

煤炭主业盈利稳增，电力业务发售双增

中国神华 (601088.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

分析师

潘玮

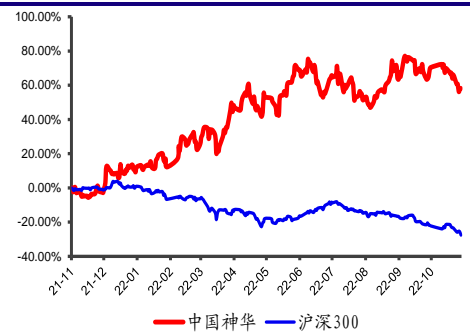
☎: (8610) 8092 7613

✉: panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511070002

市场表现

2022.10.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

- **事件:** 公司发布 2022 年三季度报告。2022 年前三季度, 公司实现营收 2504.9 亿元, 同比增长 7.5%; 归母净利润 591.3 亿元, 同比增长 45%; 前三季度实现基本每股收益 2.98 元。其中, 公司 Q3 单季实现营收 849.1 亿元, 同比减少 4.7%, 环比增 3.96%, Q3 单季归母净利润 179.9 亿元, 同比增长 22%, 环比减少 18.9%。
- **产量稳定提升, 销售的结构因素促毛利率提升 11pct。** 2022 年前三季度, 公司实现商品煤产量 2.35 亿吨, 同比增 5%, 实现煤炭销售量 3.09 亿吨, 同比降 14.5%, 系公司煤炭销售的结构因素导致。公司销售的煤炭分为自产煤及外购煤, 其中外购煤前三季度销量为 7200 万吨, 同比下降 46%, 自产煤销量 2.37 亿吨, 同比增长 3.9%, 综合致煤炭总销售量有一定程度的下滑。Q3 单季, 商品煤产量 7780 万吨, 同比增 8.4%, 煤炭销量为 9910 万吨, 同比减少 18%。前三季度, 公司综合销售价格 (不含税) 为 629 元/吨, 同比增长 17%, 营业成本为 1269.7 亿元, 同比减少 15.2%, 变动原因系外购煤资源不足, 销售量下降。1-9 月, 公司实现毛利率 36.5%, 同比 2021 年前三季度上升 11.4pct, 原因是外购煤毛利率仅为 3.6%, 大幅低于自产煤 (毛利率 50.5%), 外购煤销售量下降, 其占煤炭销售总量的比例相应下降, 致使总体毛利率有较大幅度提升。
- **电力板块实现发、售电量同比双增, 盈利向好。** 前三季度, 公司电力板块实现发电量 1412 亿千瓦时, 同比增 16%, 售电量 1141 亿千瓦时, 同比增 16.3%, 售电价为 416 元/兆瓦时, 同比增 24.6%, 同期发电业务平均售电成本 373.1 元/兆瓦时, 同比增 19%, 售电价增速高于售电成本增速, 公司电力业务盈利格局向好。
- **煤化工业务、运输业务利润有所下滑。** 公司煤化工业务前三季度实现营收 48.9 亿元, 同比微增 3.3%, 受原料煤及燃煤价格上涨影响, 煤化工业务实现利润总额 5.2 亿元, 同比下滑 45.7%; 公司运输业务包括铁路、港口及航运业务, 前三季度分别实现营业收入 317.3/47.7/46.2 亿元, 分别同比+6%/-1.3%/+7.1%, 利润总额分别为 112.7/19.14/5.3 亿元, 同比-13.2%/-6.2%/-31.3%, 其中, 航运业务利润下降的主要原因是燃油费、船舶租赁费、人工成本等方面的增长。
- **投资建议:** 预计公司 2022 / 23 / 24 年归母净利润分别为 895.8/924.8/941.6 亿元, 每股收益分别为 3.82/3.94/4.01 元/股, 10 月 28 日股价为 29.36 元, 对应 PE 分别为 7.7X/7.5X/7.3X, 维持公司“推荐”评级。

● **盈利预测**

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	335216	367667	388153	409434
同比增速 (%)	43.71	9.68	5.57	5.48
归母净利润	50269	75870	78334	79754
同比增速 (%)	28.34	50.93	3.25	1.81
EPS (元/股)	2.53	3.82	3.94	4.01
PE	11.60	7.69	7.45	7.31

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2022/10/28 收盘价)

- **风险提示:** 公司面临煤价大幅下跌以及宏观经济大幅下滑的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	335216	367667	388153	409434	流动资产	208310	241869	320403	410375
营业成本	224452	224277	237938	254259	现金	162886	188246	270764	351477
营业税金及附加	16502	18100	19108	20156	应收账款	10258	12211	11510	13511
营业费用	581	662	699	737	其它应收款	2307	5863	2762	6336
管理费用	9119	12317	13585	14330	预付账款	7893	7177	7614	8136
财务费用	88	751	1799	2855	存货	12633	14779	14964	16819
资产减值损失	-1292	-1200	-1300	-1400	其他	12333	13593	12789	14096
公允价值变动收益	0	0	0	0	非流动资产	398742	415949	430640	446007
投资净收益	-885	2758	2911	3071	长期投资	47644	50544	53889	58991
营业利润	78242	111685	115044	117131	固定资产	238026	250283	259579	267794
营业外收入	380	500	500	500	无形资产	50908	50858	50808	50758
营业外支出	1247	370	370	370	其他	62164	64264	66364	68464
利润总额	77375	111815	115174	117261	资产总计	607052	657818	751043	856383
所得税	18016	22240	22689	23100	流动负债	91748	103405	104146	115325
净利润	59359	89575	92484	94160	短期借款	4248	4248	4248	4248
少数股东损益	9090	13705	14150	14407	应付账款	33790	40583	38201	45987
归属母公司净利润	50269	75870	78334	79754	其他	53710	58574	61697	65090
EBITDA	100560	129653	135026	139172	非流动负债	69628	69628	69628	69628
EPS(元/股)	2.53	3.82	3.94	4.01	长期借款	49193	49193	49193	49193
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	其他	20435	20435	20435	20435
经营活动现金流	94575	111089	116229	116104	负债合计	161376	173033	173774	184953
净利润	59359	89575	92484	94160	少数股东权益	68801	82506	96656	111063
折旧摊销	20781	19143	20105	21185	归属母公司股东权益	376875	402279	480613	560367
财务费用	88	967	967	967	负债和股东权益	607052	657818	751043	856383
投资损失	885	-2758	-2911	-3071	主要财务比率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E
营运资金变动	9955	3459	4724	1920	营业收入	43.71%	9.68%	5.57%	5.48%
其它	3507	702	859	942	营业利润	23.24%	42.74%	3.01%	1.81%
投资活动现金流	-6844	-34295	-32743	-34424	归属母公司净利润	28.34%	50.93%	3.25%	1.81%
资本支出	-22341	-33852	-32009	-32092	毛利率	33.04%	39.00%	38.70%	37.90%
长期投资	3211	-3000	-3445	-5202	净利率	15.00%	20.64%	20.18%	19.48%
其他	12286	2558	2711	2871	ROE	13.34%	18.86%	16.30%	14.23%
筹资活动现金流	-43731	-51433	-967	-967	ROIC	11.98%	16.09%	14.36%	12.86%
短期借款	-795	0	0	0	P/E	11.60	7.69	7.45	7.31
长期借款	-1058	0	0	0	P/B	1.55	1.45	1.21	1.04
其他	-41878	-51433	-967	-967	EV/EBITDA	3.48	3.55	2.80	2.14
现金净增加额	43826	25360	82518	80713	PS	1.74	1.59	1.50	1.42

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，煤炭行业分析师，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn