

中国神华 (601088.SH) 成本&所得税提升拖累业绩，持续高分红价值凸显

2023年08月28日

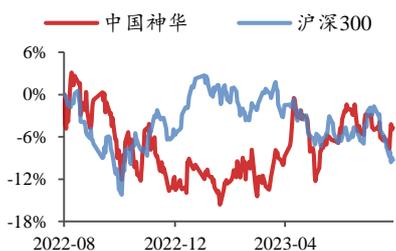
——公司半年报点评报告
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）
汤悦（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790123030035

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q1 业绩稳健，高分红且启动现金收购资产——公司一季报点评报告》-2023.5.1

《全年业绩同比大增，继续高比例分红——公司 2022 年报点评》-2023.3.26

《全年业绩同比大增，高盈利高分红凸显长期投资价值——公司年报预告点评》-2023.1.31

● 成本&所得税提升拖累业绩，持续高分红价值凸显。维持“买入”评级

公司发布半年报，2023H1 实现营业收入 1694.42 亿元，同比+2.33%；实现归母净利润 332.79 亿元，同比-19.15%。单 Q2 来看，公司实现营业收入 824.0 亿元，同比+0.89%，环比-5.3%；实现归母净利润 146.67 亿元，同比-33.87%，环比-21.2%。虽然公司煤炭销售绝大部分以年度长协为主，但仍有少部分煤炭受市场价格下调影响，此外成本端因计提安全生产费等因素有所上行叠加所得税对盈利有所影响。我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 627.3/681.9/704.5 亿元（前值 730.1/746.8/763.0 亿元），同比-9.9%/+8.7%/+3.3%；EPS 为 3.16/3.43/3.55 元，对应当前股价 PE 为 8.8/8.1/7.9 倍。公司高盈利有望持续，且持续高分红，凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

● 本增价减煤炭业务微承压，电力业务量价齐升表现亮眼

煤炭业务价减本增：2023H1 公司实现商品煤产量 1.61 亿吨，同比+2.0%；煤炭销售量 2.18 亿吨，同比+3.7%；自产煤销量 1.59 亿吨，同比-0.4%。煤炭综合平均售价 601 元/吨，同比-5.1%，主因国内贸易煤及境外销售价格下调；自产煤吨煤成本 188 元/吨，同比+13.9%，吨煤成本提升 23 元，主要因为安全生产费等增长（+15 元/吨）、材料费等增长（+2.8 元/吨）、人工成本提升（+6.3 元/吨）和折旧及摊销（+0.4 元/吨）。煤炭业务贡献毛利 430.6 亿元，同比-13%；毛利率 31.8%，同比下降 4.5 个百分点。**电力业务量价齐升：**2023H1 公司实现发电量 1002 亿千瓦时，同比+18.2%；售电量 943 亿千瓦时，同比+18.4%；平均利用小时数 2484 小时，同比+12.2%；售电价 418 元/兆瓦时，同比+1.5%。售电成本 368 元/兆瓦时，同比-3.4%，主因燃煤采购价格下降；电力业务贡献毛利 74.2 亿元，同比+18.9%；毛利率 16.8%，同比上升 2.6 个百分点。

● 一体化运营及高比例长协维持稳定盈利，高分红及启动现金收购

规模有望再度扩张：2023 年 6 月 26 日公司公告现金收购控股股东部分资产工作进展，涉及国家能源集团下属煤矿产能 1070 万吨/年（截至 2022 年底）及在建产能 1000 万吨/年，剩余可采储量超过 13 亿吨，公司规模有望再度提升。**盈利稳定性强：**公司作为国内规模最大的煤企，充分受益于煤炭高景气，下游拓展发电业务能够有效熨平波动，叠加公司煤炭业务长协比例高，有望维持稳定盈利水平。**高比例分红有望持续：**2023 年 7 月公司向全体股东派发现金股利红利 2.55 元/股，对应当天收盘价股息率为 8.8%。若假定 2023 年公司分红比例与 2022 年维持不变，则我们预计 2023 年 8 月 25 日股价对应 2023 年股息率为 8.6%，投资价值仍十分显著。2022 年 9 月 23 日公司公告，2022-2024 年每年现金分配利润不低于当年实现的归母净利润的 60%，2022 年实际分红率高于该值，且 2020-2021 年公司分红率分别为 91.8%和 100.4%，我们认为公司既具有持续性高比例分红的意愿，也具备稳定盈利的能力，长期投资价值显著。

● 风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,640	344,533	332,524	348,145	358,318
YOY(%)	43.9	2.6	-3.5	4.7	2.9
归母净利润(百万元)	50,084	69,626	62,727	68,185	70,451
YOY(%)	27.9	39.0	-9.9	8.7	3.3
毛利率(%)	32.9	39.0	35.8	36.1	36.1
净利率(%)	14.9	20.2	18.9	19.6	19.7
ROE(%)	13.3	17.8	15.3	15.6	15.2
EPS(摊薄/元)	2.52	3.50	3.16	3.43	3.55
P/E(倍)	11.1	8.0	8.8	8.1	7.9
P/B(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	208310	211050	229714	281139	280162
现金	162886	170503	187779	236464	236727
应收票据及应收账款	13607	12100	12415	13317	13107
其他应收款	2307	2377	2653	2332	2939
预付账款	7893	6809	6313	7962	6449
存货	12633	12096	12479	13443	13091
其他流动资产	8984	7165	8075	7620	7847
非流动资产	398517	410793	381557	382026	374443
长期投资	47644	49650	50411	52198	53453
固定资产	237801	248381	225220	224163	216897
无形资产	50908	52589	53133	54449	56219
其他非流动资产	62164	60173	52794	51216	47873
资产总计	606827	621843	611272	663165	654605
流动负债	91748	98404	79789	109503	78978
短期借款	4248	5216	4732	4974	4853
应付票据及应付账款	35216	38972	28337	45850	28411
其他流动负债	52284	54216	46720	58679	45714
非流动负债	69628	64120	49017	41664	31413
长期借款	52365	41891	29271	20676	11047
其他非流动负债	17263	22229	19746	20988	20367
负债合计	161376	162524	128807	151167	110392
少数股东权益	68761	65419	76504	88418	100799
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	74667	68014	68014	68014	68014
留存收益	271693	290940	300708	316913	330773
归属母公司股东权益	376690	393900	405961	423579	443414
负债和股东权益	606827	621843	611272	663165	654605

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94350	109734	72785	123802	71299
净利润	59134	81655	73812	80099	82831
折旧摊销	20573	22557	20766	21520	22714
财务费用	88	877	-1630	-3110	-4056
投资损失	885	-2420	-775	-890	-813
营运资金变动	8054	-1012	-18597	27922	-27736
其他经营现金流	5616	8077	-791	-1739	-1641
投资活动现金流	-6619	-56585	9025	-20501	-14129
资本支出	23638	28684	-5594	18383	14785
长期投资	-736	-519	-761	-1787	-1255
其他投资现金流	17755	-27382	4192	-331	1911
筹资活动现金流	-43731	-78734	-64533	-54617	-56907
短期借款	-795	968	-484	242	-121
长期借款	-1127	-10474	-12620	-8595	-9629
普通股增加	-21	0	0	0	0
资本公积增加	-98	-6653	0	0	0
其他筹资现金流	-41690	-62575	-51429	-46263	-47157
现金净增加额	43826	-25248	17276	48685	263

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	335640	344533	332524	348145	358318
营业成本	225101	210059	213343	222614	229112
营业税金及附加	16502	19972	17812	19415	19588
营业费用	581	410	486	461	499
管理费用	9119	9930	9309	9890	10105
研发费用	2499	3722	3034	3469	3420
财务费用	88	877	-1630	-3110	-4056
资产减值损失	-1292	-3372	0	0	0
其他收益	551	603	577	590	584
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-885	2420	775	890	813
资产处置收益	454	261	358	309	333
营业利润	78017	98138	92794	98384	102808
营业外收入	380	443	412	427	419
营业外支出	1247	2334	1791	2062	1926
利润总额	77150	96247	91415	96749	101301
所得税	18016	14592	17603	16649	18470
净利润	59134	81655	73812	80099	82831
少数股东损益	9050	12029	11085	11915	12380
归属母公司净利润	50084	69626	62727	68185	70451
EBITDA	96550	116770	108382	113117	117835
EPS(元)	2.52	3.50	3.16	3.43	3.55

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	43.9	2.6	-3.5	4.7	2.9
营业利润(%)	22.9	25.8	-5.4	6.0	4.5
归属于母公司净利润(%)	27.9	39.0	-9.9	8.7	3.3
获利能力					
毛利率(%)	32.9	39.0	35.8	36.1	36.1
净利率(%)	14.9	20.2	18.9	19.6	19.7
ROE(%)	13.3	17.8	15.3	15.6	15.2
ROIC(%)	13.0	17.4	15.5	16.3	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	26.6	26.1	21.1	22.8	16.9
净负债比率(%)	-20.5	-23.1	-28.4	-37.9	-37.5
流动比率	2.3	2.1	2.9	2.6	3.5
速动比率	2.0	1.9	2.5	2.3	3.2
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	37.2	32.5	34.8	33.6	34.2
应付账款周转率	7.3	5.9	6.6	6.2	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	3.50	3.16	3.43	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	4.75	5.52	3.66	6.23	3.59
每股净资产(最新摊薄)	18.96	19.83	20.43	21.32	22.32
估值比率					
P/E	11.1	8.0	8.8	8.1	7.9
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.5	4.4	4.6	4.0	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn