

中国神华（601088）：完整产业链成就全球能源巨头，“中特估”加持，投资价值有望提升

2023年7月27日

强烈推荐/首次

中国神华 公司报告

中国神华煤炭上下游完整产业链成就全球能源巨头。中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，逐步形成煤炭“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，其中自有铁路成为神华一体化经营的重要部分。是我国最大的煤炭生产企业和销售企业，2020年以来，归母净利润持续增长；其中煤炭分部贡献公司主要营收，占公司总营业收入的80%左右。煤炭储量居行业首位，丰富煤炭资源为公司利润保驾护航。公司销售净利率处行业前列，公司总体毛利率稳定在40%左右。

煤矿产能优越，构建自产煤炭成本护城河。2022年公司发布公告，神山露天煤矿、黄玉川煤矿、青龙寺煤矿生产能力共核增460万吨/年。与行业其他主要竞争者（中煤能源、兖矿能源、陕西煤业）对比，中国神华自产煤单位成本具明显相对优势。长协定价机制稳定煤炭售价。

一体化经营模式增强公司经营稳定性。公司其他业务以煤炭为中心展开。发电业务：“煤电联营”经营模式稳定公司业绩。独特的特许经营模式使得中国神华发电业务经营业绩具备高确定性和强稳定性。煤化工业务：收入稳定，产品结构灵活调整。运输业务：自有铁路运输成本低、距离短，使得自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分，港航联合完善销售链条。公司近五年来吨煤运输成本在0.08元/吨公里以下，成本维持低位。新能源产业：公司在新能源项目开发和投资产业基金上双力齐发。一体化经营模式增加公司经营稳定性。

公司现金流充沛、分红稳定，“中特估”加持，投资价值有望提升。公司业绩稳定，现金流充沛。分红稳定，2022年公司股利支付率为72.77%，居行业前列。资本市场对全年经济弱复苏形成一定预期，在“中特估”加持下，销售结构稳定且高分红高盈利低估值的煤炭股中国神华具备提估值基础的可能，投资价值有望提升。

投资建议：我们认为，公司煤炭以长协煤业务为主，和铁路板块均业绩稳健，盈利能力有保障，抗风险能力强。电力板块受装机不断增长，同时公司在售电业务加速发展，盈利有望显著改善。预计公司23~25年归母净利润有望达630/633/651亿元，对应EPS为3.17/3.18/3.28元，并且公司作为ESG水平领先的国内煤电一体化能源央企，有望享受中国特色估值溢价，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

公司简介：

中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。在普氏能源资讯“全球能源公司2022年250强”榜单中位居前列；2022年《财富》中国500强排名第36位，居于煤炭类上市公司领先地位；首次参评“2022中国品牌评价信息”，以1531.17亿元品牌价值位列能源化工领域第4名、能源上市公司第1名

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示：

无

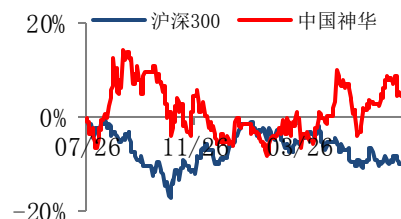
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	32.88-26.9
总市值（亿元）	5,497.62
流通市值（亿元）	4,563.07
总股本/流通A股（万股）	1,986,852/1,649,104
流通B股/H股（万股）	-/337,748
52周日均换手率	1.0

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

研究助理：莫文娟

010-66555574

mwj822004@163.com

执业证书编号：

S1480122080006

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335216.00	344533.00	350458.79	357007.12	370622.27
增长率(%)	43.71%	2.78%	1.72%	1.87%	3.81%
归母净利润(百万元)	50269.00	69626.00	62950.22	63273.53	65125.68
增长率(%)	28.34%	38.51%	-9.59%	0.51%	2.93%
净资产收益率(%)	13.34%	17.68%	15.30%	14.74%	14.55%
每股收益(元)	2.53	3.50	3.17	3.18	3.28
PE	11.05	7.98	8.82	8.78	8.53
PB	1.47	1.41	1.35	1.29	1.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司概况：上下游完整产业链和一体化经营模式成就全球能源巨头	4
1.1 全球领先的综合能源公司，逐步形成煤炭、发电、运输一体化运营模式	4
1.2 公司近年来销售净利率处行业前列，营收持续增长	6
1.3 煤炭储量居行业首位，丰富煤炭资源为公司利润保驾护航	7
2. 业务板块梳理：煤炭为主体，电力新能源运输业协同发展	8
2.1 煤炭业务：煤矿产能优越，构建自产煤成本护城河	8
2.2 发电业务：煤电联营抗周期	10
2.3 煤化工业务：收入稳定，产品结构灵活调整	11
2.4 运输业务：自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分，港航联合完善销售链条	12
2.5 新能源产业：新能源项目开发和投资产业基金上双力齐发	13
3. 公司现金流充沛、分红稳定，在“中特估”加持下，投资价值有望提升。	14
3.1 业绩稳定，现金流充沛有保障	14
3.2 分红长期稳定高位，居行业前列	15
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	16
相关报告汇总	18

插图目录

图 1： 中国神华股权结构图	4
图 2： 中国神华产业链结构	4
图 3： 煤炭分部营收呈上升趋势	6
图 4： 煤炭分部贡献公司主要营收	6
图 5： 公司毛利率稳定在 40%左右	7
图 6： 公司销售净利率在行业前列	7
图 7： 公司自 2020 年以来，归母净利润持续增长	7
图 8： ROA、ROE 稳步提升，ROA 高于行业均值	7
图 9： 中国神华煤炭储量高于同业公司	8
图 10： 中国神华自产煤单位生产成本处于较低水平	9
图 11： 中国神华自产煤单位成本具有明显相对优势	9
图 12： 中国神华按合同定价机制分类的煤炭销售量	10
图 13： 公司发电分部内部耗煤量达到 80%以上	10
图 14： 公司聚乙烯、聚丙烯产品销售情况	11
图 15： 自有铁路降低公司煤炭运输距离	12
图 16： 公司自有铁路运输周转量及运输成本在 0.08 元/吨公里以下	13
图 17： 2017-2023 年 5 月动力煤煤价	14
图 18： 公司货币资金充足	14
图 19： 公司经营性现金流充足	14
图 20： 中国神华企业自有现金流量充沛	15
图 21： 公司资产负债率低于行业平均值	15

图 22： 公司股利支付率高于同业公司16

表格目录

表 1： 中国神华发展历程.....5
表 2： 中国神华煤炭储量丰富.....7
表 3： 中国神华煤矿核定产能优越.....8
表 4： 公司不同发电方式装机容量.....10
表 5： 港口下水煤结算量.....13
表 6： 航运货运量.....13

1.公司概况：上下游完整产业链和一体化经营模式成就全球能源巨头

1.1 全球领先的综合能源公司，逐步形成煤炭、发电、运输一体化运营模式

中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，是我国最大的煤炭生产企业和销售企业，拥有中国最大规模的优质煤炭储量。中国神华能源股份有限公司由神华集团有限责任公司独家发起，于2004年11月在北京成立。2005年6月中国神华H股（1088.HK）在香港联交所上市，2007年10月中国神华A股（601088.SH）在上海证交所上市。2017年，经国务院批准，神华集团与中国国电集团合并重组为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），作为重组后的母公司，吸收合并中国国电集团。公司由国家能源集团直接控股，持股比例为69.45%。公司实际控制人为国务院国资委，持有国家能源投资集团100%股份。

图1：中国神华股权结构图



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

中国神华通过并购整合资源，构建了以煤炭产业为基础，电力运输下游行业为辅的产业格局。公司成立初期通过收购不断扩大公司煤炭产业规模，并于2009年将原神东煤炭分公司、万利煤炭分公司、金烽煤炭分公司和神东煤炭公司进行整合，成立神华神东煤炭集团。2011年成立神华国华九江发电有限责任公司，自此公司开始涉足电力行业。2017年，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司，加强对神华煤炭-电力上下游产业链的构建。2023年4月28日晚间公告，公司决定启动收购国家能源集团部分资产的工作，进一步减少同业竞争，扩大公司规模，增强公司经营的稳定性。以煤炭采掘业务为起点，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。

图2：中国神华产业链结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表1：中国神华发展历程

日期	公司历史沿革
2004.11.08	中国神华能源股份有限公司由神华集团有限责任公司独家发起，在中国北京注册成立。
2005.06.15	中国神华能源股份有限公司在香港联交所成功上市。
2007.10.09	中国神华能源股份有限公司发行 18 亿股 A 股并在上海证券交易所成功上市。
2009.05.20	原神东煤炭分公司、万利煤炭分公司、金烽煤炭分公司、神东煤炭公司整合成立神华神东煤炭集团。
2011.05.11	神华国华九江发电有限责任公司揭牌。
2011.06.28	神华销售集团有限公司成立大会在北京隆重召开。
2017.08.28	经报国务院批准，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司。
2019.01.31	中国神华与国电电力以各自持有相关火电公司股权及资产共同组建合资公司，中国神华出资的相关股权和资产完成交割。
2020.09.25	中国神华印尼爪哇 7 号项目（2×1050MW）全面建成，这是印尼电力建设史上单机容量最大、参数最高、技术最先进、指标最优的高效环保电站，在 21 世纪“海上丝绸之路”首倡之地再创新佳绩。

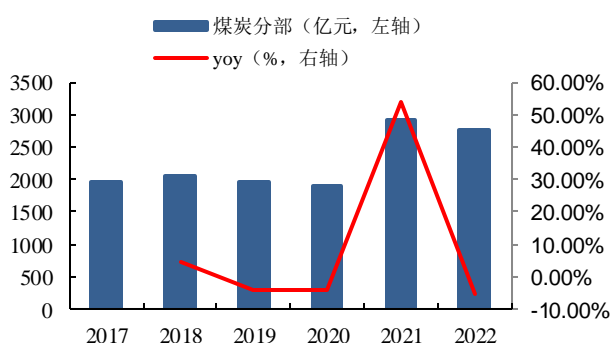
日期	公司历史沿革
2021.01.22	中国神华与国华投资、东方资产、国新资产共同发起设立的国能新能源产业投资基金正式签署合伙协议, 基金总规模 100.2 亿元, 中国神华认缴出资 40 亿元。
2022.09.05	新华社、中国品牌建设促进会、中国资产评估协会联合发布 2022 中国品牌价值评价信息, 中国神华位列能源化工第四名, 能源类上市公司第一名。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.2 公司近年来销售净利率处行业前列, 营收持续增长

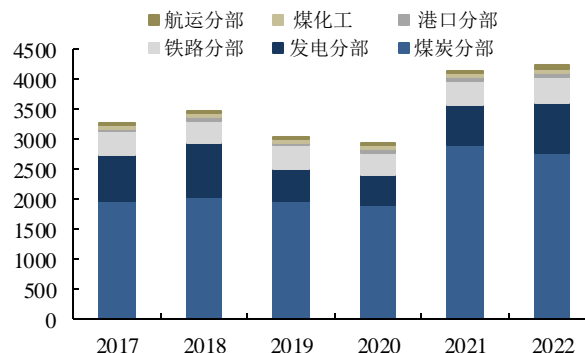
煤炭分部贡献公司主要营收, 占公司总营业收入的 80%左右。2022 年公司实现营业收入 3445.33 亿元, 同比增长 2.78%。其中煤炭分部营业收入为 2774.74 亿元, 占总营业收入的 80.54%, 较 2021 年略有下滑, 同比下降 5.19%, 系 2022 年公司外购煤销售量下降。

图3: 煤炭分部营收呈上升趋势



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

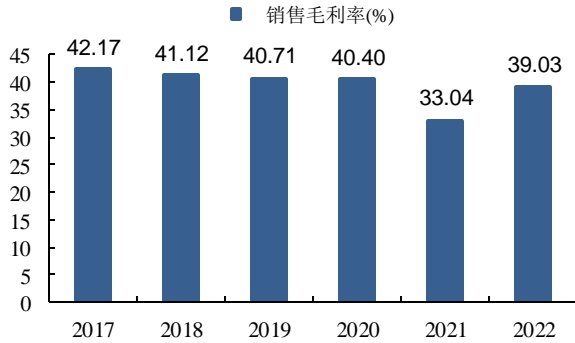
图4: 煤炭分部贡献公司主要营收



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

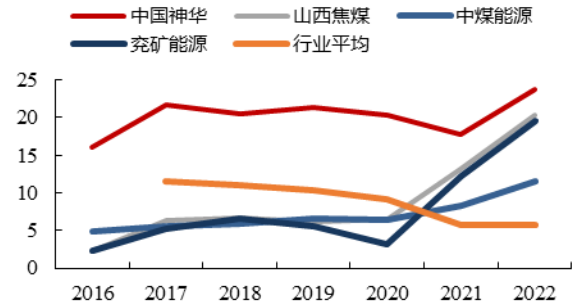
公司总体毛利率稳定在 40%左右, 销售净利率处行业前列。公司总体毛利率无较大波动, 稳定在 40%左右 (2021 年毛利率有所下降主要是因为 2021 年外购煤销售量和单位采购成本大幅增加, 导致营业成本增加), 一体化产业结构使得公司销售净利率其他煤炭行业公司以及煤炭行业平均水平。公司自 2020 年以来, 归母净利润持续增长, 2022 年公司归母净利润达到 696.26 亿元, 同比增长 38.51%。公司 ROE、ROA 整体呈现上升趋势, ROA 高于行业平均值。

图5: 公司毛利率稳定在40%左右



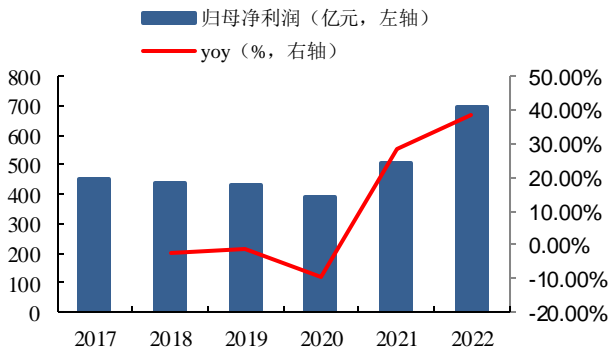
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6: 公司销售净利率在行业前列



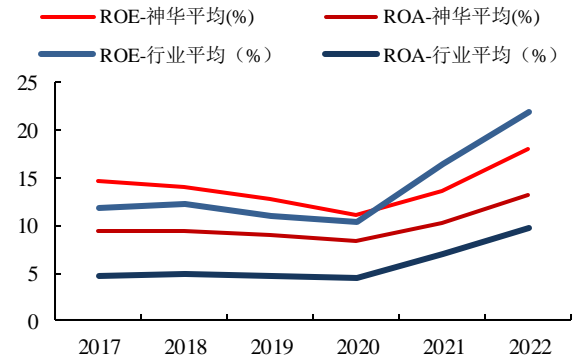
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7: 公司自2020年以来, 归母净利润持续增长



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8: ROA、ROE稳步提升, ROA高于行业均值



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

1.3 煤炭储量居行业首位, 丰富煤炭资源为公司利润保驾护航

公司拥有优质、丰富的煤炭资源, 煤炭储量高于同行业公司。中国神华煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列, 目前公司拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区以及包头矿区五大矿区, 其中神东矿区是我国最大的井工煤矿开采地。截至2022年12月31日, 在中国标准下中国神华煤炭保有资源量达329亿吨, 煤炭保有可采储量达138.9亿吨, JORC标准下的煤炭可售储量达98亿吨, 相较于同行业其他公司具有储量优势。

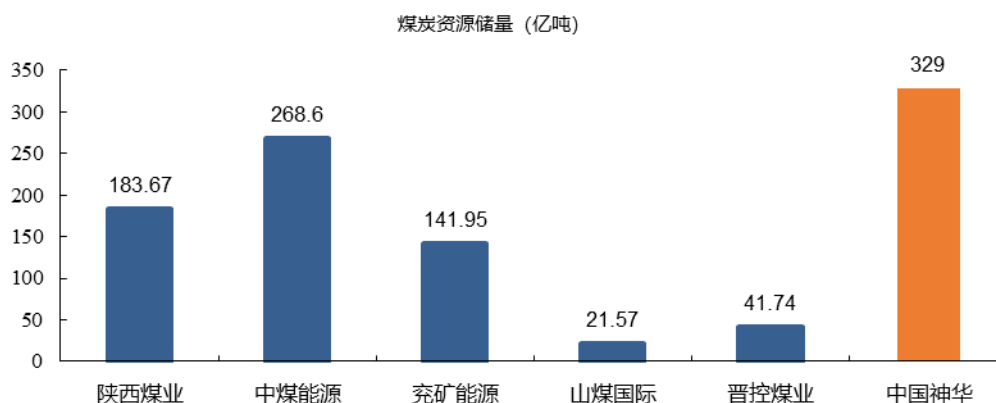
表2: 中国神华煤炭储量丰富

矿区	保有资源量 (中国标准 亿吨)	保有可采储量 (中国标准 亿吨)	可信储量 (中国标准 亿吨)	证实储量 (中国标准 亿吨)	煤炭可售储量 (JORC标准 亿吨)
神东矿区	151.6	85.7	40.2	17.5	65.5
准格尔矿区	36.5	29	7.3	12.2	21.3
胜利矿区	19.4	13.1	5.2	0.2	2.4

矿区	保有资源量（中国标准 亿吨）	保有可采储量（中国标准 亿吨）	可信储量（中国标准 亿吨）	证实储量（中国标准 亿吨）	煤炭可售储量（JORC标准 亿吨）
宝日希勒矿区	13.1	10.8	5.8	1.8	8.6
包头矿区	0.4	0.3	0	0.1	0.2
新街矿区	108	-	-	-	-
合计	329	138.9	58.5	31.8	98

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图9：中国神华煤炭储量高于同业公司



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. 业务板块梳理：煤炭为主体，电力新能源运输业协同发展

2.1 煤炭业务：煤矿产能优越，构建自产煤成本护城河

2022 年公司发布公告，神山露天煤矿、黄玉川煤矿、青龙寺煤矿生产能力共核增 460 万吨/年。截至 2022 年末，中国神华煤矿核定产能 300.31 百万吨/年。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 151.6 亿吨，核定产能 178.21 百万吨/年。

表3：中国神华煤矿核定产能优越

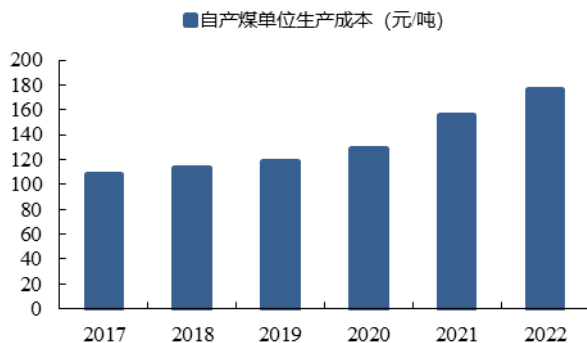
矿区	煤矿名称	核定产能（百万吨/年）	权益占比
神东矿区	榆家梁	7	100%
	柳塔	3	100%
	神山露天	1.2	100%
	寸草塔一矿	2.4	100%
	寸草塔二矿	2.7	100%
	哈拉沟	13.44	100%
	乌兰木伦	4	100%
	柳塔井-活鸡兔	27.27	100%

	补连塔	28	100%
	上湾	16	100%
	青龙寺	4	50%
	布尔台	20	100%
	李家壕	6	100%
	锦界	15.12	100%
	万利一矿	10	100%
	石圪台	10.08	100%
	郭家湾	8	50%
神东合计		178.21	/
包头矿区	水泉露天煤矿	1.2	100%
	阿刀亥	0.9	100%
准格尔矿区	黑岱沟	34	58%
	哈尔乌素露天煤矿	35	100%
	黄玉川煤矿	13	51%
	保德(康家滩)	5	100%
宝日希勒	宝日希勒露天矿	5	57%
胜利矿区	胜利一号露天矿	28	63%
总体合计		300.31	/

资料来源: 雪球, 东兴证券研究所

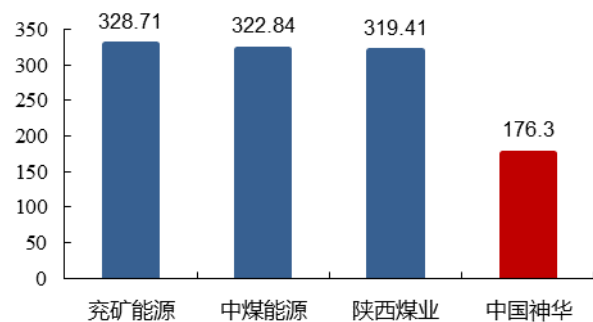
自产煤单位成本具有明显相对优势。目前公司在产煤矿主要是井工矿和露天矿, 其中黑岱沟露天煤矿和哈尔乌素露天煤矿位于准格尔旗境内, 是亚洲最大的露天煤矿矿区。高比例露天矿和煤炭开采的规模效应使得公司具有一定的成本优势。近5年内, 公司自产煤单位成本基本维持在200元/吨以内, 2022年实现自产煤吨煤成本176.3元/吨, 相较2021年上涨13.4%, 其主要由于材料费、电费、员工工资以及其他费用增长所致, 但综合来看, 自产煤单位成本仍然处于较低水平。与行业其他主要竞争者(中煤能源、兖矿能源、陕西煤业)对比, 中国神华自产煤单位成本具有明显相对优势。

图10: 中国神华自产煤单位生产成本处于较低水平



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

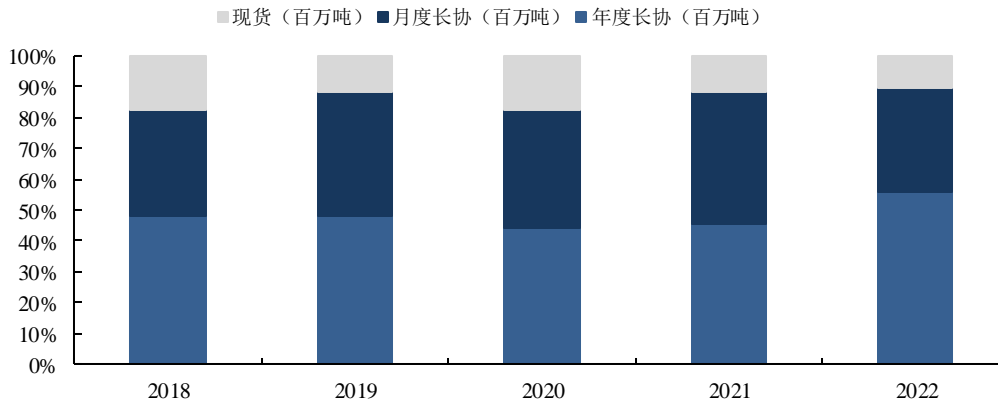
图11: 中国神华自产煤单位成本具有明显相对优势



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

长协定价机制稳定煤炭售价。自 2017 年以来，公司建立了煤炭中长期合同制度和“基础价+浮动价”的定价机制，执行年度长协、月度长协及现货三种定价机制，近五年公司长协煤销售量达到总煤炭销售量的 80%左右。2022 年公司年度长协销售量达到 221.5 百万吨，月度长协销售量 133.5 百万吨，占 2022 年总煤炭销售量的 85%。高比例长协降低了公司受煤炭现货价格波动的影响，增加了公司经营的稳定性。

图12：中国神华按合同定价机制分类的煤炭销售量



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2.2 发电业务：煤电联营抗周期

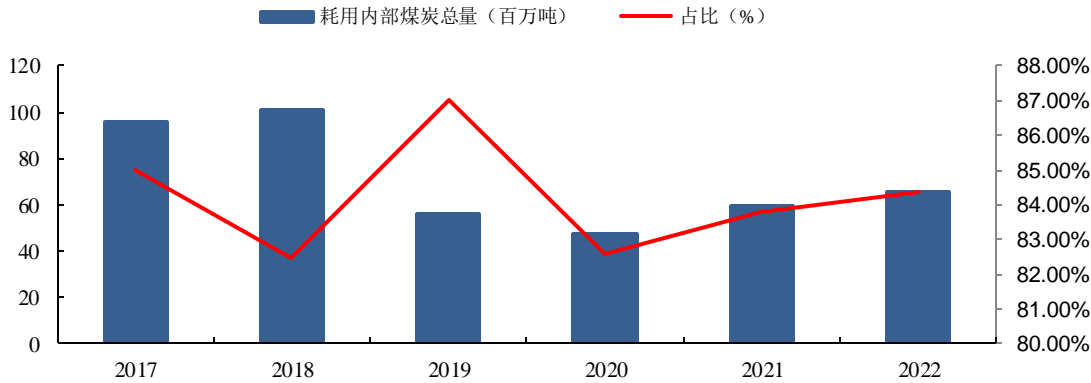
“煤电联营”一体化经营模式稳定公司业绩。公司发电方式以燃煤发电为主，达到公司总发电量的 95%以上。2022 年公司发电总装机容量为 40,301 兆瓦，其中，燃煤发电机组总装机容量 39,164 兆瓦，占全社会火电发电装机容量 13.3 亿千瓦的 2.9%。燃煤发电所需煤炭大部分来自于公司内部，中国神华煤炭耗用量占发电分部耗煤总量的 80%以上，充分发挥一体化运营优势，保障电厂燃煤供应，平抑公司业绩周期性波动。

表4：公司不同发电方式装机容量

	燃煤发电	风电	水电	燃气发电	光伏发电	合计
2017	55984	16	125	1730	/	57855
2018	59994	/	125	1730	/	61849
2019	29954	/	125	950	/	31029
2020	31204	/	125	950	/	32279
2021	36824	/	125	950	/	37899
2022	39164	/	125	950	62	40301

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图13：公司发电分部内部耗煤量达到 80%以上



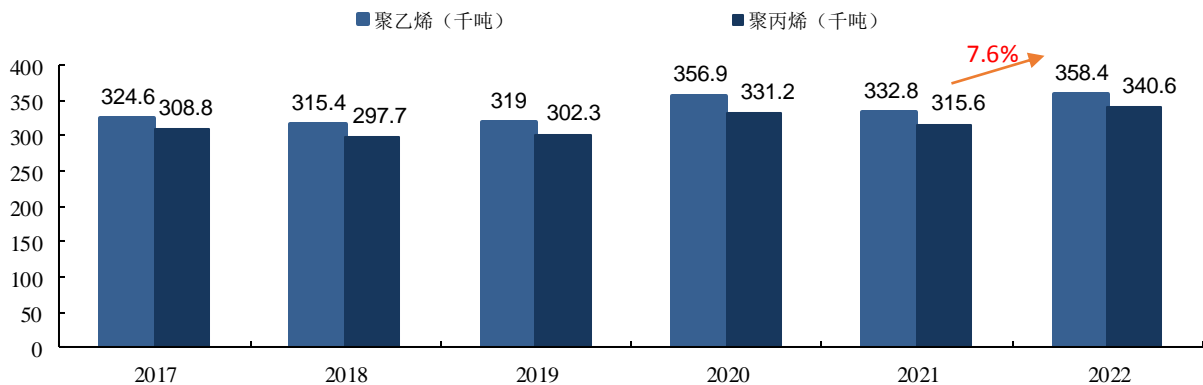
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

独特的特许经营模式使得中国神华发电业务经营业绩具备高确定性和强稳定性。中国神华采用获取特许经营权的方式，与地方政府或政府授权的国有企业签订发电项目相关的特许经营协议。根据特许经营协议兴建发电厂，之后一般在 25 至 30 年的特许经营期内运营。在特许经营权期满后，公司需要将有关的发电厂无偿或以极低对价移交至各地方政府或政府授权的国有企业。在运营期间，公司可以收取上网电费。若在公司提供经营服务的收费低于某一限定金额的情况下，合同授予方按照合同规定负责将有关差价补偿给公司。特许经营模式有效保障了公司发电业务经营效益，有利于公司经营的稳定性。

2.3 煤化工业务：收入稳定，产品结构灵活调整

公司煤化工业务为包头煤化工的煤制烯烃一期项目，主要产品包括聚乙烯、聚丙烯及少量副产品（包括工业硫磺、混合碳五、工业丙烷、混合碳四、工业用甲醇、精甲醇等）。新项目为包头煤制烯烃二期项目，位于内蒙古包头市九原工业园区，项目总投资约 1715080.61 万元，扩建后，煤制烯烃产品产能由现有 60 万吨/年增加到 130 万吨/年。公司积极应对原料价格上涨，及时调整聚烯烃产品结构，增加精甲醇、纤维料等高附加值产品产量，实现经济效益最大化。2022 年，聚烯烃产品产量 693.7 千吨，同比增长 7.6%。

图14：公司聚乙烯、聚丙烯产品销售情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2.4 运输业务：自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分，港航联合完善销售链条

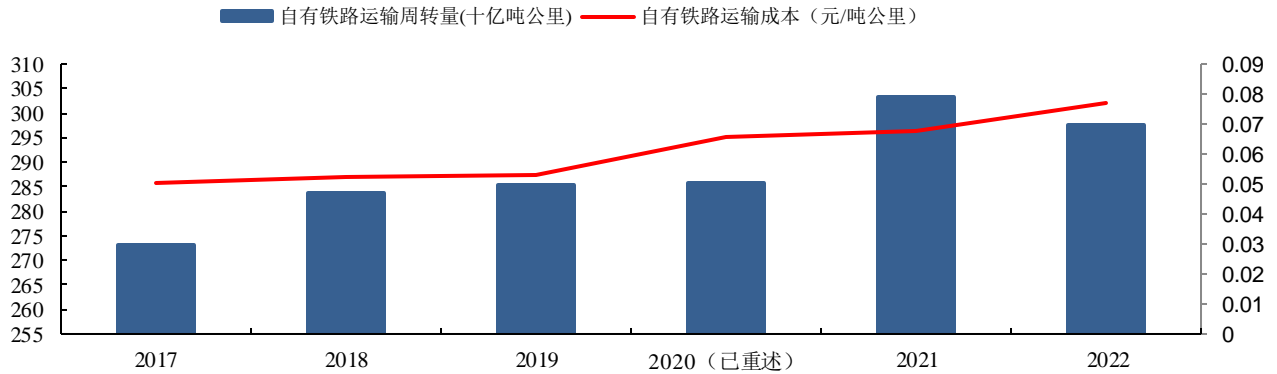
中国神华精心组织铁路运输，保持运输通道高效畅通，保障煤炭运输安全。公司积极推动大物流业务发展，加强技术创新和智慧运输赋能。公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络、“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达 2,408 公里。自有铁路运输成本低、距离短，使得自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分。陕蒙地区通过大准、准池、朔黄等公司自有铁路实现下水的煤炭，相较于经由大秦铁路在秦皇岛港下水的煤炭，具备运距短的竞争优势。

图15：自有铁路降低公司煤炭运输距离



资料来源：公司年报，高德地图，东兴证券研究所

2022 全年自有铁路运输周转量 297.6 十亿吨公里，同比减少 1.9%，全年铁矿、锰矿、化工品等非煤货物运量 19.6 百万吨，其中反向运输货物量 12.1 百万吨。自营铁路不仅为公司煤炭业务的运输和销售提供了坚实的后盾，还为公司创造额外营收。2022 年铁路分部对外交易收入 13,423 百万元，占铁路分部总收入的 31.8%。公司自有运输网络展现出明显的运输成本优势。近五年来公司吨煤运输成本在 0.08 元/吨公里以下，成本维持低位。

图16：公司自有铁路运输周转量及运输成本在 0.08 元/吨公里以下


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

港口分部持续提升港口作业效率，确保煤炭装船平稳高效。目前神华有三个港口，黄骅港、天津神华南疆煤码头和珠海煤码头，其中黄骅港煤炭下水量连续四年位居全国首位。2022 年自由港口下水煤量为 191.6 百万吨。公司稳步推进港口大物流业务发展，港口分部全年完成原油、化肥等非煤货物运量 7.7 百万吨。与此同时黄骅港 3 号、4 号通用散杂货码头顺利投用。

中国神华持续做好船舶安全管理监督，全力保障煤炭运输需求。公司充分利用自有船舶运货返程空载运力，提高公司船舶使用效率，积极挖掘市场货源，增加公司营业收入。2022 年，完成航运货运量 136.3 百万吨，同比增长 12.5%；完成航运周转量 133.6 十亿吨海里，同比增长 19.2%。兼具自营港口及航运，与铁路形成路港航全方位煤炭运输网络。

表5：港口下水煤结算量

	2022 (百万吨)
黄骅港	150.8
天津煤码头	40.7
珠海煤码头	0.1
自有港口合计	191.6

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表6：航运货运量

	2022 (百万吨)	2021 (百万吨)
集团内部客户	84.5	88.8
外部客户	51.8	32.4
航运货运量合计	136.3	121.2

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2.5 新能源产业：新能源项目开发和投资产业基金上双力齐发

截至 2022 年 12 月 30 日，中国神华已投产新能源项目共 35 个，其中在建项目 28 个，新能源发电量共 71.1 万千瓦。此外，公司出资 60 亿元参与设立国能新能源产业投资基金、国能绿色低碳发展投资基金，已陆续在山西、江浙、两湖等地投资风电、光伏项目。

3. 公司现金流充沛、分红稳定，在“中特估”加持下，投资价值有望提升。

3.1 业绩稳定，现金流充沛有保障

多因素促进煤炭价格大幅上升。随着煤炭供给侧改革不断深入，煤炭价格大幅上涨。而疫情后需求爆发、极端天气、地缘冲突以及能源替代和联动等多重因素扰动下，共同导致了全球煤炭价格大幅上涨。

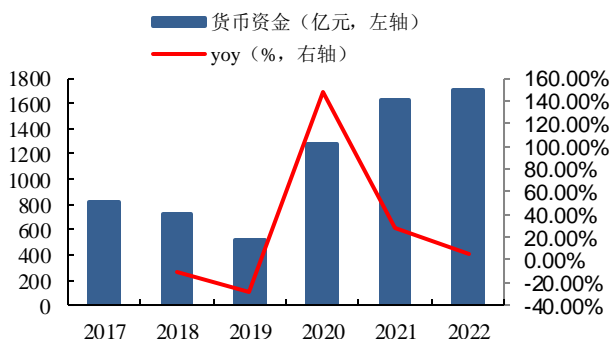
图17：2017-2023年5月动力煤煤价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

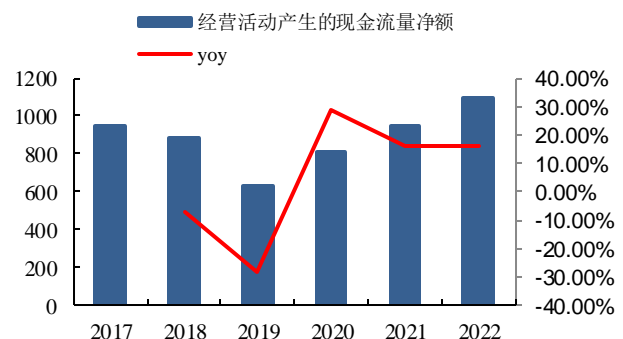
煤价上涨有力改善公司经营状况，公司货币资金和经营现金流充沛。在货币资金方面，截至 2022 年，公司货币资金高达 1705.03 亿元，同比增长 4.68%，主要原因是经营活动现金净流入增加。2022 年，公司经营现金流净额为 1097.34 亿元，同比增长 16.03%。公司资产负债率一直处于较低水平，低于行业平均，经营安全性强。

图18：公司货币资金充足



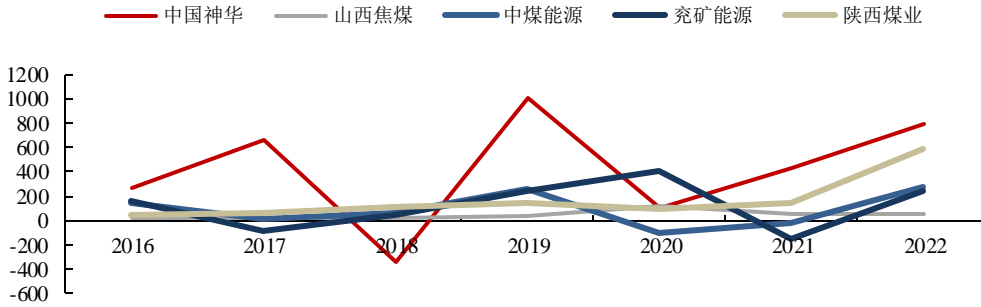
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：公司经营性现金流充足



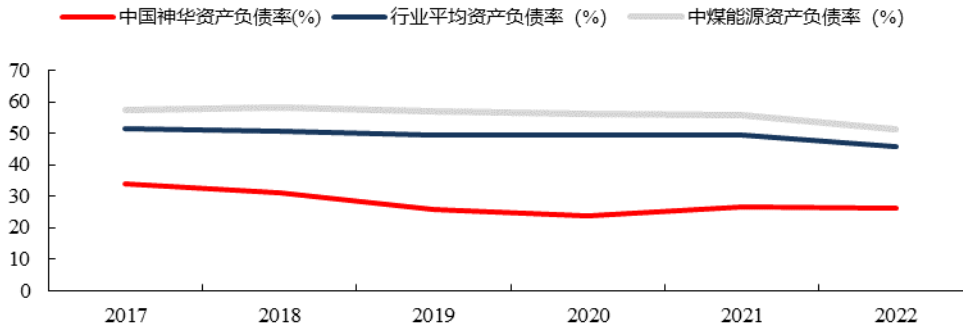
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20: 中国神华企业自有现金流量充沛



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图21: 公司资产负债率低于行业平均值

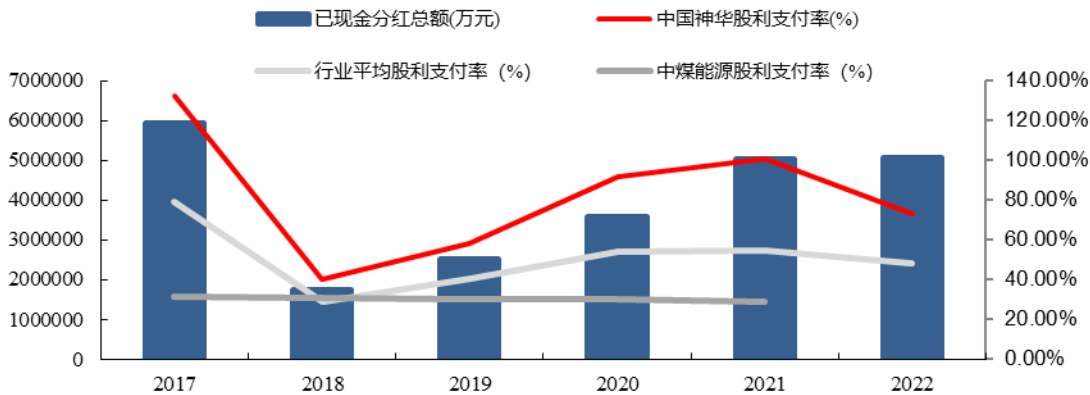


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

3.2 分红长期稳定高位, 居行业前列

2022 年公司股利支付率为 72.77%, 高于行业平均水平。近五年来公司股利分红一直高于行业平均。2022 年公司已现金分红总额 506.6 亿元, 股利支付率远超行业平均值。较低的资产负债率和高额现金流可以持续支持公司高分红计划。

图22：公司股利支付率高于同业公司



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们认为，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。煤炭以长协煤业务为主，和铁路板块均业绩稳健，盈利能力有保障，抗风险能力强。电力板块受装机不断增长，同时公司在售电业务加速发展，盈利有望显著改善。预计公司23~25年归母净利润有望达**630/633/651**亿元，对应EPS为**3.17/3.18/3.28**元，并且公司作为ESG水平领先的国内煤电一体化能源央企，有望享受中国特色估值溢价，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	208310.00	211050.00	271228.50	332788.13	397083.06	营业收入	335216.00	344533.00	350458.79	357007.12	370622.27
货币资金	162886.00	170503.00	223522.86	284055.02	346420.21	营业成本	224452.00	210059.00	223229.66	229386.65	239173.92
应收账款	13983.00	12602.00	15034.8	15315.77	15899.86	营业税金及附加	16502.00	19972.00	15971.34	16269.77	16890.25
预付款项	7893.00	6809.00	7275.91	7411.86	7694.52	销售费用	581.00	410.00	687.77	677.17	680.49
其他应收款	2307.00	2377.00	3320.18	3382.22	3511.21	管理费用	9119.00	9930.00	17966.09	17357.41	17230.13
存货	12633.00	12096.00	15297.1	15719.03	16389.71	研发费用	2499.00	3722.00	2345.49	2567.04	2784.02
其他流动资产	8608.00	6663.00	6777.60	6904.24	7167.55	财务费用	88.00	877.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	398742.00	410651.00	361673.03	312119.03	263798.49	资产减值损失	-1292.00	-3372.00	-2196.78	-2207.62	-2682.97
长期股权投资	47644.00	49650.00	50998.0	52346.00	53694.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	239736.00	250057.00	213982.20	177331.36	140104.49	投资净收益	-885.00	2420.00	1571.00	1571.00	1571.00
无形资产	50908.00	52589.00	43824.1	35059.33	26294.50	加：其他收益	551.00	603.00	510.67	510.67	510.67
其他非流动资产	30149.00	32675.00	32675.0	32675.00	32675.00	营业利润	78242.00	98138.00	88766.08	89215.84	91792.38
资产总计	607052.00	621701.00	632901.54	644907.16	660881.55	营业外收入	380.00	443.00	420.67	420.67	420.67
流动负债合计	91748.00	98404.00	101666.26	104227.90	108390.73	营业外支出	1247.00	2334.00	1616.00	1616.00	1616.00
短期借款	4248.00	5216.00	5216.00	5216.00	5216.00	利润总额	77375.00	96247.00	87570.74	88020.51	90597.05
应付账款	35216.00	38972.00	40991.0	42121.60	43918.81	所得税	18016.00	14592.00	18394.67	18489.15	19030.37
其他流动负债	52284.00	54216.00	55459.2	56890.30	59255.92	净利润	59359.00	81655.00	69176.07	69531.36	71566.68
非流动负债合计	69628.00	64052.00	48051.3	33433.35	20478.64	少数股东损益	9090.00	12029.00	6225.85	6257.82	6441.00
长期借款	53875.00	43336.00	27335.3	12717.35	-237.36	归属母公司净利润	50269.00	69626.00	62950.22	63273.53	65125.68
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
其他非流动负债	15753.00	20716.00	20716.0	20716.00	20716.00		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	161376.00	162456.00	149717.56	137661.25	128869.37	成长能力					
少数股东权益	68801.00	65391.00	71616.8	77874.67	84315.67	营业收入增长	43.71%	2.78%	1.72%	1.87%	3.81%
实收资本（或股本）	19869.00	19869.00	19869.0	19869.00	19869.00	营业利润增长	23.24%	25.43%	-9.55%	0.51%	2.89%
资本公积	74667.00	68014.00	68014.0	68014.00	68014.00	归属于母公司净利润增长	28.34%	38.51%	-9.59%	0.51%	2.93%
留存收益	282339.00	305971.00	323684.13	341488.24	359813.51	获利能力					
归属母公司股东权益合计	376875.00	393854.00	411567.13	429371.24	447696.51	毛利率(%)	33.04%	39.03%	36.30%	35.75%	35.47%
负债和所有者权益	607052.00	621701.00	632901.54	644907.16	660881.55	净利率(%)	17.71%	23.70%	19.74%	19.48%	19.31%
现金流量表						营业利润率(%)	23.34%	28.48%	25.33%	24.99%	24.77%
						ROE(%)	13.34%	17.68%	15.30%	14.74%	14.55%
经营活动现金流	94575.00	109734.00	114038.35	120400.23	121901.02	偿债能力					
税后经营利润	59359.00	81655.00	68293.4	68648.72	70684.05	资产负债率(%)	26.58%	26.13%	23.66%	21.35%	19.50%
折旧摊销	20781.00	22874.00	50325.9	50902.00	49668.54	流动比率	2.27	2.14	2.67	3.19	3.66
财务费用	88.00	877.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.95	1.88	2.38	2.90	3.38
营运资金变动	8054.00	-1012.00	-3896.3	1534.17	2233.09	营运能力					
其他经营现金流	5408.00	7760.00	886.33	886.33	886.33	总资产周转率	0.55	0.55	0.55	0.55	0.56
投资活动现金流	-6844.00	-56585.00	219.30	219.30	219.30	应收账款周转率	31.52	30.04	30.47	30.47	30.47
资本支出	17836.00	23721.00	0.00	-0.00	0.00	应付账款周转率	6.64	5.55	5.65	5.65	5.65
长期投资	-736.00	-519.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他投资现金流	11728.00	-32345.00	219.30	219.30	219.30	每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.17	3.18	3.28
筹资活动现金流	-43731.00	-78734.00	-61237.00	-60087.3	-59755.1	每股股利(最新摊薄)	2.11	2.12	2.28	2.29	2.36
短期借款增加	-795.00	968.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	20.71	21.61	22.53
长期借款增加	-223.00	-10539.00	-16000.00	-14617.9	-12954.7	估值比率					
普通股增加	-21.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	11.05	7.98	8.82	8.78	8.53
资本公积增加	-98.00	-6653.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.47	1.41	1.35	1.29	1.24
现金净增加额	43826.00	-25248.00	53019.86	60532.16	62365.19	EV/EBITDA	4.50	4.37	3.40	2.88	2.37

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略深度报告	煤炭行业报告：低估值煤炭板块，在“中特估”加持下，有望充分受益	2023-07-06
行业普通报告	煤炭行业报告：季节性需求高峰将至，煤价反弹仍旧可期	2023-07-04
行业普通报告	煤炭行业：煤价走弱，呈现供强需弱格局，反弹仍旧可期	2023-05-30
行业普通报告	煤炭行业报告：海内外煤价环比有所下跌，产业链下游增产继续保持	2023-04-27
行业普通报告	煤炭行业报告：需求淡季下，经济复苏推动煤炭产业链下游需求超预期，炼焦煤表现更好	2023-03-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，6年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

研究助理简介

莫文娟

能源行业研究助理，博士，2019-2020年美国康奈尔大学访问学者，从事生物质能源工作。2022年加入东兴证券，主要覆盖能源开采与转型、有色金属、碳中和等领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526