

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华(601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: 021-61678597

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 一季度量价齐升, 业绩持续稳健增长

2022年4月28日

**事件:** 2022年4月27日, 中国神华发布一季度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 839.02 亿元, 同比增长 24.1%; 实现归母净利润 189.57 亿元, 同比增长 63.3%; 扣除非经常性损益后利润为 186.17 亿元, 同比增长 60.7%; 经营活动产生的现金流量净额为 284.36 亿元, 同比增长 45%; 基本每股收益 0.954 元/股, 同比增长 63.3%。

### 点评:

- **煤炭板块: 一季度公司煤炭销售价格增长 31.4%, 带动煤炭业务营业收入增加 20.5%。** 一季度公司商品煤产量 0.8 亿吨, 同比增长 3.6%; 煤炭销售量 1.05 亿吨, 同比下降 8.4%, 其中年度长协占比 51.47%, 月度长协占比 35%, 现货占比 8.6%。一季度煤炭平均销售价格为 624 元/吨, 同比上升 31.4%。由于公司今年计划降低贸易煤销售量, 导致产量同比上升但销量同比下降。外购煤销量减少对公司业绩影响小, 在销售价格的拉动下, 一季度煤炭板块营业收入为 678.54 亿元, 同比增加 20.5%。公司自产煤吨煤成本为 150 元/吨, 同比上涨 16.8%, 主要由于公司员工人数增多使社保缴费金额增长, 以及外委剥离费等成本增加导致其他成本上涨。一季度煤炭板块毛利 240.8 亿元, 同比增加 79.2%; 毛利率为 35.5%, 同比增加 11.6 个 pct。预计今年在煤炭市场供需趋紧的背景下, 价格有望保持中高位运行。公司煤炭平均售价上涨将拉动营收增加, 外购煤比例下降提高板块整体毛利率, 公司业绩有望延续 2021 年增长势头。
- **电力板块: 一季度公司售电量和售电价同比大幅增长, 拉动电力业务营收增加 51.9%。** 中国神华一季度实现发电量 46.75 十亿千瓦时, 同比增加 25.7%; 售电量 43.99 十亿千瓦时, 同比增加 26.1%; 平均利用小时数 1234 小时, 同比增加 4.8%; 加权平均售价 411 元/兆瓦时, 同比提高 73 元/兆瓦时, 增加 21.6%。报告期内集团总装机容量为 37899 兆瓦, 无新增或减少装机容量。电力业务的量价齐增带来营收增长, 一季度营收 204.43 亿元, 同比增长 51.9%; 受到燃煤采购价格上涨影响, 营业成本上涨 55.1%, 平均售电成本为 371.9 元/兆瓦时。实现毛利 32.74 亿元, 同比增加 37.3%; 实现利润总额 25.61 亿元, 同比增长 46.7%。预计未来伴随燃煤发电电量继续增加和市场交易电价浮动 20%政策的落地实施, 公司售电价格将有望上升, 一定程度平抑高煤价带来的成本压力。
- **运输及煤化工: 航运分部受海运价格上涨影响利润同比上涨 50.6%。** 报告期内公司铁路、港口、航运分别实现营业收入 103.42 亿元、16.36 亿元、14.33 亿元, 同比增加 4.8%、0.3%、15.2%。铁路和港口业务营业成本增速高于收入增速, 拖累业绩表现, 一季度分别实现毛利 50.33 亿元、7.94 亿元, 同比下降 0.5%、3.8%。航运板块受益于海运价格上涨,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

营收同比增加 15.2%，实现毛利 3.8 亿元，同比上涨 38.7%，毛利率 26.5，同比上升 4.5 个 pct。煤化工业务由于煤炭采购价格上涨，营业成本同比增加，一季度实现毛利 3.15 亿元，同比下降 21.8%，毛利率 19.1%，同比下降 6.2 个 pct。

- **疫情形势缓和有望带来煤炭消费回暖，用煤旺季临近，公司盈利有望保持稳健增长。**当前疫情限制沿海省份动力煤消费，电煤库存出现小幅累库，但仍处于低位。预计伴随疫情逐步缓解，煤炭消费有望实现回升。全年来看，煤炭增量有限，供给弹性小，叠加动力煤进口萎缩、铁路运力受限，预计煤炭市场将维持供需趋紧局面，支撑煤价中高位运行。中国神华作为动力煤龙头公司，有望继续发挥煤电陆港航的一体化优势，保持盈利持续增长。
- **盈利预测与投资评级：上调公司盈利预测，维持买入评级。**根据公司年报业绩说明会及一季报披露数据，我们上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润为 683.37、780.91、877.14 亿元(原 2022-2024 预测值为 609.18、701.98、794.98 亿元)；EPS 为 3.44/3.93/4.41 (原 2022-2024 预测值为 3.07/3.54/4.01)。我们认为，在全球能源大通胀背景下，未来数年煤炭价格中枢有望持续抬升，长协价格也有望逐年上调，中国神华的特许经营属性使得经营业绩具有高确定性，加之一体化运营使各板块够协同释放足够的向上业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势受疫情影响存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	233,263	335,216	339,137	376,025	406,556
增长率 YoY %	-3.6%	43.7%	1.2%	10.9%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	39,170	50,269	68,337	78,091	87,714
增长率 YoY%	-9.4%	28.3%	35.9%	14.3%	12.3%
毛利率%	36.5%	33.0%	38.0%	39.7%	40.7%
净资产收益率ROE%	10.9%	13.3%	16.3%	16.6%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.44	3.93	4.41
市盈率 P/E(倍)	9.14	8.90	9.07	7.94	7.07
市净率 P/B(倍)	0.99	1.19	1.48	1.32	1.18

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>172,229</b>	<b>208,310</b>	<b>246,526</b>	<b>295,840</b>	<b>353,332</b>	
货币资金	127,457	162,886	198,523	245,551	299,627	
应收票据	3,961	3,349	4,178	4,341	4,799	
应收账款	7,798	10,258	10,698	11,743	12,739	
预付账款	4,426	7,893	7,019	7,712	8,144	
存货	12,750	12,633	13,913	14,272	15,424	
其他	15,837	11,291	12,195	12,220	12,600	
<b>非流动资产</b>	<b>386,218</b>	<b>398,742</b>	<b>419,894</b>	<b>438,586</b>	<b>458,521</b>	
长期股权投资	49,492	47,644	47,644	47,644	47,644	
固定资产(合计)	219,043	238,026	244,854	248,061	252,824	
无形资产	36,126	50,908	60,232	70,718	80,889	
其他	81,557	62,164	67,164	72,164	77,164	
<b>资产总计</b>	<b>558,447</b>	<b>607,052</b>	<b>666,420</b>	<b>734,427</b>	<b>811,853</b>	
<b>流动负债</b>	<b>69,493</b>	<b>91,748</b>	<b>89,105</b>	<b>93,778</b>	<b>99,290</b>	
短期借款	5,043	4,248	2,000	1,000	500	
应付票据	1,108	1,426	1,414	1,498	1,601	
应付账款	27,872	33,790	34,267	36,054	38,627	
其他	35,470	52,284	51,424	55,225	58,562	
<b>非流动负债</b>	<b>63,824</b>	<b>69,628</b>	<b>75,753</b>	<b>75,060</b>	<b>74,896</b>	
长期借款	50,251	49,193	55,318	54,625	54,461	
其他	13,573	20,435	20,435	20,435	20,435	
<b>负债合计</b>	<b>133,317</b>	<b>161,376</b>	<b>164,858</b>	<b>168,838</b>	<b>174,186</b>	
少数股东权益	64,941	68,801	81,158	95,279	111,140	
归属母公司	360,189	376,875	420,404	470,310	526,527	
<b>负债和股东权益</b>	<b>558,447</b>	<b>607,052</b>	<b>666,420</b>	<b>734,427</b>	<b>811,853</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	233,263	335,216	339,137	376,025	406,556	
同比(%)	-3.6%	43.7%	1.2%	10.9%	8.1%	
归属母公司净利润	39,170	50,269	68,337	78,091	87,714	
同比(%)	-9.4%	28.3%	35.9%	14.3%	12.3%	
毛利率(%)	36.5%	33.0%	38.0%	39.7%	40.7%	
ROE%	10.9%	13.3%	16.3%	16.6%	16.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.44	3.93	4.41	
P/E	9.14	8.90	9.07	7.94	7.07	
P/B	0.99	1.19	1.48	1.32	1.18	
EV/EBITDA	3.54	3.40	4.12	3.24	2.58	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>233,263</b>	<b>335,216</b>	<b>339,137</b>	<b>376,025</b>	<b>406,556</b>	
营业成本	148,147	224,452	210,131	226,903	240,980	
营业税金及附加	10,926	16,502	16,695	18,511	20,014	
销售费用	555	581	588	652	705	
管理费用	8,948	9,119	9,226	10,229	11,060	
研发费用	1,362	2,499	2,528	2,803	3,031	
财务费用	1,188	88	212	-336	-1,160	
减值损失合计	-1,523	-1,292	273	-120	72	
投资净收益	3,178	-885	3,704	1,244	537	
其他	-302	-1,556	1,017	1,127	1,219	
<b>营业利润</b>	<b>63,490</b>	<b>78,242</b>	<b>104,752</b>	<b>119,515</b>	<b>133,754</b>	
营业外收支	-828	-867	-429	-300	-109	
<b>利润总额</b>	<b>62,662</b>	<b>77,375</b>	<b>104,323</b>	<b>119,215</b>	<b>133,645</b>	
所得税	15,397	18,016	23,629	27,002	30,070	
<b>净利润</b>	<b>47,265</b>	<b>59,359</b>	<b>80,694</b>	<b>92,212</b>	<b>103,575</b>	
少数股东损益	8,095	9,090	12,357	14,121	15,861	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>39,170</b>	<b>50,269</b>	<b>68,337</b>	<b>78,091</b>	<b>87,714</b>	
EBITDA	83,156	102,844	119,189	136,315	150,070	
EPS(当年)(元)	1.97	2.53	3.44	3.93	4.41	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>81,289</b>	<b>94,575</b>	<b>95,840</b>	<b>116,625</b>	<b>127,342</b>	
净利润	47,265	59,359	80,694	92,212	103,575	
折旧摊销	19,831	20,781	19,220	19,387	19,303	
财务费用	1,188	88	2,907	2,972	2,918	
投资损失	-3,178	885	-3,704	-1,244	-537	
营运资金变动	13,842	9,955	-2,973	3,386	2,596	
其它	2,341	3,507	-303	-89	-514	
<b>投资活动现金流</b>	<b>32,048</b>	<b>-6,844</b>	<b>-27,004</b>	<b>-25,886</b>	<b>-25,827</b>	
资本支出	-20,183	-22,341	-30,708	-27,130	-26,364	
长期投资	61,179	3,211	0	0	0	
其他	-8,948	12,286	3,704	1,244	537	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-42,079</b>	<b>-43,731</b>	<b>-33,199</b>	<b>-43,711</b>	<b>-47,439</b>	
吸收投资	606	1,129	0	0	0	
借款	-7,388	373	3,877	-1,693	-664	
支付利息或股息	-35,751	-46,002	-37,076	-42,018	-46,775	
<b>现金流量净增加额</b>	<b>71,127</b>	<b>43,826</b>	<b>35,637</b>	<b>47,028</b>	<b>54,076</b>	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。