

# 中国神华(601088.SH/01088.HK)

Q1 业绩表现超预期，继续看好能源龙头长期竞争优势

## 核心观点:

- **22Q1 业绩超预期，火电资产为主的联营和合营企业贡献的投资收益大幅扭亏。**公司发布 2022 年一季报，22Q1 中国企业会计准则下公司实现归母净利润 189.6 亿元，同比+63.3%；扣非归母净利润 186.2 亿元，同比+60.7%。从分部业绩来看，公司 22Q1 煤炭、运输、发电和煤化工业务板块实现利润总额（合并抵消前）分别为 187.0、53.4、25.6 和 2.2 亿元（占比分别为 67%、19%、9%和 1%），同比分别+100%、-5%、+47%和-30%。22Q1 公司对联营企业和合营企业的投资收益达 8.6 亿元，同比+12%，21Q2-Q4 由于煤价高企亏损加深。此外，公司 Q1 成本费用控制好，非经常性损益因素影响基本消除。
- **22Q1 吨煤净利约 185 元，近期部分煤矿核增产能合计 460 万吨。**公司 22Q1 商品煤产量 8080 万吨，同比+3.6%；商品煤综合售价 624 元/吨，同比+31.4%；自产煤单位成本 150 元/吨，同比+16.8%；综合毛利率达 35.5%，同比+11.6pct。测算吨煤净利约 185 元，同比+93%。公司近期公告神山、黄玉川和青龙寺矿累计核增产能 460 万吨，相比较公司 21 年自产煤量 3.07 亿吨，同比+1%。
- **受益于新建机组投运+电价上涨，22Q1 发电业务盈利明显改善。**公司去年先后有 632 万千瓦的机组投运，近期罗源湾项目 2 号机组通过 168 小时试运行。22Q1 公司发电量同比+25.7%，售电量同比+26.1%，平均利用小时同比+4.8%，售电价同比+21.6%，售电成本同比+21.7%。
- **盈利预测与投资建议。**按照中国企业会计准则，预计 22-24 年 EPS 分别为 3.37、3.52 和 3.57 人民币元/股，给予公司 A 股 22 年 PE 估值 12 倍，对应 A 股合理价值 40.46 人民币元/股。根据公司 AH 股最新溢价率以及港元兑人民币汇率，得到 H 股合理价值 33.61 港元/股，维持公司 A、H 股“买入”评级。（注：除特殊说明外均采用人民币为货币单位，4 月 27 日港币兑人民币汇率为 1 港元=0.836 人民币）
- **风险提示。**煤价超预期下跌、公司成本费用超预期上涨等。

## 盈利预测（货币单位：人民币元）:

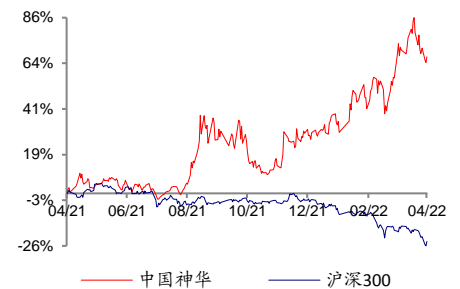
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	233,263	335,216	343,595	355,031	360,795
增长率（%）	-3.6	43.7	2.5	3.3	1.6
EBITDA（百万元）	83,156	102,844	122,655	126,960	128,651
归母净利润（百万元）	39,170	50,269	66,992	69,911	70,846
增长率（%）	-9.4	28.3	33.3	4.4	1.3
EPS（元/股）	1.97	2.53	3.37	3.52	3.57
市盈率（x）	9.15	8.90	8.59	8.23	8.12
ROE（%）	10.9	13.3	17.0	16.9	16.3
EV/EBITDA（x）	3.54	3.40	3.83	3.59	3.37

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	28.97 元/24.00 港元
合理价值	40.46 元/33.61 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-04-28

## 相对市场表现



分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师:

宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

## 相关研究:

中国神华 2022-03-27

(601088.SH/01088.HK):高盈利高分红, 优质能源龙头估值有望继续提升

中国神华 2022-01-21

(601088.SH/01088.HK):21年运营指标超计划完成, 高盈利高分红优质能源龙头

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>172,229</b>	<b>208,310</b>	<b>212,777</b>	<b>225,947</b>	<b>248,712</b>
货币资金	127,457	162,886	168,800	181,000	203,000
应收及预付	16,185	21,500	21,386	21,828	22,210
存货	12,750	12,633	11,906	12,255	12,498
其他流动资产	15,837	11,291	10,686	10,864	11,004
<b>非流动资产</b>	<b>386,218</b>	<b>398,742</b>	<b>425,679</b>	<b>445,046</b>	<b>456,330</b>
长期股权投资	49,492	47,644	49,644	51,644	53,644
固定资产	219,043	238,026	248,886	254,692	254,621
在建工程	39,845	26,201	31,701	36,701	40,701
无形资产	36,126	50,908	58,453	64,763	69,869
其他长期资产	41,712	35,963	36,995	37,245	37,495
<b>资产总计</b>	<b>558,447</b>	<b>607,052</b>	<b>638,456</b>	<b>670,993</b>	<b>705,042</b>
<b>流动负债</b>	<b>69,493</b>	<b>91,748</b>	<b>94,505</b>	<b>96,024</b>	<b>97,952</b>
短期借款	5,043	4,248	3,925	2,950	3,267
应付及预收	28,980	35,216	36,221	37,282	38,023
其他流动负债	35,470	52,284	54,359	55,791	56,662
<b>非流动负债</b>	<b>63,824</b>	<b>69,628</b>	<b>68,442</b>	<b>67,373</b>	<b>66,304</b>
长期借款	50,251	49,193	48,193	47,193	46,193
应付债券	3,241	3,172	3,103	3,034	2,965
其他非流动负债	10,332	17,263	17,146	17,146	17,146
<b>负债合计</b>	<b>133,317</b>	<b>161,376</b>	<b>162,947</b>	<b>163,397</b>	<b>164,256</b>
股本	19,890	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	74,765	74,667	74,667	74,667	74,667
留存收益	257,741	271,878	288,404	307,849	328,229
归属母公司股东权益	360,189	376,875	394,594	414,039	434,419
少数股东权益	64,941	68,801	80,915	93,557	106,368
<b>负债和股东权益</b>	<b>558,447</b>	<b>607,052</b>	<b>638,456</b>	<b>670,993</b>	<b>705,042</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>233,263</b>	<b>335,216</b>	<b>343,595</b>	<b>355,031</b>	<b>360,795</b>
营业成本	148,147	224,452	211,529	217,728	222,056
营业税金及附加	10,926	16,502	16,914	17,477	17,761
销售费用	555	581	722	746	758
管理费用	8,948	9,119	10,308	11,006	11,545
研发费用	1,362	2,499	2,561	2,647	2,690
财务费用	1,188	88	294	69	-255
资产减值损失	-1,523	-1,292	-500	-350	-300
公允价值变动收益	-134	0	0	0	0
投资净收益	3,178	-885	172	710	1,082
<b>营业利润</b>	<b>63,490</b>	<b>78,242</b>	<b>102,019</b>	<b>106,337</b>	<b>107,652</b>
营业外收支	-828	-867	-600	-500	-400
<b>利润总额</b>	<b>62,662</b>	<b>77,375</b>	<b>101,419</b>	<b>105,837</b>	<b>107,252</b>
所得税	15,397	18,016	22,312	23,284	23,595
<b>净利润</b>	<b>47,265</b>	<b>59,359</b>	<b>79,106</b>	<b>82,552</b>	<b>83,657</b>
少数股东损益	8,095	9,090	12,114	12,642	12,811
<b>归属母公司净利润</b>	<b>39,170</b>	<b>50,269</b>	<b>66,992</b>	<b>69,911</b>	<b>70,846</b>
EBITDA	83,156	102,844	122,655	126,960	128,651
EPS (元)	1.97	2.53	3.37	3.52	3.57

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>81,289</b>	<b>94,575</b>	<b>108,042</b>	<b>108,406</b>	<b>109,375</b>
净利润	47,265	59,359	79,106	82,552	83,657
折旧摊销	19,831	20,781	21,095	21,533	22,666
营运资金变动	13,842	9,955	4,976	1,523	846
其它	351	4,480	2,864	2,797	2,206
<b>投资活动现金流</b>	<b>32,048</b>	<b>-6,844</b>	<b>-48,070</b>	<b>-41,004</b>	<b>-33,532</b>
资本支出	-20,183	-22,341	-45,585	-39,464	-32,364
投资变动	61,179	3,211	-2,100	-2,100	-2,100
其他	-8,948	12,286	-385	560	932
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-42,079</b>	<b>-43,731</b>	<b>-54,058</b>	<b>-55,202</b>	<b>-53,843</b>
银行借款	9,940	22,114	-1,323	-1,974	-684
股权融资	606	1,129	0	0	0
其他	-52,625	-66,974	-52,734	-53,228	-53,160
<b>现金净增加额</b>	<b>71,127</b>	<b>43,826</b>	<b>5,914</b>	<b>12,200</b>	<b>22,000</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>41,827</b>	<b>112,880</b>	<b>162,886</b>	<b>168,800</b>	<b>181,000</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>112,880</b>	<b>156,706</b>	<b>168,800</b>	<b>181,000</b>	<b>203,000</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-3.6%	43.7%	2.5%	3.3%	1.6%
营业利润增长	-4.7%	23.2%	30.4%	4.2%	1.2%
归母净利润增长	-9.4%	28.3%	33.3%	4.4%	1.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.5%	33.0%	38.4%	38.7%	38.5%
净利率	20.3%	17.7%	23.0%	23.3%	23.2%
ROE	10.9%	13.3%	17.0%	16.9%	16.3%
ROIC	9.8%	12.3%	14.7%	14.5%	13.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.9%	26.6%	25.5%	24.4%	23.3%
净负债比率	31.4%	36.2%	34.3%	32.2%	30.4%
流动比率	2.48	2.27	2.25	2.35	2.54
速动比率	2.19	2.04	2.04	2.14	2.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.55	0.54	0.53	0.51
应收账款周转率	29.91	32.68	32.68	32.68	32.68
存货周转率	18.30	26.53	28.86	28.97	28.87
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.97	2.53	3.37	3.52	3.57
每股经营现金流	4.09	4.76	5.44	5.46	5.50
每股净资产	18.11	18.97	19.86	20.84	21.86
<b>估值比率</b>					
P/E	9.15	8.90	8.59	8.23	8.12
P/B	0.99	1.19	1.46	1.39	1.32
EV/EBITDA	3.54	3.40	3.83	3.59	3.37

## 广发煤炭行业研究小组

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。