

动力煤

中国神华 (601088.SH)

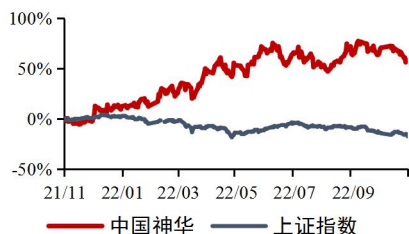
增持-A(首次)

关注长协挂钩指数调整, 高利润下高股息可期

2022年10月31日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2022年10月28日

收盘价(元):	29.36
年内最高/最低(元):	35.53/18.57
流通A股/总股本(亿):	164.91/198.69
流通A股市值(亿):	4,841.77
总市值(亿):	5,833.40

基础数据: 2022年9月30日

基本每股收益:	2.98
摊薄每股收益:	2.98
每股净资产(元):	23.57
净资产收益率:	14.76

分析师:

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com

胡博

执业登记编码: S0760522090003

邮箱: hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码: S0760519110001

邮箱: liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年三季报: 报告期内公司实现营业收入2504.89亿元, 同比增长7.49%; 实现归母净利润591.31亿元, 同比增长45.04%; 扣非后归母净利润584.07亿元, 同比增长44.60%; 基本每股收益2.98元/股, 加权平均净资产收益率15.43%, 同比增加4.22个百分点。三季报单季营业收入849.10亿元, 同比增长-4.67%; 归母净利润179.87亿元, 同比增长22%; 扣非后归母净利润178.97亿元, 同比增长20.87%。

事件点评

➢ **全产业链经营稳健, 煤价上涨毛利率提升。**根据公司公告, 公司Q1-3实现商品煤产量235.4百万吨, 同比增长5%; 自产煤销量237.2百万吨, 同比增长3.9%; 外购煤销量72百万吨, 同比减少46%; 发电量142.37十亿千瓦时, 同比增长15.7%, 售电量同比增长16%; 煤化工销售量和同比基本持平。公司煤炭主要通过长协销售, 占比85.7%, 年度长协均价516元/吨, 同比上涨19.2%; 月度长协均价820元/吨, 同比上涨20.8%。截止报告期末, 公司煤炭业务综合毛利率36.5%, 同比提高11.4个百分点; 电力板块综合毛利率17.6%, 同比增长2.7个百分点; 运输和煤化工毛利有所下降, 但占比较小。公司Q3综合毛利率40.05%, 比年初提高7.22个百分点。由于煤炭长协价格稳定性较强, 公司全产业链经营相对稳健, 盈利持续能力强。

➢ **Q3业绩增速季节性回落, 预计Q4煤价回升, 业绩有保障。**公司Q3营收增速-4.67%, 归母净利润增速环比Q2下滑31个百分点。我们认为一方面是因为去年三季度煤价已上涨导致基数较高, 另一方面, 三季度疫情反复影响下游需求不足, 公司商品煤销量有所回落。展望四季度, 随着长协基准价格指数上涨, 长协月度价格大概率向上调整, 公司Q4煤价有望提高, 下游随着稳经济实施, 需求有望反弹, 我们预计公司Q4业绩有保障, 全年业绩高速增长确定性较强。

➢ **公司资本开支空间不大, 高利润保障下分红可期。**根据公司公告, 截止Q2公司在建工程283.93亿元, 同比2021年下降25.87%, 公司近年来资本开支不大。公司2021年股息率8.65%, 煤炭开采洗选板块排名第三, 未来在煤价维持相对高位, 公司高利润延续, 公司有望继续提高分红率, 长期投资价值明显。

投资建议

➢ 根据10月28日数据, 国煤下水煤价格指数(NCEI)环比上周上涨25元, 达到799元/吨, 涨幅3.23%, 时隔8个月大幅向上调整; 同时, CCTD

秦皇岛动力煤指数也上涨 2.54%；根据长协定价和调价机制（长协价=675*0.5+（CCTD+NCEI+BSPI）*0.3/3），预计 11 月长协指导价格可能上调 8 元/吨左右，由于公司长协煤占比较高，或将受益。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.92\4.00\4.04 元，对应公司 10 月 28 日收盘价 29.36 元，2022-2024 年 PE 分别为 7.5\7.3\7.3 倍，首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	233,263	335,216	361,753	365,601	369,059
YoY(%)	-3.6	43.7	7.9	1.1	0.9
净利润(百万元)	39,170	50,269	77,904	79,547	80,328
YoY(%)	-9.4	28.3	55.0	2.1	1.0
毛利率(%)	40.4	33.0	44.1	43.1	42.7
EPS(摊薄/元)	1.97	2.53	3.92	4.00	4.04
ROE(%)	11.1	13.3	19.0	17.7	16.6
P/E(倍)	14.9	11.6	7.5	7.3	7.3
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
净利率(%)	16.8	15.0	21.5	21.8	21.8

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	172229	208310	233161	251156	289457
现金	127457	162886	174439	209297	233251
应收票据及应收账款	11759	13607	23796	11483	22654
预付账款	4426	7893	5758	8038	4264
存货	12750	12633	15373	10509	17196
其他流动资产	15837	11291	13795	11829	12092
非流动资产	386218	398742	420370	423577	427637
长期投资	49492	47644	56455	66047	77361
固定资产	219043	238026	244007	235289	225267
无形资产	36126	50908	55760	64153	70262
其他非流动资产	81557	62164	64147	58089	54748
资产总计	558447	607052	653531	674733	717095
流动负债	69493	91748	108012	95382	105438
短期借款	5043	4248	4646	4447	4546
应付票据及应付账款	28980	35216	22648	36819	23629
其他流动负债	35470	52284	80719	54116	77263
非流动负债	63824	69628	57324	47187	34338
长期借款	53492	52365	43488	31637	19645
其他非流动负债	10332	17263	13837	15550	14693
负债合计	133317	161376	165336	142569	139776
少数股东权益	64941	68801	83884	98773	114067
股本	19890	19869	19869	19869	19869
资本公积	74765	74667	74667	74667	74667
留存收益	257741	271878	275456	277087	279752
归属母公司股东权益	360189	376875	404311	433391	463252
负债和股东权益	558447	607052	653531	674733	717095

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	81289	94575	110145	118033	110682
净利润	47265	59359	92986	94436	95621
折旧摊销	19587	20573	19610	21144	22134
财务费用	1188	88	-1212	-1773	-2534
投资损失	-3178	885	-287	-239	-200
营运资金变动	16006	8054	-1020	4432	-4391
其他经营现金流	421	5616	67	34	50
投资活动现金流	32048	-6844	-41019	-24145	-26045
筹资活动现金流	-42079	-43731	-57573	-59030	-60683
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.53	3.92	4.00	4.04
每股经营现金流(最新摊薄)	4.09	4.76	5.54	5.94	5.57
每股净资产(最新摊薄)	18.13	18.97	20.35	21.81	23.32

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	233263	335216	361753	365601	369059
营业成本	139023	224452	202312	207918	211349
营业税金及附加	10926	16502	16719	17340	17576
营业费用	555	581	744	693	729
管理费用	18072	9119	18088	14624	13028
研发费用	1362	2499	1367	1658	1882
财务费用	1188	88	-1212	-1773	-2534
资产减值损失	-1523	-1292	-1394	-1409	-1422
公允价值变动收益	-134	0	-67	-34	-50
投资净收益	3178	-885	287	239	200
营业利润	63490	78242	123111	124489	126307
营业外收入	439	380	380	380	380
营业外支出	1267	1247	1257	1252	1255
利润总额	62662	77375	122234	123617	125433
所得税	15397	18016	29248	29181	29811
税后利润	47265	59359	92986	94436	95621
少数股东损益	8095	9090	15083	14890	15293
归属母公司净利润	39170	50269	77904	79547	80328
EBITDA	84478	99288	140633	142622	144295

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.6	43.7	7.9	1.1	0.9
营业利润(%)	-4.7	23.2	57.3	1.1	1.5
归属于母公司净利润(%)	-9.4	28.3	55.0	2.1	1.0
获利能力					
毛利率(%)	40.4	33.0	44.1	43.1	42.7
净利率(%)	16.8	15.0	21.5	21.8	21.8
ROE(%)	11.1	13.3	19.0	17.7	16.6
ROIC(%)	11.5	13.4	19.6	19.0	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	23.9	26.6	25.3	21.1	19.5
流动比率	2.5	2.3	2.2	2.6	2.7
速动比率	2.1	1.9	1.9	2.3	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	21.0	26.4	19.3	20.7	21.6
应付账款周转率	5.1	7.0	7.0	7.0	7.0
估值比率					
P/E	14.9	11.6	7.5	7.3	7.3
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.0	5.7	4.0	3.7	3.5

数据来源：最闻、山西证券研究所



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。



免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

