

中国神华(601088)

报告日期: 2023年11月07日

# 电力板块实现利润弥补, 新项目投入助力未来发展

## ——中国神华三季度点评报告

### 投资要点

#### □ 事件:

近日, 中国神华发布三季度报告, 2023年前三季度公司实现营业收入2524.67亿元, 同比增长0.8%, 实现归母净利润482.69亿元, 同比下降18.4%; 扣非后归母净利润478.11亿元, 同比下降18.2%。

分季度看, 2023年第三季度, 公司实现营业收入830.25亿元, 同比下降2.22%; 第三季度归母净利润149.90亿元, 同比下降16.68%; 扣非后归母净利润148.41亿元, 同比下降17.10%。

#### □ 煤炭板块: 售价同比下降, 成本同比提高, 利润空间收窄

从煤炭产销上来看, 2023年前三季度公司实现煤炭产量2.42亿吨, 同比增长2.8%; 煤炭销量3.325亿吨, 同比提升7.5%, 其中外购煤销量为0.898亿吨, 同比提高24.7%。前三季度公司年度长协、月度长协、现货销售占比为60.2%, 23.9%, 10.8%, 年度长协、月度长协占比同比增加6.7pct(公司积极相应保供政策)、降低8.3pct。从煤炭价格来看, 前三季度公司年度长协价格505元/吨, 同比下降2.1%; 月度长协价格818元/吨, 同比降低0.2%; 煤炭平均售价583元/吨, 同比下降7.3%。从成本端来看, 前三季度自产煤单吨成本为191元/吨, 同比增长11.9%, 主要原因为露天矿剥离比提高带来剥离作业相关成本增长7.7%、社保缴费政策性增长和员工薪酬增加导致的人工成本增长29.0%、以及安全生产费和外委剥离费等带来的其他成本增长10.1%。前三季度, 煤炭板块实现营业收入为2001.35亿元, 同比增长0.2%; 利润总额444.22亿元, 同比下降20.3%; 毛利率30.4%, 同比下降6.1pct。由此看出, 煤炭板块煤炭售价降低, 成本提高导致利润压缩。

#### □ 电力板块: 售电量增加利润提高, 光伏项目成功投产

2023年前三季度公司总发电量1562.3亿千瓦时, 同比增加9.7%, 总售电量1468.3亿千瓦时, 同比增加9.8%。燃煤发电的平均利用小时数3865小时, 同比增加4.5%, 燃煤电价为416元/兆瓦时, 同比减少0.2%。发电装机容量为40518兆瓦, 新增光伏发电装机容量217兆瓦。电力板块营业收入680.49亿元, 同比增长9.2%, 主要原因为售电量增长; 营业成本558.78亿元, 同比增长6.2%, 主要原因为售电量增长导致的燃煤采购成本增加; 实现利润总额96.65亿元, 同比提高28.9%; 毛利率17.9%, 提高2.3个pct。此外, 胜利能源露天排土场150兆瓦光伏项目已全容量并网发电, 截至2023年三季度末, 累计发电量为0.44亿千瓦时。

#### □ 运输与化工板块: 盈利能力部分大幅减弱, 烯烃项目开工构建一体化经营

2023年前三季度公司铁路分部、港口分部、航运分部、煤化工分部分别实现营业收入329.88亿元、49.78亿元、36.30亿元、45.50亿元, 同比分别增加4.0%、增加4.4%、下降21.6%、下降7.0%; 实现102.67亿元、18.82亿元、1.12亿元、0.43亿元的利润总额, 分别同比下降8.9%、1.7%、79.0%、91.7%。其中航运分部平均海运价格下降与煤化工分部聚烯烃产品平均销售价格下降导致两者利润大幅下降。此外, 包头煤化工煤制烯烃升级示范项目开工, 项目建成投产后将进一步推动本集团煤基新材料产业的发展, 有利于巩固本集团一体化运营模式。

#### □ 盈利预测与估值

预计2023年-2025年, 公司归母净利润622.06/636.95/660.61亿元, 对应EPS分别为3.13/3.21/3.32元/股, 对应PE分别为9.47/9.25/8.92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)

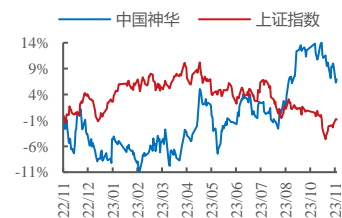
分析师: 程娇翼

执业证书号: S1230521020002  
 chengjiaoyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥29.65
总市值(百万元)	589,101.62
总股本(百万股)	19,868.52

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《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》2023.09.02
- 《主营业务业绩确定性强, 看好未来估值提升》2023.05.05
- 《行业龙头业绩稳步增长, 看好未来估值提升》2023.04.02

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	330093	351110	372636
(+/-) (%)	2.78%	-4.19%	6.37%	6.13%
归母净利润	69626	62206	63695	66061
(+/-) (%)	39.02%	-10.66%	2.39%	3.71%
每股收益(元)	3.50	3.13	3.21	3.32
P/E	8.46	9.47	9.25	8.92

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)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	211050	224545	248827	275901
现金	170503	178120	202683	227702
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	12100	12242	13373	14128
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	6809	7158	7739	8020
存货	12096	14802	14014	15123
其他	9542	12223	11019	10928
<b>非流动资产</b>	410651	411451	417298	421489
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	37078	35021	34670
<b>资产总计</b>	621701	635996	666126	697390
<b>流动负债</b>	98404	92637	97229	101348
短期借款	5216	4836	4767	4939
应付款项	38972	39665	40420	44057
预收账款	0	0	0	0
其他	54216	48136	52043	52352
<b>非流动负债</b>	64052	58312	60412	60925
长期借款	38438	38438	38438	38438
其他	25614	19874	21974	22487
<b>负债合计</b>	162456	150949	157641	162273
少数股东权益	65391	74686	83372	92380
归属母公司股东权益	393854	410361	425112	442737
<b>负债和股东权益</b>	621701	635996	666126	697390

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	109734	73945	98655	96640
净利润	81655	71501	72381	75069
折旧摊销	22557	19063	20483	21886
财务费用	877	360	218	90
投资损失	(2420)	(2614)	(2823)	(3049)
营运资金变动	12792	(11383)	2260	1621
其它	(5727)	(2983)	6135	1022
<b>投资活动现金流</b>	(56585)	(18141)	(25565)	(23380)
资本支出	(6215)	(15169)	(20169)	(20169)
长期投资	(2006)	721	188	(366)
其他	(48364)	(3693)	(5584)	(2845)
<b>筹资活动现金流</b>	(78734)	(48187)	(48527)	(48241)
短期借款	968	(380)	(69)	173
长期借款	(10755)	0	0	0
其他	(68947)	(47807)	(48458)	(48414)
<b>现金净增加额</b>	(25585)	7617	24563	25019

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	344533	330093	351110	372636
营业成本	210059	216009	230507	242734
营业税金及附加	19972	16505	19311	22358
营业费用	410	583	549	562
管理费用	9930	9514	10120	10740
研发费用	3722	3566	3793	4026
财务费用	877	360	218	90
资产减值损失	4709	1650	1756	1863
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2420	2614	2823	3049
其他经营收益	864	772	816	817
<b>营业利润</b>	98138	85292	88495	94129
营业外收支	(1891)	(1173)	(1289)	(1451)
<b>利润总额</b>	96247	84119	87206	92678
所得税	14592	12618	14825	17609
<b>净利润</b>	81655	71501	72381	75069
少数股东损益	12029	9295	8686	9008
<b>归属母公司净利润</b>	69626	62206	63695	66061
EBITDA	118814	103796	108047	114554
EPS (最新摊薄)	3.50	3.13	3.21	3.32

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.78%	-4.19%	6.37%	6.13%
营业利润	25.43%	-13.09%	3.76%	6.37%
归属母公司净利润	39.02%	-10.66%	2.39%	3.71%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.03%	34.56%	34.35%	34.86%
净利率	23.70%	21.66%	20.61%	20.15%
ROE	15.39%	13.18%	12.82%	12.66%
ROIC	17.90%	15.39%	14.99%	14.93%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.13%	23.73%	23.67%	23.27%
净负债比率	32.03%	33.17%	32.16%	31.39%
流动比率	2.14	2.42	2.56	2.72
速动比率	2.02	2.26	2.42	2.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.52	0.54	0.55
应收账款周转率	32.46	30.66	28.54	24.19
应付账款周转率	5.86	5.67	5.97	5.95
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.50	3.13	3.21	3.32
每股经营现金	5.52	3.72	4.97	4.86
每股净资产	19.82	20.65	21.40	22.28
<b>估值比率</b>				
P/E	8.46	9.47	9.25	8.92
P/B	1.50	1.44	1.39	1.33
EV/EBITDA	4.05	5.23	4.90	4.48

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>