

动力煤

中国神华（601088.SH）

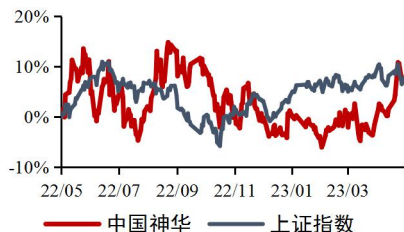
增持-A(维持)

一季度煤降电增，全产业链布局优势继续凸显

2023年5月16日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年5月15日

收盘价(元):	30.85
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):	5,087.49
总市值(亿):	6,129.44

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.94
摊薄每股收益:	0.94
每股净资产(元):	24.34
净资产收益率:	4.40

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2023年一季度报告：公司实现营业收入870.42亿元，同比增长3.7%；实现归母净利润186.12亿元，同比减少1.9%；扣非后归母净利润为185.29亿元，同比减少0.6%；基本每股收益0.94元/股，加权平均净资产收益率4.60%，同比减少0.3个百分点，环比2022年Q4增加1.92个百分点。

事件点评

➢ **煤炭业务，长协比例继续提升，整体毛利率有所降低。**2023年Q1公司商品煤产量为8010万吨，同比变化-0.9%，销量实现10760万吨，同比变化+1.8%。Q1公司煤炭销售年度长协比例57.5%，同比2022年Q1提升6个百分点；同时，月度长协和现货销售比例下调，月度长协比例由35.1%下降至28.9%，现货比例由8.6%下降至7.7%。价格方面，年度长协价格下跌19元/吨（-3.7%）至497元/吨，月度长协价格上涨104元/吨（+13.2%）至891元/吨，现货价格下跌34元/吨（-4.4%）至739元/吨，煤炭平均售价下跌3元/吨（同比-0.5%）。煤炭业务实现营业收入689.25亿元，同比变化1.6%；营业成本456.72亿元，同比变化4.3%，主要由于安全生产费、原材料及外购煤成本增加等原因；实现毛利232.53亿元，同比变化-3.4%；公司煤炭业务毛利率34%，同比降低1.5个百分点。

➢ **电力业务：量价齐增，成本下降，毛利率提高。**2023Q1公司实现发电量51.71十亿千瓦时，同比变化+10.6%；售电量48.75十亿千瓦时，同比变化+10.8%，平均售价为420元/兆瓦时，同比变化+2.2%。Q1电力板块营收228.73亿元，同比变化+11.9%；营业成本191.83亿元，同比变化+11.7%，主要因售电量增加和人工成本增长，平均售电成本376.2元/兆瓦时。Q1电力板块实现毛利36.9亿元，同比变化+12.7%；毛利率16.1%，同比提高0.1个百分点。实现利润总额28.69亿元，同比变化+12%。报告期内公司总装机容量为40315兆瓦，其中燃煤装机39164兆瓦，占比97.14%；燃气装机950兆瓦，占比2.36%，水电装机125兆瓦，占比0.31%；商业运营光伏装机76兆瓦，占比0.19%；新增位于广东和福建省的光伏发电机组14兆瓦。燃煤装机仍是主要力量，后期随着燃煤价格的合理回归和电价改革政策的持续落地，公司电力板块业绩有望继续改善。

➢ **海运低位，外购减少，运输板块盈利下降。**Q1公司铁路、港口、航运分别实现营业收入111.09亿元/16.08亿元/11.3亿元，同比分别变化+7.4%/-1.7%/-21.1%，分别实现毛利润40.03亿、6.94亿、1.03亿元，同比减少20.5%、12.6%、72.9%，主要因为维修费和人工成本增长抬高了铁路的成

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

本费用，港口装船量的下降和原材料和人工等成本增加拉低了港口毛利水平，平均海运价格的下降减少了航运分部的毛利润。

➤ **煤化工业务：售价下降，毛利走低。** Q1 公司煤化工业务实现营收 15.22 亿元，同比变化-7.8%，营业成本 14.12 亿元，同比变化+5.8%，毛利润 1.1 亿元，同比变化-65.1%。毛利率 7.2%，同比变化-11.9 个百分点。主要因为一季度经济复苏延后，下游需求不足，聚烯烃产品平均销售价格下降的影响。

➤ **公司煤炭外延式增长空间仍存，煤炭产业链一体化优势平抑周期波动。** 公司 4 月 29 日发布公告《关于与国家能源集团签署附条件生效的《避免同业竞争协议之补充协议（二）》的公告》，公告在集团合并完成后 5 年内，由本公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产。考虑到外部市场煤炭资源获取难度较大且定价偏高，本公司一直将国家能源集团存量煤炭相关资产注入作为资源获取的重要路径。由本公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产的期限延长至 2028 年 8 月 27 日。公司煤炭全产业链发展的优势也可有效平抑煤炭价格周期的波动，Q1 电力板块发力，扣非后归母净利润波动不大。

#### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.53\3.81\3.85 元，对应公司 5 月 15 日收盘价 30.85 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.7\8.1\8.0 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	70,062	75,767	76,523
YoY(%)	28.3	38.5	0.6	8.1	1.0
毛利率(%)	33.0	39.0	39.6	40.2	40.4
EPS(摊薄/元)	2.53	3.50	3.53	3.81	3.85
ROE(%)	13.3	17.8	16.8	16.8	15.8
P/E(倍)	12.2	8.8	8.7	8.1	8.0
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	15.0	20.2	20.0	21.4	21.3

资料来源：最闻，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
<b>流动资产</b>	208310	211050	243175	256699	305313
现金	162886	170503	194130	216730	259364
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	12291	12430	12385
其他流动资产	11291	9542	10924	9695	9475
<b>非流动资产</b>	398742	410651	412397	410916	405844
长期投资	47644	49650	58326	68540	74612
固定资产	238026	248381	240674	230673	220089
无形资产	50908	52589	58442	60825	64588
其他非流动资产	62164	60031	54956	50878	46555
<b>资产总计</b>	607052	621701	655572	667615	711157
<b>流动负债</b>	91748	98404	112189	94548	109207
短期借款	4248	5216	4732	4974	4853
应付票据及应付账款	35216	38972	35691	39234	36357
其他流动负债	52284	54216	71766	50340	67998
<b>非流动负债</b>	69628	64052	52356	43698	33273
长期借款	52365	41891	32582	22731	12903
其他非流动负债	17263	22161	19774	20968	20371
<b>负债合计</b>	161376	162456	164545	138246	142481
少数股东权益	68801	65391	77777	91018	104469
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	74667	68014	68014	68014	68014
留存收益	271878	290894	301957	320048	335228
归属母公司股东权益	376875	393854	413250	438350	464207
<b>负债和股东权益</b>	607052	621701	655572	667615	711157

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	94575	109734	105874	98161	116137
净利润	59359	81655	82447	89008	89974
折旧摊销	20573	22557	20788	21576	22368
财务费用	88	877	-2306	-2746	-4087
投资损失	885	-2420	-832	-870	-918
营运资金变动	8054	-1012	5778	-8807	8800
其他经营现金流	5616	8077	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-6844	-56585	-21701	-19225	-16379
<b>筹资活动现金流</b>	-43731	-78734	-60546	-56336	-57125
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.53	3.81	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	5.52	5.33	4.94	5.85
每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	20.80	22.06	23.36

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	335216	344533	350203	354613	359184
营业成本	224452	210059	211403	212144	214029
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	-2306	-2746	-4087
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
<b>营业利润</b>	78242	98138	103415	109106	111485
营业外收入	380	443	443	443	443
营业外支出	1247	2334	1791	2062	1926
<b>利润总额</b>	77375	96247	102067	107487	110002
所得税	18016	14592	19620	18479	20028
<b>税后利润</b>	59359	81655	82447	89008	89974
少数股东损益	9090	12029	12386	13242	13451
<b>归属母公司净利润</b>	50269	69626	70062	75767	76523
EBITDA	99288	119142	120929	126232	128435

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	43.7	2.8	1.6	1.3	1.3
营业利润(%)	23.2	25.4	5.4	5.5	2.2
归属于母公司净利润(%)	28.3	38.5	0.6	8.1	1.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.0	39.0	39.6	40.2	40.4
净利率(%)	15.0	20.2	20.0	21.4	21.3
ROE(%)	13.3	17.8	16.8	16.8	15.8
ROIC(%)	13.4	17.8	17.3	17.9	17.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.6	26.1	25.1	20.7	20.0
流动比率	2.3	2.1	2.2	2.7	2.8
速动比率	1.9	1.9	1.9	2.4	2.6
<b>营运能力</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	12.2	8.8	8.7	8.1	8.0
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.0	4.8	4.6	4.2	3.8

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

