

中国神华 (601088.SH) 现金低价收购锦界能源 30% 股权，盈利提升再凸显

2022 年 12 月 18 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）
薛磊（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

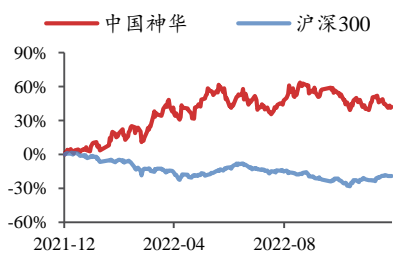
xuelei@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790121120050

日期	2022/12/16
当前股价(元)	28.58
一年最高最低(元)	35.53/21.60
总市值(亿元)	5,678.42
流通市值(亿元)	4,713.14
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近 3 个月换手率(%)	9.49

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《三季报业绩同比大增，高盈利高分红典范——公司三季报点评报告》
-2022.10.30

《煤&电业务齐发力，2022Q2 业绩再创历史新高——公司 2022 年中报点评》
-2022.8.29

《煤&电业务双轮驱动，2022Q2 业绩实现高速增长——公司 2022 年中报预告点评》
-2022.7.15

● 现金低价收购锦界能源 30% 股权，盈利提升再凸显。维持“买入”评级

2022 年 12 月 16 日，公司以挂牌底价 99.7 亿元竞得都城伟业于北交所公开挂牌转让的其所持锦界能源 30% 股权，并与都城伟业于 12 月 16 日签署了《产权交易合同》，公司拟以自有资金一次性支付受让款。本次交易完成后，公司对锦界能源的持股比例由 70% 增至 100%。锦界能源是煤电一体化综合能源企业，具有较强的盈利能力，我们认为本次收购定价合理，有利于巩固公司煤电路港航一体化运营优势，进一步提升公司盈利能力。暂不考虑本次股权变更，我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 743.3/766.5/788.3 亿元，同比 +47.9%/3.1%/2.8%；EPS 为 3.74/3.86/3.97 元，对应当前股价 PE 为 7.6/7.4/7.2 倍。维持“买入”评级。

● 锦界能源盈利能力较强，本次收购定价合理

巩固煤电一体化优势：锦界煤矿可采储量为 13.5 亿吨，核定产能 1800 万吨/年，本次收购相当于增加公司权益产能 540 万吨，以中国神华 2021 年煤炭权益产量约 2.56 亿吨为基数，本次收购增加煤炭权益产量约 2.1%。锦界电厂已投运煤电装机容量 372 万千瓦，规划建设 572 万千瓦，以中国神华 2021 年发电权益装机容量 27.5GW 为基数，本次收购增加权益装机容量约 4.1%。**锦界能源盈利能力较强：**锦界能源 2022 年 1-8 月净利润为 38.0 亿元，截至 8 月 31 日的净资产为 139.4 亿元，1-8 月 ROE 为 27.3%，远高于中国神华前三季度 ROE 15.4%，锦界能源具有较强的盈利能力。收购价格方面，本次 30% 股权收购价格 99.7 亿元，以 1-8 月净利润年化后对应 PE 为 5.8 倍，低于公司当前 PE 7.6 倍。本次收购对应 PB 为 2.4 倍，高于公司当前 PB 1.4 倍，考虑到锦界能源较高的 ROE，我们认为本次收购定价合理。

● 全年煤炭产量有望实现稳中有升，Q4 长协价格提升

产量稳中有升：2022 年 1-11 月，公司累计实现商品煤产量 2.87 亿吨，同比 +3.1%，实现发电量 1728 亿千瓦时，同比 +16.6%。**Q4 长协价格提升：**公司年度长协（Q5500）三季度为 719 元/吨，11-12 月提升为 728 元/吨，公司全年业绩值得期待。**高分红典范：**2022-2024 年度承诺分红比例不低于 60%，较 2019-2021 年承诺最低分红比例再提升 10pct，高比例分红带来高股息率，长期投资价值凸显。

● 风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	233,263	335,216	361,201	363,910	372,075
YOY(%)	-3.6	43.7	7.8	0.7	2.2
归母净利润(百万元)	39,170	50,269	74,331	76,646	78,828
YOY(%)	-9.4	28.3	47.9	3.1	2.8
毛利率(%)	40.4	33.0	37.0	37.8	38.2
净利率(%)	16.8	15.0	20.6	21.1	21.2
ROE(%)	11.1	13.3	18.2	15.8	14.0
EPS(摊薄/元)	1.97	2.53	3.74	3.86	3.97
P/E(倍)	14.5	11.3	7.6	7.4	7.2
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	172,229	208,310	335,819	486,642	685,777
现金	127,457	162,886	274,456	438,065	626,603
应收票据及应收账款	11,759	13,607	16,934	13,216	17,332
其他应收款	3,415	2,307	4,908	2,204	4,946
预付账款	4,426	7,893	4,951	8,273	5,175
存货	12,750	12,633	18,239	11,654	18,165
其他流动资产	12,422	8,984	16,331	13,231	13,556
非流动资产	386,218	398,742	311,873	223,994	135,803
长期投资	49,492	47,644	47,913	48,093	47,985
固定资产	219,043	238,026	166,825	88,687	7,081
无形资产	36,126	50,908	49,071	47,212	45,330
其他非流动资产	81,557	62,164	48,064	40,002	35,408
资产总计	558,447	607,052	647,692	710,636	821,580
流动负债	69,493	91,748	101,387	79,155	102,345
短期借款	5,043	4,248	4,248	4,248	4,248
应付票据及应付账款	28,980	35,216	39,038	33,310	39,312
其他流动负债	35,470	52,284	58,101	41,597	58,785
非流动负债	63,824	69,628	63,324	57,994	52,666
长期借款	53,492	52,365	47,129	41,892	36,656
其他非流动负债	10,332	17,263	16,195	16,102	16,010
负债合计	133,317	161,376	164,711	137,149	155,011
少数股东权益	64,941	68,801	82,242	96,102	110,356
股本	19,890	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	74,765	74,667	74,667	74,667	74,667
留存收益	257,741	271,878	315,764	361,017	407,558
归属母公司股东权益	360,189	376,875	400,739	477,385	556,213
负债和股东权益	558,447	607,052	647,692	710,636	821,580

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	81,289	94,575	99,531	98,395	123,655
净利润	47,265	59,359	87,773	90,506	93,082
折旧摊销	19,587	20,573	18,537	18,560	18,583
财务费用	1,188	88	87	86	85
投资损失	-3,178	885	-1,639	-1,311	-688
营运资金变动	16,006	8,054	-4,253	-9,447	12,593
其他经营现金流	421	5,616	-974	-0	-0
投资活动现金流	32,048	-6,844	69,970	70,630	70,296
资本支出	20,673	23,863	-988	19,515	19,492
长期投资	59,829	-736	-269	-114	108
其他投资现金流	112,550	16,283	68,713	90,031	89,897
筹资活动现金流	-42,079	-43,731	-57,931	-5,416	-5,414
短期借款	4,208	-795	-0	-0	-0
长期借款	13,089	-1,127	-5,237	-5,237	-5,237
普通股增加	-0	-21	-0	-0	-0
资本公积增加	39	-98	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-59,415	-41,690	-52,695	-179	-177
现金净增加额	71,127	43,826	111,570	163,609	188,537

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	233,263	335,216	361,201	363,910	372,075
营业成本	139,023	224,452	227,680	226,268	230,107
营业税金及附加	10,926	16,502	17,781	17,915	18,316
营业费用	555	581	814	772	758
管理费用	18,072	9,119	9,826	9,900	10,122
研发费用	1,362	2,499	2,069	2,307	2,421
财务费用	1,188	88	87	86	85
资产减值损失	-1,523	-1,292	1,200	1,200	1,200
其他收益	378	551	411	447	470
公允价值变动收益	-134	-0	-0	-0	-0
投资净收益	3,178	-885	1,639	1,311	688
资产处置收益	-22	454	-0	-0	-0
营业利润	63,490	78,242	103,795	107,220	110,223
营业外收入	439	380	440	420	413
营业外支出	1,267	1,247	974	1,163	1,128
利润总额	62,662	77,375	103,262	106,478	109,509
所得税	15,397	18,016	15,489	15,972	16,426
净利润	47,265	59,359	87,773	90,506	93,082
少数股东损益	8,095	9,090	13,441	13,860	14,254
归属母公司净利润	39,170	50,269	74,331	76,646	78,828
EBITDA	82,575	97,273	121,799	125,037	128,091
EPS(元)	1.97	2.53	3.74	3.86	3.97

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.6	43.7	7.8	0.7	2.2
营业利润(%)	-4.7	23.2	32.7	3.3	2.8
归属于母公司净利润(%)	-9.4	28.3	47.9	3.1	2.8
获利能力					
毛利率(%)	40.4	33.0	37.0	37.8	38.2
净利率(%)	16.8	15.0	20.6	21.1	21.2
ROE(%)	11.1	13.3	18.2	15.8	14.0
ROIC(%)	11.1	13.1	18.8	16.8	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.9	26.6	25.4	19.3	18.9
净负债比率(%)	-14.4	-20.1	-43.2	-65.8	-85.7
流动比率	2.5	2.3	3.3	6.1	6.7
速动比率	2.1	1.9	2.9	5.7	6.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	21.0	26.4	23.7	24.1	24.4
应付账款周转率	5.1	7.0	6.1	6.3	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	2.53	3.74	3.86	3.97
每股经营现金流(最新摊薄)	4.09	4.76	5.01	4.95	6.22
每股净资产(最新摊薄)	18.13	18.97	20.17	24.03	27.99
估值比率					
P/E	14.5	11.3	7.6	7.4	7.2
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.9	5.6	3.6	2.3	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn