

## 煤电产销量稳步增长，所得税增加致业绩略低于预期

2023 年 07 月 14 日

➤ **事件：**2023 年 7 月 14 日，公司发布 2023 年上半年业绩预告。2023 年上半年，公司预计实现归母净利润为 323-343 亿元，同比减少 68-88 亿元，同比降幅为 16.5%-21.4%；预计实现扣非归母净利润为 320-340 亿元，同比减少 65-85 亿元，同比降幅为 16.0%-21.0%。

➤ **业绩预减主因煤炭分部利润同比下降及所得税费用同比增加。**23H1 公司归母净利润同比下降的主要原因是：1) 受煤炭平均销售价格下降、自产煤单位生产成本上涨等因素影响，煤炭分部利润同比有所下降；2) 23H1 所得税费用同比有所增加，据公告测算，21Q3/21Q4/23Q1/23Q2 公司单季度的所得税率分别为 20.8%/38.7%/19.2%/4.5%，其中，21Q4 公司所得税率大幅提高和 23Q2 所得税率大幅下降，主要是因为公司所属部分煤炭公司申请西部大开发企业所得税优惠政策，从而在 2021 年前三季度按照 15% 的优惠税率计算企业所得税，但截至 2021 年末该等煤炭公司尚未取得国家发改委的认定及批复文件，从而改按 25% 的税率计算全年企业所得税，在 2022 年上半年，部分煤炭子公司取得了相关文件，重新按照 15% 的所得税率汇算清缴，从而以前年度多缴税额抵减了当期所得税。根据 21H1 报表计算的所得税率和少数股东损益占比情况，假设 23H1 的所得税率和少数股东损益占净利润比重分别为 17% 和 16%，推算公司 23H1 利润总额同比仅下滑 9.4%-14.7%。

➤ **23H1 国际和中国会计准则下利润差额为 36 亿元，存在上调维简费、安全费计提的可能。**公司据国际会计准则核算的 23H1 归母净利润预计为 359-379 亿元，相比中国会计准则下核算的归母净利润差额为 36 亿元。相比之下，2022 年全年公司在两个会计准则下的归母净利润差额为 32.77 亿元，22H1 差额为 13.31 亿元，因此，我们预计存在上调维简费、安全生产费等费用计提的可能性。

➤ **23Q2 业绩同环比均降。**据公告测算，23Q2 公司归母净利润预计为 136.88-156.88 亿元，同比减少 29.29%-38.31%，环比减少 15.71%-26.46%；扣非归母净利润预计为 134.71-154.71 亿元，同比减少 29.33%-38.47%，环比减少 16.50%-27.30%。

➤ **23H1 煤炭产销量微增，发电量同比大幅增长。**23H1，公司实现商品煤产量和销量 1.61/2.18 亿吨，同比增加 2.0%/3.7%；同期公司发电量/售电量分别为 1002/942.6 亿千瓦时，同比分别增长 18.2%/18.4%。单季度来看，23Q2 商品煤产销量为 0.81/1.10 亿吨，环比增长 0.62%/2.51%；发电量/售电量分别为 4849/4551 亿千瓦时，环比下降 6.23%/6.65%。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 631.44/671.34/686.26 亿元，对应 EPS 分别为 3.18/3.38/3.45 元/股，对应 7 月 14 日收盘价的 PE 分别为 9/9/8 倍，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	333,309	351,726	363,801
增长率 (%)	2.6	-3.3	5.5	3.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	69,626	63,144	67,134	68,626
增长率 (%)	39.0	-9.3	6.3	2.2
每股收益 (元)	3.50	3.18	3.38	3.45
PE	8	9	9	8
PB	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 14 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 28.86 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：lihng@mszq.com

### 相关研究

- 中国神华 (601088.SH) 2023 年一季报点评：盈利稳健，集团资产注入启动值得期待-2023/04/29
- 中国神华 (601088.SH) 2022 年年报点评：盈利分红双轮驱动，估值提升空间广阔-2023/03/26
- 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
- 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
- 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

## 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	333,309	351,726	363,801
营业成本	210,059	214,015	224,577	233,412
营业税金及附加	19,972	16,332	17,235	17,826
销售费用	410	397	419	433
管理费用	9,930	9,333	9,848	10,186
研发费用	3,722	3,333	3,517	3,638
EBIT	100,195	89,690	95,909	98,076
财务费用	877	102	653	700
资产减值损失	-3,372	-1,958	-2,058	-2,140
投资收益	2,420	2,500	2,638	2,729
营业利润	98,138	90,464	96,188	98,328
营业外收支	-1,891	130	130	130
利润总额	96,247	90,594	96,318	98,458
所得税	14,592	16,307	17,337	17,723
净利润	81,655	74,287	78,981	80,736
归属于母公司净利润	69,626	63,144	67,134	68,626
EBITDA	123,069	113,526	122,054	126,609

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,503	169,252	187,751	204,306
应收账款及票据	12,100	10,963	11,569	11,966
预付款项	6,809	6,937	7,280	7,566
存货	12,096	9,804	10,287	10,692
其他流动资产	9,542	9,148	6,875	6,893
流动资产合计	211,050	206,105	223,762	241,423
长期股权投资	49,650	52,150	54,788	57,516
固定资产	248,381	262,156	272,596	282,067
无形资产	52,589	54,112	55,001	55,896
非流动资产合计	410,651	431,883	449,178	465,492
资产合计	621,701	637,988	672,940	706,915
短期借款	5,216	4,716	4,516	4,316
应付账款及票据	38,972	39,706	41,666	43,305
其他流动负债	54,216	45,957	48,206	49,959
流动负债合计	98,404	90,379	94,387	97,580
长期借款	38,438	36,438	34,438	33,438
其他长期负债	25,614	26,082	26,014	25,933
非流动负债合计	64,052	62,520	60,452	59,371
负债合计	162,456	152,899	154,839	156,951
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	65,391	76,534	88,381	100,492
股东权益合计	459,245	485,089	518,101	549,964
负债和股东权益合计	621,701	637,988	672,940	706,915

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	2.65	-3.26	5.53	3.43
EBIT 增长率	25.08	-10.48	6.93	2.26
净利润增长率	39.02	-9.31	6.32	2.22
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	39.03	35.79	36.15	35.84
净利润率	20.21	18.94	19.09	18.86
总资产收益率 ROA	11.20	9.90	9.98	9.71
净资产收益率 ROE	17.68	15.46	15.62	15.27
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.14	2.28	2.37	2.47
速动比率	1.88	2.02	2.12	2.22
现金比率	1.73	1.87	1.99	2.09
资产负债率 (%)	26.13	23.97	23.01	22.20
<b>经营效率</b>				
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	0.53	0.54	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.50	3.18	3.38	3.45
每股净资产	19.82	20.56	21.63	22.62
每股经营现金流	5.52	5.18	5.56	5.62
每股股利	2.55	2.31	2.46	2.51
<b>估值分析</b>				
PE	8	9	9	8
PB	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	3.60	3.90	3.63	3.50
股息收益率 (%)	8.84	8.02	8.52	8.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81,655	74,287	78,981	80,736
折旧和摊销	22,874	23,836	26,144	28,533
营运资金变动	2,256	2,475	2,863	18
经营活动现金流	109,734	102,988	110,394	111,593
资本开支	-27,154	-42,640	-40,608	-41,871
投资	-519	-60	0	0
投资活动现金流	-56,585	-42,166	-40,608	-41,871
股权募资	1,669	0	0	0
债务募资	-8,848	-11,055	-2,200	-1,200
筹资活动现金流	-78,734	-62,073	-51,288	-53,167
现金净流量	-25,248	-1,251	18,498	16,555

## 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