

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华(601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 煤炭电力板块量价双升，新增产能潜力值得期待

2022年10月31日

**事件:** 2022年10月28日,中国神华发布三季度报告。报告期内公司实现营业收入2504.89亿元,同比增长7.5%;实现归母净利润591.31亿元,同比增加45%;产生经营活动现金流量910.9亿元,同比增长34.9%。基本每股收益2.976元/股,同比增长45%。其中2022Q3实现营收849.1亿元,同比下降4.7%,环比增长3.96%;实现归母净利179.87亿元,同比增长22%,环比下降18.93%;

## 点评:

### 煤炭板块: 煤炭销售价格逐季上涨, 板块盈利能力持续提高

前三季度公司商品煤产量2.35亿吨,同比增长5%;煤炭销售3.09亿吨,同比下降14.5%,主要由于公司减少外购煤销售,前三季度外购煤销量同比减少46%。从销售结构来看,公司作为煤炭央企,积极落实增产保供任务,扩大自产煤年度长协比重。公司前三季度销售年度长协1.65亿吨,同比增长7.47%,占总销量比重为53.5%,相较上半年提高3.8pct。月度长协与现货销售分别占比32.2%和9.1%。从销售价格来看,受益于煤炭供需持续紧张,公司煤炭平均售价629元/吨,同比上涨17.1%。1-3季度公司煤炭销售价格环比上行,其中年度长协销售价格为516、510、521元/吨;月度长协销售价格787、829、855元/吨;现货价格773、786、856元/吨。第三季度价格分别环比上涨2.24%、3.13%、8.95%。公司前三季度自产煤单位生产成本170.7元/吨,同比上涨139.3%、环比上涨3.45%,主要由于增加员工工资及计提安全生产费用。公司自产煤业务实现营业收入1395.45亿元,毛利率为50.5%;由于外购煤占比下降,煤炭板块毛利率上涨11.4pct至36.5%。

**公司产能未来仍有增长潜力。**公司今年已核增产能460万吨/年,同时新街台格庙矿区总体规划已获得发改委批准。新街台格庙矿区面积约681平方公里,煤炭资源量约123亿吨,规划建设8个井田产能共计5,600万吨/年,其中新街一井、新街二井于9月份获得取得国家能源局批复的产能置换方案,核定产能均为800万吨/年。未来公司将继续推进新街一井、新街二井的项目核准工作,公司中长期煤炭产能增长值得期待。

### 电力板块: 三季度电价保持增长, 煤电建设有望加快

前三季度,公司受益于福建罗源湾港储电一体化等项目投运,新增装机容量1038兆瓦,共计实现发电量142.37十亿千瓦时,同比增长15.7%;实现售电量133.77十亿千瓦时,同比增长16%。第三季度发电量同比提高25.2%,环比增长51.37%。前三季度平均售电价格417元/兆瓦

时，同比上涨 24.1%。由于燃煤采购价格上涨，发电业务平均售电成本 373.1 元/兆瓦时，同比增长 19%；单位售电毛利为 43.9 元/兆瓦时，同比上涨 96%。

**电力保供任务重大，公司火电项目装机投运进程加快。**2022 年 10 月份，国能广投北海电厂（计划建设 2\*1000MW 超超临界燃煤发电机组）已实现 1 号机组投入运营；国能清远发电二期 2\*1,000MW 扩建工程已获得发改委批准。目前公司共 5 个火电工程项目，10 台机组供给 750 万千瓦装机在建。四川发生有序用电后，国家能源局已经开始提前谋划“十四五”电力保供措施，逐省督促加快支撑性电源的核准，我们认为公司国电未来煤电投资建设节奏有望加快。随着电力市场化的推进，电力顶峰容量价值稀缺性将逐步体现，电价有望稳中有升，公司电力板块盈利有望持续向好。

- **运输与煤化工板块：能源价格上涨使各分部成本上涨快，毛利有所下滑**  
前三季度，公司铁路、港口、航运、煤化工板块成本涨幅均快于收入涨幅，毛利同比下滑。其中公司航运分部实现营业收入 46.29 亿元，同比上涨 7.1%，而由于燃油费等带动成本上涨，导致毛利率下降 6.7pct 至 14.1%；铁路板块毛利率同比下降 6.7pct 至 43.6%；港口板块毛利率下降 2.5pct 至 48.2%；煤化工板块由于原料价格上涨，毛利率下降 8.5pct 至 16.8%。
- **我们预计四季度冬季电煤保供加剧供需紧张局面，支撑煤价上行，公司盈利能力有望持续提高。**当前在强力电煤保供政策之下，电厂和港口库存情况存在较大差异。电厂煤炭库存居高，9 月底，全国统调电厂的电煤库存 1.75 亿吨，同比提高 124%，创下同期最高水平；而港口库存持续走低，主流港口动力煤库存不及 2019 及 2020 年同期。我们认为四季度“迎峰度冬”增加电煤需求，非电用煤供给面临紧，支撑煤炭价格上行。煤炭供需将继续维持紧平衡局面，公司煤炭业务有望延续稳健经营态势。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为，煤炭行业长期资本开支不足导致的供需紧张格局在中短期内不会改变，煤炭供需将保持紧平衡格局。而国内煤电装机建设带来的新增煤炭需求将加剧这一紧张形势，未来数年煤炭价格中枢有望持续抬升，长协价格有望在市场供需驱动下呈上行趋势。中国神华的高长协比例及一体化运营使得经营业绩具有高确定性。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润为 780.48、926.06、1049.48 亿元；EPS 为 3.93/4.66/5.28 元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	233,263	335,216	356,101	404,683	440,198
增长率 YoY %	-3.6%	43.7%	6.2%	13.6%	8.8%
归属母公司净利润 (百万元)	39,170	50,269	78,048	92,606	104,948
增长率 YoY%	-9.4%	28.3%	55.3%	18.7%	13.3%
毛利率%	36.5%	33.0%	39.0%	40.6%	41.6%
净资产收益率ROE%	10.9%	13.3%	18.3%	19.2%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.93	4.66	5.28
市盈率 P/E(倍)	9.14	8.90	7.47	6.30	5.56
市净率 P/B(倍)	0.99	1.19	1.37	1.21	1.06

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>172,229</b>	<b>208,310</b>	<b>246,405</b>	<b>307,555</b>	<b>375,405</b>	
货币资金	127,457	162,886	195,565	249,274	311,498	
应收票据	3,961	3,349	1,951	2,217	2,412	
应收账款	7,798	10,258	11,233	12,638	13,793	
预付账款	4,426	7,893	7,252	8,168	8,683	
存货	12,750	12,633	14,374	15,116	16,446	
其他	15,837	11,291	16,030	20,141	22,573	
<b>非流动资产</b>	<b>386,218</b>	<b>398,742</b>	<b>419,462</b>	<b>436,668</b>	<b>454,893</b>	
长期股权投资	49,492	47,644	46,644	45,644	44,644	
固定资产(合计)	219,043	238,026	245,020	248,459	253,422	
无形资产	36,126	50,908	59,634	69,501	78,964	
其他	81,557	62,164	68,164	73,064	77,864	
<b>资产总计</b>	<b>558,447</b>	<b>607,052</b>	<b>665,867</b>	<b>744,223</b>	<b>830,299</b>	
<b>流动负债</b>	<b>69,493</b>	<b>91,748</b>	<b>91,745</b>	<b>99,905</b>	<b>105,883</b>	
短期借款	5,043	4,248	2,000	2,000	1,000	
应付票据	1,108	1,426	1,190	1,387	1,458	
应付账款	27,872	33,790	35,404	38,184	41,187	
其他	35,470	52,284	53,152	58,334	62,238	
<b>非流动负债</b>	<b>63,824</b>	<b>69,628</b>	<b>65,628</b>	<b>61,615</b>	<b>57,601</b>	
长期借款	50,251	49,193	45,193	41,180	37,166	
其他	13,573	20,435	20,435	20,435	20,435	
<b>负债合计</b>	<b>133,317</b>	<b>161,376</b>	<b>157,373</b>	<b>161,520</b>	<b>163,484</b>	
少数股东权益	64,941	68,801	82,914	99,660	118,637	
归属母公司	360,189	376,875	425,579	483,043	548,177	
<b>负债和股东权益</b>	<b>558,447</b>	<b>607,052</b>	<b>665,867</b>	<b>744,223</b>	<b>830,299</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	233,263	335,216	356,101	404,683	440,198	
同比(%)	-3.6%	43.7%	6.2%	13.6%	8.8%	
归属母公司净利润	39,170	50,269	78,048	92,606	104,948	
同比(%)	-9.4%	28.3%	55.3%	18.7%	13.3%	
毛利率(%)	36.5%	33.0%	39.0%	40.6%	41.6%	
ROE%	10.9%	13.3%	18.3%	19.2%	19.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.97	2.53	3.93	4.66	5.28	
P/E	9.14	8.90	7.47	6.30	5.56	
P/B	0.99	1.19	1.37	1.21	1.06	
EV/EBITDA	3.54	3.40	3.42	2.56	1.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>233,263</b>	<b>335,216</b>	<b>356,101</b>	<b>404,683</b>	<b>440,198</b>	
营业成本	148,147	224,452	217,101	240,307	256,952	
营业税金及附加	10,926	16,502	17,530	19,922	21,670	
销售费用	555	581	617	701	763	
管理费用	8,948	9,119	9,687	11,009	11,975	
研发费用	1,362	2,499	1,512	1,718	1,869	
财务费用	1,188	88	-70	-927	-1,989	
减值损失合计	-1,523	-1,292	23	-244	-115	
投资净收益	3,178	-885	3,351	2,987	3,548	
其他	-302	-1,556	1,288	1,464	1,593	
<b>营业利润</b>	<b>63,490</b>	<b>78,242</b>	<b>114,385</b>	<b>136,160</b>	<b>153,983</b>	
营业外收支	-828	-867	392	26	353	
<b>利润总额</b>	<b>62,662</b>	<b>77,375</b>	<b>114,777</b>	<b>136,186</b>	<b>154,336</b>	
所得税	15,397	18,016	22,616	26,834	30,411	
<b>净利润</b>	<b>47,265</b>	<b>59,359</b>	<b>92,161</b>	<b>109,352</b>	<b>123,926</b>	
少数股东损益	8,095	9,090	14,113	16,746	18,977	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>39,170</b>	<b>50,269</b>	<b>78,048</b>	<b>92,606</b>	<b>104,948</b>	
EBITDA	83,156	102,844	130,556	152,275	168,294	
EPS(当年)(元)	1.97	2.53	3.93	4.66	5.28	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>81,289</b>	<b>94,575</b>	<b>108,079</b>	<b>130,157</b>	<b>144,128</b>	
净利润	47,265	59,359	92,161	109,352	123,926	
折旧摊销	19,831	20,781	20,902	21,249	21,326	
财务费用	1,188	88	2,654	2,405	2,182	
投资损失	-3,178	885	-3,351	-2,987	-3,548	
营运资金变动	13,842	9,955	-3,170	720	1,350	
其它	2,341	3,507	-1,118	-581	-1,107	
<b>投资活动现金流</b>	<b>32,048</b>	<b>-6,844</b>	<b>-27,493</b>	<b>-23,727</b>	<b>-22,235</b>	
资本支出	-20,183	-22,341	-30,644	-26,513	-25,583	
长期投资	61,179	3,211	800	800	800	
其他	-8,948	12,286	2,351	1,987	2,548	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-42,079</b>	<b>-43,731</b>	<b>-47,906</b>	<b>-52,721</b>	<b>-59,670</b>	
吸收投资	606	1,129	0	0	0	
借款	-7,388	373	-6,248	-4,014	-5,014	
支付利息或股息	-35,751	-46,002	-41,678	-48,708	-54,657	
<b>现金流量净增加额</b>	<b>71,127</b>	<b>43,826</b>	<b>32,679</b>	<b>53,709</b>	<b>62,223</b>	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。