



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 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 1694.42 亿元，同比增长 2.3%；归母净利润 332.79 亿元，同比下降 19.2%。2023 年二季度，公司实现营业收入 824.00 亿元，同比增长 0.89%，环比下降 5.33%；归母净利润 146.67 亿元，同比下降 33.95%，环比下降 21.20%。

➤ **煤炭产品售价下降、成本上升，业务盈利下滑。**2023 年上半年，公司实现商品煤产量 1.61 亿吨，同比增长 2.0%，煤炭销量 2.18 亿吨，同比增长 3.7%；综合销售价格 601 元/吨，同比下降 5.1%；自产煤单位成本为 188 元/吨，同比增长 13.9%，原因系安全生产费、剥离费、人工成本等增长。上半年煤炭业务实现利润总额 317.93 亿元，同比下降 16.6%，毛利率为 32.3%，同比下降 4.8 个百分点。**2023 年二季度**，公司实现商品煤产量 8060 万吨，同比增长 4.9%，环比增长 0.6%；煤炭销量 1.10 亿吨，同比增长 5.7%，环比增长 2.5%；吨煤售价为 563 元/吨，同比下降 9.9%，环比下降 12.2%；吨煤成本为 390 元/吨，同比上升 2.0%，环比下降 8.2%。23Q2 煤炭业务毛利率为 30.8%，同比下降 8.1 个百分点，环比下降 3 个百分点。

➤ **煤矿项目建设、资产收购进展顺利。**截至 2023 年半年度末，公司内蒙古台格庙北区新街一井、二井签订矿业权出让收益合同，新街一井环评报告取得国家生态环境部批复；神东矿区上湾煤矿、补连塔煤矿扩大区资源获取工作有序推进，签订矿业权出让收益分期缴纳合同；李家壕煤矿生产能力由 600 万吨/年核增至 800 万吨/年，通过矿山安全监察局现场核验。此外，公司 2023 年 6 月公告，拟收购控股股东国家能源集团大雁矿业和杭锦能源 100% 股权，涉及煤矿可采储量合计 13.3 亿吨、煤炭产能 2070 万吨/年。若资产收购完成，公司煤炭业务规模将再度扩张，助力业绩成长。

➤ **所得税费用增加影响盈利。**2023 年上半年，公司所得税费用同比增加 30.88 亿元，增幅 47.6%，原因系 22H1 部分煤炭子公司汇算清缴所得税，以前年度多缴税额抵减了当期所得税，导致 22H1 盈利基数较高，23H1 盈利下滑幅度较大。

➤ **电力业务量价齐升，毛利率抬升。**2023 年上半年，公司实现发电量 100.20 十亿千瓦时，同比增长 18.2%；实现总售电量 94.26 十亿千瓦时，同比增长 18.4%。公司推动落实电价改革政策，积极争取高电价电量，23H1 平均售电价格 418 元/兆瓦时，同比增长 1.5%；发电业务实现利润总额 58.00 亿元，同比增长 47.0%；电力业务毛利率为 16.8%，同比上升 2.6 个百分点。2023 年上半年，公司完成台山电力、定州电力共 2 台机组灵活性改造以及台山电力、九江电力、惠州电力共 3 台机组节能改造。2023 年上半年，公司燃煤发电机组（不含煤矸石）供电标准煤耗为 294 克/千瓦时，同比降低 3 克/千瓦时。

推荐

维持评级

当前价格：

27.89 元

相关研究

- 1.中国神华 (601088.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：煤电产销量稳步增长，所得税增加致业绩略低于预期-2023/07/14
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

煤化工盈利下滑。2023 年上半年公司聚烯烃产品销售量 35.14 万吨，同比下降 1.9%，其中聚乙烯销量 18.13 万吨，同比下降 1.3%，售价为 6456 元/吨，同比下降 8.6%；聚丙烯销量为 17.01 万吨，同比下降 2.6%，售价为 5931 元/吨，同比下降 13.9%。上半年煤化工业务实现利润总额 0.32 亿元，同比下降 93.5%。单季度来看，23Q2 公司销售聚乙烯 9.02 万吨，同比下降 2.9%，环比下降 1.0%；销售聚丙烯 8.40 万吨，同比下降 4.4%，环比下降 2.4%。23Q2 公司煤化工业务实现利润总额 0.15 亿元，同比下降 94.5%，环比下降 11.8%。目前公司包头煤制烯烃升级示范项目仍处于开工准备阶段，前期工作基本完成。

投资建议：我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 631.44/671.91/686.74 亿元，对应 EPS 分别为 3.18/3.38/3.46 元/股，对应 2023 年 8 月 25 日的 PE 分别为 9/8/8 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	67,191	68,674
增长率 (%)	39.0	-9.3	6.4	2.2
每股收益 (元)	3.50	3.18	3.38	3.46
PE	8	9	8	8
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 25 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	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	570	631
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	96,271	98,398
营业外收支	-1,891	130	130	130
利润总额	96,247	90,594	96,401	98,528
所得税	14,592	16,307	17,352	17,735
净利润	81,655	74,287	79,049	80,793
归属于母公司净利润	69,626	63,144	67,191	68,674
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	176,140	194,706	211,277
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	212,993	230,718	248,394
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	431,874	449,169	465,483
资产合计	621,701	644,867	679,887	713,877
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	30,932	30,864	30,783
非流动负债合计	64,052	67,370	65,302	64,221
负债合计	162,456	157,749	159,689	161,801
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	65,391	76,534	88,391	100,510
股东权益合计	459,245	487,118	520,198	552,076
负债和股东权益合计	621,701	644,867	679,887	713,877

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	-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	6.41	2.21
盈利能力 (%)				
毛利率	39.03	35.79	36.15	35.84
净利润率	20.21	18.94	19.10	18.88
总资产收益率 ROA	11.20	9.79	9.88	9.62
净资产收益率 ROE	17.68	15.38	15.56	15.21
偿债能力				
流动比率	2.14	2.36	2.44	2.55
速动比率	1.88	2.10	2.19	2.29
现金比率	1.73	1.95	2.06	2.17
资产负债率 (%)	26.13	24.46	23.49	22.67
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	0.53	0.53	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	3.50	3.18	3.38	3.46
每股净资产	19.82	20.67	21.73	22.73
每股经营现金流	5.52	5.19	5.56	5.62
每股股利	2.55	2.31	2.46	2.52
估值分析				
PE	8	9	8	8
PB	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.36	3.64	3.39	3.26
股息收益率 (%)	9.14	8.30	8.83	9.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81,655	74,287	79,049	80,793
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	103,132	110,462	111,650
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	-42,222	-40,608	-41,871
股权募资	1,669	0	0	0
债务募资	-8,848	-6,460	-2,200	-1,200
筹资活动现金流	-78,734	-55,273	-51,288	-53,209
现金净流量	-25,248	5,637	18,566	16,570

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