

动力煤

中国神华（601088.SH）

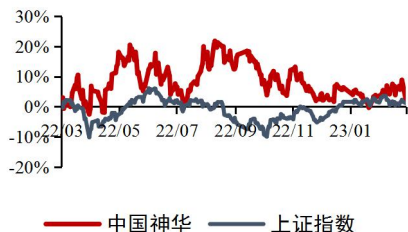
增持-A(维持)

煤电发力业绩高增，高分红延续显配置价值

2023年3月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年3月27日

收盘价（元）：	27.68
年内最高/最低（元）：	35.53/26.67
流通A股/总股本（亿）：	164.91/198.69
流通A股市值（亿）：	4,564.72
总市值（亿）：	5,499.61

资料来源：最闻

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益：	3.50
摊薄每股收益：	3.50
每股净资产（元）：	23.11
净资产收益率：	17.78

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年年报：报告期内公司实现营业收入3445.33亿元，同比增长2.65%；实现归母净利润696.26亿元，同比增长39.02%；扣非后归母净利润703.37亿元，同比增长41.10%；基本每股收益3.50元/股，加权平均净资产收益率18.07%，同比增加4.43个百分点。Q4单季营业收入940.44亿元，同比增长-8.34%；归母净利润104.95亿元，同比增长12.68%；扣非后归母净利润119.30亿元，同比增长23.41%。公告股息分配预案为每10股派现金25.5元（含税），同比增长0.1元/股，分红比例72.8%，按照3月24日收盘价计算股息率为8.80%。

事件点评

➢ **煤电业务是利润增长主要来源。**2022年公司煤炭、电力、铁路、港口、航运和煤化工分别实现营收2,774.74、845.25、421.97、64.41、63.79、60.51亿元，同比变化分别为-5.19%、31.81%、3.68%、0.02%、9.02%和-2.32%；各分部毛利分别为996.53、120.93、174.87、29.60、10.16、8.48亿元，同比变化23.57%、144.25%、-8.70%、-7.47%、-16.58%、-28.68%；毛利率分别为35.9%、14.3%、41.4%、46%、14%和15.9%，同比分别变化8.35、6.58、-5.66、-3.67、-5.19、-4.92pct。

➢ **煤、电量价齐增，2023年进一步加强。**2022年公司实现商品煤产量3.134亿吨，同比+2.1%；煤炭销量4.18亿吨，同比-13.4%（其中，自产煤销量3.162亿吨，同比+1.1%，外购煤1.016亿吨，同比-40.1%，主要是因国内提高长协煤比例，公司外购煤来源减少）；煤炭平均售价644元/吨，同比+9.52%；吨煤综合毛利239元，同比+42.65%；煤炭长协销售占比85%，同比+1.2%。完成发电量1912.8亿千瓦时，同比+14.9%，售电量1798.1亿千瓦时，同比+15.2%，度电综合售价418元/兆瓦时；电力业务毛利为120.9亿元，同比+156.4%。公司新增资源探矿权及现有产能核增工作稳步推进，煤炭产量仍有增长潜力，根据公司计划，2023年公司进一步加强煤电业务，煤炭销售目标4.358亿吨，比2022年+4.3%；发电量2039亿千瓦时，同比+6.6%。

➢ **海运低位，外购减少，运输板块盈利下降。**2022年国内提高长协煤炭占比，公司外购煤减少40.1%，铁路、港口运量有所下滑。自有铁路周转量297.6十亿吨公里，同比-1.9%，铁路分部毛利174.87亿元，同比-8.7%；黄骅港装船量205.2百万吨，同比-4.6%；天津煤码头装船量45.2百万吨，同比-2.6%；港口分部毛利29.6亿元，同比-7.5%。航运货运量及周转量分别为136.3百万吨和133.6十亿吨海里，同比+12.5%和19.2%，主要是因为非煤

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

货物运量持续增长，外贸货运量大幅提升；但 2022 年海运价格整体低迷，中国 CCBFI 综合指数 1124.66 点，同比-13.86%，导致运输板块盈利下滑。

➤ **公司计提较大规模减值损失。**公司营业成本整体变化不大，财务费用增加 7.89 亿元，主要受汇率波动影响，汇兑损失同比增加，且煤炭分部弃置费用折现成本增加；研发费用增加 12.21 亿元，主要是智能矿山、智慧铁路等项目研发支出增加。公司 Q4 对存在减值迹象的生产设备及备品备件进行了 33.72 亿元资产减值，同时计提信用减值 13.37 亿元，对 Q4 利润及全年业绩形成一定影响。

➤ **资本开支稳定，高利润保障下高分红延续。**根据公司公告，2023 年公司资本开支计划 361.52 亿元，同比+13%，比 2021 年下降 16.66%。公司煤炭业务全产业链运营，且长协占比高，经营稳健，2023 年高利润确定性高，为公司延续高分红提供支撑。按照公司股息预案，以 3 月 24 日股价计算，公司 2022 年股息率 8.8%，比 2021 年继续提高，长期配置价值明显。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.78\3.96\3.97 元，对应公司 3 月 24 日收盘价 28.98 元，2023-2025 年 PE 分别为 7.7\7.3\7.3 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

风险提示

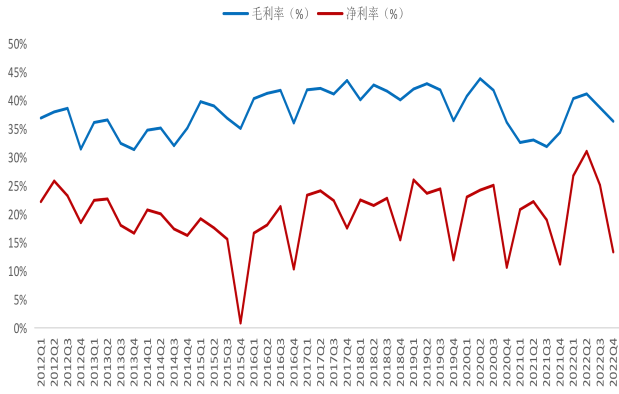
➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216	344,533	350,203	354,613	359,184
YoY(%)	43.7	2.8	1.6	1.3	1.3
净利润(百万元)	50,269	69,626	75,100	78,583	78,952
YoY(%)	28.3	38.5	7.9	4.6	0.5
毛利率(%)	33.0	39.0	41.7	41.3	41.3
EPS(摊薄/元)	2.53	3.50	3.78	3.96	3.97
ROE(%)	13.3	17.8	17.8	17.1	16.0
P/E(倍)	11.5	8.3	7.7	7.3	7.3
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
净利率(%)	15.0	20.2	21.4	22.2	22.0

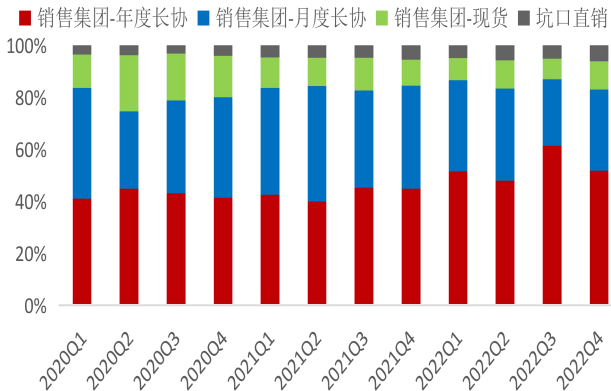
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2012-2022 年公司分季度毛利率和净利率



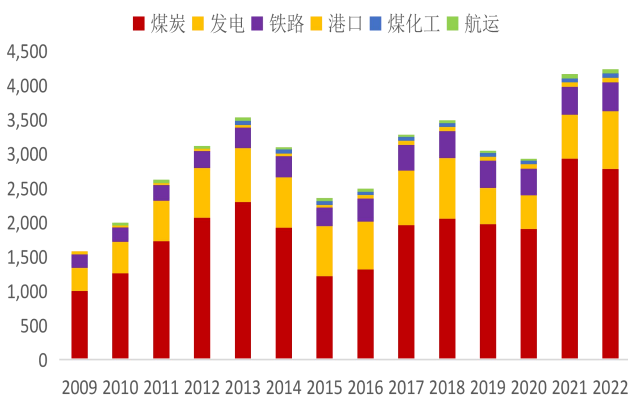
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2020-2022 年分季度不同销售模式销量（单位：百万吨）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2009-2021 年分板块收入（单位：亿元）



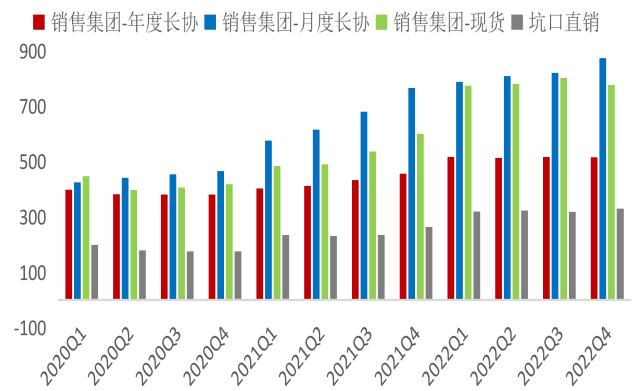
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2022 年公司分季度 EPS



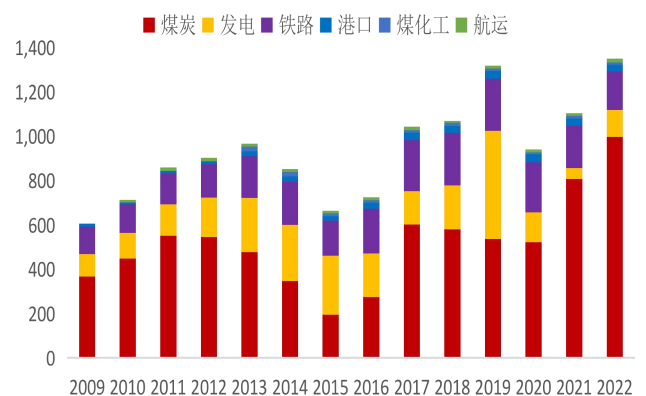
资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2020-2022 年分季度不同销售模式售价（单位：元/吨）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：2009-2022 年分板块毛利（单位：亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所



表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本（单位：百万吨、元/吨）

单季度销量	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
一、国内销售	104.9	103.1	97.5	106.7	9.44%	476.2	412.2	-13.44%
（一）自产煤及采购煤	99.9	99.1	92.6	103.2	11.45%	450.8	394.8	-12.42%
1、直达	46.5	45.7	44.9	51	13.59%	187.9	188.1	0.11%
2、下水	53.4	53.4	47.7	52.2	9.43%	262.9	206.7	-21.38%
（二）国内贸易煤销售	3.6	3.1	3.2	2	-37.50%	12.3	11.9	-3.25%
（三）进口煤销售	1.4	0.9	1.7	1.5	-11.76%	13.1	5.5	-58.02%
二、出口销售	0.3	0	0.1	0	-100.00%	0.7	0.4	-42.86%
三、境外销售	0.5	1.3	1.5	1.9	26.67%	5.4	5.2	-3.70%
销售量合计	105.7	104.4	99.1	108.6	9.59%	482.3	417.8	-13.37%
吨煤售价/成本(不含税)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
一、国内销售	621	637	613	678	10.56%	588	638	8.50%
（一）自产煤及采购煤	611	627	606	680	12.14%	585	632	8.03%
1、直达	469	477	464	488	5.30%	442	475	7.47%
2、下水	735	757	740	867	17.20%	687	775	12.81%
（二）国内贸易煤销售	783	854	683	487	-28.64%	795	725	-8.81%
（三）进口煤销售	876	907	921	968	5.11%	509	920	80.75%
二、出口销售	1021	/	1193	/	/	850	1191	40.12%
三、境外销售	1188	1015	1081	972	-10.01%	589	1035	75.72%
平均销售价格	624	642	621	687	10.67%	588	644	9.52%
自产煤单位生产成本	150	165	170.7	176.3	3.28%	155.5	176.3	13.38%

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前）（单位：百万元）

煤炭	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
收入	67854	68398	63549	77673	22.23%	292661	277474	-5.19%
成本	43774	42967	40224	50856	26.43%	212019	177821	-16.13%
毛利	24080	25431	23325	26817	14.97%	80642	99653	23.57%
毛利率(%)	35.49	37.18	36.70	34.53	-5.94%	27.55	35.9	30.31%
发电	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
收入	20443	16717	25183	22182	-11.92%	64124	84525	31.81%
成本	17169	14720	20745	19798	-4.56%	59173	72432	22.41%
毛利	3274	1997	4438	2384	-46.28%	4951	12093	144.25%
毛利率(%)	16.02	11.95	17.62	10.75	-39.01%	7.72	14.3	85.23%
铁路	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
收入	10342	10670	10716	10469	-2.30%	40699	42197	3.68%
成本	5309	5980	6593	6828	3.56%	21546	24710	14.68%

煤炭	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
毛利	5033	4690	4123	3641	-11.69%	19153	17487	-8.70%
毛利率(%)	48.67	43.96	38.48	34.78	-9.61%	47.06	41.4	-12.03%
港口	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
收入	1636	1601	1531	1673	9.27%	6440	6441	0.02%
成本	842	799	829	1011	21.95%	3241	3481	7.41%
毛利	794	802	702	662	-5.70%	3199	2960	-7.47%
毛利率(%)	48.53	50.09	45.85	39.57	-13.70%	49.67	46	-7.39%
航运	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
收入	1433	1598	1598	1422	-11.01%	6195	6051	-2.32%
成本	1053	1446	1475	1229	-16.68%	5006	5203	3.94%
毛利	380	152	123	193	56.91%	1189	848	-28.68%
毛利率(%)	26.52	9.51	7.70	13.57	76.33%	19.19	14	-27.05%
煤化工	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	QoQ	2021	2022	YoY
收入	1650	1775	1465	1489	1.64%	5851	6379	9.02%
成本	1335	1406	1329	1293	-2.71%	4633	5363	15.76%
毛利	315	369	136	196	44.12%	1218	1016	-16.58%
毛利率(%)	19.09	20.79	9.28	13.16	41.79%	20.82	15.9	-23.63%

资料来源：公司公告、山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	208310	211050	245905	268972	314430
现金	162886	170503	197702	228607	269255
应收票据及应收账款	13607	12100	19423	10869	19092
预付账款	7893	6809	6406	6975	4997
存货	12633	12096	11449	12826	11612
其他流动资产	11291	9542	10924	9695	9475
非流动资产	398742	410651	411181	409829	404815
长期投资	47644	49650	58326	68540	74612
固定资产	238026	248381	239410	229359	218759
无形资产	50908	52589	58442	60825	64588
其他非流动资产	62164	60031	55005	51104	46856
资产总计	607052	621701	657086	678800	719245
流动负债	91748	98404	107938	96642	105341
短期借款	4248	5216	4732	4974	4853
应付票据及应付账款	35216	38972	33113	40460	33980
其他流动负债	52284	54216	70093	51209	66508
非流动负债	69628	64052	52193	43551	33134
长期借款	52365	41891	32419	22584	12763
其他非流动负债	17263	22161	19774	20968	20371
负债合计	161376	162456	160131	140194	138475
少数股东权益	68801	65391	78667	92401	106279
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	74667	68014	68014	68014	68014
留存收益	271878	290894	302753	321516	337178
归属母公司股东权益	376875	393854	418288	446205	474491
负债和股东权益	607052	621701	657086	678800	719245

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94575	109734	108308	106315	113864
净利润	59359	81655	88376	92317	92830
折旧摊销	20573	22557	20743	21482	22265
财务费用	88	877	-2347	-2915	-4322
投资损失	885	-2420	-832	-870	-918
营运资金变动	8054	-1012	2369	-3700	4009
其他经营现金流	5616	8077	0	0	0
投资活动现金流	-6844	-56585	-20441	-19259	-16334
筹资活动现金流	-43731	-78734	-60668	-56151	-56882
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.78	3.96	3.97
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	5.52	5.45	5.35	5.73
每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	21.05	22.46	23.88

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	335216	344533	350203	354613	359184
营业成本	224452	210059	204105	208317	210772
营业税金及附加	16502	19972	17981	18740	19415
营业费用	581	410	512	470	501
管理费用	9119	9930	13766	11118	11807
研发费用	2499	3722	2080	2406	2645
财务费用	88	877	-2347	-2915	-4322
资产减值损失	-3853	-4709	-4786	-4847	-4909
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-885	2420	832	870	918
营业利润	78242	98138	110754	113103	114977
营业外收入	380	443	443	443	443
营业外支出	1247	2334	1791	2062	1926
利润总额	77375	96247	109407	111483	113494
所得税	18016	14592	21031	19166	20664
税后利润	59359	81655	88376	92317	92830
少数股东损益	9090	12029	13276	13734	13878
归属母公司净利润	50269	69626	75100	78583	78952
EBITDA	99288	119142	128183	129965	131589

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	43.7	2.8	1.6	1.3	1.3
营业利润(%)	23.2	25.4	12.9	2.1	1.7
归属于母公司净利润(%)	28.3	38.5	7.9	4.6	0.5
获利能力					
毛利率(%)	33.0	39.0	41.7	41.3	41.3
净利率(%)	15.0	20.2	21.4	22.2	22.0
ROE(%)	13.3	17.8	17.8	17.1	16.0
ROIC(%)	13.4	17.8	18.3	18.3	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	26.6	26.1	24.4	20.7	19.3
流动比率	2.3	2.1	2.3	2.8	3.0
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	26.4	26.8	22.2	23.4	24.0
应付账款周转率	7.0	5.7	5.7	5.7	5.7
估值比率					
P/E	11.5	8.3	7.7	7.3	7.3
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.6	4.5	4.0	3.7	3.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

