

煤炭龙头盈利持续稳健，关注长协上调可能性

2022年10月30日

**分析师：周泰**

执业证号：S0100521110009

电话：021-60876734

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

电话：021-60876734

邮箱：lihang@mszq.com

➤ **事件：**2022年10月28日，公司发布2022年前三季度报告，实现营业收入2504.89亿元，同比增长7.5%；归属于上市公司股东的净利润591.31亿元，同比增长45%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润584.07亿元，同比增长44.6%。

➤ **22Q3 业绩实现同比增长，环比下滑。**22Q3公司实现归属于母公司股东的净利润179.87亿元，同比增长22%，环比下降18.93%。

➤ **22Q3 煤炭业务环比小幅下滑。**2022年前三季度商品煤产量为235.4百万吨，同比增长5%，销售煤炭309.2百万吨，同比下降14.5%，销量下滑主要由于外购煤减少，前三季度外购煤销量为72百万吨，同比下降46%。综合销售价格为629元/吨，同比增长17.1%。自产煤单位生产成本为170.7元/吨，同比增长22.5%。前三季度煤炭业务实现利润总额557.13亿元，同比增长52.5%，毛利率为36.5%，同比上升11.4个百分点。单季度来看，22Q3完成商品煤产量77.8百万吨，同比增长8.4%，环比增长1.3%，实现商品煤销量99.1百万吨，同比下降18%，环比下降5.1%。吨煤销售收入为641.3元/吨，同比增长1.4%，环比下降2.1%。吨煤销售成本为406元/吨，同比下降12.4%，环比下降1.4%。22Q3煤炭业务毛利率为36.7%，同比增长9.98个百分点，环比下降0.48个百分点。22Q3煤炭业务实现利润总额175.76亿元，同比增长15.55%，环比下降9.6%。

➤ **充分受益于电价改革，电力业务盈利好转。**2022年前三季度，公司实现发电量142.37十亿千瓦时，同比增长15.7%；实现总售电量133.77十亿千瓦时，同比增长16%。公司推动落实电价改革政策，积极争取上浮电价，前三季度公司平均售电价格417元/兆瓦时，同比增长24.1%。前三季度公司发电业务实现利润总额74.99亿元，同比增长91%，电力业务毛利率为15.6%，同比增长2.7个百分点。单季度来看，22Q3公司完成发电量57.58十亿千瓦时，同比增长25.2%，环比增长51.4%，完成售电量54.17亿千瓦时，同比增长25.2%，环比增长52.1%。22Q3电力业务利润总额为35.54亿元，同比增长279.7%，环比增长156.8%；毛利率为17.6%，同比提升8.5个百分点，环比增长4.4个百分点。

➤ **煤化工盈利下滑。**2022年前三季度公司聚烯烃产品销售量525.9千吨，同比下降0.8%，其中聚乙烯销量268.5千吨，同比下降0.8%；聚丙烯销量为257.4千吨，同比下降0.8%。前三季度煤化工业务实现利润总额5.2亿元，同比下降45.7%。单季度来看，22Q3公司销售聚乙烯84.8千吨，同比增长5.3%，环比下滑8.7%；销售聚丙烯82.8千吨，同比增长5.3%，环比下降5.8%。22Q3公司煤化工业务实现利润总额0.26亿元，同比下降88%，环比下降90.5%。

推荐**维持评级****当前价格：****29.36元****相关研究**

- 1.中国神华 (601088.SH) 2022年半年报点评：煤电发力，22Q2业绩创新高-2022/08/27
- 2.中国神华 (601088.SH) 2022年半年度业绩预告点评：煤电利润皆向好，22Q2盈利大幅增长-2022/07/14
- 3.中国神华 (601088.SH) 2022年一季报点评：长协提价促业绩大增，持续高分红拉升公司估值-2022/04/28
- 4.中国神华 (601088) 2021年年报点评：业绩股息稳定持续增长，估值提升空间大-2022/03/27
- 5.中国神华业绩预告点评：减值影响业绩释放，经营情况持续向好-2022/01/27

运输业务盈利下滑。2022 年前三季度公司自有铁路运输周转量为 217.7 十亿吨公里，同比下降 1.8%；黄骅港实现煤炭装船量 151.5 百万吨，同比下降 4.4%；天津煤码头实现煤炭装船量 32.3 百万吨，同比下降 6.1%。前三季度公司完成航运货运量 103.1 百万吨，同比增长 13.2%；航运周转量 101.7 十亿吨海里，同比增长 22.7%。受公司外购煤量下滑影响，公司运输业务量下滑，前三季度公司运输业务实现利润总额 137.15 亿元，同比下降 13.2%，毛利率为 40.85%，同比下降 6.27 个百分点。单季度来看，22Q3 公司自有铁路运输周转量为 72.5 十亿吨公里，同比增长 1.3%，环比持平；黄骅港实现煤炭装船量 48.3 百万吨，同比下降 1.6%，环比下降 5.8%；天津煤码头实现煤炭装船量 12 百万吨，同比增长 3.4%，环比增长 13.2%。22Q3 公司完成航运货运量 37.3 百万吨，同比增长 17.3%，环比增长 6.3%；航运周转量 37.3 十亿吨海里，同比增长 24.7%，环比增长 7.8%。22Q3 运输业务实现利润总额 43.59 亿元，同比下降 13.8%，环比下降 1.8%。

投资建议：全国煤炭交易中心数据显示最新一期（10 月 28 日）NCEI 价格指数环比上升 25 元/吨至 799 元/吨，因此预计 11 月长协价格有望上调，利好公司业绩释放。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 760.33 亿元、779.93 亿元、795.91 亿元，对应 EPS 分别为 3.83/3.93/4.01 元/股，对应 2022 年 10 月 28 日的 PE 分别为 8 倍、7 倍、7 倍，同时公司持续高分红，股息率在行业中也处于高位，公司现金价值有望获得重估，估值有望提升，维持“推荐”评级

风险提示：煤炭价格大幅下降，火电需求不及预期，公司在建工程建设慢于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	335216	387661	409441	422058
增长率 (%)	43.7	15.6	5.6	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	50269	76033	77993	79591
增长率 (%)	28.3	51.3	2.6	2.0
每股收益 (元)	2.53	3.83	3.93	4.01
PE	12	8	7	7
PB	1.5	1.4	1.4	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	335216	387661	409441	422058
营业成本	224452	241301	258427	267145
营业税金及附加	16502	22484	23748	24479
销售费用	581	775	819	844
管理费用	9119	10467	11055	11396
研发费用	2499	2326	2457	2532
EBIT	79779	111162	113838	116592
财务费用	88	715	1041	1486
资产减值损失	-1292	-1162	-1228	-1279
投资收益	-885	2907	3071	3165
营业利润	78242	112112	114555	116905
营业外收支	-867	130	130	130
利润总额	77375	112242	114685	117035
所得税	18016	22336	22593	23056
净利润	59359	89906	92092	93979
归属于母公司净利润	50269	76033	77993	79591
EBITDA	100560	132179	136811	141621

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	162886	184293	179502	178690
应收账款及票据	13607	12830	13551	13968
预付款项	7893	8446	9045	9350
存货	12633	12184	13049	13489
其他流动资产	11291	12320	12559	12698
流动资产合计	208310	230073	227706	228196
长期股权投资	47644	50551	53622	56788
固定资产	238026	249901	261062	271189
无形资产	50908	50880	51802	52705
非流动资产合计	398742	419584	437659	454732
资产合计	607052	649657	665366	682928
短期借款	4248	1000	1000	1000
应付账款及票据	35216	36030	38587	39889
其他流动负债	52284	55319	50754	52385
流动负债合计	91748	92348	90341	93274
长期借款	49193	47193	49193	48193
其他长期负债	20435	20529	20485	20434
非流动负债合计	69628	67722	69678	68627
负债合计	161376	160071	160019	161900
股本	19869	19869	19869	19869
少数股东权益	68801	82673	96773	111161
股东权益合计	445676	489586	505347	521027
负债和股东权益合计	607052	649657	665366	682928

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.71	15.65	5.62	3.08
EBIT 增长率	26.09	39.34	2.41	2.42
净利润增长率	28.34	51.25	2.58	2.05
盈利能力 (%)				
毛利率	33.04	37.75	36.88	36.70
净利润率	15.00	19.61	19.05	18.86
总资产收益率 ROA	8.28	11.70	11.72	11.65
净资产收益率 ROE	13.34	18.69	19.09	19.42
偿债能力				
流动比率	2.27	2.49	2.52	2.45
速动比率	1.95	2.18	2.19	2.12
现金比率	1.78	2.00	1.99	1.92
资产负债率 (%)	26.58	24.64	24.05	23.71
经营效率				
应收账款周转天数	11.17	11.00	11.00	11.00
存货周转天数	20.54	19.00	19.00	19.00
总资产周转率	0.58	0.62	0.62	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	2.53	3.83	3.93	4.01
每股净资产	18.97	20.48	20.56	20.63
每股经营现金流	4.76	5.77	5.98	6.09
每股股利	2.54	3.84	3.94	4.02
估值分析				
PE	12	8	7	7
PB	1.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.83	3.48	3.35	3.24
股息收益率 (%)	8.65	13.09	13.42	13.70

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	59359	89906	92092	93979
折旧和摊销	20781	21017	22973	25029
营运资金变动	9955	2484	2599	960
经营活动现金流	94575	114632	118782	121065
资本开支	-22341	-36144	-38028	-38967
投资	3211	-60	0	0
投资活动现金流	-6844	-38854	-38028	-38967
股权募资	1129	0	0	0
债务募资	373	-5388	-5682	-1000
筹资活动现金流	-43731	-54371	-85545	-82910
现金净流量	43826	21407	-4791	-812

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026