

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 煤炭+电力板块经营持续稳健，所得税费用同比高增影响利润

2023年8月27日

**事件:** 2023年8月25日，中国神华发布半年度报告，2023年上半年，公司实现营业收入1694.42亿元，同比上升2.33%，实现归母净利润332.79亿元，同比下降19.15%；扣非后净利润329.7亿元，同比下降18.65%。经营活动产生现金流量463.49亿元，同比下降20.59%；基本每股收益1.68元/股，同比下降18.84%。资产负债率为31.78%，同比上升0.22pct，较2022年年末上升5.65pct。由于2022年上半年公司享受15%优惠税率，所得税费用的同期基数较低，今年上半年所得税费用同比增加30.55亿元(+47.56%)，对归母净利润产生一定影响。

2023年第二季度，公司单季度营业收入824亿元，同比上升0.89%，环比一季度下降5.33%；单季度归母净利润146.67亿元，同比下降33.89%，环比一季度下降21.20%；单季度扣非后净利润144.41亿元，同比下降34.04%，环比一季度下降22.06%。

### 点评:

#### ➤ 煤炭板块：销量微增价格下降，导致上半年利润总额同比下降16.6%

2023H公司实现煤炭产量1.6亿吨，同比增长2%，煤炭销量2.179亿吨，同比提升3.7%，主要由于外购煤量同比提高17%。从销售结构来看，上半年年度长协、月度长协、现货销售占比为57%、29.2%、8.3%，公司积极落实稳产保供政策，年度长协占比同比提高7.3个pct，较去年全年提高4%。从销售价格来看，上半年公司年度长协价格500元/吨，同比下降2.5%；月度长协价格821元/吨，同比上升1.6%，煤炭平均售价601元/吨，同比下降5.1%。成本端看，上半年自产煤单吨成本为188元/吨，同比增长13.9%，主要由于露天矿剥采比提高带来材料费等上涨(+9.9%)、安全生产费等项目成本增长(+23.2%)。煤炭板块价格下降叠加成本上涨，利润空间收窄，上半年公司实现营业收入1352.44亿元，同比下降0.7%、实现利润总额317.93亿元，同比下降16.6%，毛利率下降4.5个pct至31.8%。

#### ➤ 电力板块：高温天气叠加新增装机，带动煤电电量及电价齐涨

2023H公司实现总发电量1002亿千瓦时，同比增加18.2%，总售电量942.6亿千瓦时，同比增加18.4%，发电量及售电量齐增主要由于二季度高温天气持续叠加水电出力欠佳，使得火电发电量增长，且公司新投运机组也贡献增量。上半年，燃煤发电的平均利用小时数2509小时，同比提高13%，燃煤电价也提升至416元/兆瓦时，同比提高1.7%，平均售电成本367.7元/兆瓦时，同比下降3.4%。截止上半年发电装机容量为40353兆瓦，增量来自新增光伏发电装机容量52兆瓦。燃煤电量及电价齐增带动电力板块营业收入达到441.9亿元，同比增长18.9%，实现利润总额58亿元，同比提高47%，毛利率提高2.6个pct。

#### ➤ 运输与煤化工板块：成本涨幅较大导致各业务板块利润不同程度下降

2023H公司铁路分部营业收入实现5.3%增长，但由于检修及人工成本等

费用增长拉动成本上涨 21.8%，导致利润总额同比下降 15%；港口分部营业收入同比小幅上涨 1.5%，而由于折旧摊销、人工成本等成本费用有所增长，使利润总额同比下降 9.6%；航运分部由于平均海运价格下降，营业收入下降 14.9%，利润总额水平下降 73.3%；煤化工分部由于聚烯烃产品销售量及平均销售价格下降，营业收入同比下降 12.4%，利润总额同比下降 93.5%。

- **集团资产注入工作持续推进，有望助力公司外延式增长。**2023 年 6 月公司发布公告，计划收购国家能源集团全资控股的大雁矿业与杭锦能源，其中大雁矿业下属雁南矿和扎尼河露天矿，产能 1070 万吨/年，截至 2022 年，两处煤矿可采储量 4.1 亿吨，当年完成商品煤产量约 870 万吨；杭锦能源下属塔然高勒煤矿，在建产能 1000 万吨，截至 2022 年，该煤矿可采储量 9.2 亿吨。伴随资产注入及在建矿井逐步投产，公司煤炭业务有望迎来产量外延增长，贡献稳定业绩。此外大雁矿业还有三处探矿权（伊敏河东区后备井、伊敏河东区二井、伊敏河东区外围），有望作为公司中长期煤炭板块可持续发展的后备资源。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为伴随经济刺激政策带来需求边际好转，煤炭价格中枢有望保持中高位；同时全社会用电量持续高增，公司电量电价齐涨趋势有望延续，支撑盈利能力稳定提高。公司高长协比例及一体化运营使得经营业绩具有较高确定性，叠加高现金、高分红属性，未来投资价值有望更加凸显。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 605.99/632.14/649.33 亿元，EPS 为 3.05/3.18/3.27 元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	335,640	344,533	329,433	346,187	356,660
同比(%)	43.9%	2.6%	-4.4%	5.1%	3.0%
归属母公司净利润	50,084	69,626	60,599	63,214	64,933
同比(%)	27.9%	39.0%	-13.0%	4.3%	2.7%
毛利率(%)	32.9%	39.0%	36.8%	36.2%	35.7%
ROE(%)	13.3%	17.7%	14.9%	15.1%	15.0%
EPS (摊薄)(元)	2.52	3.50	3.05	3.18	3.27
P/E	11.06	7.96	9.14	8.77	8.53
P/B	1.47	1.41	1.36	1.32	1.28
EV/EBITDA	3.47	3.54	3.81	3.50	3.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表						利润表						
		单位: 百万元						单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	208,310	211,050	213,859	218,983	222,265	营业总收入	335,640	344,533	329,433	346,187	356,660	
货币资金	162,886	170,503	168,244	182,192	173,035	营业成本	225,101	210,059	208,164	220,920	229,504	
应收票据	3,349	1,132	5,771	661	5,586	营业税金及附加	16,502	19,972	16,142	16,617	17,120	
应收账款	10,258	10,968	8,070	10,766	9,773	销售费用	581	410	494	519	535	
预付账款	7,893	6,809	6,755	7,359	7,511	管理费用	9,119	9,930	8,895	9,347	9,273	
存货	12,633	12,096	15,514	11,226	17,186	研发费用	2,499	3,722	3,559	3,740	3,853	
其他	11,291	9,542	9,505	6,778	9,175	财务费用	88	877	-334	-497	-905	
非流动资产	398,517	410,651	423,463	444,744	464,708	减值损失合计	-1,292	-3,372	-2,500	-1,800	-1,000	
长期股权投资	47,644	49,650	48,650	47,650	46,650	投资净收益	-885	2,420	2,314	2,432	2,497	
固定资产(合计)	237,801	248,381	257,114	275,717	294,736	其他	-1,556	-473	-157	-70	-89	
无形资产	50,908	52,589	60,328	69,667	78,772	营业利润	78,017	98,138	92,170	96,102	98,687	
其他	62,164	60,031	57,371	51,710	44,550	营业外收支	-867	-1,891	-1,057	-1,057	-1,057	
资产总计	606,827	621,701	637,322	663,726	686,974	利润总额	77,150	96,247	91,113	95,045	97,630	
流动负债	91,748	98,404	95,416	102,270	105,325	所得税	18,016	14,592	20,045	20,910	21,479	
短期借款	4,248	5,216	5,303	5,389	5,381	净利润	59,134	81,655	71,068	74,135	76,152	
应付票据	1,426	1,101	1,350	1,270	1,445	少数股东损益	9,050	12,029	10,469	10,921	11,218	
应付账款	33,790	37,871	33,144	37,273	39,308	归属母公司净利润	50,084	69,626	60,599	63,214	64,933	
其他	52,284	54,216	55,620	58,338	59,192	EBITDA	100,883	123,069	115,199	120,401	123,333	
非流动负债	69,628	64,052	60,052	56,039	52,025	EPS(当年)(元)	2.52	3.50	3.05	3.18	3.27	
长期借款	49,193	38,438	34,438	30,425	26,411	<b>现金流量表</b>						
其他	20,435	25,614	25,614	25,614	25,614			单位: 百万元				
负债合计	161,376	162,456	155,468	158,308	157,350			会计年度				
少数股东权益	68,761	65,391	75,860	86,782	98,000			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	376,690	393,854	405,994	418,637	431,623			经营活动现金流				
负债和股东权益	606,827	621,701	637,322	663,726	686,974			94,350	109,734	87,569	115,606	93,211
<b>重要财务指标</b>								净利润				
<b>主要财务指标</b>		单位: 百万元						59,134	81,655	71,068	74,135	76,152
营业总收入	335,640	344,533	329,433	346,187	356,660			折旧摊销				
同比(%)	43.9%	2.6%	-4.4%	5.1%	3.0%			20,781	22,874	21,427	23,758	25,341
归属母公司净利润	50,084	69,626	60,599	63,214	64,933			财务费用				
同比(%)	27.9%	39.0%	-13.0%	4.3%	2.7%			88	849	2,223	2,027	1,828
毛利率(%)	32.9%	39.0%	36.8%	36.2%	35.7%			投资损失				
ROE(%)	13.3%	17.7%	14.9%	15.1%	15.0%			885	-2,420	-2,314	-2,432	-2,497
EPS(摊薄)(元)	2.52	3.50	3.05	3.18	3.27			营运资金变动				
P/E	11.06	7.96	9.14	8.77	8.53			9,955	2,256	-9,142	14,591	-10,376
P/B	1.47	1.41	1.36	1.32	1.28			其它				
EV/EBITDA	3.47	3.54	3.81	3.50	3.46			3,507	4,520	4,307	3,526	2,763
								投资活动现金流				
								-6,619	-56,585	-35,233	-45,133	-44,572
								资本支出				
								-22,730	-27,154	-37,546	-48,065	-47,569
								长期投资				
								-122	-519	500	500	500
								其他				
								16,233	-28,912	1,814	2,432	2,497
								筹资活动现金流				
								-43,731	-78,734	-54,596	-56,525	-57,796
								吸收投资				
								1,129	1,669	20	0	0
								借款				
								22,114	27,653	-3,914	-3,927	-4,022
								支付利息或股息				
								-46,002	-62,310	-50,702	-52,598	-53,774
								现金净增加额				
								43,826	-25,248	-2,259	13,948	-9,157

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。