

a

# 中国神华（601088）：煤炭成本增长利润降低，电力量价齐升毛利率增长

## ——2023 中报点评

**事件：**中国神华公司发布 2023 年半年报：公司实现营业收入 1694.42 亿元，同比增长 2.3%；实现归母净利润 332.79 亿元，同比减少 19.15%；营业利润为 481.04 亿元，同比减少 11.30%；基本每股收益 1.68 元，同比下降 19.20%。

**煤炭分部：产销齐升，成本增长导致利润有所降低。**2023 年上半年公司煤炭分部实现营业收入 1352.44 亿元，同比减少 0.7%；营业成本为 921.83 亿元，同比增长 6.3%。公司上半年商品煤产量为 160.7 百万吨，同比增长 2.0%，煤炭销售量为 217.9 百万吨，同比增加 3.7%。其中自产煤销量 159.3 百万吨，占销售量合计比例 73.1%。上半年自产煤单位生产成本为 188.0 元/吨，同比增长 13.9%，主要原因是社保缴费政策性增长，按进度计提的员工薪酬增加以及安全生产费、外委剥离费等增长；由于成本增加导致公司煤炭分部毛利率为 31.8%，同比下降 4.5 个百分点；利润总额为 317.93 亿元，同比下降 16.6%。按照合同定价机制来看，2023 年上半年公司年度长协煤销售量为 124.3 百万吨，占销售量合计比例 94.5%，同比增长 3.5%。月度长协煤销售量为 63.7 百万吨，同比下降至 29.2%。现货煤销售量为 18.0 百万吨，销量占比由 9.7% 下降至 8.3%。在销售价格方面，年度长协煤和现货煤销售价格为 500 元/吨和 693 元/吨，分别同比下降 2.5% 和 11.2%；月度长协煤销售价格为 821 元/吨，同比增长 1.6%。

**发电分部：量价齐升，毛利率增长。**2023 年上半年公司实现总发电量 100.2 十亿千瓦时，同比增加 18.2%；售电价为 418 元/兆瓦时，同比增长 1.5%。发电分部实现营收 441.9 亿元，得益于售电量及平均售电价格增长，营业收入同比增加 18.9%；营业成本 367.7 亿元，同比增加 15.3%，主要原因是售电量，燃煤采购成本增加；毛利率 16.8%，同比上升 2.6 个百分点。公司上半年单位售电成本为 367.7 元/兆瓦时，同比下降 3.4%，主要原因是燃煤采购价格下降。

**运输分部及煤化工分部：成本上升导致各业务毛利率均有所下降。**2023 年上半年公司铁路分部实现营收 221.23 亿元，同比增长 5.3%，营业成本为 137.48 亿元，同比增长 21.8%，主要受朔黄、神朔、大准等铁路修理费增长以及人工成本增长的影响；毛利率同比下降 8.4 个百分点。港口分部因为福建能源所属国能（福州）码头发展有限公司及黄骅港务的构筑物及设备增加导致折旧及摊销和人工成本等增长，上半年毛利率下降 4.2 个百分点；由于平均海运价格下降，航运分部毛利率同比下降 8.6 个百分点；由于聚烯烃产品销售量及平均销售价格下降，煤化工分部毛利率为 7.2%，同比下降 12.8 个百分点。

**收购计划启动顺利。**2023 年上半年，公司启动了收购国家能源集团公司所持内蒙古大雁矿业集团有限责任公司 100% 股权和国家能源集团杭锦能源有限

2023 年 8 月 31 日

强烈推荐/维持

中国神华 公司报告

### 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，成立于 2004 年 11 月 8 日，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，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力、煤化工和新能源产业，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

### 发债及交叉持股介绍：

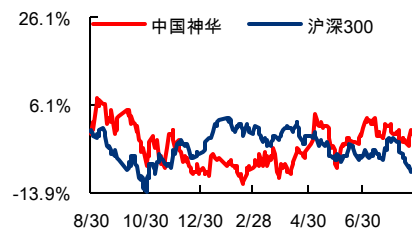
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 交易数据

52 周股价区间（元）	32.88-26.9
总市值（亿元）	5,650.61
流通市值（亿元）	4,690.05
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	0.96

### 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

责任公司 100% 股权，相关工作还在进行中。

**公司盈利预测及投资评级：**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 690/708.06/738.74 亿元，对应 EPS 为 3.47/3.56/3.72 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，维持“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。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216	344,533	348,124	357,451	367,333
增长率(%)	43.7%	2.8%	1.0%	2.7%	2.8%
归母净利润(百万元)	50,269	69,626	69,000	70,806	73,874
增长率(%)	28.3%	38.5%	-0.9%	2.6%	4.3%
净资产收益率(%)	13.3%	17.7%	16.7%	16.4%	16.4%
每股收益(元)	2.53	3.50	3.47	3.56	3.72
PE	11.24	8.12	8.19	7.98	7.65
PB	1.50	1.43	1.37	1.31	1.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究



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		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E			
<b>流动资产合计</b>	208,310	211,050	236,461	267,685	299,728	<b>营业收入</b>	335,216	344,533	348,124	357,451	367,333	<b>营业成本</b>	224,452	210,059	219,638	225,849	230,553			
货币资金	162,886	170,503	184,546	214,357	245,031	营业税金及附加	16,502	19,972	15,694	16,526	17,543	营业费用	581	410	414	425	437			
应收账款	13,983	12,602	14,935	15,335	15,759	管理费用	9,119	9,930	10,034	10,302	10,587	财务费用	88	877	1,345	672	105			
其他应收款	3,415	2,307	2,377	3,298	3,386	研发费用	2,499	3,722	2,796	2,871	2,951	资产减值损失	-3,853	-4,709	-3,938	-4,044	-4,155			
预付账款	7,893	6,809	7,227	7,421	7,626	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资净收益	-885	2,420	1,571	1,571	1,571			
存货	12,633	12,096	15,051	15,477	15,799	加：其他收益	1,005	864	742	742	742	<b>营业利润</b>	78,242	98,138	96,578	99,074	103,315			
其他流动资产	8,608	6,663	11,404	11,709	12,033	<b>营业外收入</b>	380	443	421	421	421	营业外支出	1,247	2,334	1,616	1,616	1,616			
<b>非流动资产合计</b>	398,742	410,651	401,598	394,516	387,670	<b>利润总额</b>	77,375	96,247	95,382	97,879	102,120	所得税	18,016	14,592	14,461	14,839	15,482			
长期股权投资	47,644	49,650	51,521	53,407	55,317	<b>净利润</b>	59,359	81,655	80,921	83,039	86,637	少数股东损益	9,090	12,029	11,921	12,233	12,763			
固定资产	239,736	250,057	238,395	229,125	222,203	归属母公司净利润	50,269	69,626	69,000	70,806	73,874	<b>主要财务比率</b>								
无形资产	50,908	52,589	43,824	35,059	26,295						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
其他非流动资产	30,149	32,675	32,675	32,675	32,675						<b>成长能力</b>									
<b>资产总计</b>	607,052	621,701	638,058	662,201	687,398						营业收入增长	43.7%	2.8%	1.0%	2.7%	2.8%				
<b>流动负债合计</b>	91,748	98,404	94,683	97,349	99,429						营业利润增长	23.2%	25.4%	-1.6%	2.6%	4.3%				
短期借款	4,248	5,216	0	0	0						归属于母公司净利	28.3%	38.5%	-0.9%	2.6%	4.3%				
应付账款	35,216	38,972	40,331	41,472	42,336						<b>获利能力</b>									
其他流动负债	52,284	54,216	54,351	55,877	57,093						毛利率(%)	33.0%	39.0%	36.9%	36.8%	37.2%				
<b>非流动负债合计</b>	69,628	64,052	53,793	44,137	34,774						净利率(%)	17.7%	23.7%	23.2%	23.2%	23.6%				
长期借款	53,875	43,336	33,077	23,421	14,058						营业利润率(%)	8.3%	11.2%	10.8%	10.7%	10.7%				
其他非流动负债	15,753	20,716	20,716	20,716	20,716						ROE(%)	13.3%	17.7%	16.7%	16.4%	16.4%				
<b>负债合计</b>	161,376	162,456	148,476	141,486	134,203						<b>偿债能力</b>									
少数股东权益	68,801	65,391	77,312	89,545	102,308						资产负债率(%)	27%	26%	23%	21%	20%				
实收资本(或股本)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869						流动比率	2.27	2.14	2.50	2.75	3.01				
资本公积	74,667	68,014	68,014	68,014	68,014						速动比率	1.95	1.88	2.14	2.39	2.66				
未分配利润	282,339	305,971	324,388	343,287	363,005						<b>营运能力</b>									
归属母公司股东权益合计	376,875	393,854	412,271	431,170	450,888						总资产周转率	0.55	0.55	0.55	0.54	0.53				
<b>负债和所有者权益</b>	607,052	621,701	638,058	662,201	687,398						应收账款周转	31.52	30.04	30.47	30.47	30.47				
<b>现金流量表</b>						单位：百万元					应付账款周转					6.64	5.55	5.65	5.65	5.65
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						<b>每股指标(元)</b>									
<b>经营活动现金流</b>	94,367	109,417	99,355	113,586	118,460						EPS	2.53	3.50	3.47	3.56	3.72				
净利润	59,359	81,655	79,973	82,091	85,689						BPS	3.71	4.14	3.35	4.18	4.34				
折旧摊销	20,573	22,557	28,594	30,254	32,640						EBIT	18.97	19.82	20.75	21.70	22.69				
财务费用	88	877	1,345	672	105						<b>估值比率</b>									
投资损失	885	-2,420	-1,571	-1,571	-1,571						P/E	11.24	8.12	8.19	7.98	7.65				
营运资金变动	8,054	-1,012	-9,873	1,253	711						P/B	1.50	1.43	1.37	1.31	1.25				
其他经营现金流	5,408	7,760	886	886	886						EV/EBITDA	4.51	4.38	4.18	3.86	3.49				
<b>投资活动现金流</b>	-6,844	-56,585	-17,90	-21,540	-24,161															
资本支出	17,836	23,721	17,670	21,287	23,884															
长期投资	-736	-519	-523	-538	-562															
其他投资现金流	-23,944	-79,787	-35,05	-42,289	-47,483															
<b>筹资活动现金流</b>	-43,731	-78,734	-67,40	-62,235	-63,625															
短期借款增加	-795	968	-5,216	0	0															
长期借款增加	-223	-10,539	-10,25	-9,656	-9,363															
普通股增加	-21	0	0	0	0															
资本公积增加	-98	-6,653	0	0	0															
<b>现金净增加额</b>	43,618	-25,565	14,043	29,811	30,674															

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
公司深度报告	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	2023-07-27
行业普通报告	煤炭行业报告：煤价上涨趋势有望持续，运费走低，进口量增加	2023-07-28
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法律责任。

## 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	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526