



盈利稳健，集团资产注入启动值得期待

2023 年 04 月 29 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

► **事件：**2023 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年一季度报告。2023 年一季度，公司实现营业收入 870.42 亿元，同比增长 3.7%；归母净利润 186.12 亿元，同比下降 1.9%；扣非归母净利润 185.29 亿元，同比下降 0.6%。

► **煤炭业务销量增长，毛利小幅下滑。**2023 年一季度，公司生产商品煤 80.1 百万吨，同比下降 0.9%。销售商品煤 107.6 百万吨，同比增长 1.8%。其中年度长协 61.9 百万吨，同比增长 13.8%，占总销量的比重提升 6.0 个百分点至 57.5%。一季度商品煤综合售价为 621 元/吨，同比下降 0.5%，其中年度长协售价为 497 元/吨，同比下降 3.7%；月度长协售价为 891 元/吨，同比增长 13.2%；现货售价为 739 元/吨，同比下降 4.4%。自产煤生产成本由 150 元/吨提升 12.9%至 169.4 元/吨，主要原因系材料费、提取的安全生产费增长。煤炭业务实现毛利 232.53 亿元，同比下降 3.4%，毛利率为 33.7%，同比下降 1.8 个百分点。

► **启动收购控股股东资产工作，煤炭产量潜力有望进一步释放。**据公司公告，为进一步减少与解决同业竞争，公司决定启动收购国家能源集团部分资产的工作，收购范围包括国家能源集团下属若干生产煤矿及/或在建煤矿公司的股权。此次收购将增加公司煤矿生产能力约 1600 万吨/年，增加剩余可采储量超 13 亿吨。据国家能源集团官网信息，集团现有煤炭产能 6.2 亿吨，截至 2023 年初中国神华煤炭产能约 3.5 亿吨，叠加本次收购计划涉及的 1600 万吨产能，上市公司体外仍有约 2.5 亿吨的集团资产注入空间，未来公司煤炭产量增长潜力有望持续释放，煤炭业务发展持续性与盈利能力也将进一步增强。

► **售电量稳健增长，带动公司整体营业收入提升。**2023 年第一季度，公司总发电量 51.71 十亿千瓦时，同比增长 10.61%；售电量 48.75 十亿千瓦时，同比增长 10.82%，增厚公司营业收入。一季度售电价格为 420 元/兆瓦时，同比增长 2.2%；平均售电成本为 376.2 元/兆瓦时，同比增长 1.2%。电力业务实现毛利 3690 百万元，同比增长 12.7%，毛利率同比增长 0.1 个百分点至 16.1%。23Q1 公司新增位于广东省、福建省的对外商业运营的光伏发电装机容量合计 14 兆瓦。此外，22Q4 公司北海电厂一期工程全面投运，所属国能清远发电有限责任公司二期 2×1000MW 扩建工程项目获得广东省发改委批复核准，公司拟收购锦界能源 30%股权，电力权益装机容量将增长 171.6 万千瓦。我们认为，未来公司发电量有望持续增长，且在燃煤发电上网电价市场化改革、电价上浮背景下，公司发电业务盈利能力有望进一步提升。

► **运输板块盈利能力有所下降。**2023 年一季度，公司自有铁路周转量 74.5 十亿吨公里，同比增长 2.48%；黄骅港装船量 48.9 百万吨，同比下降 5.78%；天津煤码头装船量 11.2 百万吨，同比增长 15.46%；航运货运量 34.1 百万吨，同比增长 11.07%。运输业务一季度实现毛利 4800 百万元，同比下降 22.67%，其

推荐

维持评级

当前价格：

29.08 元

相关研究

1.中国神华 (601088.SH) 2022 年年报点评：盈利分红双轮驱动，估值提升空间广阔-2023/03/26

2.中国神华 (601088.SH) 2022 年业绩预告点评：盈利稳健，投资价值显著-2023/01/31

3.中国神华 (601088.SH) 事件点评：北海电厂一期全面投运，公司发电量有望提升-2022/12/30

4.中国神华 (601088.SH) 事件点评：现金收购锦界能源 30%股权，煤、电权益产能增加-2022/12/17

5.中国神华 (601088.SH)：煤炭龙头盈利持续稳健，关注长协上调可能性-2022/10/30

中铁路毛利因成本费用增长下降 20.5%，港口毛利因装船量下降、成本费用增长下降 12.6%，航运毛利则受海运价格下行影响下降 72.9%。

➤ **烯烃产品销售价格下降，压缩毛利。**2023 年一季度，公司销售聚乙烯 91.1 千吨，同比增长 0.33%；销售聚丙烯 86.1 千吨，同比下降 0.69%。煤化工业务实现毛利为 110 百万元，受聚烯烃产品平均销售价格下降影响同比下降 65.1%，毛利率 7.2%，较上年同期下降 11.9 个百分点。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 750.17/765.02/779.20 亿元，对应 EPS 分别为 3.78/3.85/3.92 元/股，对应 2023 年 4 月 28 日的 PE 分别为 8/8/7 倍，行业中估值较低。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下降；火电需求不及预期；项目建设慢于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	344,533	405,887	423,597	437,465
增长率（%）	2.6	17.8	4.4	3.3
归属母公司股东净利润（百万元）	69,626	75,017	76,502	77,920
增长率（%）	39.0	7.7	2.0	1.9
每股收益（元）	3.50	3.78	3.85	3.92
PE	8	8	8	7
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价，未考虑收购下盈利预测）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	344,533	405,887	423,597	437,465
营业成本	210,059	262,817	276,497	286,971
营业税金及附加	19,972	23,339	24,357	25,154
销售费用	410	483	504	521
管理费用	9,930	11,365	11,861	12,249
研发费用	3,722	4,059	4,236	4,375
EBIT	100,195	102,898	105,175	107,197
财务费用	877	102	336	408
资产减值损失	-3,372	-2,667	-2,808	-2,916
投资收益	2,420	3,044	3,177	3,281
营业利润	98,138	103,579	105,631	107,592
营业外收支	-1,891	130	130	130
利润总额	96,247	103,709	105,761	107,722
所得税	14,592	15,764	16,076	16,374
净利润	81,655	87,945	89,686	91,348
归属于母公司净利润	69,626	75,017	76,502	77,920
EBITDA	123,069	126,733	131,324	135,745

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,503	195,596	216,960	237,226
应收账款及票据	12,100	12,678	13,232	13,665
预付款项	6,809	8,519	8,963	9,302
存货	12,096	11,834	12,450	12,922
其他流动资产	9,542	9,755	6,980	7,000
流动资产合计	211,050	238,383	258,584	280,115
长期股权投资	49,650	52,694	55,871	59,152
固定资产	248,381	261,958	272,382	281,834
无形资产	52,589	54,112	55,001	55,896
非流动资产合计	410,651	432,229	450,047	466,895
资产合计	621,701	670,611	708,631	747,010
短期借款	5,216	4,716	4,516	4,316
应付账款及票据	38,972	48,760	51,298	53,241
其他流动负债	54,216	55,868	58,545	60,606
流动负债合计	98,404	109,344	114,359	118,164
长期借款	38,438	36,438	34,438	33,438
其他长期负债	25,614	26,082	26,014	25,933
非流动负债合计	64,052	62,520	60,452	59,371
负债合计	162,456	171,864	174,811	177,535
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	65,391	78,319	91,503	104,931
股东权益合计	459,245	498,747	533,820	569,475
负债和股东权益合计	621,701	670,611	708,631	747,010

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.65	17.81	4.36	3.27
EBIT 增长率	25.08	2.70	2.21	1.92
净利润增长率	39.02	7.74	1.98	1.85
盈利能力 (%)				
毛利率	39.03	35.25	34.73	34.40
净利润率	20.21	18.48	18.06	17.81
总资产收益率 ROA	11.20	11.19	10.80	10.43
净资产收益率 ROE	17.68	17.84	17.30	16.77
偿债能力				
流动比率	2.14	2.18	2.26	2.37
速动比率	1.88	1.94	2.02	2.13
现金比率	1.73	1.79	1.90	2.01
资产负债率 (%)	26.13	25.63	24.67	23.77
经营效率				
应收账款周转天数	11.62	11.62	11.62	11.62
存货周转天数	21.02	19.00	19.00	19.00
总资产周转率	0.56	0.63	0.61	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	3.50	3.78	3.85	3.92
每股净资产	19.82	21.16	22.26	23.38
每股经营现金流	5.52	6.51	6.14	6.15
每股股利	2.55	2.75	2.80	2.86
估值分析				
PE	8	8	8	7
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.77	3.38	3.08	2.82
股息收益率 (%)	8.77	9.45	9.64	9.82

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81,655	87,945	89,686	91,348
折旧和摊销	22,874	23,836	26,149	28,548
营运资金变动	2,256	14,162	2,789	-975
经营活动现金流	109,734	129,259	122,030	122,265
资本开支	-27,154	-42,567	-40,735	-42,011
投资	-519	-60	0	0
投资活动现金流	-56,585	-42,093	-40,735	-42,011
股权募资	1,669	0	0	0
债务募资	-8,848	-11,055	-2,200	-1,200
筹资活动现金流	-78,734	-62,073	-59,932	-59,987
现金净流量	-25,248	25,093	21,363	20,267

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026