



盈利分红双轮驱动，估值提升空间广阔

2023 年 03 月 26 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

➤ **事件：**2023 年 3 月 24 日，公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 3445.33 亿元，同比增长 2.6%；归属于公司股东的净利润 696.26 亿元，同比增长 39.0%；基本每股收益 3.504 元/股。并拟向全体股东派发 2022 年度末期股息每 10 股人民币 25.5 元（含税）。

➤ **22Q4 业绩环比下滑。**根据公告测算，22Q4 公司实现归属于母公司股东的净利润 104.95 亿元，同比增长 10.26%，环比下降 41.65%。22Q4 计提资产减值损失 33.41 亿元，计提信用减值损失 14.18 亿元，合计 47.59 亿元，减值影响公司业绩释放。

➤ **拟现金分红 506.65 亿元（含税），A 股股息率 8.8%，H 股股息率 11.5%。**据公告，公司拟向全体股东派发 2022 年度末期股息每 10 股人民币 25.5 元（含税），拟派发现金红利约人民币 506.65 亿元（含税），占 2022 年度中国企业会计准则下归属于本公司股东净利润的 72.8%，以 2023 年 3 月 24 日 A 股和 H 股收盘价分别计算，A 股股息率达到 8.8%，H 股股息率达到 11.5%。自 2007 年上市以来，中国神华已实施现金分红 15 次，累计现金分红高达 3205.29 亿元，平均分红率达到 51.79%，公司业绩稳健，现金流充裕，资本开支较少，具备高分红基础，持续高分红也凸显了公司投资价值，有望助力公司估值提升。

➤ **煤炭产销稳健增长，有望受益于煤价中枢上移。**2022 年公司实现商品煤产量 3.134 亿吨，同比增长 2.1%；实现煤炭销量 4.178 亿吨，同比下降 13.4%，主要原因系外购煤销量下降。价格方面，2022 年商品煤综合售价 644 元/吨，同比增长 9.5%。成本方面，自产煤单位成本 176.3 元/吨，同比增长 13.4%。2022 年煤炭业务实现经营收益 715.65 亿元，同比增长 24.72%，经营收益率 25.79%，同比增长 6.19 个百分点。2022 年动力煤长协实际波动范围为 719-728 元/吨，均价为 722 元/吨，公司年度长协及月度长协合计销量占总销量的 85%。我们认为，在火电需求韧性充足、非电需求支撑较强的背景下，现货中枢有望上移，从而提升长协价格，促进公司综合售价的抬升，助力业绩释放。

➤ **煤炭产量潜力有望释放。**2022 年公司井工矿完成掘进总进尺 44.6 万米，同比增长 0.5%。公司内蒙古新街台格庙矿区总体规划（修编）获得国家发展和改革委员会批复，北勘查区探矿权完成延续、分立，新街一井、二井取得探矿权证，产能置换方案获得国家能源局批复；上湾矿、补连塔矿空白区及深部资源获取工作有序推进；黑岱沟、哈尔乌素露天矿合计 811 公顷生产接续用地获得国家自然资源部批复；黄玉川、青龙寺、神山等三处煤矿合计核增产能 460 万吨/年，获得国家矿山安全监察局批复；李家壕煤矿产能核增前期准备工作有序开展。

推荐

维持评级

当前价格：

28.98 元

相关研究

- 1.中国神华 (601088.SH) 2022 年业绩预告点评：盈利稳健，投资价值显著-2023/01/31
- 2.中国神华 (601088.SH) 事件点评：北海电厂一期全面投运，公司发电量有望提升-2022/12/30
- 3.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
- 4.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
- 5.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

➤ **电力业务盈利同比抬升,电力项目储备丰富,产能有望持续扩张。**公司 2022 年总发电量 191.28 十亿千瓦时,同比增长 14.9%,据公告,2022 年投运机组装机容量为 2340MW。公司单位售电收入为 418 元/兆瓦时,同比增长 20.11%;单位售电成本为 380.8 元/兆瓦时,同比增长 8.1%,主要原因是燃煤采购价格上涨。电力业务经营收益同比上升 220.50%至 89.26 亿元,经营收益率上升 6.25 个百分点至 10.56%。22Q4 公司北海电厂一期工程全面投运,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改委批复核准;截至 2022 年末,公司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 80%与 87%,即将投产;此外,公司拟收购锦界能源 30%股权,电力权益装机容量将增长 171.6 万千瓦。我们认为,未来公司发电量有望持续增长,且在燃煤发电上网电价市场化改革、电价上浮背景下,公司发电业务盈利能力有望进一步提升。

➤ **运输板块航运业务同比上行,整体盈利能力有所下降。**铁路业务方面,2022 年完成自有铁路运输周转量 297.6 十亿吨公里,同比下降 1.9%,实现经营收益 133.01 亿元,同比下降 18.28%。港口方面,通黄骅港和神华天津煤码头累计完成煤炭装船量 250.4 百万吨,同比下降 4.21%;港口业务实现经营收益 23.82 亿元,同比下降 11.75%。航运分部航运货运量 136.3 百万吨,同比增长 12.5%;航运周转量 133.6 十亿吨海里,同比增长 19.2%。航运业务实现经营收益 6.42 亿元,同比下降 34.56%,主要原因系平均海运价格下降导致收入降低、航运货运量增长导致成本抬升。综合来看,运输业务盈利水平有所下降。

➤ **烯烃价格下行,效益静待回暖。**据公告,公司 2022 年累计销售 69.9 万吨聚烯烃产品,同比增长 7.8%,其中聚乙烯销量 35.84 万吨,同比增长 7.7%,聚丙烯 34.06 万吨,同比增长 7.9%。价格方面,聚乙烯价格同比增长 1.87%至 6765 元/吨,聚丙烯价格同比下降 3.50%至 6613 元/吨。2022 年煤化工分部实现经营收益 5.55 亿元,同比下降 23.13%。

➤ **投资建议:**根据 2022 年年报以及当前煤价情况调整盈利预测,预计 2023-2025 年公司归母净利为 750.17/764.75/778.97 亿元,对应 EPS 分别为 3.78/3.85/3.92 元/股,对应 2023 年 3 月 24 日的 PE 分别为 8/8/7 倍,行业中估值较低。此外,鉴于中国神华和长江电力同属国资委控股央企、均处于行业龙头地位,且在盈利确定性、稳定性方面有明显的相似性,我们将两家公司基于股息率视角进行对比:长江电力上市以来现金股利支付率维持在 50%以上,2017-2021 年现金股利支付率 60%-70%,股息率在 3%-5%之间;中国神华现金股利支付率维持在 40%以上,2020 和 2021 年分红比例达到 90%,股息率达到 10%。中国神华分红比例有所提升、股息率更高,但 PE 长期以来仅为长江电力的 1/2,参考长江电力 2023 年 17 倍 PE (Wind 一致预期),我们认为中国神华估值仍有上升空间,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;项目建设慢于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	344,533	405,887	423,597	437,465
增长率(%)	2.6	17.8	4.4	3.3
归属母公司股东净利润(百万元)	69,626	75,017	76,475	77,897
增长率(%)	39.0	7.7	1.9	1.9
每股收益(元)	3.50	3.78	3.85	3.92
PE	8	8	8	7
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	344,533	405,887	423,597	437,465
营业成本	210,059	262,817	276,497	286,971
营业税金及附加	19,972	23,339	24,357	25,154
销售费用	410	483	504	521
管理费用	9,930	11,365	11,861	12,249
研发费用	3,722	4,059	4,236	4,375
EBIT	100,195	102,898	105,175	107,197
财务费用	877	102	374	440
资产减值损失	-3,372	-2,667	-2,808	-2,916
投资收益	2,420	3,044	3,177	3,281
营业利润	98,138	103,579	105,594	107,560
营业外收支	-1,891	130	130	130
利润总额	96,247	103,709	105,724	107,690
所得税	14,592	15,764	16,070	16,369
净利润	81,655	87,945	89,654	91,321
归属于母公司净利润	69,626	75,017	76,475	77,897
EBITDA	123,069	126,733	131,324	135,745

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,503	192,485	213,817	234,077
应收账款及票据	12,100	12,678	13,232	13,665
预付款项	6,809	8,519	8,963	9,302
存货	12,096	11,834	12,450	12,922
其他流动资产	9,542	9,755	6,980	7,000
流动资产合计	211,050	235,272	255,441	276,965
长期股权投资	49,650	52,694	55,871	59,152
固定资产	248,381	261,958	272,382	281,834
无形资产	52,589	54,112	55,001	55,896
非流动资产合计	410,651	432,520	450,338	467,186
资产合计	621,701	667,791	705,779	744,152
短期借款	5,216	4,716	4,516	4,316
应付账款及票据	38,972	48,760	51,298	53,241
其他流动负债	54,216	55,868	58,545	60,606
流动负债合计	98,404	109,344	114,359	118,164
长期借款	38,438	36,438	34,438	33,438
其他长期负债	25,614	25,484	25,416	25,335
非流动负债合计	64,052	61,922	59,854	58,773
负债合计	162,456	171,266	174,213	176,937
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	65,391	78,319	91,498	104,922
股东权益合计	459,245	496,525	531,567	567,214
负债和股东权益合计	621,701	667,791	705,779	744,152

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.65	17.81	4.36	3.27
EBIT 增长率	25.08	2.70	2.21	1.92
净利润增长率	39.02	7.74	1.94	1.86
盈利能力 (%)				
毛利率	39.03	35.25	34.73	34.40
净利率	20.21	18.48	18.05	17.81
总资产收益率 ROA	11.20	11.23	10.84	10.47
净资产收益率 ROE	17.68	17.94	17.38	16.85
偿债能力				
流动比率	2.14	2.15	2.23	2.34
速动比率	1.88	1.91	1.99	2.10
现金比率	1.73	1.76	1.87	1.98
资产负债率 (%)	26.13	25.65	24.68	23.78
经营效率				
应收账款周转天数	11.62	11.62	11.62	11.62
存货周转天数	21.02	19.00	19.00	19.00
总资产周转率	0.56	0.63	0.62	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	3.50	3.78	3.85	3.92
每股净资产	19.82	21.05	22.15	23.27
每股经营现金流	5.52	6.51	6.14	6.15
每股股利	2.55	2.75	2.80	2.85
估值分析				
PE	8	8	8	7
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.76	3.39	3.09	2.83
股息收益率 (%)	8.80	9.48	9.67	9.85

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81,655	87,945	89,654	91,321
折旧和摊销	22,874	23,836	26,149	28,548
营运资金变动	2,256	14,162	2,789	-975
经营活动现金流	109,734	129,436	121,998	122,238
资本开支	-27,154	-42,567	-40,735	-42,011
投资	-519	-60	0	0
投资活动现金流	-56,585	-42,627	-40,735	-42,011
股权募资	1,669	0	0	0
债务募资	-8,848	-10,965	-2,200	-1,200
筹资活动现金流	-78,734	-64,827	-59,932	-59,967
现金净流量	-25,248	21,982	21,331	20,260

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。	公司评级	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