

现金收购锦界能源 30%股权，煤、电权益产能增加

2022年12月17日

► **事件：**2022年12月16日公司公告，近日，中国神华能源股份有限公司以挂牌底价人民币 99.65 亿元竞得都城伟业集团有限公司于北京产权交易所公开挂牌转让的其所持国能锦界能源有限责任公司 30%股权，并与都城伟业签署了《产权交易合同》，公司拟以自有资金一次性支付受让款。此次交易完成后，公司对锦界能源的持股比例由 70%增至 100%。

► **锦界能源股权收购价值对应 6 倍 PE。**根据公告显示，锦界能源 2022 年 1-8 月实现净利润 37.99 亿元，年化净利润为 56.98 亿元，对应 30%股权的净利润为 17.10 亿元，收购价格 99.65 亿元对应 6 倍 PE，收购 PE 低于大多数火电上市公司。

► **公司电力、煤炭权益产能增加。**据公告，锦界能源是煤电一体化综合能源企业，所属锦界电厂规划建设 572 万千瓦煤电机组，已投运装机容量 372 万千瓦，是国家“西电东送”北通道项目的重要启动电源点，电能通过 500kV 输电线路直送河北南网；所属锦界煤矿截至评估基准日的中国标准下可采储量为 13.5 亿吨，核定产能 1800 万吨/年。此次交易完成后，锦界能源将由公司控股子公司变为公司的全资子公司，公司电力权益装机容量增长 171.6 万千瓦，占公司总装机规模的 4.4%，其中投运权益装机容量增加 111.6 万千瓦，煤炭产能增加 540 万吨/年，增幅 1.79%，有利于进一步巩固公司煤电一体化运营优势，提升盈利能力。

► **公司储备电力项目丰富，未来电力产能有望持续扩张。**据公告，2022 年 10 月，公司北海电厂 1 号发电机组顺利通过 168 小时试运行，正式移交商业运营。北海电厂 2 号发电机组及码头、堆场建设工作正在稳步推进。同月，公司所属国能清远发电有限责任公司二期 2×1000MW 扩建工程项目获得广东省发展和改革委员会批复核准，项目总投资为 72.49 亿元。另外，截至 2022 年上半年末，罗源湾储煤一体化发电厂工程、胜利发电厂一期工程工程进度分别达到 82%与 87%，投产后公司发电量有望持续增加。

► **现金流充裕提供高分红，投资价值显著。**截至 2022 年三季度末公司货币资金量高达 1831 亿元，未分配利润高达 2690 亿元，充裕的现金为公司高分红奠定了基础。2021 年公司现金股利支付率达 100.39%，处行业领先水平，高于同行业公司。现金奶牛的特性叠加高分红预期，公司投资价值显著。

► **投资建议：**考虑公司发电量有望提升以及长协升高预期，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 760.33 亿元、799.26 亿元、815.78 亿元，对应 EPS 分别为 3.83/4.02/4.11 元/股，对应 2022 年 12 月 16 日的 PE 均为 7 倍，同时公司持续高分红，股息率在行业中处于高位，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 | 414347 | 427123 |
| 增长率 (%) | 43.7 | 15.6 | 6.9 | 3.1 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 50269 | 76033 | 79926 | 81578 |
| 增长率 (%) | 28.3 | 51.3 | 5.1 | 2.1 |
| 每股收益 (元) | 2.53 | 3.83 | 4.02 | 4.11 |
| PE | 11 | 7 | 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 12 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.58 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

- 1.中国神华 (601088.SH)：煤炭龙头盈利持续稳健，关注长协上调可能性-2022/10/30
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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 | 414347 | 427123 |
| 营业成本 | 224452 | 241301 | 260092 | 268888 |
| 营业税金及附加 | 16502 | 22484 | 24032 | 24773 |
| 销售费用 | 581 | 775 | 829 | 854 |
| 管理费用 | 9119 | 10467 | 11187 | 11532 |
| 研发费用 | 2499 | 2326 | 2486 | 2563 |
| EBIT | 79779 | 111162 | 116633 | 119454 |
| 财务费用 | 88 | 715 | 1041 | 1461 |
| 资产减值损失 | -1292 | -1162 | -1231 | -1281 |
| 投资收益 | -885 | 2907 | 3108 | 3203 |
| 营业利润 | 78242 | 112112 | 117384 | 119827 |
| 营业外收支 | -867 | 130 | 130 | 130 |
| 利润总额 | 77375 | 112242 | 117514 | 119957 |
| 所得税 | 18016 | 22336 | 23150 | 23631 |
| 净利润 | 59359 | 89906 | 94364 | 96325 |
| 归属于母公司净利润 | 50269 | 76033 | 79926 | 81578 |
| EBITDA | 100560 | 132179 | 139606 | 144483 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 162886 | 184293 | 182011 | 181580 |
| 应收账款及票据 | 13607 | 12830 | 13713 | 14136 |
| 预付款项 | 7893 | 8446 | 9103 | 9411 |
| 存货 | 12633 | 12184 | 13133 | 13577 |
| 其他流动资产 | 11291 | 12320 | 12614 | 12754 |
| 流动资产合计 | 208310 | 230073 | 230574 | 231458 |
| 长期股权投资 | 47644 | 50551 | 53659 | 56862 |
| 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 | 437696 | 454807 |
| 资产合计 | 607052 | 649657 | 668270 | 686265 |
| 短期借款 | 4248 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 应付账款及票据 | 35216 | 36030 | 38836 | 40149 |
| 其他流动负债 | 52284 | 55319 | 51138 | 52785 |
| 流动负债合计 | 91748 | 92348 | 90974 | 93934 |
| 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 | 160652 | 162561 |
| 股本 | 19869 | 19869 | 19869 | 19869 |
| 少数股东权益 | 68801 | 82673 | 97111 | 111859 |
| 股东权益合计 | 445676 | 489586 | 507618 | 523704 |
| 负债和股东权益合计 | 607052 | 649657 | 668270 | 686265 |

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 | 6.88 | 3.08 |
| EBIT 增长率 | 26.46 | 39.34 | 4.92 | 2.42 |
| 净利润增长率 | 28.34 | 51.25 | 5.12 | 2.07 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 33.04 | 37.75 | 37.23 | 37.05 |
| 净利润率 | 15.00 | 19.61 | 19.29 | 19.10 |
| 总资产收益率 ROA | 8.28 | 11.70 | 11.96 | 11.89 |
| 净资产收益率 ROE | 13.34 | 18.69 | 19.47 | 19.81 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.27 | 2.49 | 2.53 | 2.46 |
| 速动比率 | 1.95 | 2.18 | 2.20 | 2.13 |
| 现金比率 | 1.78 | 2.00 | 2.00 | 1.93 |
| 资产负债率 (%) | 26.58 | 24.64 | 24.04 | 23.69 |
| 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 | 0.63 | 0.63 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.53 | 3.83 | 4.02 | 4.11 |
| 每股净资产 | 18.97 | 20.48 | 20.66 | 20.73 |
| 每股经营现金流 | 4.76 | 5.77 | 6.10 | 6.21 |
| 每股股利 | 2.54 | 3.84 | 4.04 | 4.12 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 11 | 7 | 7 | 7 |
| PB | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 4.68 | 3.36 | 3.16 | 3.04 |
| 股息收益率 (%) | 8.89 | 13.44 | 14.13 | 14.42 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 59359 | 89906 | 94364 | 96325 |
| 折旧和摊销 | 20781 | 21017 | 22973 | 25029 |
| 营运资金变动 | 9955 | 2484 | 2868 | 968 |
| 经营活动现金流 | 94575 | 114632 | 121286 | 123382 |
| 资本开支 | -22341 | -36144 | -38023 | -38962 |
| 投资 | 3211 | -60 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -6844 | -38854 | -38023 | -38962 |
| 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 | -84851 |
| 现金净流量 | 43826 | 21407 | -2282 | -431 |

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