

中国神华(601088)

报告日期: 2023年09月01日

电力利润提升弥补煤炭业绩压力, 煤电运输一体格局优势凸显

——公司 2023 年中报点评报告

投资要点

□ 事件

2023年8月25日中国神华发布2023年中报, 2023年上半年公司实现营业收入1694.42亿元, 同比增长2.3%, 主要系电力市场推动、外购煤销量增加和高效铁路煤炭运输所致; 实现归母净利润332.79亿元, 同比下降19.2%, 受煤炭价格下降、发电量增长等因素影响, 公司煤炭分部利润总额占比下降、发电分部利润总额占比上升; 扣除非经常性损益后利润为329.7亿元, 同比下降18.6%; 基本每股收益1.675元/股; 加权平均净资产收益率8.59%。

□ 煤炭板块: 利润空间缩窄, 产能持续释放

从煤炭产销上来看, 公司2023年上半年商品煤产量为1.6亿吨, 同比增长2%; 煤炭销售量2.18亿吨, 同比增长3.7%, 其中外购煤销售量0.59亿吨, 同比增长17%。公司销售年度长协、月度长协和现货占比分别为57%、29.2%和8.3%, 2023年上半年年度长协销售量同比增加18.9%。从煤炭价格上来看, 公司自产煤价格为560元/吨, 同比下降5.2%; 外购煤价格为713元/吨, 同比下降7.3%。受煤炭平均销售价格下降影响, 公司煤炭分部营业收入同比下降0.7%; 受自产煤生产成本增长、外购煤销量及采购成本增长影响, 公司煤炭分部营业成本同比增长6.3%, 致使利润空间缩窄, 今年上半年煤炭板块利润总额317.93亿元, 同比下降16.6%。此外, 公司积极推进煤炭资源接续工作, 神东矿区上湾煤矿和补连塔煤矿扩大区资源获取工作的有序推进、李家壕煤矿由600万吨/年核增至800万吨/年的生产能力, 都将使煤炭产能持续释放。

□ 电力板块: 电力利润大幅提升, 加强煤电一体化格局

2023年上半年实现发电量1002亿千瓦时, 同比增长18.2%; 实现总售电量942.6亿千瓦时, 同比增长18.4%, 其中市场化交易电量918.9亿千瓦时, 约占总售电量的97%。公司落实电价改革政策, 积极争取高电价电量, 上半年平均售电价格418元/兆瓦时, 同比增长1.5%。由于售电量和平均售电价格增长, 公司上半年电力板块实现营业收入441.9亿, 同比增加18.9%; 同时由于燃煤采购价格的下降, 公司单位售电成本同比下降3.4%, 电力板块实现58亿元的利润总额, 同比增长47%, 收益大幅提升。公司于2023年上半年末对外商业运营的发电机组总装机容量40353兆瓦, 发电设备利用率进一步提高, 燃煤机组平均利用小时数较去年同期2220小时高289小时, 大大有益于公司售电业务, 加强了公司煤电一体化的经营格局。

□ 运输板块: 成本上升导致盈利能力较有减弱

2023年上半年, 公司铁路分部、港口分部、航运分部分别实现营业收入221.23亿元、32.87亿元、25.79亿元, 同比分别增加5.3%、增加1.5%、下降14.9%; 实现67.93亿、12.1亿、11.8亿元的利润总额, 分别同比下降15%、9.6%、73.3%。板块毛利下降的主要原因分别为铁路修理和人工成本增长、折旧摊销和人工成本增加、平均海运价格的下降和船舶租赁费减少。但是, 随着神朔铁路3亿吨扩能项目、朔黄铁路4.5亿吨扩能改造项目的稳步推进, 铁路运能的增加将使公司运输更加安全畅通, 为后续的物流业务经营能力提供保障; 同时, 港口大物流业务快速发展, 港口分部完成原油、化肥等非煤货物运量607.9万吨, 同比增长124.0%, 也保障了后续港口建设的稳步推进。

□ 盈利预测与估值

预计2023年-2025年, 公司归母净利润670.41/697.51/743.82亿元, 对应EPS分别为3.37/3.51/3.74元/股, 对应PE分别为8.52/8.19/7.68倍。我们认为地缘政治能源危机的情况下, 供给端煤炭供给仍然紧张, 未来随着经济的恢复, 对于煤炭需求增长, 煤炭价格中枢有望上涨并维持在一个较高的水平, 公司较高的长协煤

投资评级: 增持(维持)

分析师: 程娇翼

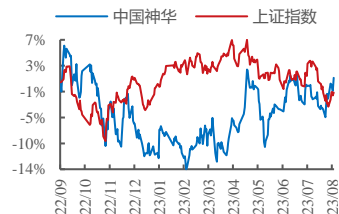
执业证书号: S1230521020002

chengjiaoyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 28.75
总市值(百万元)	571,219.95
总股本(百万股)	19,868.52

股票走势图



相关报告

1 《综合能源民营龙头企业, 未来煤电储能协同发展——永泰能源深度报告》2023.02.04

比例，主营业务的业绩表现有较高确定性，加上较高的分红比例，因此维持“增持”评级

□ **风险提示：**

国家行政干预不确定性风险，绿色能源替代风险，煤炭价格下跌风险，经济恢复不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	344533	354192	379176	404984
(+/-) (%)	2.78%	2.80%	7.05%	6.81%
归母净利润	69626	67041	69751	74382
(+/-) (%)	39.02%	-3.71%	4.04%	6.64%
每股收益(元)	3.50	3.37	3.51	3.74
P/E	8.20	8.52	8.19	7.68

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	211050	232149	266526	306619
现金	170503	185983	220990	258058
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	12100	11612	12083	13431
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	6809	7279	7981	8387
存货	12096	15051	14453	15814
其他	9542	12223	11019	10928
非流动资产	410651	411757	417652	421893
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	49650	48929	48741	49107
固定资产	248381	251439	257424	261400
无形资产	52589	55956	61272	64041
在建工程	22061	18049	14839	12271
其他	37970	37385	35375	35074
资产总计	621701	643906	684178	728512
流动负债	98404	93425	98738	103763
短期借款	5216	4836	4767	4939
应付款项	38972	40332	41685	46070
预收账款	0	0	0	0
其他	54216	48257	52287	52753
非流动负债	64052	58312	60412	60925
长期借款	38438	38438	38438	38438
其他	25614	19874	21974	22487
负债合计	162456	151737	159150	164688
少数股东权益	65391	76973	89024	101875
归属母公司股东权益	393854	415196	436003	461949
负债和股东权益	621701	643906	684178	728512

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	109734	81943	109305	108952
净利润	81655	78623	81802	87233
折旧摊销	22557	19063	20483	21886
财务费用	877	301	22	(275)
投资损失	(2420)	(2420)	(2420)	(2420)
营运资金变动	12792	(12084)	990	(904)
其它	(5727)	(1541)	8428	3433
投资活动现金流	(56585)	(18335)	(25968)	(24008)
资本支出	(6215)	(15169)	(20169)	(20169)
长期投资	(2006)	721	188	(366)
其他	(48364)	(3887)	(5986)	(3474)
筹资活动现金流	(78734)	(48128)	(48330)	(47876)
短期借款	968	(380)	(69)	173
长期借款	(10755)	0	0	0
其他	(68947)	(47748)	(48261)	(48049)
现金净增加额	(25585)	15480	35007	37068

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	344533	354192	379176	404984
营业成本	210059	219644	237723	253826
营业税金及附加	19972	17710	20855	24299
营业费用	410	626	593	610
管理费用	9930	10208	10928	11672
研发费用	3722	3826	4096	4375
财务费用	877	301	22	(275)
资产减值损失	4709	3648	4285	4576
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2420	2420	2420	2420
其他经营收益	864	772	816	817
营业利润	98138	101421	103910	109137
营业外收支	(1891)	(1891)	(1891)	(1891)
利润总额	96247	99530	102019	107246
所得税	14592	20907	20217	20013
净利润	81655	78623	81802	87233
少数股东损益	12029	11582	12051	12851
归属母公司净利润	69626	67041	69751	74382
EBITDA	118814	119149	122664	128757
EPS (最新摊薄)	3.50	3.37	3.51	3.74

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	2.78%	2.80%	7.05%	6.81%
营业利润	25.43%	3.35%	2.45%	5.03%
归属母公司净利润	39.02%	-3.71%	4.04%	6.64%
获利能力				
毛利率	39.03%	37.99%	37.31%	37.32%
净利率	23.70%	22.20%	21.57%	21.54%
ROE	15.39%	14.09%	13.71%	13.66%
ROIC	17.90%	16.72%	16.53%	16.66%
偿债能力				
资产负债率	26.13%	23.57%	23.26%	22.61%
净负债比率	32.03%	33.00%	31.85%	30.93%
流动比率	2.14	2.48	2.70	2.96
速动比率	2.02	2.32	2.55	2.80
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.56	0.57	0.57
应收账款周转率	32.46	31.27	26.38	20.18
应付账款周转率	5.86	5.72	6.01	5.99
每股指标(元)				
每股收益	3.50	3.37	3.51	3.74
每股经营现金	5.52	4.12	5.50	5.48
每股净资产	19.82	20.90	21.94	23.25
估值比率				
P/E	8.20	8.52	8.19	7.68
P/B	1.45	1.38	1.31	1.24
EV/EBITDA	4.05	4.36	4.07	3.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>