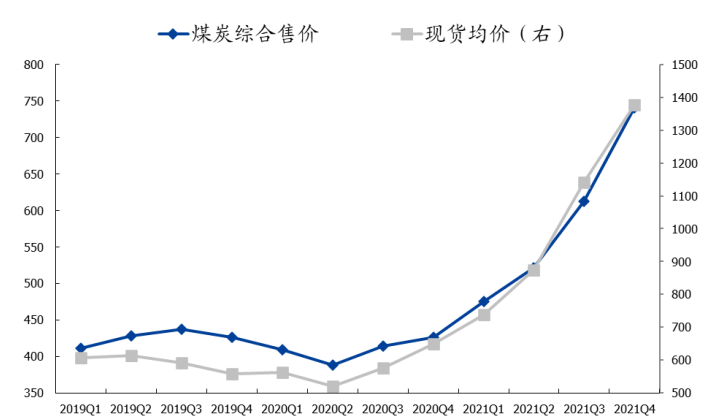
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 煤炭分部毛利 (百万)



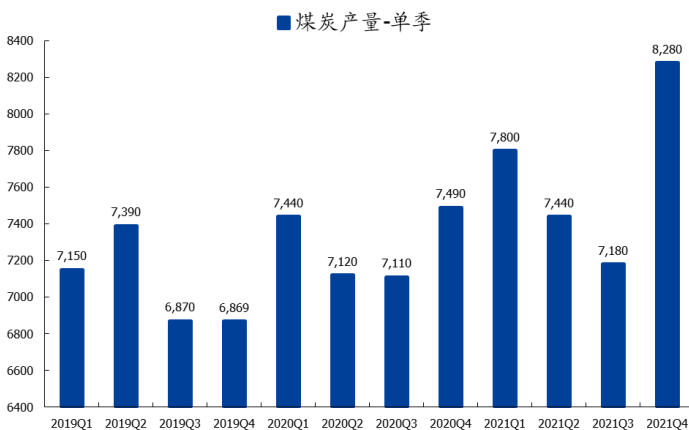
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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)



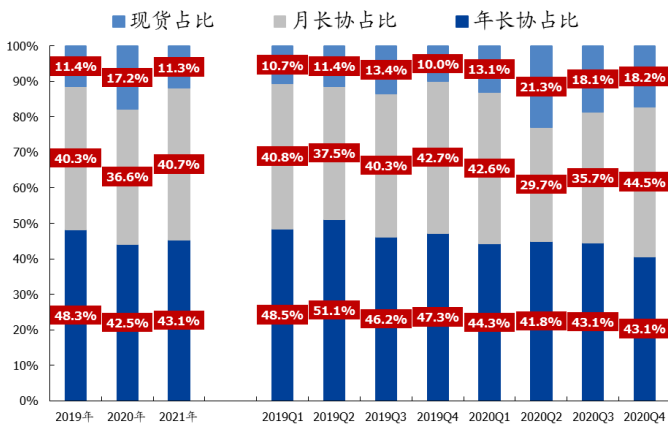
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 煤炭销量 (万吨)



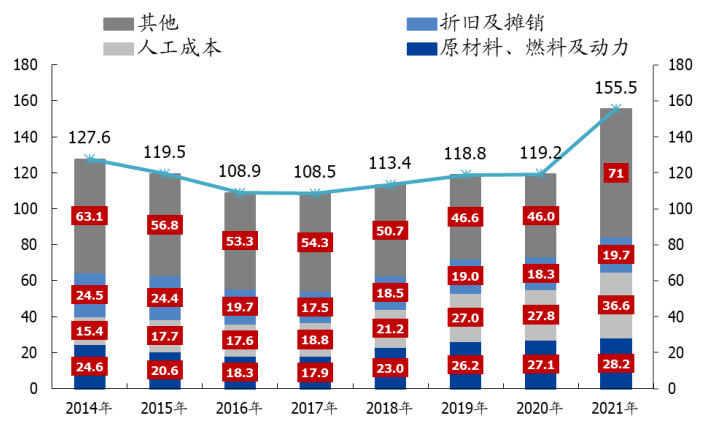
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 煤炭销售构成



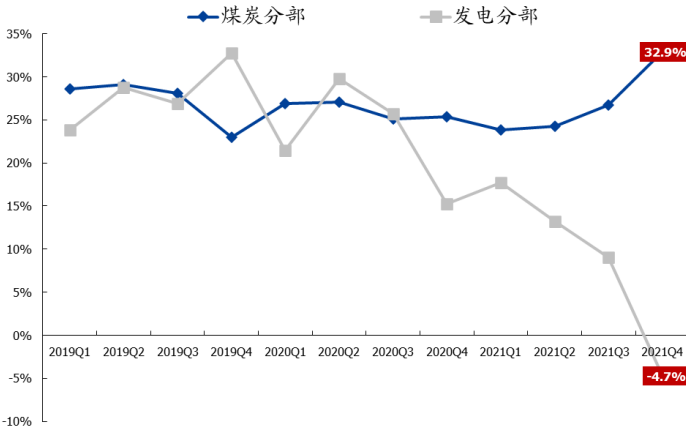
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 自产煤成本(元/吨)



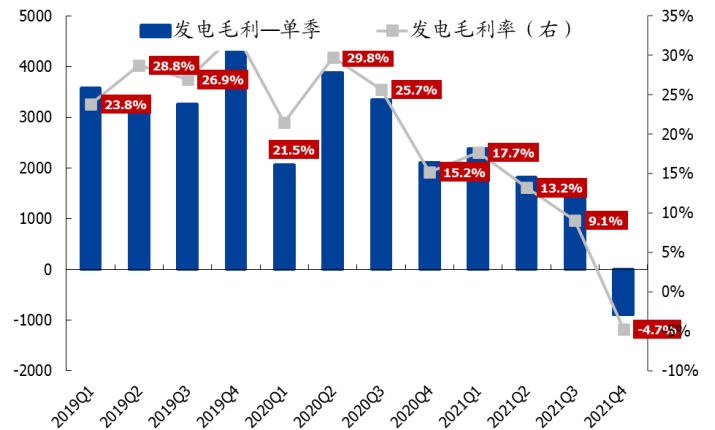
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 煤炭分部、发电分部毛利率



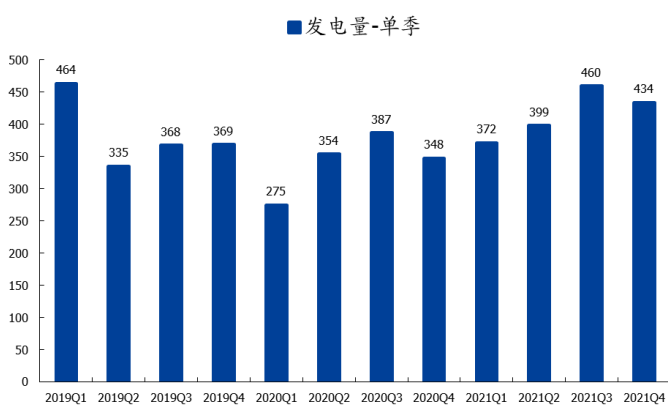
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 发电分部毛利(百万)



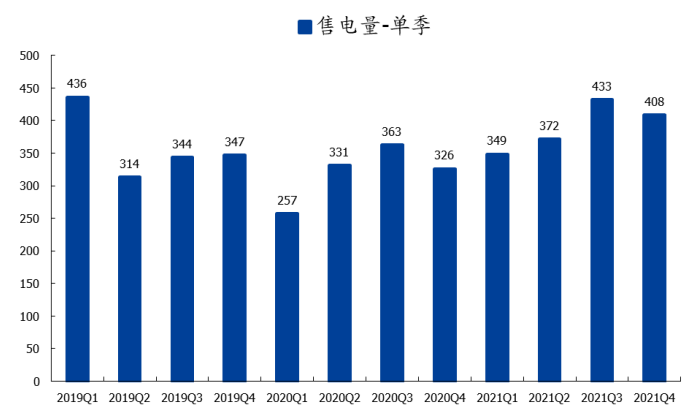
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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