

动力煤

中国神华（601088.SH）

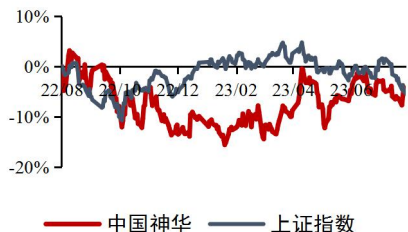
增持-A(维持)

煤、电产销同增，龙头地位继续加强

2023年8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8月25日

收盘价(元)：	27.89
年内最高/最低(元)：	33.35/26.76
流通A股/总股本(亿)：	164.91/198.69
流通A股市值(亿)：	4,599.35
总市值(亿)：	5,541.33

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益：	1.68
摊薄每股收益：	1.68
每股净资产(元)：	22.76
净资产收益率：	8.56

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年半年度报告：公司实现营业收入1694.42亿元，同比+2.3%；实现归母净利润332.79亿元，同比减少-19.2%；扣非后归母净利润为329.70亿元，同比-18.6%；基本每股收益1.675元/股，加权平均净资产收益率8.59%，同比减少2.44个百分点。Q2营收824亿元，同比+0.89%；归母净利润146.67亿元，同比-33.87%。

事件点评

➢ **煤炭业务：产销同增，但售价回调，毛利有所降低。**2023年H1公司商品煤产量为160.7百万吨，同比变化+2.0%，销量实现217.9百万吨，同比变化+3.7%。H1公司煤炭销售年度长协比例57%，同比2022年Q1提升0.3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35.3%下降至29.2%，现货比例由9.7%下降至8.3%。价格方面，年度长协价格平均500元/吨，同比-2.5%；月度长协价格821元/吨，同比+1.6%；现货价格693元/吨，同比-11.2%；坑口直接销售价格347元/吨，同比+7.8%；煤炭平均售价601元/吨，同比-5.1%。H1煤炭业务实现营业收入1352.44亿元，同比-0.7%；营业成本921.83亿元，同比+6.3%，主要由于安全生产费、原材料及外购煤成本增加等原因；H1实现毛利430.61亿元，同比-13.03%；公司煤炭业务毛利率31.8%，同比降低4.5个百分点。

➢ **电力业务：量价齐增，售电成本下降，毛利率提高。**2023H1公司实现发电量100.20十亿千瓦时，同比+18.2%；售电量94.26十亿千瓦时，同比+18.4%，平均售价为418元/兆瓦时，同比+1.5%。H1电力板块营收441.9亿元，同比变化+18.9%；营业成本367.7亿元，同比+15.3%；平均售电成本367.7元/兆瓦时，同比-3.4%。H1电力板块实现毛利74.2亿元，同比变化+40.77%；毛利率16.79%，同比提高2.61个百分点。报告期内公司总装机容量为40301兆瓦，其中燃煤装机39164兆瓦，占比97.18%；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62兆瓦，占比0.15%。燃煤装机仍是主要力量，Q2以后煤电煤价格回调，公司电力板块业绩有望继续改善。

➢ **海运低位，成本上涨，运输板块盈利下降。**H1公司铁路、港口、航运分别实现营业收入221.23亿元/32.87亿元/25.79亿元，同比分别变化+5.3%/+1.5%/-14.9%，分别实现毛利润83.75亿、14.82亿、2.33亿元，同比-13.86%、-7.14%、-56.20%，毛利下降的主要原因分别为成本费用上升、港口装船量的下降和原材料和人工等成本增加以及平均海运价格的下降。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **煤化工业务：售价下降，毛利走低。**H1 公司聚烯烃产品销售量 351.4 千吨，同比-1.9%；聚乙烯平均售价 6456 元/吨，同比-8.6%；聚丙烯售价 5931 元/吨，同比-13.9%；煤化工业务实现营收 30.02 亿元，同比-12.4%，营业成本 27.86 亿元，同比+1.6%，毛利润 1.1 亿元，同比变化-65.1%。毛利率 7.2%，同比下降 12.8 个百分点。主要因为经济复苏延后，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，H1 电力板块毛利增加 21.49 亿元，部分抵消了煤炭板块毛利的下滑。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.37\3.63\3.64 元，对应公司 8 月 24 日收盘价 27.81 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.2\7.7\7.6 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

风险提示

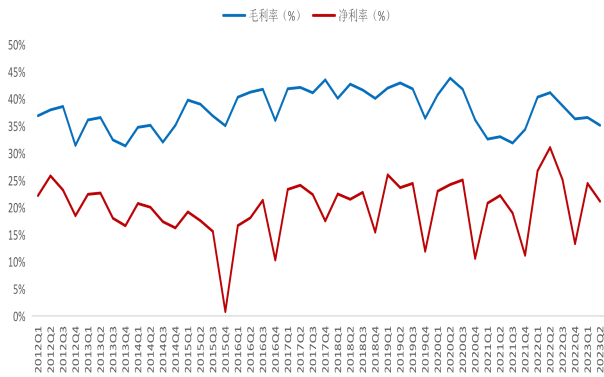
➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

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	348,660	353,067	357,635
YoY(%)	43.7	2.8	1.2	1.3	1.3
净利润(百万元)	50,269	69,626	66,999	72,178	72,345
YoY(%)	28.3	38.5	-3.8	7.7	0.2
毛利率(%)	33.0	39.0	38.6	38.9	39.0
EPS(摊薄/元)	2.53	3.50	3.37	3.63	3.64
ROE(%)	13.3	17.8	16.2	16.7	16.0
P/E(倍)	11.0	7.9	8.2	7.7	7.6
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
净利率(%)	15.0	20.2	19.2	20.4	20.2

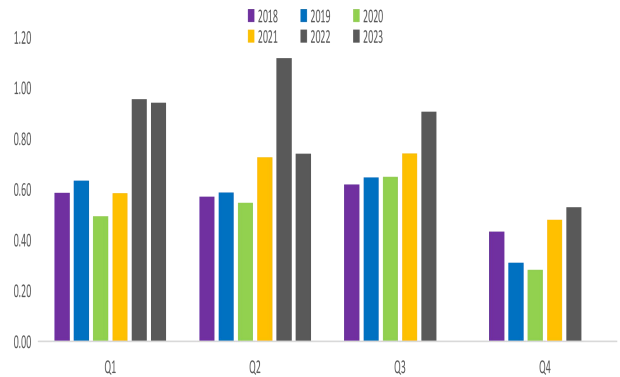
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2012-2023 年公司分季度毛利率和净利率



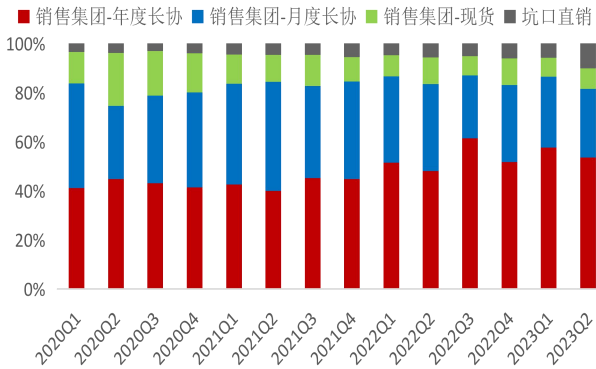
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2023 年公司分季度 EPS（元/股）



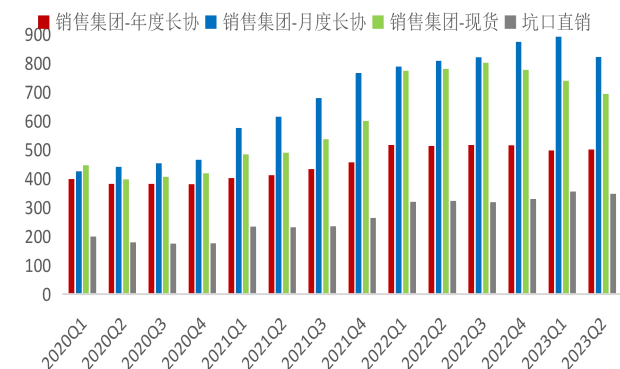
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2020-2023 年分季度不同销售模式销量（百万吨）



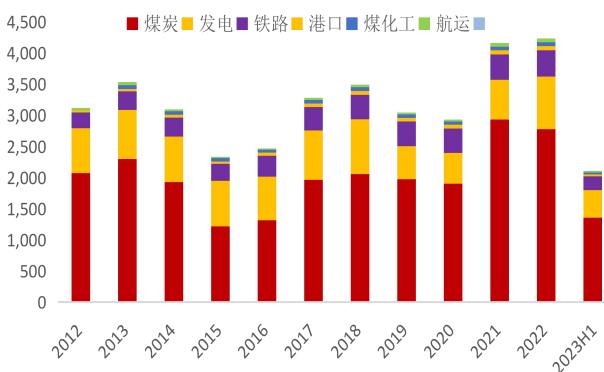
资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2020-2023 年分季度不同销售模式售价（元/吨）



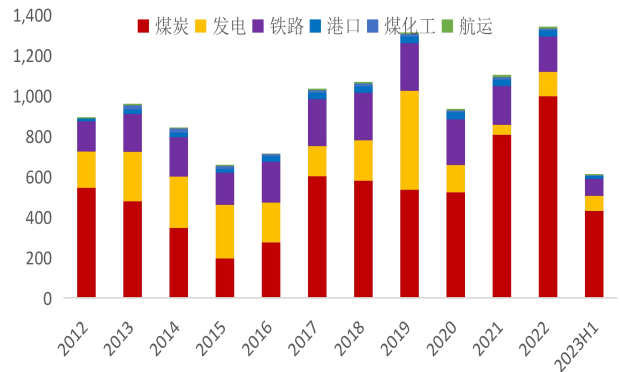
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2012-2023H1 年分板块收入（亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：2012-2023H1 年分板块毛利（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	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
一、国内销售	104.9	103.1	105.9	108.2	4.95%	208	214.1	2.93%
（一）自产煤及采购煤	99.9	99.1	102.1	103.9	4.84%	199	206	3.52%
1、直达	46.5	45.7	50.8	48.6	6.35%	92.2	99.4	7.81%
2、下水	53.4	53.4	51.3	55.3	3.56%	106.8	106.6	-0.19%
（二）国内贸易煤销售	3.6	3.1	2.4	3.1	0.00%	6.7	5.5	-17.91%
（三）进口煤销售	1.4	0.9	1.4	1.2	33.33%	2.3	2.6	13.04%
二、出口销售	0.3	0	0	0	/	0.3	0	/
三、境外销售	0.5	1.3	1.6	2.2	69.23%	1.8	3.8	111.11%
销售量合计	105.7	104.4	107.5	110.4	5.75%	210.1	217.9	3.71%
吨煤售价/成本(不含税)	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
一、国内销售	621	637	615	579	-9.07%	629	597	-5.09%
（一）自产煤及采购煤	611	627	611	577	-7.94%	619	594	-4.04%
1、直达	469	477	463	447	-6.38%	473	455	-3.81%
2、下水	735	757	758	692	-8.53%	746	724	-2.95%
（二）国内贸易煤销售	783	854	631	574	-32.79%	816	599	-26.59%
（三）进口煤销售	876	907	875	743	-18.07%	888	814	-8.33%
二、出口销售	1021	/	/	/	/	1149	/	/
三、境外销售	1188	1015	967	741	-27.02%	1063	836	-21.35%
平均销售价格	624	642	621	582	-9.44%	633	601	-5.06%
自产煤单位生产成本	150	165	169.4	188	13.94%	165	188	13.94%
吨煤综合毛利	228	244	216	179	-26.34%	236	198	-16.14%

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	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
收入	67854	68398	68925	66319	-3.04%	136252	135244	-0.74%
成本	43774	42967	45672	46511	8.25%	86741	92183	6.27%
毛利	24080	25431	23253	19808	-22.11%	49511	43061	-13.03%
毛利率(%)	35.49	37.18	33.74	29.87	-19.67%	36.34	31.84	-12.38%
发电	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
收入	20443	16717	22873	21317	27.52%	37160	44190	18.92%
成本	17169	14720	19183	17587	19.48%	31889	36770	15.31%
毛利	3274	1997	3690	3730	86.78%	5271	7420	40.77%
毛利率(%)	16.02	11.95	16.13	17.50	46.47%	14.18	16.79	18.38%
铁路	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
收入	10342	10670	11109	11014	3.22%	21012	22123	5.29%
成本	5309	5980	7106	6642	11.07%	11289	13748	21.78%
毛利	5033	4690	4003	4372	-6.78%	9723	8375	-13.86%
毛利率(%)	48.67	43.96	36.03	39.69	-9.69%	46.27	37.86	-18.19%



煤炭	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
港口	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
收入	1636	1601	1608	1679	4.87%	3237	3287	1.54%
成本	842	799	914	891	11.51%	1641	1805	9.99%
毛利	794	802	694	788	-1.75%	1596	1482	-7.14%
毛利率(%)	48.53	50.09	43.16	46.93	-6.31%	49.30	45.09	-8.56%
航运	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
收入	1433	1598	1130	1449	-9.32%	3031	2579	-14.91%
成本	1053	1446	1027	1319	-8.78%	2499	2346	-6.12%
毛利	380	152	103	130	-14.47%	532	233	-56.20%
毛利率(%)	26.52	9.51	9.12	8.97	-5.68%	17.55	9.03	-48.53%
煤化工	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
收入	1650	1775	1522	1480	-16.62%	3425	3002	-12.35%
成本	1335	1406	1412	1374	-2.28%	2741	2786	1.64%
毛利	315	369	110	106	-71.27%	684	216	-68.42%
毛利率(%)	19.09	20.79	7.23	7.16	-65.55%	19.97	7.20	-63.97%

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	240553	269176	296043
现金	162886	170503	189193	231351	244068
应收票据及应收账款	13607	12100	17308	11524	16682
预付账款	7893	6809	8069	6997	8264
存货	12633	12096	15917	9982	16757
其他流动资产	11291	9542	10065	9322	10272
非流动资产	398742	410651	421946	411516	399535
长期投资	47644	49650	53879	58108	62337
固定资产	238026	248381	243458	234316	223800
无形资产	50908	52589	60910	60352	59716
其他非流动资产	62164	60031	63700	58740	53682
资产总计	607052	621701	662500	680692	695578
流动负债	91748	98404	109627	113785	114769
短期借款	4248	5216	3468	3762	4347
应付票据及应付账款	35216	38972	32083	37161	35178
其他流动负债	52284	54216	74076	72862	75244
非流动负债	69628	64052	65319	58141	50562
长期借款	52365	41891	35113	27935	20356
其他非流动负债	17263	22161	30206	30206	30206
负债合计	161376	162456	174945	171926	165331
少数股东权益	68801	65391	77235	89850	102566
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	74667	68014	68146	68146	68146
留存收益	271878	290894	294836	299076	303329
归属母公司股东权益	376875	393854	410319	418916	427680
负债和股东权益	607052	621701	662500	680692	695578

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	99850	120400	89590
净利润	59359	81655	78843	84793	85062
折旧摊销	20573	22557	21491	22331	23024
财务费用	88	877	-583	-1102	-2129
投资损失	885	-2420	-2316	-2368	-2342
营运资金变动	8054	-1012	1764	17000	-14151
其他经营现金流	5616	8077	652	-253	127
投资活动现金流	-6844	-56585	-30977	-9279	-8828
筹资活动现金流	-43731	-78734	-50183	-68963	-68044
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.37	3.63	3.64
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	5.52	5.03	6.06	4.51
每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	20.65	21.08	21.52

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	335216	344533	348660	353067	357635
营业成本	224452	210059	214230	215694	218102
营业税金及附加	16502	19972	17902	18659	19331
营业费用	581	410	510	468	498
管理费用	9119	9930	13706	11070	11756
研发费用	2499	3722	2071	2395	2634
财务费用	88	877	-583	-1102	-2129
资产减值损失	-3853	-4709	-4765	-4826	-4888
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-885	2420	2316	2368	2342
营业利润	78242	98138	98953	104016	105480
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	97605	102396	103996
所得税	18016	14592	18762	17604	18935
税后利润	59359	81655	78843	84793	85062
少数股东损益	9090	12029	11844	12615	12717
归属母公司净利润	50269	69626	66999	72178	72345
EBITDA	99218	119327	118949	123664	125135

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	1.2	1.3	1.3
营业利润(%)	23.2	25.4	0.8	5.1	1.4
归属于母公司净利润(%)	28.3	38.5	-3.8	7.7	0.2
获利能力					
毛利率(%)	33.0	39.0	38.6	38.9	39.0
净利率(%)	15.0	20.2	19.2	20.4	20.2
ROE(%)	13.3	17.8	16.2	16.7	16.0
ROIC(%)	13.4	17.9	16.5	17.5	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.6	26.1	26.4	25.3	23.8
流动比率	2.3	2.1	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.9	1.9	1.9	2.2	2.3
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	23.7	24.5	25.4
应付账款周转率	7.0	5.7	6.0	6.2	6.0
估值比率					
P/E	11.0	7.9	8.2	7.7	7.6
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	5.4	4.3	4.3	3.8	3.7

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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

