

北海电厂一期全面投运，公司发电量有望提升

2022年12月30日

► **事件：**2022年12月30日，中国神华发布公告称，公司持股52%的控股子公司国能广投北海发电有限公司2号发电机组顺利通过168小时试运行，正式移交商业运营。至此，北海电厂一期工程2台1000兆瓦超超临界燃煤发电机组全部建成投运。

► **北海电厂一期工程全面投运，2023年发电量有望提升。**据公告，北海电厂一期工程采用国内技术领先的大容量、高参数二次再热燃煤发电机组，设计供电煤耗262.89克/千瓦时，发电效率达到国内燃煤机组一流水平。北海电厂一期工程两台机组预计年发电量可达110亿千瓦时，占2022年发电量的约5.8%（2022年发电量为1-11月年化数据），北海电厂的投运意味着2023年公司发电量有望稳步提升，基于公司煤电一体化优势，以及公司积极推进落实电价改革政策，积极争取上浮电价，未来公司电力业务盈利有望提升。

► **公司电力项目储备丰富，未来电力产能有望持续扩张。**2022年10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。此外，公司公告拟收购锦界能源30%股权，对应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%。

► **长协仍有提升空间，公司有望受益。**根据发改委的要求，长协价格的合理区间为570~770元/吨，从实际执行情况来看，2022年长协实际波动范围为719~728元/吨，均价为722元/吨。我们认为，在现货中枢有望上移的背景下，预计2023年长协中枢仍有提升空间，公司有望受益。

► **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30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	1.3	1.3	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月30日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.62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)事件点评：现金收购锦界能源30%股权，煤、电权益产能增加-2022/12/17
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	4.49	3.21	3.02	2.91
股息收益率 (%)	9.20	13.91	14.62	14.92

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