

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

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@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

煤炭价格稳中有增，电价上浮增厚盈利

2022年8月28日

事件: 2022年8月26日,中国神华发布半年度报告。报告期内公司实现营业收入1655.79亿元,同比增长15%;实现归母净利润411.44亿元,同比增加58.1%;产生经营活动现金流量583.63亿元,同比增长45.1%。基本每股收益2.071元/股,同比增长58.1%。其中2022Q2实现营收816.77亿元,同比增长6.95%,环比下降2.65%;实现归母净利221.87亿元,同比增长53.92%,环比增长17.04%;经营活动现金流量299.27亿元,同比增长45.24%,环比增长5.24%。

点评:

➤ 煤炭板块:供需偏紧支撑煤价继续上行,高比例长协保障业绩稳定性

上半年公司商品煤产量1.58亿吨,同比增长3.4%。煤炭销量2.1亿吨,同比减少12.7%。公司减少外购煤销售量,扩大自产煤年度长协销售比重。具体看公司通过年度长协销售煤炭1.045亿吨,同比增长5.3%,占总销量比重49.7%,月度长协与现货销售分别占比35.3%和9.7%。公司上半年煤炭平均销售价格为633元/吨,同比增长26.9%,与去年全年销售均价588元/吨相比,同比增长7.65%。自产煤单位生产成本165元/吨,同比上涨21.4%,主要由于支付员工工资及矿产开采支出增多。上半年煤炭板块营收1362.52亿元,同比上涨10.4%;营业成本867.41亿元,同比下降7.4%,主要由于外购煤销量减少而导致采购成本下降。收入增加而成本下降带动板块毛利率提升12.2pct至36.3%。

其中,2022Q2煤炭销售量1.045亿吨,同比下降16.75%,环比下降1.23%;煤炭平均销售价格642元/吨,同比上涨121.75元/吨(+23.37%),环比上涨18.84元/吨(+3.02%)。自产煤单位成本180.19元/吨,环比增加30.19元/吨(+20.12%);吨煤销售毛利243.59元/吨,环比增加15.78元/吨(+6.93%)。

展望未来,公司产能增长仍有一定空间,上半年核增黄玉川、青龙寺、神山煤矿产能共计460万吨;取得内蒙古东胜煤田台格庙北区新街一井、新街二井探矿权证,目前正在进行勘察报告的评审备案。我们预计中短期煤炭市场偏紧格局不会缓解,煤炭价格将继续高位运行,公司盈利的确定性与稳定性增强。

➤ 电力板块:受益燃煤电价上浮政策,板块盈利能力增强

公司上半年实现发电量84.79十亿千瓦时,同比增长10.1%;售电量79.6十亿千瓦时,同比增长10.5%,主要由于新机组投运,装机容量增加1000兆瓦。公司市场化交易电量占售电量比重94.5%,同比提升32.3pct。其中,二季度发电量38.04十亿千瓦时,同比下降4.66%,

环比下降 18.6%。

2021 年 10 月 11 日，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电价格上浮范围扩大至 20%，且高耗能不受上浮比例限制。公司积极争取上浮电价，上半年平均售电价格 412 元/兆瓦时，同比增长 23.7%。单位售电成本 380.5 元/兆瓦时，同比增长 25.2%；单位售电毛利为 31.5 元/兆瓦时，同比增长 7.88%。目前公司在建四座 2*1000MW 电厂，我们预计公司未来发电能力有望进一步增强。

➤ **运输与煤化工板块：成本增速快于收入增速，对业绩形成一定拖累**

公司运输效能持续提升，积极匹配增长的运输需求。上半年铁路业务实现营业收入 210.12 亿元，同比增长 5.1%；港口业务实现收入 32.37 亿元，同比下降 1.8%、航运业务实现收入 30.31 亿元，同比增长 8.8%。而由于燃油费、人工成本上涨等原因，成本增长快于收入增长，导致铁路、港口、航运板块上半年利润同比下降 10.1%、4.5%、22.9%。对于煤化工板块，上半年受益聚乙烯价格上涨等影响，营收同比增长 5.1%，而成本同比上涨 16.5%导致利润同比下降 33.4%。

➤ **政策推动支撑性电源建设，电煤需求有望超预期增长，公司中长期盈利可期。**

由于四川极端高温干旱天气导致水电出力不足，电力供需矛盾突出。近期，国家能源局已经开始提前谋划“十四五”电力保供措施，逐省督促加快支撑性电源的核准、加快开工、加快建设、尽早投运。我们认为本轮缺电主要是由于火电装机历史投资不足而导致的顶峰容量裕度不足，极端天气影响加剧电力供需矛盾，未来煤电投资建设节奏有望加快。煤电装机投产周期为 15-24 个月，新增装机有望在 2024 年底投运，但是煤炭产能周期在 3-5 年，新增电力用煤需求将会加剧当前煤炭供需的紧张形势，煤炭价格在中长期都可能处于上行阶段。同时，随着电力市场化的推进，电力顶峰容量价值稀缺性有望逐步体现，电价有望稳中有升，公司电力板块盈利有望持续向好。

➤ **盈利预测与投资评级：上调公司盈利预测，维持买入评级。**

我们认为，在全球能源大通胀、国内煤电装机建设加快的背景下，未来数年煤炭价格中枢有望持续抬升，长协价格有望逐年上调。中国神华的高长协比例使得经营业绩具有高确定性，加之一体化运营使各板块协同发展，释放足够的向上业绩弹性。我们假设 2022-2024 年煤价中枢上涨，公司煤炭销售价格为 654-703-733 元/吨；电价稳中有升，公司售电价格为 414-474-520 元/兆瓦时（增速为 19%-14.5%-9.8%）、公司煤炭产量稳步小幅提升，分别为 3.16-3.25-3.32 亿吨。根据以上假设，我们上调公司盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润为 791.14、922.09、1044.03 亿元；EPS 为 3.98/4.64/5.25 元/股，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：宏观经济形势存在不确定性；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	356,062	404,641	440,153
增长率 YoY %	-3.6%	43.7%	6.2%	13.6%	8.8%
归属母公司净利润 (百万元)	39,170	50,269	79,114	92,209	104,403
增长率 YoY%	-9.4%	28.3%	57.4%	16.6%	13.2%
毛利率%	36.5%	33.0%	39.0%	40.6%	41.6%
净资产收益率ROE%	10.9%	13.3%	18.6%	19.1%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.98	4.64	5.25
市盈率 P/E(倍)	9.14	8.90	7.85	6.74	5.95
市净率 P/B(倍)	0.99	1.19	1.46	1.29	1.13

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年8月26日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	172,229	208,310	257,717	322,626	394,094	
货币资金	127,457	162,886	205,119	263,569	329,081	
应收票据	3,961	3,349	4,387	4,671	5,195	
应收账款	7,798	10,258	11,232	12,637	13,792	
预付账款	4,426	7,893	7,251	8,167	8,683	
存货	12,750	12,633	14,373	15,115	16,445	
其他	15,837	11,291	15,355	18,466	20,898	
非流动资产	386,218	398,742	418,945	436,812	455,860	
长期股权投资	49,492	47,644	46,644	45,644	44,644	
固定资产(合计)	219,043	238,026	244,854	248,061	252,824	
无形资产	36,126	50,908	59,983	70,343	80,328	
其他	81,557	62,164	67,464	72,764	78,064	
资产总计	558,447	607,052	676,662	759,438	849,954	
流动负债	69,493	91,748	92,010	100,098	106,125	
短期借款	5,043	4,248	2,000	2,000	1,000	
应付票据	1,108	1,426	1,461	1,587	1,707	
应付账款	27,872	33,790	35,401	38,182	41,184	
其他	35,470	52,284	53,148	58,330	62,234	
非流动负债	63,824	69,628	75,753	76,802	77,851	
长期借款	50,251	49,193	55,318	56,367	57,416	
其他	13,573	20,435	20,435	20,435	20,435	
负债合计	133,317	161,376	167,763	176,900	183,976	
少数股东权益	64,941	68,801	83,107	99,781	118,660	
归属母公司	360,189	376,875	425,792	482,757	547,319	
负债和股东权益	558,447	607,052	676,662	759,438	849,954	

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	356,062	404,641	440,153	
同比(%)	-3.6%	43.7%	6.2%	13.6%	8.8%	
归属母公司净利润	39,170	50,269	79,114	92,209	104,403	
同比(%)	-9.4%	28.3%	57.4%	16.6%	13.2%	
毛利率(%)	36.5%	33.0%	39.0%	40.6%	41.6%	
ROE%	10.9%	13.3%	18.6%	19.1%	19.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.98	4.64	5.25	
P/E	9.14	8.90	7.85	6.74	5.95	
P/B	0.99	1.19	1.46	1.29	1.13	
EV/EBITDA	3.54	3.40	3.77	2.85	2.18	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	233,263	335,216	356,062	404,641	440,153	
营业成本	148,147	224,452	217,085	240,289	256,933	
营业税金及附加	10,926	16,502	17,528	19,920	21,668	
销售费用	555	581	617	701	763	
管理费用	8,948	9,119	9,686	11,008	11,974	
研发费用	1,362	2,499	1,512	1,718	1,869	
财务费用	1,188	88	183	-366	-1,210	
减值损失合计	-1,523	-1,292	23	-244	-115	
投资净收益	3,178	-885	5,192	2,986	3,548	
其他	-302	-1,556	1,288	1,464	1,592	
营业利润	63,490	78,242	115,953	135,577	153,182	
营业外收支	-828	-867	392	26	353	
利润总额	62,662	77,375	116,345	135,603	153,535	
所得税	15,397	18,016	22,926	26,721	30,254	
净利润	47,265	59,359	93,420	108,883	123,281	
少数股东损益	8,095	9,090	14,306	16,674	18,879	
归属母公司净利润	39,170	50,269	79,114	92,209	104,403	
EBITDA	83,156	102,844	128,853	150,393	166,250	
EPS(当年)(元)	1.97	2.53	3.98	4.64	5.25	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	81,289	94,575	103,572	128,371	142,068	
净利润	47,265	59,359	93,420	108,883	123,281	
折旧摊销	19,831	20,781	19,220	19,387	19,303	
财务费用	1,188	88	2,907	3,038	3,068	
投资损失	-3,178	885	-5,192	-2,986	-3,548	
营运资金变动	13,842	9,955	-5,664	630	1,070	
其它	2,341	3,507	-1,118	-581	-1,107	
投资活动现金流	32,048	-6,844	-22,752	-21,827	-21,336	
资本支出	-20,183	-22,341	-29,644	-26,514	-25,583	
长期投资	61,179	3,211	1,700	1,700	700	
其他	-8,948	12,286	5,192	2,986	3,548	
筹资活动现金流	-42,079	-43,731	-38,587	-48,093	-55,221	
吸收投资	606	1,129	0	0	0	
借款	-7,388	373	3,877	1,049	49	
支付利息或股息	-35,751	-46,002	-42,464	-49,142	-55,270	
现金流量净增加额	71,127	43,826	42,233	58,450	65,512	

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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	liuruolin@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	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。