

中国神华(601088)

报告日期: 2022年11月08日

# 全球综合能源龙头企业，一体化运营助力业绩稳增长

## ——中国神华覆盖报告

### 投资要点

#### 中国最大的综合性能能源上市企业，实控人为中央国资委

中国神华是国家能源投资集团控股的双股上市公司，为集团旗下煤炭生产销售、发电、运输、煤化工业务为一体的大型能源企业。2018年神华集团和原国电集团的并购重组，加强了公司发电业务的营收能力，截至2022年9月，国家能源投资集团持有中国神华69.25%股权，实际控制人为中央国资委，2021年公司煤炭业务和发电业务分别占收入比为74.45%和16.88%。

#### 煤炭业务：煤炭储量大，生产销售能力强，业绩有望超预期增长

拥有6大矿区，地质条件好，开采成本低，核定产能占全国总产能的8%。公司的煤炭除去自有矿区生产的煤矿以外，还包括利用发达的铁路交通优势外购的煤炭，占煤炭总量的35%，从而满足下游产业链对于煤炭需求的增长。2021年营收增长54.98%，按照目前市场对于能源紧需程度，2022年业绩有望维持稳定增长。

#### 运输业务：运输网络发达，收益于能源短缺，运力将进一步提升

公司运输板块包含：9条铁路运输线路，3家港务公司，59艘航运船舶，归母净利润贡献率排第二。2021年由于国内能源紧缺，公司提高了铁路的周转率、港口的下水能力和船舶货运量、周转率。其中铁路运输的对运输板块利润贡献最大，其营收约占运输板块总营收的79%左右。

#### 发电业务：一体化运营保证公司电厂煤炭供应，受益于电价政策改革，未来发电业务利润空间增大

公司包括：燃煤电厂、燃气电厂、水电厂，其中燃煤发电是公司的主要发电方式。电厂约83.8%的煤炭来自于公司内部供给，公司丰富的煤炭储量保证了内部电厂煤炭供应。此外，2021年电价政策改革，将燃煤发电企业电价上下浮动调整为20%的限制，相比之前的闲置空间，扩大明显。同时由于公司市场交易电量占比高，未来发电板块业绩将有较高增长。

#### 煤化工业务：进一步拓展公司煤炭转化业务，未来包头煤化工二期的开工将提高公司聚烯烃的产量

目前，公司煤化工项目主要是指包头煤化工一期，每年约生产60万吨聚烯烃，且聚烯烃价格不受政策影响，未来随着煤化工二期的开工，公司煤化工产品将新增75万吨聚烯烃，板块利润贡献将大幅上升。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为748.56亿元、793.41亿元、834.67亿元，同比分别增长48.91%、5.99%、5.20%。公司作为全国最大的能源企业，一体化运营的经营模式，煤炭储量和产量的逐步提高将给公司带来巨大的现金流，同时电价政策的改革给与发电业务更多的利润空间，首次覆盖给与“增持”评级。

#### 风险提示

行政干预的不确定性；绿色能源的替代风险；新增产能不及预期；煤炭价格下跌风险。

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	335216	363349	398234	428635
(+/-) (%)	43.71%	8.39%	9.60%	7.63%
归母净利润	50269	74856	79341	83467
(+/-) (%)	16.19%	48.91%	5.99%	5.20%
每股收益(元)	2.53	3.77	3.99	4.20
P/E	11.82	7.94	7.49	7.12

资料来源：浙商证券研究所

### 投资评级：买入(首次)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003

kuangpeiqin@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 29.91
总市值(百万元)	594,267.43
总股本(百万股)	19,868.52

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《一体化优势进一步巩固保证业绩稳定增长》 2010.08.30
- 2 《一体化优势进一步巩固保证业绩稳定增长》 2010.08.30

## 正文目录

<b>1 公司概况：国有大型煤炭上市企业，特有的一体化“产-运-转化”经营模式</b>	<b>5</b>
1.1 国有大型上市煤炭企业	5
1.2 中国神华六大产业板块深度合作，协同发展的经营模式	6
1.3 公司营收规模明显增高，盈利水平行业领先	8
<b>2 煤炭生产：优质的产业和资源优势，保供增供能力强</b>	<b>9</b>
2.1 产能：拥有6块大型矿区，年产值高达3亿吨以上	9
2.2 公司长协煤比例高，煤炭板块业绩稳定	11
<b>3 运输：发达的运输网络，保障煤炭的供给</b>	<b>13</b>
3.1 铁路：拥有9条铁路货运线路，控制晋陕蒙部分煤炭基地运输网络	13
3.2 港口：拥有3家专业港务公司，负责下水煤的转运任务	15
3.3 航运：拥有59艘运营船舶，完善“北煤南运”的航运格局	16
3.4 在公司运输板块中，铁路运输营收和毛利最高	16
<b>4 转化：发电和煤化工业务作为公司产业链中的终端转化</b>	<b>17</b>
4.1 发电业务：营收规模大，利润受制于燃煤价格	17
4.1.1 燃煤发电机组作为公司主要发电方式，机组利用效率超过全国平均水平	17
4.1.2 一体化运营保证煤电供应，电价政策改革将利好发电业务盈利水平	18
4.1.3 煤炭价格和发电业务营业成本呈正相关，和毛利率呈负相关	19
4.2 煤化工业务：作为煤炭转化端的延申，完善了公司产业链布局	20
<b>5 盈利预测及估值</b>	<b>21</b>
5.1 预计2022年归母净利润748亿	21
5.2 公司估值与投资建议	26
5.3 风险提示	27

## 图表目录

图 1: 中国神华主要发展历程.....	5
图 2: 中国神华实际控股股东为中央国资委.....	5
图 3: 中国神华形成“生产-运输-转化”一体化运营模式.....	6
图 4: 2015-2021 年煤炭和电力总营业收入持续维持在 90%左右.....	6
图 5: 2021 年煤炭业务对公司毛利润贡献率最大, 约 73%。.....	6
图 6: 聚乙烯、聚丙烯上下游产业链.....	7
图 7: 2021 年公司实现营业收入上涨 43.71% (亿元).....	8
图 8: 2021 年公司实现归母净利润同比增长 28.34% (亿元).....	8
图 9: 同行业净利率对比 (%).....	8
图 10: 同行业 ROE (加权) 对比 (%).....	8
图 11: 2021 年主要上市煤企煤炭产量对比 (百万).....	10
图 12: 中国神华销售的煤炭中自产煤和外购煤占比 (亿元).....	10
图 13: 中国神华煤炭产量和销量以及同比增速 (亿元).....	10
图 14: 公司煤炭国内销量和全国总销量以及占比 (亿元).....	10
图 15: 公司的煤炭业务主要用于对外客户的销售.....	11
图 16: 中国神华 2021 年煤炭长协用户比例 83.8%.....	11
图 17: 中国神华 2021 煤炭销售均价增长 43.4% (元/吨).....	11
图 18: 年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500).....	12
图 19: 中国神华 2021 年煤炭销售成本增长 59.7% (元/吨).....	12
图 20: 中国神华 2021 煤炭毛利率为 26.45% (元/吨).....	12
图 21: 公司的煤炭业务营收同比增长 54.98%.....	13
图 22: 中国神华铁路运输网.....	14
图 23: 我国主要运煤铁路分布图.....	14
图 24: 2017-2021 年公司自有铁路周转量.....	14
图 25: 我国货运港口群分布图.....	15
图 26: 2021 年公司下水煤总量创历史新高.....	16
图 27: 2017-2021 年公司货运量及增长率.....	16
图 28: 2017-2021 年公司航运周转量及增长率.....	16
图 29: 2017-2021 年公司运输板块铁路、港口、航运营业收入.....	17
图 30: 2017-2021 年公司运输板块铁路、港口、航运毛利率.....	17
图 31: 2018-2021 年燃煤发电机组装机量和社会总装机量对比.....	18
图 32: 2017-2021 年燃煤发电设备利用率和社会平均效率对比.....	18
图 33: 公司市场化交易电量占比保持稳步上升至 62.8%.....	18
图 34: 公司内部煤炭对于发电业务的供给始终保持 80%以上.....	18
图 35: 2016-2021 年公司发电业务营业成本变化图.....	19
图 36: 2016-2021 年公司发电业务毛利率变化图.....	19
图 37: 2016-2022 年环渤海动力煤 (Q5500 大卡) 价格.....	20
图 38: 2016-2021 年公司聚烯烃产量 (千吨).....	20
图 39: 2016-2021 年公司煤化工业务毛利润及毛利率 (百万元).....	20
图 40: 2016 年-2021 年, 公司聚烯烃价格变化图.....	21
图 41: 中国神华历史估值图.....	26

表 1: 2021 年中国神华核定产能 3.4 亿吨, 神东矿区核定产能最大。.....	9
表 2: 我国西煤东送三大运煤通道.....	13
表 3: 2021 年扩大电价上浮空间, 高耗能企业不受限制, 神华发电板块收益.....	19
表 4: 中国神华煤炭产销量、业务收入等主要指标预测.....	22
表 5: 中国神华电力发电量、业务收入等主要指标预测.....	23
表 6: 中国神华运输业务收入等主要指标预测.....	24
表 7: 中国神华煤化工营业收入等主要指标预测 (百万元).....	25
表 8: 中国神华 2022-2024 年营业收入预测表 (百万元).....	25
表 9: 中国神华可比公司估值表.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

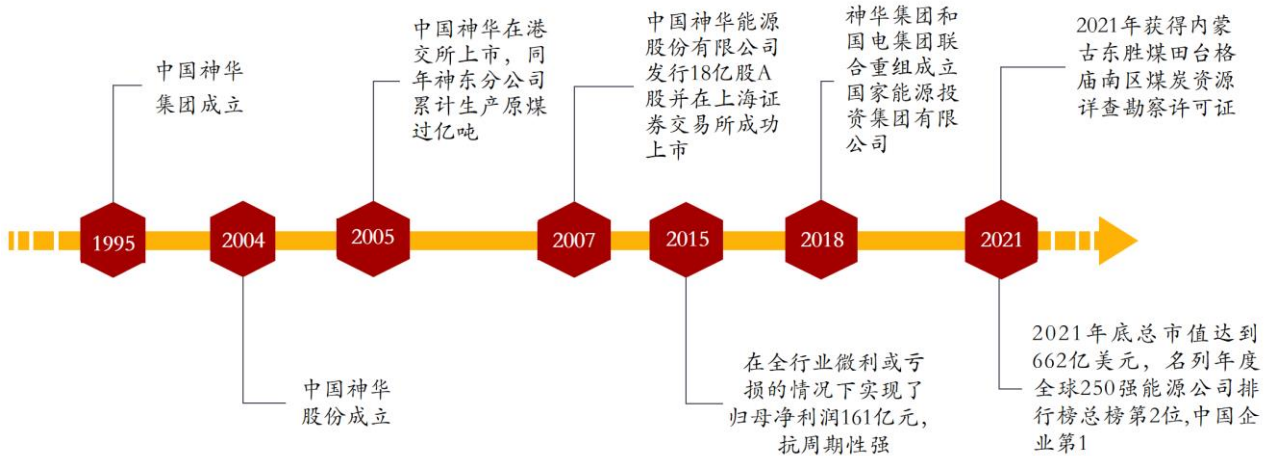
## 1 公司概况：国有大型煤炭上市企业，特有的一体化“产-运-转化”经营模式

### 1.1 国有大型上市煤炭企业

中国神华是神华集团控股的双股上市公司。中国神华能源股份有限公司（“中国神华”）由1995年成立的国有独资公司神华集团有限责任公司（“神华集团”）独家发起，于2004年11月8日在中国北京注册成立。中国神华H股和A股于2005年6月和2007年10月分别在香港联合交易所及上海证券交易所上市。

2018年，神华集团和国电集团进行合并重组，成立国家能源投资集团有限公司，国电集团是全球风电装机容量最大的企业之一，神华集团是全球最大的煤炭生产企业之一，合并重组之后，弥补了国电集团在煤电作为主流发电方式情况下煤炭供应的问题。

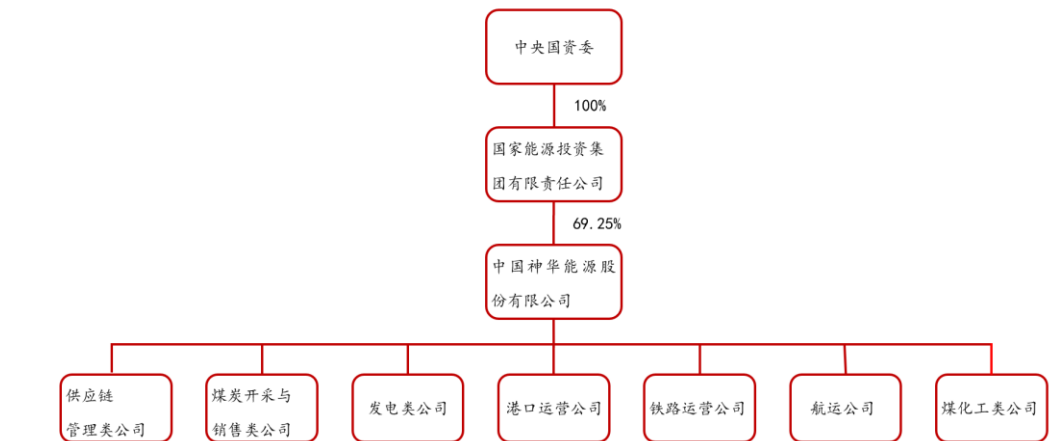
图1：中国神华主要发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

中国神华实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2022年2季度末，国家能源持有中国神华69.52%股份，国资委通过持有100%国家能源投资集团有限公司股份进而控股中国神华，中国神华拥有控股企业68家，其中全资子公司国能销售集团有限公司负责中国神华的煤炭销售业务，国能包头煤化工有限责任公司负责中国神华的煤化工业务。

图2：中国神华实际控股股东为中央国资委

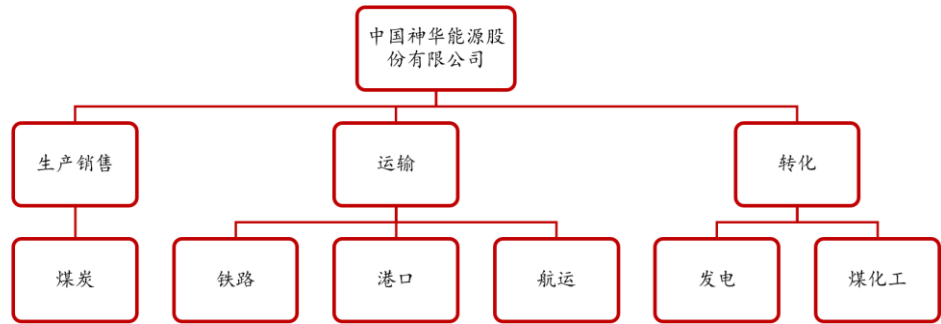


资料来源：Wind、浙商证券研究所

## 1.2 中国神华六大产业板块深度合作，协同发展的经营模式

中国神华是综合性能源上市企业。公司是世界领先的以煤炭为基础的一体化能源企业，在煤炭类上市企业中拥有全球排名第二的规模，煤炭资源禀赋好储量全国最高。公司主营业务是煤炭和电力的生产与销售，煤炭的铁路、港口和船队运输、煤制烯烃等。公司以煤炭产品为基础，形成的煤炭“生产——运输（铁路、港口、航运）——转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，具有链条完整、协同高效、安全稳定、低成本运营等优势。公司的煤炭开采、安全生产技术处于国际先进水平，清洁燃煤发电、重载铁路运输等技术处于国内领先水平。

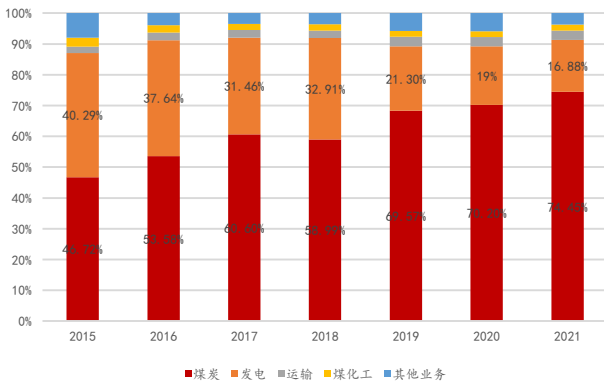
图3：中国神华形成“生产-运输-转化”一体化运营模式



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

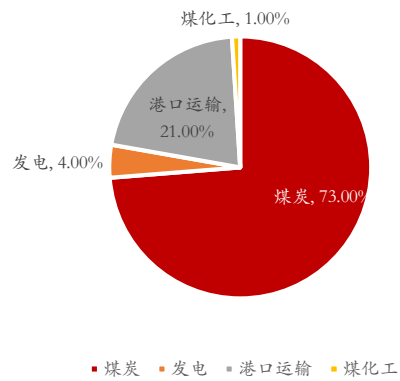
煤炭、电力是公司的双主营业务，营收占比90%左右。公司的业务包括：煤炭的生产和销售，以及下游的产业链（电力、运输、煤化工），全产业链运营可以降低经营成本，提高经营利润和抗风险能力。其中煤炭和电力营收占比连续多年接近90%，是公司的主营业务，其他业务营收占比较小。由于2021年燃煤采购价格上涨，导致电力板块营业成本高，因此对公司利润贡献率较低。2021年公司实现营业收入3352亿元，毛利总额1107亿元，毛利率33.02%，其中煤炭/电力业务分别占总营收74.45%和16.88%，贡献毛利润占比72.8%和4.47%。

图4：2015-2021年煤炭和电力总营业收入持续维持在90%左右



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图5：2021年煤炭业务对公司毛利润贡献率最大，约73%。



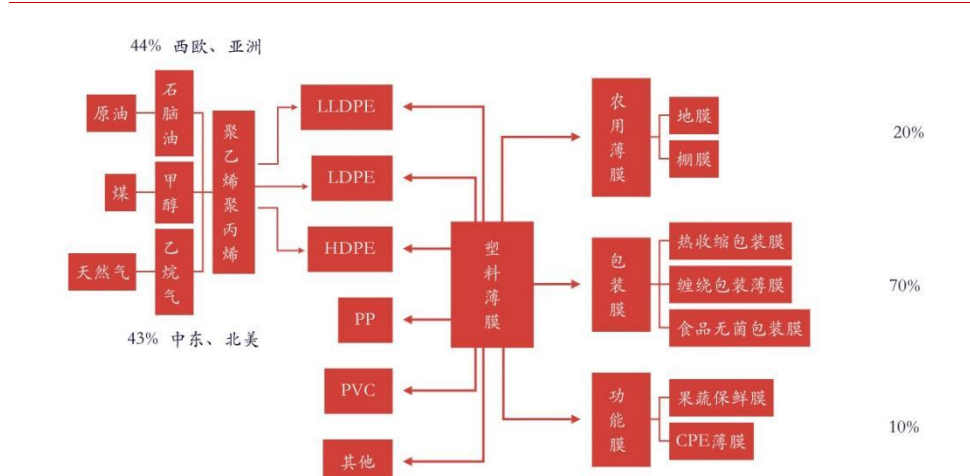
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

公司运输板块毛利率贡献21%，排名第二。公司运输板块包括：铁路、航运、港口。其中铁路总营业里程2408公里，年运输能力5.3亿吨，可支配机车800余台，自备铁路货车5万余辆，是中国第二大铁路运营商；航运板块拥有货船59艘，载重规模218万载重

吨，年运能 5500 万吨。铁路和航运物流运输能力大，适合大批量产品的长距离运输，运输成本远低于公路运输。铁路和港口的平均毛利率 50%左右，而航运部分，由于公司运营船舶包括自有船舶和租赁船舶，2021 年船舶租赁费用上涨导致航运部分毛利率只有 19.2%，但是复合毛利率仍然可观。因此，相比于发电板块高昂的燃料煤采购成本，公司运输板块利润贡献率高于发电板块。

公司煤化工业务相对单一，产品只有聚乙烯和聚丙烯。煤化工是煤炭运输到转化的最后一个环节，虽然目前体量不大，却极大的补充了公司一体化运营的优势。产品聚乙烯和聚丙烯主要用来生产塑料薄膜、电线电缆、涂层制品、板片管材等产品。2021 年贡献毛利润 7.22 亿，占比 1%。

图6： 聚乙烯、聚丙烯上下游产业链



资料来源：Wind、浙商证券研究所

### 1.3 公司营收规模明显增高，盈利水平行业领先

2021年公司实现营业收入同比增长43.71%，归母净利润同比增长28.34%。从2018年-2020年公司营业收入和净利润均为负增长，主要是因为“十三五”期间国家供给侧改革导致的煤炭价格下跌，行业不景气；2021年营业收入和净利润出现较大增幅，得益于供需错配和煤炭价格上涨较高的原因。

图7：2021年公司实现营业收入上涨43.71%（亿元）

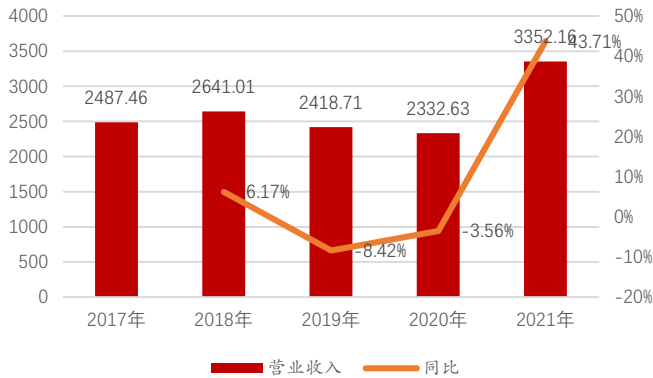
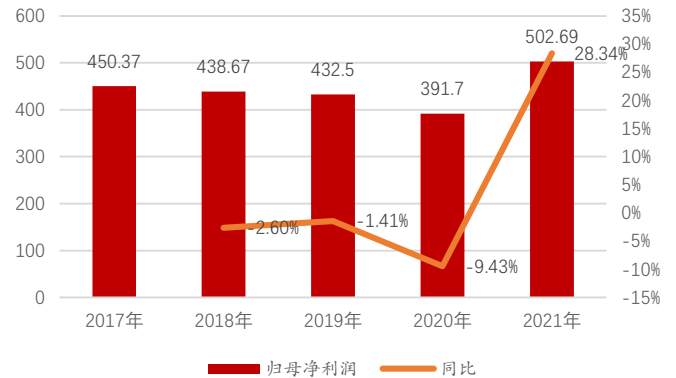


图8：2021年公司实现归母净利润同比增长28.34%（亿元）

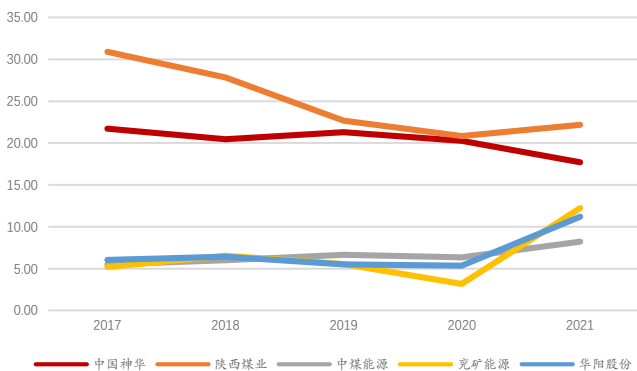


资料来源：公司年报、浙商证券研究所

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

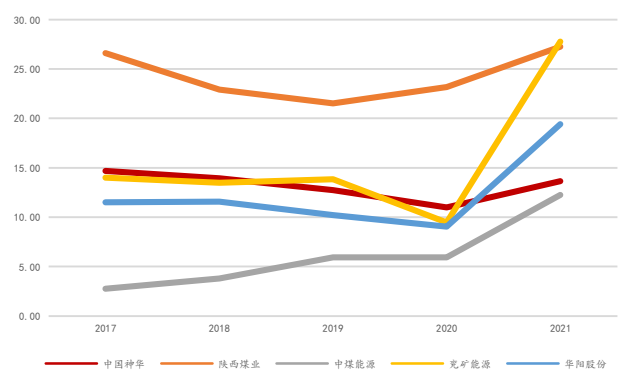
公司净利润率和ROE位于行业平均水平。通过横向对比同行业其他煤炭企业陕西煤业、中煤能源、兖矿能源、华阳股份的净利润以及ROE水平，公司净利率处于仅低于陕西煤业，远高于其他三家公司的水平。ROE方面，其他三家公司在2020年之后都有较大的增长，而中国神华涨势平缓。主要因为公司煤炭业务长协比例高，基本都是动力煤，利润空间有限，而作为第二大板块的发电业务，因为燃料煤价格的上涨使得业务经营成本增高，毛利率降低。

图9：同行业净利率对比 (%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图10：同行业ROE（加权）对比 (%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

## 2 煤炭生产：优质的产业和资源优势，保供增供能力强

煤炭的生产和销售是公司的主营业务之一，其中公司煤炭的主要来源是自由矿区煤炭的生产和矿区周边、铁路沿线煤矿的外购，从而参配出不同品种、等级的煤炭后销售给电力、煤化工、煤炭贸易企业。

### 2.1 产能：拥有 6 块大型矿区，年产值高达 3 亿吨以上

**拥有 6 大矿区，地质结构简单，自然资源禀赋好。**公司煤矿资源主要分布在 6 大矿区：神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区、包头矿区、新街矿区，矿区位于陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯等地，所属煤矿矿区资源丰富，以长焰煤、褐煤为主。现有在产煤矿，除神东矿区外，其余煤矿均为露天煤矿，开采成本低，同时神东矿区设备机械化程度高，地层平缓，煤层稳定，倾角平缓（ $<3^\circ$ ），先期开采的煤层一般均为浅埋煤层（覆盖厚度一般小于 80m），因此开采难度和成本相对较低。

**公司煤炭资源保有量高，核定产能占全国 8%。**截至 2021 年末，中国神华保有资源量 332.1 亿吨，保有可开采储量 141.5 亿吨，煤炭可售储量（JORC 标准）74.3 亿吨，集团煤矿核定产能 3.4 亿吨，约占全国核定总产能的 8%。其中，神东矿区是我国最大的井工煤矿开采地，地跨陕、蒙、晋三省区，拥有 17 个煤矿，资源储量最高达到 153.9 亿吨，核定产能 1.96 亿吨，分别占公司总资源储量的 46.3%和公司核定总产能的 57%。准格尔矿区是中国四大露天煤田之一，属晋陕蒙交界地区，资源储量和核定产能在公司排名第二。此外，2021 年公司获得新街台格庙南区取得煤炭资源详查勘查许可证，公司煤炭保有量将同比增加 35.3 亿吨。

表1：2021 年中国神华核定产能 3.4 亿吨，神东矿区核定产能最大。

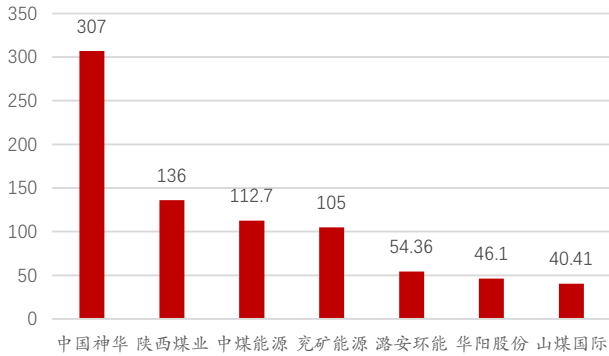
矿区	所属单位	地区	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (亿吨)	状态	煤矿类型
神东矿区	神华神东煤矿集团	蒙/陕/晋	长焰煤/不粘煤	153.9	87.2	1.96	在产	井工矿
准格尔矿区	神华准格尔能源有限责任公司	鄂尔多斯	长焰煤	37.2	29.6	0.74	在产	露天/井工
胜利矿区	神华北电胜利能源有限公司	内蒙古锡林郭勒	褐煤	19.6	13.3	0.28	在产	露天
宝日希勒矿区	国能宝日希勒能源有限公司	内蒙古宝日希勒镇	褐煤	13.3	11.1	0.35	在产	露天
包头矿区	神华包头矿业有限责任公司	内蒙古包头	长焰煤/不粘煤	0.5	0.3	0.07	在产	露天/井工
新街矿区				107.6			勘探	井工
合计				332.1	141.5	3.4		

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

**公司的煤炭包括自产煤和外购煤，丰富的矿产资源和一体化优势保证煤炭供给。**自产煤方面，2021 年由于供需错配和国家动力煤保供政策，公司加大了煤炭的生产力度，完成商品煤产量 3.07 亿吨，同比增加 5.28%，在所有上市煤炭企业中产量排名第一。外购煤方面，煤炭主要来源于自有矿区周边及铁路沿线的采购煤、国内贸易煤及进口、转口贸易的煤炭。公司丰富的产业链使外购煤炭来源范围广，同时丰富的铁路、航运及港口资源又保障了外购煤的采购、库存和运输。2021 年公司对外采购煤炭 1.75 亿吨，同比增加 13.6%。

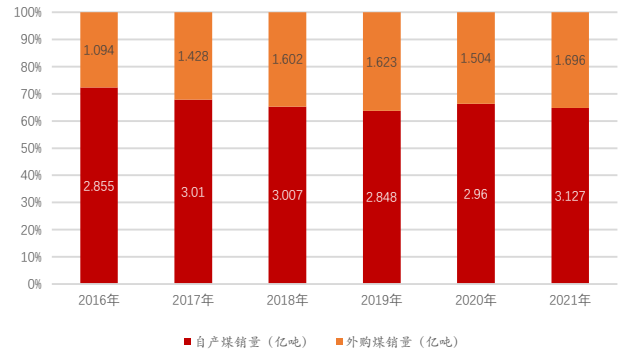
外购煤占煤炭总量比例扩大，但自产煤仍然是公司的主要煤炭来源。从2016年-2021年，公司的主要煤炭来源仍然是自产煤，产量稳定维持在3亿吨左右；同时，为了满足不同客户的需求和最大化的利用铁路运力，公司持续扩大外购煤量，外购煤在公司煤炭的占比在扩大，截至2021年外购煤占公司煤炭总量的35%，约1.696亿吨，相比2016年增加了0.602亿吨商品煤。

图11：2021年主要上市煤企煤炭产量对比（百万）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

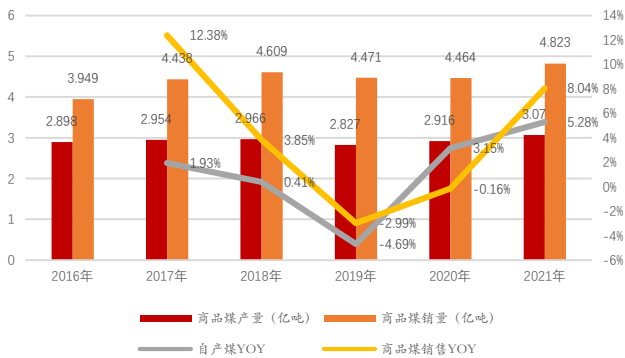
图12：中国神华销售的煤炭中自产煤和外购煤占比（亿元）



资料来源：Wind、公司年报、浙商证券研究所

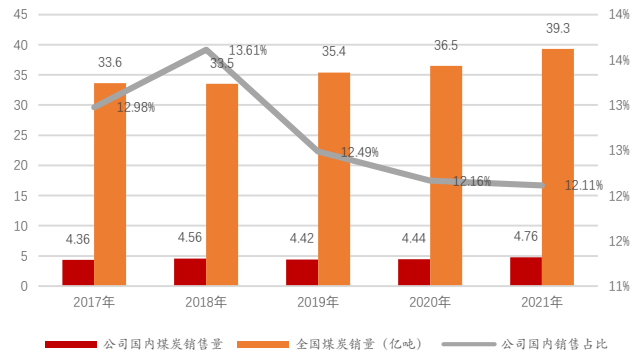
公司煤炭主要供给国内市场，煤炭销售量占全国煤炭总销售量的12.11%。2021年公司实现煤炭销量4.82亿吨，包括国内销售（98.8%）、出口销售（0.1%）和境外销售（1.1%），煤炭销售业务基本集中在国内市场。2017年-2021年，公司煤炭国内销售量保持稳定，维持在4.5亿吨左右，占全国煤炭总销售量比例保持在12%-14%区间。

图13：中国神华煤炭产量和销量以及同比增速（亿元）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图14：公司煤炭国内销量和全国总销量以及占比（亿元）



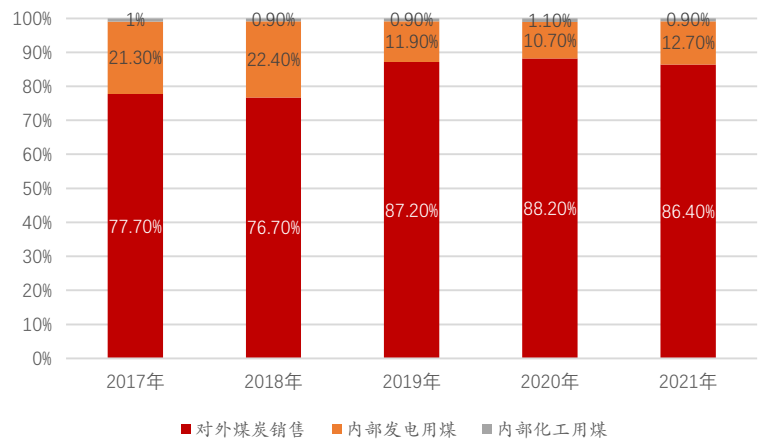
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

## 2.2 公司长协煤比例高，煤炭板块业绩稳定

公司煤炭长协比例高，长协用户占比80%以上。公司的矿井主要分布在内蒙古、陕西、山西等地，周围有神朔线、朔黄线、大秦线等主要铁路，方便煤炭的运输销售，从而保证下游煤炭供给。从产品来看，公司主要生产长焰煤、褐煤、不粘煤，其碳化程度低，弱粘结性，挥发程度高，主要用作动力煤和化工用煤，其中0.9%的长焰煤用于保障集团内部包头煤化工项目，12.7%的褐煤和不粘煤用于保障集团内部燃煤发电机组的运转，其余煤炭对外销售给下游客户，包括：电力、化工和煤炭贸易公司。

从销售渠道来看，公司的煤炭95%以上是通过销售集团销售，坑口直售不足5%，在销售集团销售的煤炭中83.8%为月度长协和年度长协，仅11.3%为现货销售。长协煤炭合同的签订保证了下游电力客户端需求的稳定。

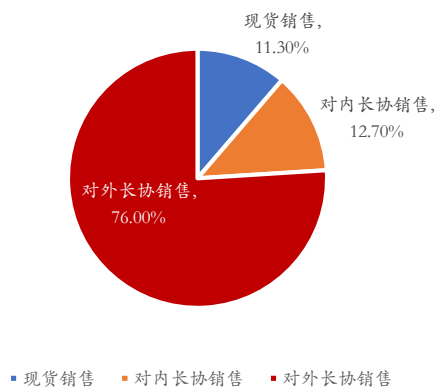
图15：公司的煤炭业务主要用于对外客户的销售



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

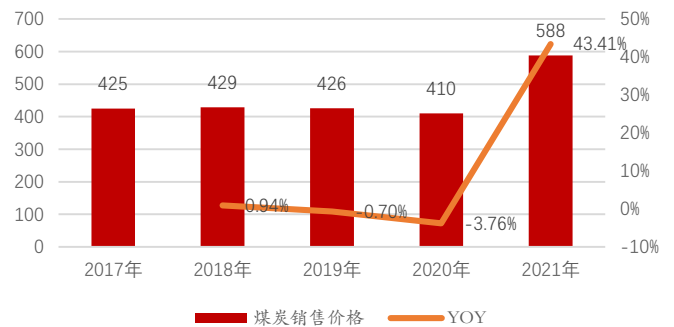
2021年中国神华煤炭平均销售价格588元/吨（不含税），同比增长43.4%。从价格走势来看，公司煤炭销售价格和秦皇岛动力煤年度长协价格趋势较为一致，2017-2020年公司商品煤平均售价保持稳定，2021年出现大幅度上升。其中2021年Q1-Q4年度长协价格分别为590、596、663、744元/吨，实际年度长协均价648元/吨，神华煤炭含税销售价格基本和长协均价持平。

图16：中国神华2021年煤炭长协用户比例83.8%



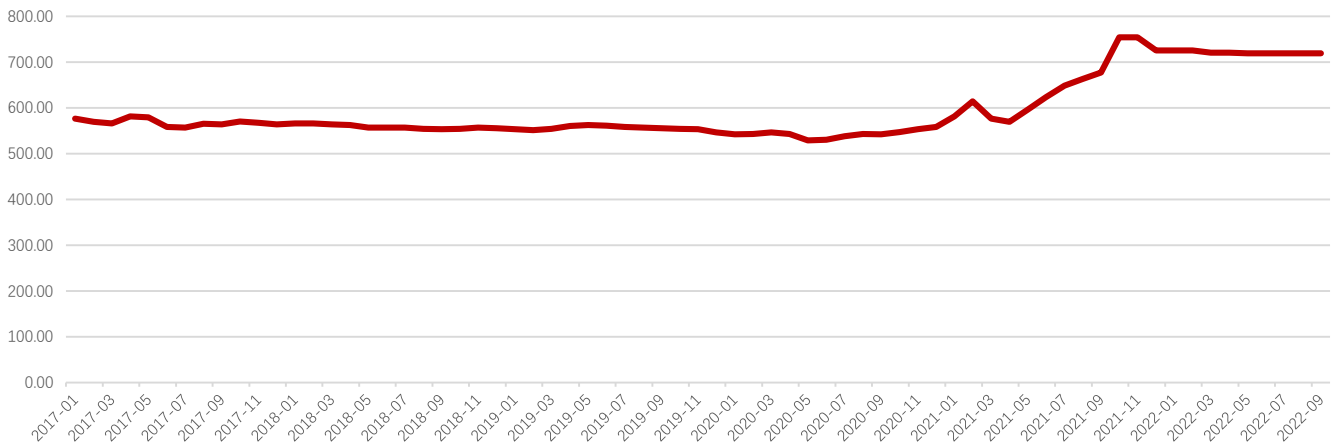
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图17：中国神华2021煤炭销售均价增长43.4%（元/吨）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图18: 年度长协价:CCTD 秦皇岛动力煤(Q5500)

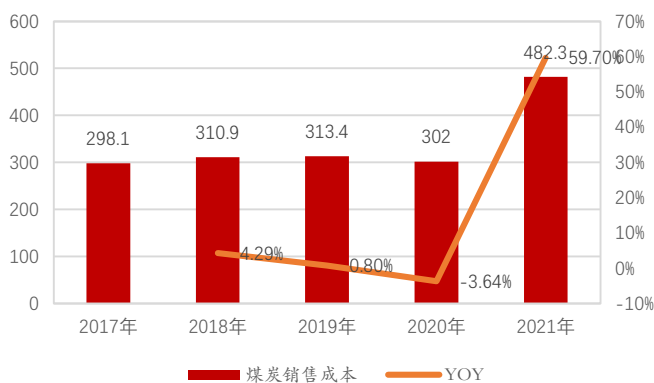


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2021年中国神华煤炭销售成本482.3元/吨,同比增长59.7%。2017-2020年销售成本基本在300元/吨上下波动,2021年的销售成本增幅较大,同比增长59.7%。主要是因为公司为了满足市场需求,加大了自有煤的生产量和外购煤的采购量,同时因为煤炭价格上升,煤炭采购成本同比例也大幅度提高,并且随着煤炭销售量的加大,运输成本同比例提高。

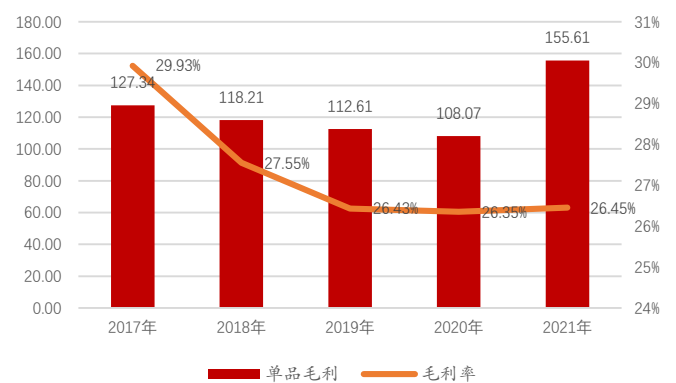
2021年神华煤炭业务毛利率为26.45%,和2020年基本持平。从单品毛利的角度看,2021年煤炭业务单品毛利155.61元,同比增长43.9%,然而毛利率为26.45%,和前两年基本持平。主要因为加大了外购煤的采购量,整体成本提高,同时因为煤炭价格的上涨也增加了公司煤炭板块的业务收入,所以毛利率基本不变。

图19: 中国神华2021年煤炭销售成本增长59.7%(元/吨)



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图20: 中国神华2021煤炭毛利率为26.45%(元/吨)

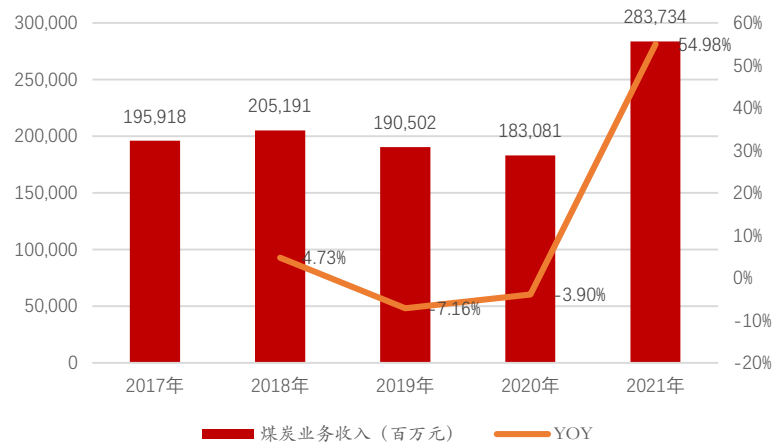


资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

作为公司最大业务板块,煤炭业务营收同比增长54.98%。煤炭板块是公司最大的业务板块,以自有煤的生产加工为主,近两年因为保供需求,公司也加大了外购煤的采购量。对下游客户端的供给方面,公司以长协合约煤为主,按照下游客户产业来分,公司内部化工和电力业务消耗比例在12.6%左右,其余主要是对外部客户的销售来赚取利润。

2021年随着煤价的上升和销售量的增加，公司营收同比提高54.98%，但由于外购煤炭成本的上升和运费的增加，毛利率整体保持不变。

图21： 公司的煤炭业务营收同比增长54.98%



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

### 3 运输：发达的运输网络，保障煤炭的供给

公司的煤炭运输板块主要包括：铁路、港口、航运。其中铁路包含9条营运铁路干线，港口包括三家港务公司，航运主要是自有船和租赁船的运营业务。

#### 3.1 铁路：拥有9条铁路货运线路，控制晋陕蒙部分煤炭基地运输网络

公司拥有9条主要铁路货运线路，形成了“西煤东送”的陆运格局。公司铁路主要包括神（木北）朔（州西）铁路、朔（州西）黄（骅）铁路、包（头）神（木）铁路、大（同东）准（格尔薛家湾）铁路、甘（其毛都）泉（万水泉南）铁路等，其中神朔铁路和朔黄铁路是国内三大运煤通道之一，同时借助准池等支线，神朔黄运力进一步得以释放，大量内蒙西部准格尔、伊泰优质煤炭运到黄骅港下水。

表2： 我国西煤东送三大运煤通道

运煤通道组成	通道任务
大秦铁路和秦皇岛港	运输大同、平朔、准格尔、伊泰、东胜、宁夏等矿区动力煤
神朔黄铁路和黄骅港、天津港南疆煤码头	起于神朔线神池南站，止于黄骅港前站，全长594公里，负责神府东胜煤炭外运业务
蒙冀线/张唐铁路	内蒙到张家口，张家口到曹妃甸港的运煤大通道

资料来源：找煤网、浙商证券研究所

图22: 中国神华铁路运输网



资料来源: 路桥之家、浙商证券研究所

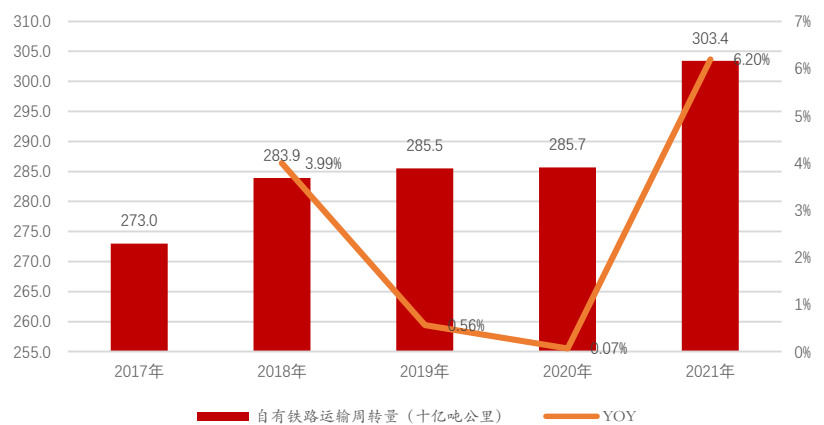
图23: 我国主要运煤铁路分布图



资料来源: 路桥之家、浙商证券研究所

为保障煤炭生产调运, 铁路运力进一步释放。2021年, 增开两万吨列车、压缩周转时间、开辟专用线, 最大限度释放铁路运能。全年自有铁路运输周转量达 303.4 十亿吨公里 (2020年: 285.7 十亿吨公里), 同比增长 6.2%。铁路大物流业务更加丰富, 返空车辆利用率和效益持续提升。全年铁矿、锰矿、化工品等非煤货物运量达 18.7 百万吨, 反向运输货物量达 16.3 百万吨。

图24: 2017-2021年公司自有铁路周转量



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

### 3.2 港口：拥有 3 家专业港务公司，负责下水煤的转运任务

公司拥有 3 家专业港务公司，起到陆运和海运的枢纽作用。公司在黄骅港、天津港和珠海港分别设立了 3 家专业港务公司，其中黄骅港和天津港处于环渤海港口群，所在港务公司主要负责神朔黄铁路运输来的煤炭储存和下水外运任务。珠海港位于我国南部珠三角港口群，是下水煤进入我国珠三角和南方地区的重要港口。

黄骅港是陕西、内蒙煤炭外运陆运距离最短的港口，也是国家西煤东运、北煤南运的主通道之一，其运营航线覆盖我国华东、华南、台湾地区，以及日本、韩国和东南亚的部分国家。

天津港是“一带一路”海陆交汇点，京津冀及“三北”地区与世界贸易的重要通道，同时拥有二连浩特、阿拉山口、霍尔果斯和满洲里三条大陆桥过境通道和海铁联运通道 42 条。

珠海港承接北煤南运、外贸进口的主要任务，负责接卸从黄骅港、秦皇岛港和天津港等北方港口下水的国内煤和从澳大利亚、越南、印尼等国的进口煤，通过江海联运、公铁联运的方式，满足珠三角及西江沿线煤炭市场的需求，辐射至内陆江西、湖南等地区。

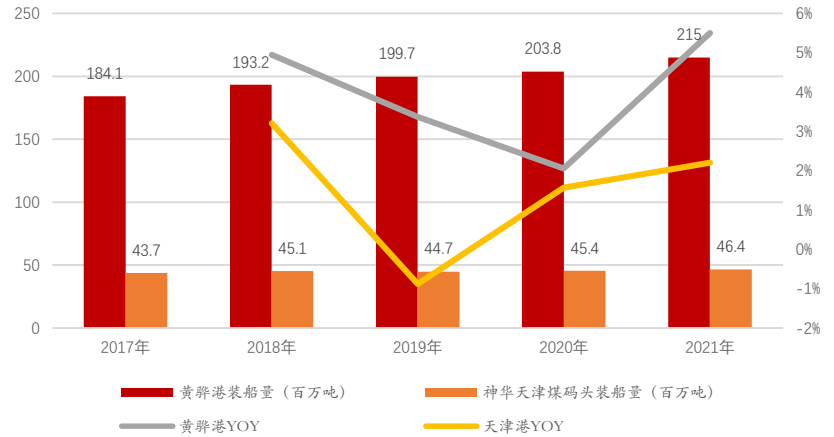
图25： 我国货运港口群分布图



资料来源：公众号“星球研究所”、浙商证券研究所

三家港务公司货物吞吐能力强，保障下水煤供应。公司拥有黄骅港务、天津港务和珠海港务 3 家专业公司，设计吞吐能力 2.7 亿吨/年，2021 年黄骅港和神华天津港码头累计完成煤炭装船量 261.4 百万吨，同比增长 4.9%，均创历史最高水平。同时，公司下水煤的销售量取决于黄骅港和天津港煤炭的装船量，2021 年公司国内下水煤销售的煤炭量为 262.9 百万吨，占全国主要港口煤炭运量 8.45 亿吨的 31.1%。

图 26：2021 年公司下水煤总量创历史新高

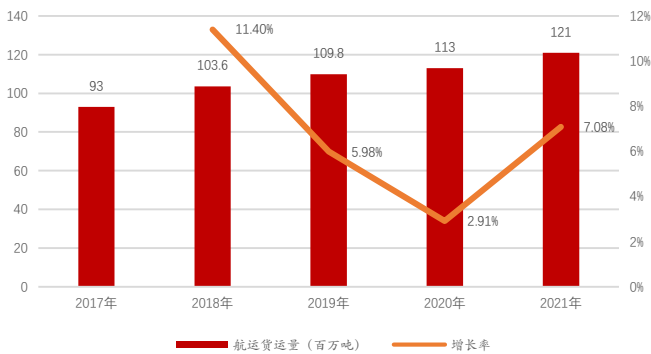


资料来源：公司年报、浙商证券研究所

### 3.3 航运：拥有 59 艘运营船舶，完善“北煤南运”的航运格局

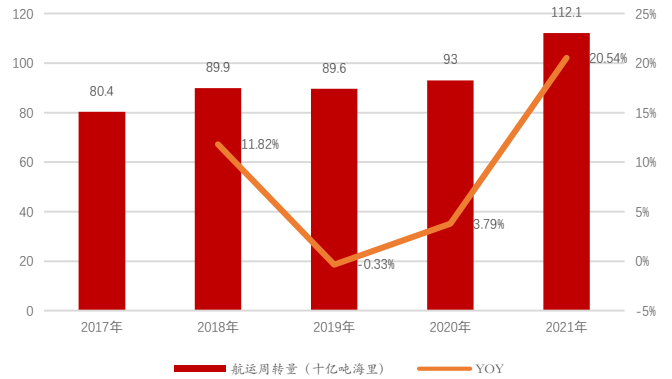
中国神华航运线路发挥协同作用，完善了“北煤南运”的航运格局。神华航运板块主要由其控股子公司国能远海航运有限公司负责运营，2021 年公司拥有运营船舶 59 艘（相比 2020 年增加 15 艘船舶），330 万载重吨，线路覆盖黄骅、天津、秦皇岛等国内主要港口和沿海、沿江省市的 200 多个发电企业、煤炭应急储备基地。2017 年-2021 年，公司货运量和周转量都保持着稳步上升的趋势，说明其业务量保持着稳步增长。其中 2021 年全年公司航运周转量 112.1 十亿吨海里，同比增长 20.5%，货运量为 1.21 亿吨，同比增长 7.08%。

图 27：2017-2021 年公司货运量及增长率



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 28：2017-2021 年公司航运周转量及增长率

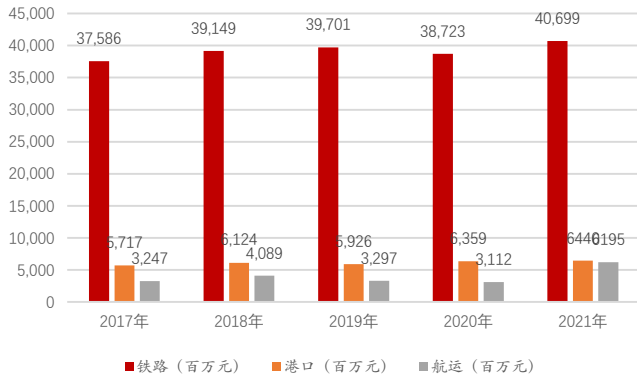


资料来源：公司年报、浙商证券研究所

### 3.4 在公司运输板块中，铁路运输营收和毛利最高

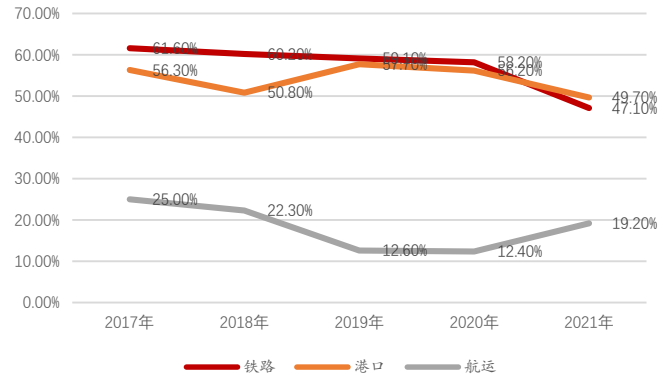
铁路业务毛利率和营业收入相对较高，对运输板块净利润贡献最高。2021 年运输板块中，铁路和港口的毛利率最高，约 47.1%和 49.7%，航运业务毛利率最低，约 19.2%。主要因为公司的航运业务包含大量的租赁船舶，受船舶租赁价格和航线费用上涨影响。港口业务毛利率在 2020 年首次超过铁路毛利率，主要受益于港口满负荷运行，进行下水煤的装运工作。2021 年公司运输板块总营业收入 533.34 亿元，其中铁路营收 406.99 亿元，占比总营收的 76%，航运和港口营收较低，说明铁路运输是公司运输板块的主要收入来源。

图 29: 2017-2021 年公司运输板块铁路、港口、航运营业收入



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图 30: 2017-2021 年公司运输板块铁路、港口、航运毛利率



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

## 4 转化: 发电和煤化工业务作为公司产业链中的终端转化

公司煤炭除少部分进行坑口直售以外, 绝大部分通过集团销售公司进行销售, 在下游的产业中, 约 13%的煤炭供应给了集团内部, 其中发电业务占比 12.9%, 煤化工业务占比 0.1%。

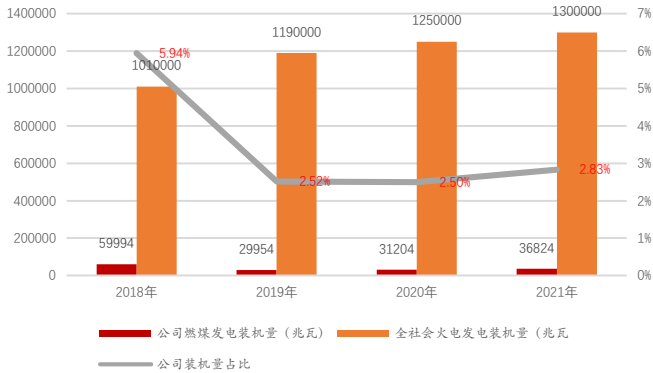
### 4.1 发电业务: 营收规模大, 利润受制于燃煤价格

#### 4.1.1 燃煤发电机组作为公司主要发电方式, 机组利用效率超过全国平均水平

燃煤发电机组总装机量大, 是公司的主要发电方式。公司电厂主要分为燃煤电厂、燃气电厂、水电厂, 其中燃煤电厂主要分布在河北、陕西、广东、福建等地; 燃气电厂分布在北京; 水电厂分布在四川, 其中 2021 年煤电厂发电机组装机容量为 36824 兆瓦, 占集团发电总装机容量的 97.1%, 是公司主要发电方式; 同时装机量占全社会火电总装机量的 2.8%, 基本和过去 2 年占比保持持平。

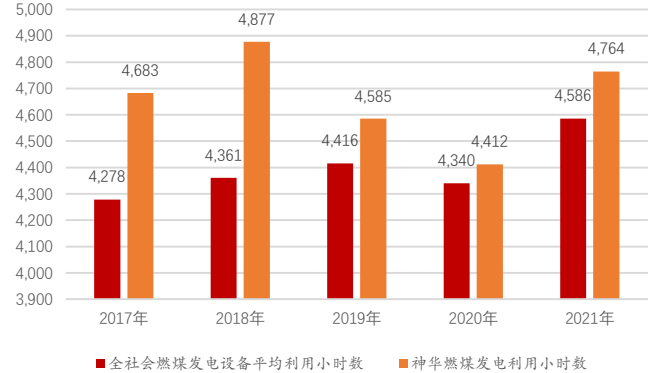
燃煤发电机组 2021 年平均利用效率 4764 小时, 比社会平均水平高 178 小时。从 2017-2021 年, 公司燃煤发电效率始终高于全社会燃煤平均发电小时数, 在 2018 年达到最高值, 之后呈下降趋势, 得益于 2021 年的长协保供政策, 2021 年发电市场得以回升。2021 年公司燃煤发电机组平均利用小时数达 4,764 小时, 同比增加 352 小时, 比全国 6,000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数 4,586 小时高 178 小时。

图 31：2018-2021 年燃煤发电机组装机容量和社会总装机容量对比



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 32：2017-2021 年燃煤发电设备利用率和社会平均效率对比



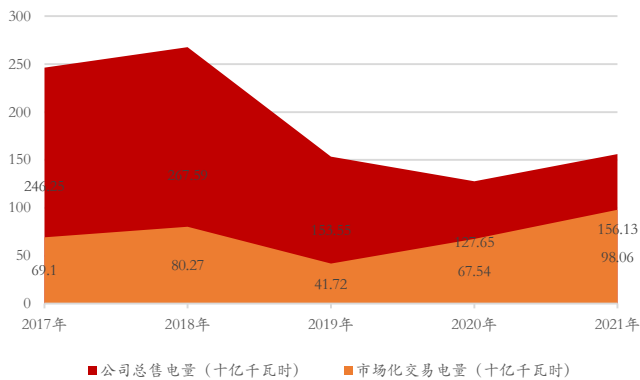
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

#### 4.1.2 一体化运营保证煤电供应，电价政策改革将利好发电业务盈利水平

**公司一体化运营优势，保障电厂燃煤供应。**2017-2021 年，公司内部对于发电业务板块煤炭供应量占发电业务总耗煤量始终保持在 80% 以上，这保证发电业务对于市场煤炭供给的影响较小，维持了公司发电量的稳定。2021 年发电业务共消耗中国神华煤炭 5980 万吨，占耗煤总量的 71.4 百万吨的 83.8%，同比增长 1.2 个百分点。

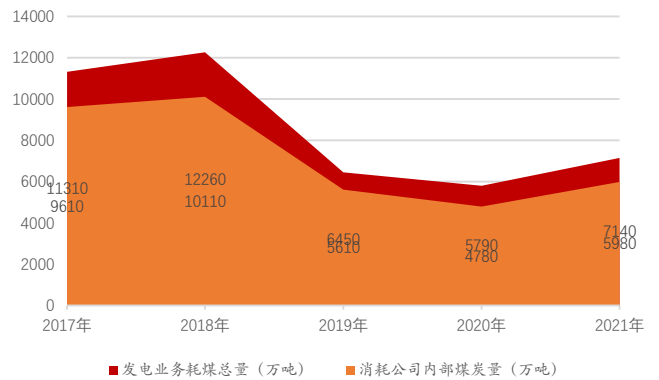
**公司市场化交易电量稳步上升，占总上网电量 62.8%。**从 2017 年-2019 年，市场化交易电量占比基本维持在 30% 左右，2020 年-2021 年受益于电价政策的改革和总上网电量的提升，公司市场化交易电量实现跳跃式增长。其中，2021 年集团全力保障燃煤电厂的煤炭供应，加大大容量、大参数、低排放量的机组的建设和投运，全年完成总上网电量 156.13 十亿千瓦时，占同期全社会用电量 83,128 亿千瓦时的 1.9%，其中市场交易电量达 98.06 十亿千瓦时，占公司总上网电量的比例 62.8%。

图 33：公司市场化交易电量占比保持稳步上升至 62.8%



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 34：公司内部煤炭对于发电业务的供给始终保持 80% 以上



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

**电价政策市场化改革将提高公司盈利水平。**2021 年电价改革后，上网电价市场化率高，提高了发电企业的利润率，激发企业发电意愿，高耗能企业不受上浮 20% 的限制，同时又保证了民生电价的稳定，公司发电板块未来将受益于新的电价政策。同时，由于 2021

年动力煤价格增长较大，增加了公司发电业务的成本，此项政策提高了上浮电价，缓解了企业成本压力，也提高了公司的发电意愿。

表3： 2021年扩大电价上浮空间，高耗能企业不受限制，神华发电板块收益

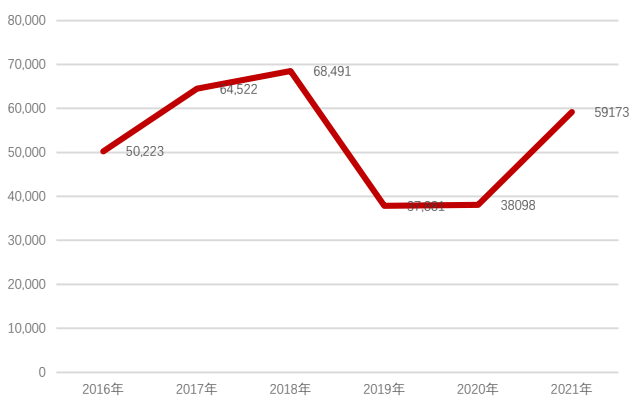
时间	政策文件	具体内容
2021年10月11日	《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	有序放开全部燃煤发电电量上网电价。将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%， <b>扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。</b>
2019年10月21日	《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》	取消煤电价格联动机制，将现行燃煤发电标杆电价机制改为“ <b>基准价+上下浮动</b> ”的 <b>市场化价格机制</b> 。在过渡期，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，国家发改委根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整。
2015年12月31日	《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》	对已经执行了十二年的煤电价格联动机制进行了调整， <b>明确了煤电价格联动机制以年度为周期</b> ，由国家发展改革委统一部署启动，以省（区、市）为单位组织实施；同时，明确电煤价格按照中国电煤价格指数确定，对煤电价格实行区间联动，分档累退联动；以及燃煤机组标杆上网电价和销售电价的测算公式严格按照煤电价格联动机制测算确定。
2004年12月25日	《关于建立煤电价格联动机制的意见》	建立煤炭价格与电力价格的传导机制，并提出了煤电价格联动计算方法。以电煤综合出矿价格（车板价）为基础， <b>实行煤电价格联动</b> 。为促进电力企业降低成本、提高效率，电力企业要消化30%的煤价上涨因素。燃煤电厂上网电价调整时，水电企业上网电价适当调整，其他发电企业上网电价不随煤价变化调整
2004年4月16日	《关于进一步疏导电价矛盾规范电价管理的通知》	对同一地区新投产的同类机组（按水电、火电、核电、风电等分类），原则上 <b>按同一价格水平核定上网电价</b> ；对安装脱硫环保设施的燃煤电厂，其环保投资、运行成本按社会平均水平计入上网电价。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网、浙商证券研究所

### 4.1.3 煤炭价格和发电业务营业成本呈正相关，和毛利率呈负相关

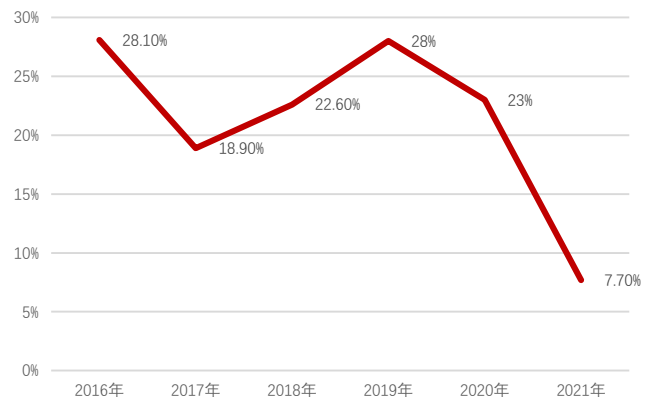
虽然国家上网电价趋于市场化，但是电价仍然受政策管控较大上浮区间有限，同时由于公司97%以上都是燃煤发电机组，所以公司发电业务利润主要取决于动力煤价格的变化，2016年-2021年，环渤海动力煤价格和公司营业成本呈现正相关，和毛利率呈现负相关，说明发电业务营业成本对于煤炭价格敏感性较大。2021年随着煤炭价格的大幅度上涨，公司发电业务毛利率从23%下降至7.7%，对公司归母净利润贡献最低。

图 35： 2016-2021 年公司发电业务营业成本变化图



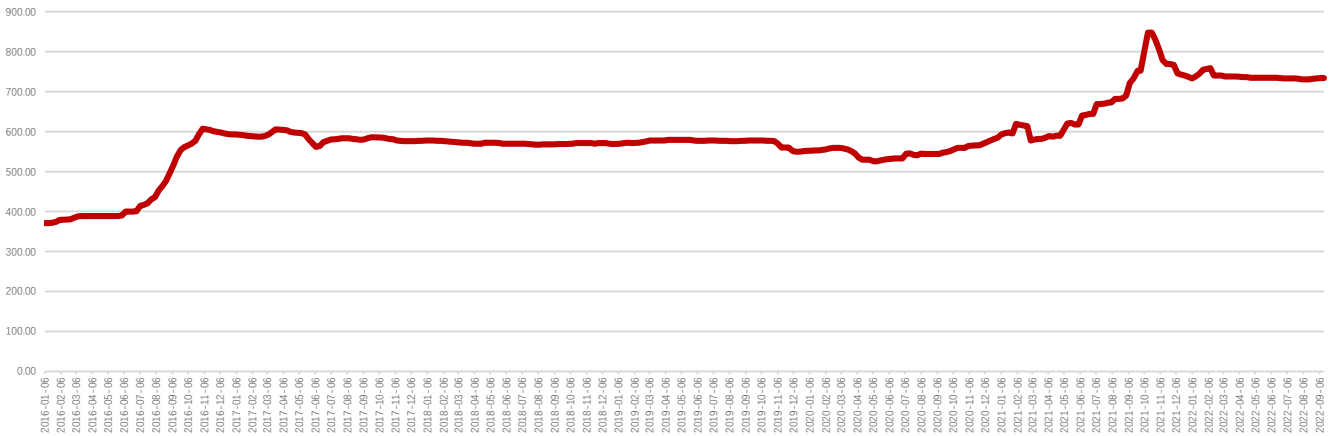
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 36： 2016-2021 年公司发电业务毛利率变化图



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 37: 2016-2022 年环渤海动力煤 (Q5500 大卡) 价格



资料来源: Wind、浙商证券研究所

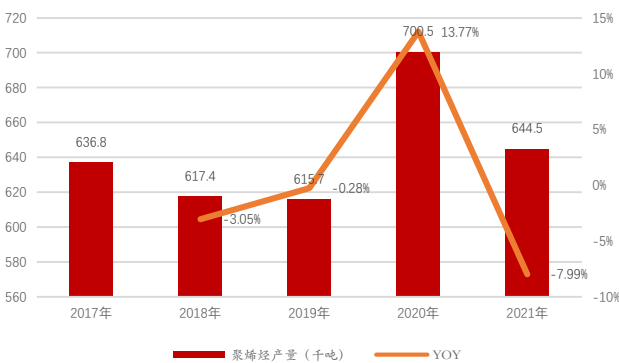
#### 4.2 煤化工业务: 作为煤炭转化端的延申, 完善了公司产业链布局

**公司煤化工项目: 包头煤化工一期和二期, 煤化工产品主要是聚乙烯和聚丙烯。**公司目前煤化工业务主要是包头煤化工的煤制烯烃一期项目, 每年可以生产约 30 万吨的聚乙烯和 30 万吨的聚丙烯, 同时包含少量的副产品, 比如: 工业硫磺、混合碳五、工业丙烷、混合碳四、工业用甲醇。2017 年 7 月, 包头煤制烯烃升级示范项目 (二期项目) 获得内蒙古自治区发改委核准, 拟新建年产 75 万吨的煤制烯烃装置, 其中年产聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 40 万吨, 目前正在建设当中。

过去五年聚烯烃的产量呈稳步上升趋势, 预计未来产量将稳定在 775 千吨。在 2020 年, 产量达到最大值 700.5 千吨, 之后由于包头煤化工的煤制烯烃装置按计划检修逾一个月, 导致 2021 年产量下降至 644.5 千吨, 后续随着检修的恢复和包头煤化工二期项目的开工, 预计未来聚烯烃产量将维持在 775 千吨左右。

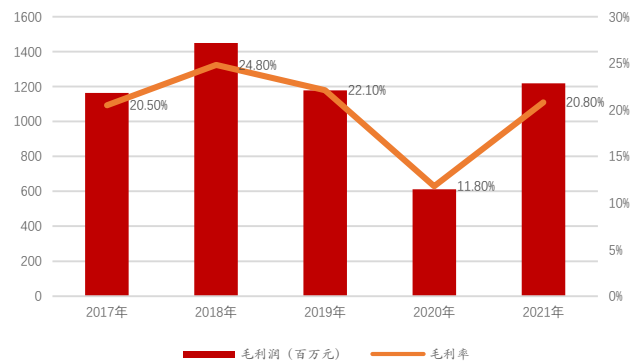
高煤价拉高聚烯烃价格, 公司煤化工业务毛利润上升。煤炭采购价格上涨, 以及聚烯烃产量下降导致单位固定成本上涨。煤化工产品价格的上升幅度较大, 提高了煤化工业务板块的营业收入和毛利润, 2021 年聚乙烯和聚丙烯价格上涨 21.65% 和 13.93%。聚烯烃产量仅减少 7.99%, 因此 2021 年煤化工毛利率同比上涨 20.8%。

图 38: 2016-2021 年公司聚烯烃产量 (千吨)



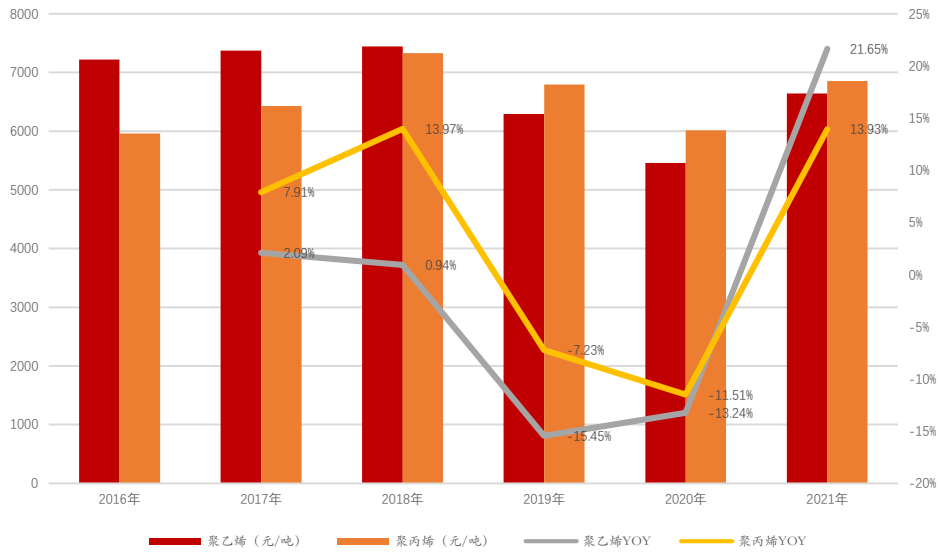
资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图 39: 2016-2021 年公司煤化工业务毛利润及毛利率 (百万元)



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图 40：2016 年-2021 年，公司聚烯烃价格变化图



资料来源：Wind、浙商证券研究所

## 5 盈利预测及估值

### 5.1 预计 2022 年归母净利润 748 亿

**煤炭业务方面。**考虑到我国是全球最大的一次能源煤炭消费国，2030 年碳达峰之前仍然有广阔的市场空间，此外头部运营企业拥有一体化运营优势，在产运销各个环节都有其企业无法比拟的优势，公司的产量和销量在煤炭类上市企业中排名第一，公司拥有世界上最大的井工矿，同时其他矿区的自然资源也非常优质。

因此，考虑到业务过去情况以及未来发展趋势，我们假设：

(1) 2022-2024 年受益于国内稳增长对于煤炭需求的拉动，结合公司产能和业务规划和公司 2022 年前三季度销量情况，我们预测公司原煤产量+3%、+2%、+2%，商品总煤销量-10%、+4%、+3%。

(2) 2022-2024 年考虑到价格中枢上行，但由于长协价格限制，我们预测公司商品煤单位售价增长+16.99%、+2%、+3%。

(3) 2022-2024 年考虑到公司 2022 年前三季度减少了外购煤的采量，我们预测公司商品煤单位成本增长-4.53%、+1%、+1%。

表4：中国神华煤炭产销量、业务收入等主要指标预测

煤炭（资产+外购）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭产量（百万吨）-原煤	282.70	291.60	307.00	316.21	322.53	328.98
yoy		3.15%	5.28%	3.00%	2.00%	2.00%
采购煤炭量（百万吨）	162.30	150.40	169.60	117.86	128.90	135.99
yoy		-7.33%	12.77%	-30.51%	9.37%	5.50%
煤炭合计销量（百万吨）	447.10	446.40	482.30	434.07	451.43	464.98
yoy		-0.16%	8.04%	-10.00%	4.00%	3.00%
煤炭产销率	100.47%	101.00%	101.20%	100.00%	100.00%	100.00%
煤炭单位价格（元/吨）	441.50	425.69	606.80	709.90	724.10	745.82
yoy		-3.58%	42.54%	16.99%	2.00%	3.00%
煤炭业务收入（百万元）	197396.00	190029.00	292661.00	308145.69	326880.95	346788.00
煤炭单位成本（元/吨）	313.40	302.00	482.30	460.46	465.07	469.72
yoy		-3.64%	59.70%	-4.53%	1.00%	1.00%
煤炭业务成本（百万元）	143878.00	140627.00	212019.00	199873.59	209947.22	218408.09
煤炭毛利润（百万元）	53518.00	49402.00	80642.00	108272.10	116933.73	128379.91
煤炭单位毛利润（百万元）	119.70	110.67	167.20	249.43	259.03	276.10
煤炭毛利率	27.10%	27.40%	27.60%	35.14%	35.77%	37.02%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

因此，我们预计公司煤炭业务 2022-2024 年营业收入分别为 3081.45 亿元、3268.8 亿元、3467.88 亿元；毛利润为 1082.72 亿元、1169.93 亿元、1283.79 亿元；毛利率为 35.14%、35.77%、37.02%。

**发电业务方面。**公司的发电机组主要以火电为主，公司有稳定的燃煤供应渠道，同时发达的交通系统能保证煤炭的及时供应，经济稳增长政策加大了市场对电力的需求。

因此，我们假设：

(1) 2022-2024 年公司加大煤电保障供应，加快建设一批高容量、低排放、高参数机组，我们预测公司发电量+15%、+10%、+10%

(2) 2022-2024 年考虑到电价政策改革，我们预测公司售电价格+2%、+1%、+1%

(3) 2022-2024 年由于燃煤价格会持续保持高位，公司发电业务成本影响较大，我们预测公司度电成本+10%、+10%、+5%。

表5：中国神华电力发电量、业务收入等主要指标预测

发电	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
发电量（十亿千瓦时）	153.55	136.33	166.45	191.42	210.56	231.62
yoy		-11.21%	22.09%	15%	10%	10%
售电量（十亿千瓦时）	144.04	127.65	156.13	187.36	211.71	232.88
yoy		-11.38%	22.31%	20%	13%	10%
售电价（元/兆瓦时）	334	334	348	354.96	358.51	362.09
yoy		0.00%	4.19%	2%	1%	1%
发电业务收入（百万元）	52,626	49,486	64,124	85000	106000	120000
yoy		-5.97%	29.58%	32.56%	24.71%	13.21%
发电成本（百万元）	37,881	38,098	59,173	78,108	97,089	112,137
度电成本	0.26	0.30	0.38	0.42	0.46	0.48
yoy		13.49%	26.99%	10%	10%	5%
毛利润（百万元）	14745	11388	4951.00	6891.64	8911.31	7862.56
毛利率	28%	23%	7.70%	8.11%	8.41%	6.55%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

因此，我们预计公司发电业务 2022-2024 年营业收入分别为 850 亿元、1060 亿元、1200 亿元；毛利润为 68.91 亿元、89.11 亿元、78.62 亿元；毛利率为 8.11%、8.41%、6.55%。

**运输业务方面。**公司包含铁路、航运、港口，由于公司的运输业务主要承载者煤炭西煤东运，北煤南运的任务，外加全球能源危机，运力将会得到进一步的释放来保证能源的供给。

我们假设：

(1) 2022-2024 年，公司加大煤炭保供力度，同时提高了反向运输的能力，我们预测铁路运输业务周转量+7%、+7%、6.8%，铁路单位运输成本 0.068 元/吨公里，铁路业务营收+5.5%、+5.5%、+5.5%。

(2) 2022-2024 年，公司加快港口现代化建设步伐，提高了港口智能化水平，从而使港口装卸货物能力和效率提升，我们预测港口装船量+6%、+6%、+6%，单位成本保持不变始终为 10.8 元/吨，港口业务收入+2%、+3%、2.5%。

(3) 2022-2024 年，公司优化运力配置和航线布局，同时逐年提高公司运营船舶数量，我们预测航运周转量+10%、+15%、+15%，航运单位成本保持不变始终为 0.045 元/吨海里，航运业务收入+10%、15%、15%。

表6: 中国神华运输业务收入等主要指标预测

铁路业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
铁路运输周转量 (十亿吨公里)	285.50	285.70	303.40	324.64	347.36	370.98
yoy		0.07%	6.20%	7%	7%	6.80%
铁路单位运输成本 (元/吨公里)	0.05	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
铁路业务收入 (百万元)	39701.00	38723.00	40699.00	42937.45	45299.00	47790.45
yoy		-2.46%	5.10%	5.50%	5.50%	5.50%
铁路运输成本 (百万元)	16225.00	19796.00	21546.00	22075.38	23620.66	25226.87
铁路毛利 (百万元)	23476.00	18927.00	19153.00	20862.06	21678.34	22563.58
<b>港口业务</b>						
港口装船量 (百万吨)	232.10	249.20	261.40	277.08	293.71	311.33
yoy		7.37%	4.90%	6.00%	6.00%	6.00%
港口单位装运成本 (元/吨)	9.10	10.20	10.80	10.80	10.80	10.80
港口业务收入 (百万元)	5926.00	6359.00	6440.00	6568.80	6765.86	6935.01
yoy		7.31%	1.27%	2.00%	3.00%	2.50%
港口运输成本 (百万元)	2508.00	3130.00	3241.00	2992.51	3172.06	3362.38
港口毛利 (百万元)	3418.00	3229.00	3199.00	3576.29	3593.81	3572.63
<b>航运业务</b>						
航运周转量 (十亿吨海里)	109.80	93.00	112.10	123.31	141.81	163.08
yoy		-15.30%	20.54%	10.00%	15.00%	15.00%
航运单位运输成本 (元/吨海里)	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05
航运业务收入 (百万元)	3297.00	3112.00	6195.00	6814.50	7155.23	7512.99
yoy		-5.61%	99.07%	10.00%	5.00%	5.00%
航运业务成本 (百万元)	2881.00	2747.00	5006.00	5548.95	6381.29	7338.49
航运毛利 (百万元)	416.00	365.00	1189.00	1265.55	773.93	174.50
<b>运输业务总计</b>						
运输业务收入总计 (百万元)	48924.00	48194.00	53334.00	56320.75	59220.09	62238.45
运输业务成本总计 (百万元)	21614.00	25673.00	29793.00	30616.84	33174.01	35927.73
运输业务毛利润 (百万元)	27310.00	22521.00	23541.00	25703.90	26046.08	26310.71
运输业务毛利率	55.82%	46.73%	44.14%	45.64%	43.98%	42.27%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

因此,我们预计公司运输业务 2022-2024 年营业收入分别为 563.21 亿元、592.2 亿元、622.38 亿元;毛利润为 257.03 亿元、260.46 亿元、263.1 亿元;毛利率为 45.64%、43.98%、42.27%。

**煤化工业务方面。**公司主要生产聚烯烃产品(聚乙烯和聚丙烯),产能约 60 万吨/年,同时包含少量的副产品,煤化工拓展了公司煤炭产业链终端转化业务。

我们假设

(1) 2022-2024年, 由于2021年设备检修导致产量有所下滑, 随着设备维护和生产工艺的改进, 聚乙烯和聚丙烯产量统一+10%、+2%、+2%。

(2) 2022-2024年, 由于煤炭近两年价格上涨较大, 对成本影响较大, 所以聚乙烯聚丙烯成本++8%、+2%、+2%。

(3) 2022-2024年, 由于煤化工产品价格不受政策影响, 能源紧缺导致原材料成本上涨, 所以聚乙烯聚丙烯价格也相应上调+10%、+1%、1%。

表7: 中国神华煤化工营业收入等主要指标预测 (百万元)

煤化工	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
聚乙烯产量 (千吨)	319.40	360.40	332.00	365.20	372.50	379.95
yoy		12.84%	-7.88%	10.00%	2.00%	2.00%
聚乙烯单位生产成本 (元/吨)	5346.00	5079.00	5447.00	5882.76	6000.42	6060.42
yoy		-4.99%	7.25%	8.00%	2.00%	1.00%
聚乙烯销售量 (千吨)	319.00	356.90	332.80	365.20	372.50	379.95
聚乙烯销售价格 (元/吨)	6292.00	5459.00	6641.00	7305.10	7378.15	7451.93
yoy		-13.24%	21.65%	10.00%	1.00%	1.00%
聚丙烯产量 (千吨)	296.30	340.10	312.50	343.75	350.63	357.64
yoy		14.78%	-8.12%	10.00%	2.00%	2.00%
聚丙烯单位生产成本 (元/吨)	5196.00	4970.00	5320.00	5745.60	5860.51	5919.12
yoy		-4.35%	7.04%	8.00%	2.00%	1.00%
聚丙烯销售量 (千吨)	302.30	331.20	315.60	343.75	350.63	357.64
聚丙烯销售价格 (元/吨)	6797.00	6015.00	6853.00	7538.30	7613.68	7689.82
yoy		-11.51%	13.93%	10.00%	1.00%	1.00%
营业收入 (百万元)	5327.00	5165.00	5851.00	5259.11	5417.94	5581.56
营业成本 (百万元)	4150.00	4553.00	4633.00	4123.43	4290.02	4419.58
毛利润 (百万元)	1177.00	612.00	1218.00	1135.68	1127.92	1161.98
毛利率	22.10%	11.80%	20.80%	21.59%	20.82%	20.82%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

因此, 我们预计公司煤化工业务 2022-2024 年营业收入分别为 52.59 亿元、54.17 亿元、55.82 亿元; 毛利润为 11.35 亿元、11.27 亿元、11.61 亿元; 毛利率为 21.59%、20.82%、20.82%。

表8: 中国神华 2022-2024 年营业收入预测表 (百万元)

年份	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	241871.00	233263.00	335216.00	363349.15	398234.18	428635.38
营业成本合计	143394.00	139023.00	224452.00	217579.36	240243.01	262866.72
毛利合计	96750.00	83923.00	110352.00	142003.33	153019.04	163715.17
归母净利润	47338.00	43264.00	50269.00	74856.96	79341.50	83467.62
每股收益 (元/股)	2.38	2.18	2.53	3.77	3.99	4.20

资料来源: Wind、浙商证券研究所

基于以上假设, 我们预计中国神华 2022-2024 年营业收入分别为 3633.49 亿、3982.34 亿、4286.35 亿, 同比增长 8.39%、9.6%、7.63%, 对应 EPS 分别为 3.77、3.99、4.20 元/股; 归母净利润分别为 748.56 亿、793.41 亿、834.67 亿。

## 5.2 公司估值与投资建议

预计公司 2022-2024 年每股收益 EPS 值为 3.77/3.99/4.20 元。对应最新股价 29.91 元 (2022/11/7)，计算 PE 值为 7.94/7.49/7.12 倍，我们选取业务与公司相近的 5 家公司陕西煤业、中煤能源、兖州煤业、晋控煤业、华阳股份，参考可比公司 2021 年平均 PE 估值水平(6.09 倍)，中国神华高于同行业平均水平。参考过去 5 年公司历史估值平均水平 9.15，同时考虑到公司具备资源稀缺性优势和一体化经营优势，公司未来成长性较大，并且由于当前煤炭供需错配和全球能源危机的影响，公司的煤炭业务将持续给公司带来稳定的收入，因此，给与公司 10 倍 PE 估值，首次覆盖给与增持评级。

图 41：中国神华历史估值图



资料来源：Wind、浙商证券研究所

表9：中国神华可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (2022/11/8)	PB	EPS(元/股)				市盈率 PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601898	中煤能源	9.14	1.07	1	1.80	1.95	2.07	6.28	5.07	4.69	4.43
600188	兖矿能源	43.15	3.13	3.34	7.19	7.63	8.10	7.05	6.00	5.65	5.33
601225	陕西煤业	21.42	2.43	2.18	3.69	3.18	3.28	5.6	5.80	6.74	6.53
600348	华阳股份	18.92	2.13	1.47	2.68	2.85	3.11	8.06	7.07	6.64	6.08
601001	晋控煤业	14.55	2.05	2.78	2.93	3.13	3.33	3.45	4.96	4.65	4.37
	平均值		2.06					6.09	6.12	6.00	5.70
601088	中国神华	29.91	1.58	2.53	3.77	3.99	4.20	11.82	7.94	7.49	7.12

资料来源：Wind、浙商证券研究所

### 5.3 风险提示

**国家行政干预的不确定性：**煤炭行业始终受国家严格管控，从供给侧改革到煤炭价格实行双轨制，国家为了稳定市场煤炭价格稳定，可能存在行政干预力度过大的风险

**绿色能源的替代风险：**我国水资源特别丰富，水力是继燃煤发电之后的我国第二大发电方式，受环境影响，如果水力发电超预期将会对火力发电产生影响。其他的绿色能源如：太阳能、风电等还未形成规模，但是未来依然会对火力发电产生巨大影响。

**煤炭价格下跌风险：**如果未来经济增速低于预期，就存在下游产业链包括钢铁、电力等需求变弱，从而影响煤炭销售价格，影响公司营收。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	208310	302582	411514	525872	<b>营业收入</b>	335216	363349	398234	428635
现金	162886	225303	345707	457939	营业成本	224452	217579	240243	262867
交易性金融资产	0	11145	3715	4953	营业税金及附加	16502	16793	18887	20413
应收账款	13607	16942	18603	17832	营业费用	581	819	845	873
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	9119	10900	13938	14145
预付账款	7893	7102	7980	8852	研发费用	2499	2709	2969	3195
存货	12633	16830	18046	18291	财务费用	88	158	(1252)	(3019)
其他	11291	25261	17463	18005	资产减值损失	3853	(694)	107	1408
<b>非流动资产</b>	398742	391981	378257	368835	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(885)	(885)	(885)	(885)
长期投资	47644	45870	47669	47061	其他经营收益	1005	865	901	924
固定资产	238026	227861	219500	212423	<b>营业利润</b>	78242	115066	122512	128792
无形资产	50908	54072	58619	65509	营业外收支	(867)	(867)	(867)	(867)
在建工程	26201	18388	11858	4039	<b>利润总额</b>	77375	114199	121645	127925
其他	35963	45790	40610	39803	所得税	18016	25806	27956	29364
<b>资产总计</b>	607052	694563	789771	894708	<b>净利润</b>	59359	88393	93689	98561
<b>流动负债</b>	91748	96486	96545	102021	少数股东损益	9090	13536	14347	15093
短期借款	4248	3375	4222	3948	<b>归属母公司净利润</b>	50269	74857	79342	83468
应付款项	35216	39164	43672	45448	EBITDA	98669	132745	139210	144309
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	2.53	3.77	3.99	4.20
其他	52284	53946	48651	52625					
<b>非流动负债</b>	69628	64009	65468	66368	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	49193	49193	49193	49193		<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
其他	20435	14816	16275	17175	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	161376	160494	162013	168389	营业收入	43.71%	8.39%	9.60%	7.63%
少数股东权益	68801	82337	96684	111777	营业利润	15.77%	47.06%	6.47%	5.13%
归属母公司股东	376875	451732	531073	614541	归属母公司净利润	16.19%	48.91%	5.99%	5.20%
<b>负债和股东权益</b>	607052	694563	789771	894708	<b>获利能力</b>				
					毛利率	33.04%	40.12%	39.67%	38.67%
					净利率	17.71%	24.33%	23.53%	22.99%
					ROE	11.55%	15.28%	13.66%	12.33%
					ROIC	13.40%	17.25%	15.63%	14.21%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	26.58%	23.11%	20.51%	18.82%
					净负债比率	37.63%	37.02%	36.85%	35.60%
					流动比率	2.27	3.14	4.26	5.15
					速动比率	2.13	2.96	4.08	4.98
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.58	0.56	0.54	0.51
					应收账款周转率	37.13	33.12	32.57	32.58
					应付账款周转率	7.28	6.08	6.03	6.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	2.53	3.77	3.99	4.20
					每股经营现金	4.76	3.89	6.14	6.10
					每股净资产	18.97	22.74	26.73	30.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.82	7.94	7.49	7.12
					P/B	1.58	1.32	1.12	0.97
					EV/EBITDA	4.03	3.80	2.92	2.15

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>