

中国神华 (601088)

稳定盈利穿越牛熊周期，高股息煤炭巨头迎价值重估【勘误版】

买入 (维持)

2023年12月20日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书: S0600123070008

liaoqlq@dwzq.com.cn

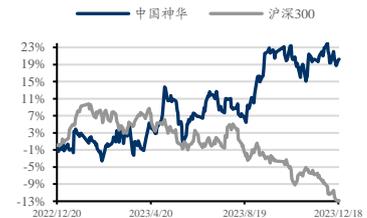
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 344,533 | 342,092 | 349,273 | 370,137 |
| 同比 | 3% | -1% | 2% | 6% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 69,626 | 63,338 | 65,138 | 66,212 |
| 同比 | 39% | -9% | 3% | 2% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 3.50 | 3.19 | 3.28 | 3.33 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 8.77 | 9.65 | 9.38 | 9.23 |

关键词: #股息率高

投资要点

- **煤炭有望新增 7670 万吨/年产能，公司中长期成长可期。**公司煤炭储量 135.3 亿吨，在产产能 3.5 亿吨，权益产能 2.9 亿吨。其中露天矿占比 40%，使得自产煤吨成本维持 176 元的低位。同时煤炭销售近 50% 为下水煤，使得公司煤炭售价较高，大幅提高吨煤利润，2022 年吨毛利 303 元。产能方面，2022 年神山、青龙寺、黄玉川煤矿产能共计核增 460 万吨/年。同时公司拟收购集团两处煤矿资产 (2070 万吨/年)，叠加未来计划新建新街台格庙矿区 (规划产能 5600 万吨/年)，公司中长期成长可期。
- **受益于长协煤销售高占比，公司业绩具备强稳定性。**公司煤炭销售中长协占比高达 86%，因此煤炭售价波动远低于市场水平。悲观情景下，我们测算当港口煤价跌至 871 元/吨时，公司归母净利润将降至 623 亿元，此时公司仍具备较好盈利能力，业绩稳定性较强。
- **煤电联营熨平业绩周期性波动，新增装机强化抗风险能力。**公司现有装机 4035 万千瓦，其中 60% 分布于电量有缺口省份，电力需求较好且电价高。因此，2022 年公司火电机组利用小时数 4379 小时，高于全国平均水平 11.6%，同时加权平均度电售价达 0.416 元。此外，公司主要电厂均分布于煤矿、铁路沿线以及航运直达区域，自供煤比例达 78%，耗煤成本较低。公司持续布局火电资产以强化抗风险能力，我们预计 23-25 年湖南岳阳电厂、广东清远电厂等将陆续投产，合计新增权益装机容量超 750 万千瓦，增幅超 20%。
- **“路港航”联运构筑强大运输网，贡献稳定利润。**公司目前在运营铁路 10 条，总营业里程 2408 公里，货运周转量 2976 亿吨公里；控制并运营黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头，其中黄骅港煤炭吞吐量 2.05 亿吨；并拥有 218 万载重吨自有船舶的航运船队，年航运货运量 1.36 亿吨。2016-2022 年，运输板块稳定贡献毛利超 210 亿元。
- **高分红配置价值凸显，充裕现金流提升特别派息预期。**2014-2022 年公司年均分红率 83%，而 2022 年分红率 72.77%，高于分红承诺的 60%，更远超行业平均水平 44.34%。假设 23 年分红率与 22 年持平，按照 2023 年 12 月 18 日股价，计算得 2023 年股息率 7.57%，对比 2018 年市场低迷时公司股息率 4.32%，以及同样是稳定运营的长江电力相同日期计算 2023 年股息率 5.15%，公司股息率仍存在较大下降空间。预期未来在低利率市场环境下，公司股息率将向长江电力靠拢，预计股息率降低至 5.5% 左右，此时公司股价仍有近 40% 的上涨空间。此外，2023 年公司可自由支配现金预计超 1000 亿元，且短期内不会大幅增加资本性开支，也没有大额偿债需求，现金流充裕稳定，特别派息预期提升。
- **盈利预测与评级：公司业务模式国内外绝无仅有，属于较为稀缺的偏资源型煤电一体化运营公司。**公司经营平稳，且稳定成长，兼具稳定分红特征。我们从三个角度，给予公司价值评估：从 PE 估值法角度，我们预计 23-25 年分别实现归母净利润 633/651/662 亿元，EPS 3.19/3.28/3.33 元，对应 PE 9.65/9.38/9.23 倍。另外，我们采用 EV/EBITDA 估值方法测算，24-25 年目标市值分别为 6862、7367 亿元，较 2023 年 12 月 18 日收盘市值 6110 亿元还有 12.30% 和 20.58% 的上升空间。再者，从股息率角度，如前文所述，我们预期公司股息率有望降低至 5.5% 左右水平，按照当前股息率 7.57% 计算，尚有近 40% 股价涨幅空间。因此考虑公司兼具稳定成长和高股息避险属性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 30.80 |
| 一年最低/最高价 | 26.76/32.56 |
| 市净率(倍) | 1.54 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 507,923.97 |
| 总市值(百万元) | 611,950.41 |

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF) | 19.97 |
| 资产负债率(% ,LF) | 24.72 |
| 总股本(百万股) | 19,868.52 |
| 流通 A 股(百万股) | 16,491.04 |

相关研究

《中国神华(601088): 稳定盈利穿越牛熊周期，高股息煤炭巨头迎价值重估》

2023-12-19

内容目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1. “煤电路港航”全产业链布局，经营护城河深广 | 5 |
| 1.1. 国资央企背景，综合能源生产龙头 | 5 |
| 1.2. 依托煤炭资源禀赋，全产业链运营优势凸显 | 6 |
| 1.3. 煤价中枢显著上移，公司业绩稳步抬升 | 7 |
| 2. 煤炭资源禀赋优越，高比例长协盈利稳健 | 8 |
| 2.1. 资源禀赋优势凸显，产能扩张可期 | 8 |
| 2.2. 成本控制成效显著，构筑深广盈利护城河 | 13 |
| 2.3. 碳中和下煤价中枢抬升，高比例长协锁定盈利 | 16 |
| 3. 煤电联营优势凸显，新增装机强化抗风险能力 | 17 |
| 3.1. 经济结构调整下，火电行业景气度触底反弹 | 17 |
| 3.2. 电力产能稳步扩张，火电资产高效运转 | 19 |
| 3.2.1. 持续布局电力板块，权益装机稳步增长 | 19 |
| 3.2.2. 电力资产贯彻清洁理念，低煤耗凸显成本优势 | 21 |
| 3.3. 自有煤炭直供发电分部，煤电联营锁定产业链利润 | 22 |
| 4. “路港航”联运，产业链优势创造超额利润 | 24 |
| 4.1. 铁路业务对内打造成本优势，对外贡献高额毛利 | 24 |
| 4.2. 三大港口发运接卸联动，奠定产业链枢纽地位 | 26 |
| 4.2.1. 受益于铁路网不断完善，港口板块煤炭下水量维持高位 | 26 |
| 4.2.2. 对内拓宽自有煤下水比例，对外积极拓宽非煤业务 | 27 |
| 4.3. 航运业务完善煤炭运输链条 | 28 |
| 5. 公司投资价值分析 | 29 |
| 5.1. 煤电联营，平抑业绩周期性波动 | 29 |
| 5.2. 公司煤炭售价波动远小于市场水平，业绩稳定性强 | 29 |
| 5.3. 现金流充裕，分红承诺稳定预期 | 30 |
| 5.3.1. 煤价高位运行，公司盈利能力强 | 30 |
| 5.3.2. 短期负债金额较小，偿债压力轻 | 31 |
| 5.3.3. 分红比例稳中有升，可支配现金流充裕提升派息预期 | 31 |
| 5.4. 盈利预测与估值 | 33 |
| 6. 风险提示 | 36 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 截至 23 年 6 月底, 控股股东为国家能源集团 | 5 |
| 图 2: “巨无霸”国能投集团坐拥多项世界第一 | 5 |
| 图 3: 集团资产逐步注入上市公司 | 5 |
| 图 4: 中国神华资源量稳居煤炭上市公司首位 (亿吨) | 6 |
| 图 5: 中国神华煤炭销量稳坐国内煤企鳌头 (亿吨) | 6 |
| 图 6: 中国神华各分部业务构成 | 7 |
| 图 7: 公司合并抵销前各分部营业收入 (亿元) | 7 |
| 图 8: 公司各分部毛利 (亿元) | 7 |
| 图 9: 2023 年 6 月底, 公司神东、准格尔和包头、新街四个矿区储量占比超 90% | 8 |
| 图 10: 2022 年公司吨煤生产成本居行业第二低位 (元/吨) | 14 |
| 图 11: 煤炭总产能中, 露天矿产能占比近四成, 开采成本低 (万吨/年) | 14 |
| 图 12: 自产煤吨毛利自 2015 年起触底反弹, 且近年来维持高位 | 15 |
| 图 13: 2022 年公司自产煤销量占总销量 76% | 15 |
| 图 14: 2022 年公司自产煤毛利占比高达 97% | 15 |
| 图 15: 下水煤吨煤售价远高于铁路直达售价 (元/吨) | 16 |
| 图 16: 下水煤占比维持高位, 提高吨煤盈利能力 | 16 |
| 图 17: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤 FOB 价持续维持高位 (元/吨) | 16 |
| 图 18: 公司长协销量占比变化 (%) | 17 |
| 图 19: 煤炭销售高比例长协定价, 综合售价基本持稳 | 17 |
| 图 20: 2016 年后全社会用电量增速回暖 | 17 |
| 图 21: 火电发电量于 2016 年重回正增长 | 17 |
| 图 22: 火电装机容量占比自 2007 年以来呈下滑趋势 | 18 |
| 图 23: 电力行业煤炭消费量自 2016 年以来震荡上涨 | 18 |
| 图 24: 公司 20-23 年 H1 电力业务量价齐升 | 19 |
| 图 25: 公司 22 年以来发电分部毛利率逐步回升 | 19 |
| 图 26: 中国神华总装机容量变化 (万千瓦) | 19 |
| 图 27: 中国神华历年新增装机容量 (万千瓦) | 19 |
| 图 28: 公司“超低排放”机组比例逐年增大 | 21 |
| 图 29: 全部电力产能为超低排放机组, 煤耗极低 | 21 |
| 图 30: 公司电力资产 60% 火电装机容量分布在有电力缺口省份 (亿千瓦时, %) | 22 |
| 图 31: 公司电厂分布集中在煤炭产区、铁路沿线和沿海沿江地域 | 23 |
| 图 32: 发电分部耗煤约 80% 采购自公司内部 | 23 |
| 图 33: 电厂耗煤总量占煤炭销量比例高达 20% | 23 |
| 图 34: 公司内部采购煤价较现货市场价波动更为平稳 | 24 |
| 图 35: 2022 年公司单位售电燃料成本行业领先 (元/千瓦时) | 24 |
| 图 36: 公司铁路运输网分布图 | 25 |
| 图 37: 铁路分部对外运输规模和占比持续扩大并维稳 | 25 |
| 图 38: 2022 年铁路分部对外收入占比约 32% | 25 |
| 图 39: 公司铁路周转量稳步上升 (亿吨公里) | 26 |
| 图 40: 公司铁路业务 22 年贡献大量毛利 (亿元, %) | 26 |
| 图 41: 公司三大港口下水煤量 (亿吨) | 27 |
| 图 42: 公司自有港口下水煤量占比逐年升高 (%) | 27 |

| | |
|--|----|
| 图 43: 港口分部对外交易收入占比有所提升(亿元, %) | 27 |
| 图 44: 航运分部货运量以及货运结构(万吨, %) | 28 |
| 图 45: 航运分部收入和毛利润变化(亿元, %) | 28 |
| 图 46: 中信动力煤、火电归母净利润及煤价 | 29 |
| 图 47: 煤炭和发电业务总毛利及煤炭、发电业务毛利率 | 29 |
| 图 48: 对港口现货价及公司月度长协价均取对数 ln 求解两者波动相关性 | 30 |
| 图 49: 公司净利润自 2015 年底起逐步回升 | 31 |
| 图 50: 公司资产负债率多年来保持较低水平 | 31 |
| 图 51: 2012-2023H1 经营活动产生现金流净额(亿元,%) | 31 |
| 图 52: 利息保障倍数攀升至 35 倍 | 31 |
| 图 53: 公司 2022 年股利支付率接近 73% | 32 |
| 图 54: 2022 年公司分红率远高于行业平均 | 32 |
| | |
| 表 1: 公司各矿区资源储量一览(截至 2023 H1) | 8 |
| 表 2: 中国神华资源保有量和可采储量均居煤炭上市公司首位(截至 2022 年) | 9 |
| 表 3: 截至 2022 年底公司矿井产能情况(万吨, %) | 10 |
| 表 4: 中国神华可以对集团的现有未上市资产行使优先交易及选择权的资产 | 12 |
| 表 5: 集团声明待注入上市公司煤矿资产一览 | 12 |
| 表 6: 公司自产煤成本维持低位运行 | 13 |
| 表 7: 2023H1 年公司长协及现货销量情况 | 17 |
| 表 8: 公司资本开支情况(亿元) | 19 |
| 表 9: 公司电力资产装机容量变动梳理(万千瓦, %) | 20 |
| 表 10: 公司发电分部资产梳理(万千瓦, %) | 21 |
| 表 11: 中国神华铁路资产一览(截至 2023 年 6 月) | 25 |
| 表 12: 2022 年公司经营资产前提下未来煤价变动敏感性测试 | 30 |
| 表 13: 2023 年股息率测算(2023/12/18) | 32 |
| 表 14: 公司 EV/EBITDA 企业价值倍数估值法估值(2023/12/18) | 34 |
| 表 15: 中国神华各分部估值(2023/12/18) | 34 |
| 表 16: 公司各业务板块对标上市公司平均企业价值倍数(倍)(2023/12/18) | 35 |

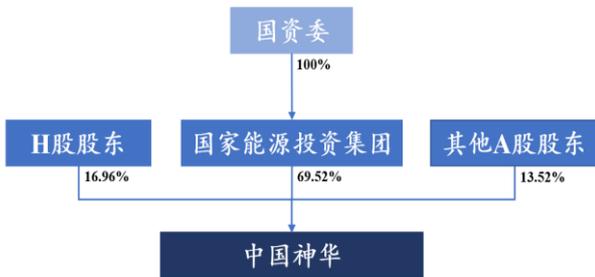
1. “煤电路港航”全产业链布局，经营护城河深广

1.1. 国资央企背景，综合能源生产龙头

背靠国家能源集团，A+H 股综合能源上市公司。中国神华能源股份有限公司（简称中国神华）成立于 2004 年 11 月，分别于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月在港交所和上交所上市。公司控股股东为国家能源集团，截至 2023 年 6 月底，持股比例 69.52%，实际控制人为国务院国资委。

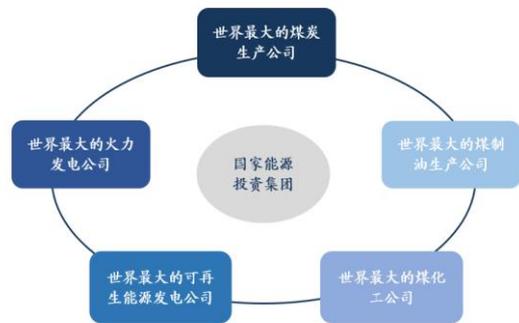
公司原控股股东为神华集团，2017 年，经国务院批准，神华集团与中国国电集团合并重组为国家能源投资集团有限责任公司（国家能源集团），作为重组后的母公司，吸收合并中国国电集团。重组后国家能源集团在煤炭产量、发电装机容量及煤制油化工产品产量方面均居领先地位，由此上市公司在全产业链布局上具备先天优势。

图1：截至 23 年 6 月底，控股股东为国家能源集团



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：“巨无霸”国能投集团坐拥多项世界第一



数据来源：新华网，东吴证券研究所

历经多次资产注入和兼并收购，逐步缔造世界级综合能源上市平台。自成立以来，公司积极整合母公司国家能源集团在煤炭、电力、运输等领域的优质资产，及集团外相关优质标的，通过资产注入和兼并收购等方式不断壮大上市公司业务规模，积极布局上下游产业，逐步发展成为世界首屈一指的综合能源供应商。

图3：集团资产逐步注入上市公司

| 事件/收购 | 时间 | 描述 |
|----------------|----------|--|
| 公司成立 | 2004年11月 | 公司由神华集团独家发起，于2004年11月18日在北京注册成立。 |
| 港股上市 | 2005年6月 | 2005年6月15日在港交所成功上市，首次发行33.99亿股，股票代码“1088.HK” |
| 收购华东电力、东胜煤炭等 | 2007年7月 | 公司斥资33.3亿元向神华集团收购华东电力及华府东胜煤炭100%股权。 |
| A股上市 | 2007年10月 | 公司于2007年10月9日于上交所成功上市，首次发行18亿股，股票代码“601088.SH”。 |
| 收购绥中发电、盘山发电等 | 2008年3月 | 公司斥资8.7亿人民币向辽宁电力和河北电网收购绥中发电15%股权及国华盘山发电15%股权。 |
| 收购蒙家沟矿业、洁净煤公司等 | 2010年12月 | 公司斥资87亿向神华集团及其下属公司收购煤炭及电力领域10家子公司，包括蒙家沟矿业及洁净煤公司等。 |
| 收购洛阳电力 | 2011年4月 | 公司以现金收购方式，斥资9.7亿收购华阳投资（香港）全资子公司洛阳电力51%股权。 |
| 收购太仓公司、巴彦淖尔公司等 | 2012年3月 | 公司斥资34.5亿收购神华集团下属公司所持四家电力及煤炭相关公司股权或资产，包括“国华太仓、神华香港、巴彦淖尔公司”等。 |
| 收购包头公司及九江电力 | 2013年12月 | 公司斥资93.2亿收购神华集团所持包头公司100%股权及国华电力所持九江电力100%股权。 |
| 收购宁东电厂、徐州电厂等 | 2015年12月 | 公司斥资53.9亿收购神华集团下属公司所持宁东电厂100%股、徐州电厂100%股权及舟山电厂100%股权。 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

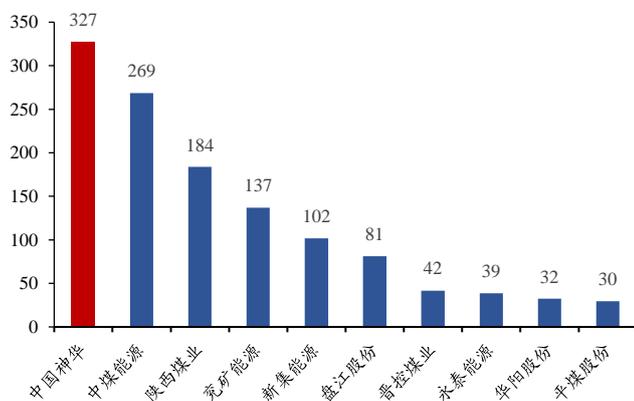
1.2. 依托煤炭资源禀赋，全产业链运营优势凸显

公司立足煤炭生产和销售，积极布局下游电力、铁路、港口、航运、煤化工等业务，逐步构筑“煤炭生产——煤炭运输（铁路、港口、航运）——煤炭转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，“煤电运化”四位一体业务模式构筑公司强大核心竞争力。

坐拥丰富煤炭资源，核心资产打造超长久期。资源方面，截至 2023 年 6 月，公司煤炭保有资源量达 327.4 亿吨、可采储量达 135.3 亿吨，资源储量居国内煤炭上市公司首位。若按照中国神华煤炭保有可采储量 135.3 亿吨及 2022 年产量 3.13 亿吨测算，其煤炭业务经营年限有望超过 40 年。

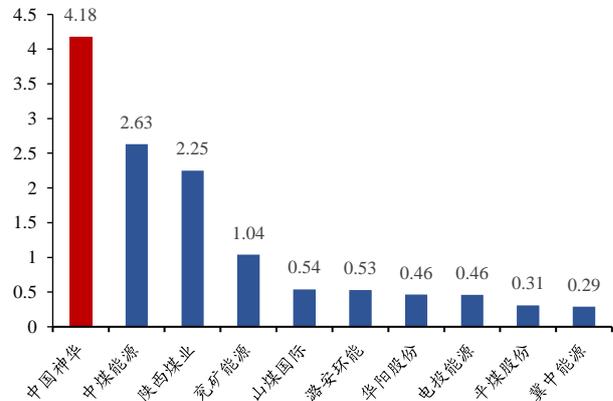
销量方面，2022 年公司煤炭销售量 4.18 亿吨，其中国内煤炭销售量 4.12 亿吨，占同期全国煤炭销量 44.8 亿吨的 9.19%，稳居国内煤炭企业销量鳌头。

图4：中国神华资源量稳居煤炭上市公司首位（亿吨）



数据来源：各家煤企公司公告，东吴证券研究所
注：时间截至 2023 年 6 月 30 日

图5：中国神华煤炭销量稳坐国内煤企鳌头（亿吨）



数据来源：各家煤企公司公告，东吴证券研究所
注：销量数据采用 2022 年数据

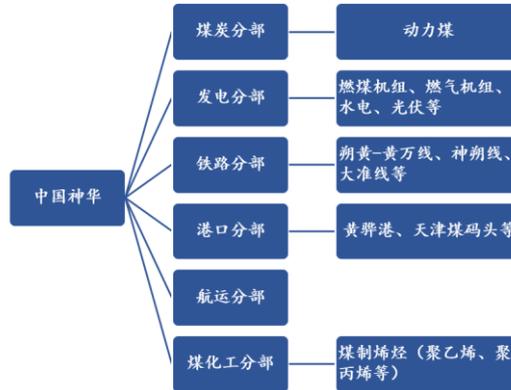
公司控制运营大规模大容量清洁燃煤机组，积极推进新能源发电业务发展。公司电力装机以煤电为主，拥有 17 家燃煤电厂，其中国内 16 家、海外 1 家。同时，公司注重清洁能源的发展，拥有 1 家燃气电厂、1 家水电厂，并已经陆续在山西、江浙、两湖等地投资风电、光伏项目。截至 2023 年上半年，公司控制并运营的发电机组装机容量达 4035.3 万千瓦。

“路港航”协同降低运输成本，构筑自产煤成本护城河。铁路方面，公司铁路网围绕主要煤炭基地打造，目前在运营铁路 10 条，总营业里程约 2408 公里。港口方面，公司控制并运营黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头等多个综合港口和码头，其中黄骅港为北方最大的煤炭下水港之一，下水量近四年连续位居全国首位。航运方面，公司拥有约 218 万载重吨自有船舶的航运船队，年航运货运量达 1.36 亿吨。完善的铁路、港口、航运运输网络有效降低了公司煤炭运输成本，自产煤成本优势凸显。

煤化工业务打造煤炭产业链下游应用。公司煤化工板块产品主要包括聚乙烯（产能约 30 万吨/年）、聚丙烯（产能约 30 万吨/年）及其他少量副产品。煤制烯烃项目的甲醇

制烯烃（MTO）装置是国内首创的大规模甲醇制烯烃装置。公司煤制烯烃项目生产所用燃料煤及原料煤全部由集团内部供应，煤炭运输和产品外运均使用铁路专线，保证原料供应和产品外送。

图6：中国神华各分部业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 煤价中枢显著上移，公司业绩稳步抬升

受益于供给侧改革，煤炭落后产能加速退出，行业供给弹性减弱，近年来煤价中枢显著上移，行业盈利水平得到改善。公司营业收入从2016年1831亿元升至2022年3445亿元，CAGR达11%。其中，2019年公司与国电电力以各自持有的火电公司股权及资产共同组建合资公司，当年营收受财报合并范围变化影响同比下滑。2021-2022年，受益于煤炭行业高景气，煤价中枢抬升并维持高位，拉动公司营收大幅提升。2021年公司实现营收3356亿元，同比增长44%。2022年营收在2021年高基数的基础上继续同比增长2.5%。2023年上半年，公司实现营收1694亿元，同比增长2.3%。

2023年上半年，煤炭业务实现毛利430.61亿元，占比71%，电力和铁路分部分别占比12%和14%。煤炭、电力和铁路三大业务板块占比高达97%，贡献公司主要利润。

图7：公司合并抵销前各分部营业收入（亿元）

图8：公司各分部毛利（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 煤炭资源禀赋优越，高比例长协盈利稳健

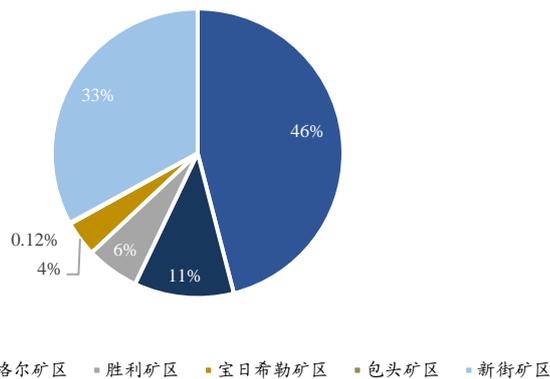
2.1. 资源禀赋优势凸显，产能扩张可期

煤炭资源分布集中，六大矿区储量丰富。公司国内矿井资产主要分布在内蒙古和陕西两个产煤大省，目前拥有六大矿区：神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区、包头矿区以及新街矿区。

一方面，公司煤矿资源分布集中：截至 2023 年 6 月底，六大矿区中国标准下保有资源量达 327.4 亿吨，其中神东、准格尔和包头、新街四个矿区分布在内蒙古和陕西两省交界，大部分煤矿分布在直径 500 公里范围内，四个矿区资源保有量总和达 295.2 亿吨，占总资源比重超 90%。

另一方面，公司煤矿资源禀赋优异：以神东矿区为例，神东煤炭具有“三低一高”的特点，即特低灰、特低硫、特低磷、中高发热值，是优质的动力、化工和冶金用煤。此外，公司众多煤矿埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单，开采成本较低。

图9：2023年6月底，公司神东、准格尔和包头、新街四个矿区储量占比超90%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司煤矿资源储量丰富，资源保有量和可采储量均居国内首位，新街台格庙矿区完成资源储量评审后将进一步提升公司资源储量。截至 2023 年 6 月，中国神华煤炭资源储量 327.4 亿吨、可采储量 135.3 亿吨，可售储量（JORC 标准）96.4 亿吨。

表1：公司各矿区资源储量一览（截至 2023 H1）

| 矿区 | 保有资源量（中国标准/亿吨） | 可采储量（中国标准/亿吨） | 煤炭可售储量（JORC 标准/亿吨） | 主要煤种 |
|----------------|----------------|---------------|--------------------|---------|
| 已投产矿区 | | | | |
| 神东矿区 | 150.6 | 85.1 | 64.5 | 长焰煤/不粘煤 |
| 准格尔矿区 | 36.2 | 28.7 | 20.9 | 长焰煤/不粘煤 |
| 胜利矿区 | 19.3 | 12.9 | 2.3 | 褐煤 |
| 宝日希勒矿区 | 12.9 | 8.3 | 8.5 | 褐煤 |
| 包头矿区 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 贫瘦煤 |
| 已投产矿区合计 | 219.4 | 135.3 | 96.4 | |

新批复未投产矿区

| | | | | |
|-----------|--------------|--------------|-------------|-----|
| 新街矿区 | 108 | - | - | 不粘煤 |
| 合计 | 327.4 | 135.3 | 96.4 | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：中国神华资源保有量和可采储量均居煤炭上市公司首位（截至 2022 年）

| 公司 | 保有资源量（中国标准/亿吨） | 可采储量（中国标准亿吨） | 产量（2022 年/亿吨） | 可采年限（以 2022 年产量测算/年） |
|-------------|----------------|--------------|---------------|----------------------|
| 中国神华 | 329.0 | 138.9 | 3.13 | 44 |
| 中煤能源 | 268.6 | 140.0 | 1.19 | 117 |
| 陕西煤业 | 183.7 | 106.1 | 1.57 | 67 |
| 兖矿能源 | 136.9 | 43.3 | 1.00 | 43 |
| 盘江股份 | 81.3 | 39.4 | 0.12 | 337 |
| 晋控煤业 | 41.7 | 19.2 | 0.33 | 59 |
| 新集能源 | 44.2 | 18.6 | 0.18 | 101 |
| 冀中能源 | 29.3 | 6.2 | 0.26 | 24 |
| 永泰能源 | 38.6 | 25.5 | 0.11 | 231 |
| 华阳股份 | 32.3 | 15.1 | 0.47 | 32 |
| 潞安环能 | 23.3 | 9.0 | 0.53 | 17 |
| 山煤国际 | 21.6 | 8.3 | 0.41 | 20 |
| 平煤股份 | 29.6 | 16.4 | 0.31 | 54 |
| 昊华能源 | 21.1 | 11.4 | 0.15 | 77 |
| 兰花科创 | 17.3 | 7.7 | 0.11 | 67 |
| 上海能源 | 12.9 | 6.0 | 0.06 | 100 |
| 恒源煤电 | 10.2 | 4.8 | 0.07 | 69 |
| 开滦股份 | 7.3 | 3.9 | 0.03 | 110.9 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2022 年底，公司矿井总产能约 3.5 亿吨，权益产能超过 2.9 亿吨。国内煤矿资产方面，截至 2022 年底，公司拥有处于在产状态的煤矿 26 家，煤矿核定产能共计 3.49 亿吨，权益产能达到 2.9 亿吨。其中产能 1000 万吨/年及以上的矿井 14 座，占比 54%，表明公司产能结构中先进产能占主导地位；而能源局公布的全国矿井产能名单中，该规模矿井合计 52 座，公司占比超 1/4。

公司全资持有的矿井中，3 座于 2022 年核增产能、1 座于 2023 年核增产能。2022 年 4 月，神山、青龙寺、黄玉川三处煤矿分别获批核增 60 万吨、100 万吨、300 万吨；增幅分别为 100%、33.33% 和 30%。2023 年，李家壕煤矿产能由 600 万吨/年核增至 800 万吨/年，增幅 33.33%。

表3: 截至 2022 年底公司矿井产能情况 (万吨、%)

| 煤矿名称 | 产能 (万吨) | 权益占比 | 权益产能 (万吨) |
|-------------------------------------|--------------|------|--------------|
| 神东矿区 | 19720 | | 19121 |
| 神东煤炭集团 14 家: | | | |
| 中国神华能源股份有限公司补连塔煤矿 | 2800 | 100% | 2800 |
| 中国神华能源股份有限公司布尔台煤矿 | 2000 | 100% | 2000 |
| 中国神华能源股份有限公司上湾煤矿 | 1600 | 100% | 1600 |
| 中国神华能源股份有限公司万利一矿 | 1000 | 100% | 1000 |
| 中国神华能源股份有限公司乌兰木伦煤矿 | 510 | 100% | 510 |
| 中国神华能源股份有限公司柳塔煤矿 | 300 | 100% | 300 |
| 中国神华能源股份有限公司金烽寸草塔煤矿 (寸草塔一矿) | 450 | 100% | 450 |
| 中国神华能源股份有限公司寸草塔煤矿 (寸草塔二矿) | 240 | 100% | 240 |
| 中国神华能源股份有限公司神山露天煤矿 | 120 | 100% | 120 |
| 中国神华能源股份有限公司哈拉沟煤矿 | 1600 | 100% | 1600 |
| 中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿活鸡兔井 | 1500 | 100% | 1500 |
| 中国神华能源股份有限公司榆家梁煤矿 | 800 | 100% | 800 |
| 中国神华能源股份有限公司石圪台煤矿 | 1200 | 100% | 1200 |
| 中国神华能源股份有限公司大柳塔煤矿大柳塔井 | 1800 | 100% | 1800 |
| 包头矿业 1 家: | | | |
| 神华集团包头矿业有限责任公司李家壕煤矿 | 800 | 100% | 800 |
| 锦界能源 1 家: | | | |
| 陕西国华锦界能源责任有限公司锦界煤矿 | 1800 | 100% | 1800 |
| 榆林神华 2 家: | | | |
| 榆林神华能源有限责任公司郭家湾煤矿 | 800 | 50% | 400.8 |
| 榆林神华能源有限责任公司青龙寺煤矿 | 400 | 50% | 200.4 |
| 其他 | | | |
| 包头矿区 | 210 | | 120 |
| 包头矿业 2 家: | | | |
| 神华集团包头矿业有限责任公司露天煤矿 | 120 | 100% | 120 |
| 神华集团包头矿业有限责任公司阿刀亥煤矿 | 90 | 100% | |
| 准格尔矿区 | 8700 | | 5972 |
| 哈尔乌素分公司 1 家: | | | |
| 中国神华能源哈尔乌素分公司 (哈尔乌素露天矿) | 3500 | 100% | 3500 |
| 准格尔能源公司 1 家: | | | |
| 神华准格尔能源有限责任公司黑岱沟露天矿 | 3400 | 58% | 1972 |
| 神东煤炭集团 1 家: | | | |
| 神华能源股份有限公司保德煤矿 (19/9/25 安全生产许可证被注销) | 500 | 100% | 500 |

国能亿利能源 1 家:

| | | | |
|-------------------------|--------------|-----|--------------|
| 国能亿利能源有限责任公司黄玉川煤矿 | 1300 | 51% | 663 |
| 宝日希勒矿区 | 3500 | | 1981 |
| 神宝能源公司 1 家 | | | |
| 神华宝日希勒能源有限公司露天煤矿 | 3500 | 57% | 1981 |
| 胜利矿区 | 2800 | | 1764 |
| 北电胜利能源公司 1 家 | | | |
| 中国神华能源股份有限公司胜利一号露天矿 | 2800 | 63% | 1764 |
| 国内产能小计 (万吨/年) | 34930 | | — |
| 国内权益产能小计 (万吨/年) | — | | 28959 |
| 海外煤矿 | 200 | | 140 |
| 印尼 | 200 | 70% | 140 |
| 目前在产总产能 (万吨/年) | 35130 | | — |
| 目前在产总权益产能 (万吨/年) | — | | 29099 |

数据来源: 公司公告, 国家能源局, 东吴证券研究所

集团未上市产能存在注入预期, 叠加新街台格庙矿区投产, 上市公司远期产能或达 5.2 亿吨/年。2004 年, 公司与控股股东国家能源集团签订《避免同业竞争协议》, 并于 2018 年 3 月签订《避免同业竞争协议之补充协议》。公司作为集团下属煤炭业务的整合平台, 集团承诺不与公司在国内外任何区域内的主营业务发生竞争。根据承诺, 公司将于集团完成整合后 5 年内优先对前对原神华集团及其附属企业的 14 项资产启动收购工作。2023 年 4 月, 公司签订《避免同业竞争协议之补充协议 (二)》, 计划将解决同业竞争问题期限由 2023 年延长至 2028 年。其中宁东电力 100% 股权、徐州电力 100% 股权、舟山电力 51% 股权三项资产的收购已于 2015 年完成。

2023 年, 公司推进收购控股股东国家能源集团持有的内蒙古大雁矿业和杭锦能源 100% 股权, 收购完成后将贡献产能增量超 2070 万吨/年。

- 1) 内蒙古大雁矿业:** 国家能源集团全资持股, 拥有 2 处生产煤矿, 为雁南矿和扎尼河露天矿。截至 2022 年末, 该两处煤矿中国标准下保有可采储量 4.1 亿吨, 煤炭生产能力 1070 万吨/年; 2022 年商品煤产量约 870 万吨。另外, 大雁矿业有 3 处探矿权, 分别为伊敏河东区后备井、伊敏河东区二井、伊敏河东区外围。
- 2) 杭锦能源:** 国家能源集团全资持股, 拥有 1 处在建煤矿, 为塔然高勒煤矿, 截至 2022 年末, 该处煤矿中国标准下保有可采储量 9.2 亿吨, 在建产能规模 1000 万吨/年。2022 年杭锦能源外购煤销量约 1000 万吨。

表4: 中国神华可以对集团的现有未上市资产行使优先交易及选择权的资产

| 资产 | 资产 (只包括除常规能源发电业务以外的资产) | 收购状态 |
|------|---|-------|
| 资产一 | 原神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51% 股权 | 未启动收购 |
| 资产二 | 原神华集团所持神华国能集团有限公司 100% 股权 | 未启动收购 |
| 资产三 | 原神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100% 股权 | 未启动收购 |
| 资产四 | 原神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100% 股权 | 未启动收购 |
| 资产五 | 原神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100% 股权 | 未启动收购 |
| 资产六 | 原神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100% 股权 | 未启动收购 |
| 资产七 | 原神华集团所持神华集团包头矿业有限责任公司 100% 股权 | 未启动收购 |
| 资产八 | 原神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51% 股权 | 未启动收购 |
| 资产九 | 原神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100% 股权 | 已启动收购 |
| 资产十 | 原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持国华徐州发电有限公司 100% 股权 | 已收购 |
| 资产十一 | 原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持宁夏国华宁东发电有限公司 100% 股权 | 已收购 |
| 资产十二 | 原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持神华国华 (舟山) 发电有限责任公司 51% 股权 | 已收购 |
| 资产十三 | 原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持江苏国华高资发电有限公司 45% 股权 | 未启动收购 |
| 资产十四 | 原神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49% 股权 | 未启动收购 |
| 其他 | 原国电集团持有的与中国神华主营业务直接或间接构成竞争的非上市业务 (但不包括内蒙古平庄能源股份有限公司的相关资产) | 未启动收购 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

远期产能方面, 公司内蒙古新街台格庙矿区总体规划于 2017 年 8 月得到发改委批复, 规划产能为 5600 万吨。其中, 新街台格庙矿区南区, 以及北区新街一井、二井已分别于 21 年 4 月和 22 年 5 月取得探矿权证。此外, 待收购企业的煤矿资产核定产能总计达 10795 万吨/年, 权益产能 6805 万吨/年。在未来收购计划和新项目投产全部顺利实施的乐观假设下, 公司远期煤炭产能或达 5.2 亿吨/年。

表5: 集团声明待注入上市公司煤矿资产一览

| 煤矿名称 | 产能 (万吨/年) | 公司权益占比 (%) | 权益产能 (万吨/年) | 计划收购情况 |
|-------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| 神华乌海能源有限责任公司 | 1535 | | 1394 | |
| 神华集团海勃湾矿业有限责任公司公乌素煤矿三号井 | 270 | 100% | 270 | |
| 神华集团海勃湾矿业有限责任公司露天煤矿 | 210 | 100% | 210 | |
| 神华集团海勃湾矿业有限责任公司平沟煤矿 | 180 | 100% | 180 | |
| 神华集团海勃湾矿业有限责任公司老石旦煤矿 | 150 | 100% | 150 | |
| 神华集团海勃湾矿业有限责任公司露天煤矿三采区 | 45 | 100% | 45 | |
| 神华集团乌达五虎山矿业有限责任公司五虎山煤矿 | 200 | 65% | 130 | |
| 神华集团乌达矿业有限责任公司黄白茨煤矿 | 180 | 100% | 180 | |
| 神华蒙西煤化股份有限公司棋盘井煤矿 | 300 | 76% | 229.02 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司 | 7675 | | 3914 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司梅花井煤矿 | 1200 | 51% | 612 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿一号井 | 900 | 51% | 459 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司枣泉煤矿 | 800 | 51% | 408 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司清水营煤矿 | 500 | 51% | 255 | |

| | | | | |
|----------------------------|--------------|----------|--------------|-----------------------------------|
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司灵新煤矿 | 320 | 51% | 163.2 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司羊场湾煤矿二号井 | 300 | 51% | 153 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司石沟驿煤业分公司 | 0 | 51% | 0 | |
| 神华宁夏煤业集团红石湾煤矿 | 60 | 51% | 30.6 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司金能煤业分公司 | 340 | 51% | 173.4 | |
| 神华宁夏煤业集团白茆沟煤矿 | 160 | 51% | 81.6 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司大峰露天煤矿 | 95 | 51% | 48.45 | |
| 神华宁夏煤业集团有限责任公司金凤煤矿 | 400 | 51% | 204 | |
| 神华宁夏煤业集团红柳煤矿（试运转） | 800 | 51% | 408 | |
| 神华宁夏煤业集团麦垛山煤矿（试运转） | 800 | 51% | 408 | |
| 神华宁夏煤业集团石槽村煤矿（试运转） | 600 | 51% | 306 | |
| 神华宁夏煤业集团双马一矿（试运转） | 400 | 51% | 204 | |
| 神华新疆能源有限责任公司 | 585 | | 496.8 | |
| 神华新疆能源有限责任公司苇湖梁煤矿 | 135 | 100% | 135 | 计划集团层面完成整合后 10 年内启动收购新疆能源 100% 股权 |
| 神华新疆能源有限责任公司昌吉屯宝煤矿 | 270 | 100% | 270 | |
| 神华天电矿业有限公司宽沟煤矿 | 180 | 51% | 91.8 | |
| 杭锦能源有限责任公司 | 1000 | 1 | 1000 | 计划集团层面完成整合后 10 年内启动收购杭锦能源 100% 股权 |
| 国家能源集团杭锦能源有限责任公司塔然高勒煤矿（在建） | 1000 | 1 | 1000 | |
| 目前总产能（万吨/年） | 10795 | | 6805 | |

数据来源：公司公告，国家能源局，东吴证券研究所

2.2. 成本控制成效显著，构筑深广盈利护城河

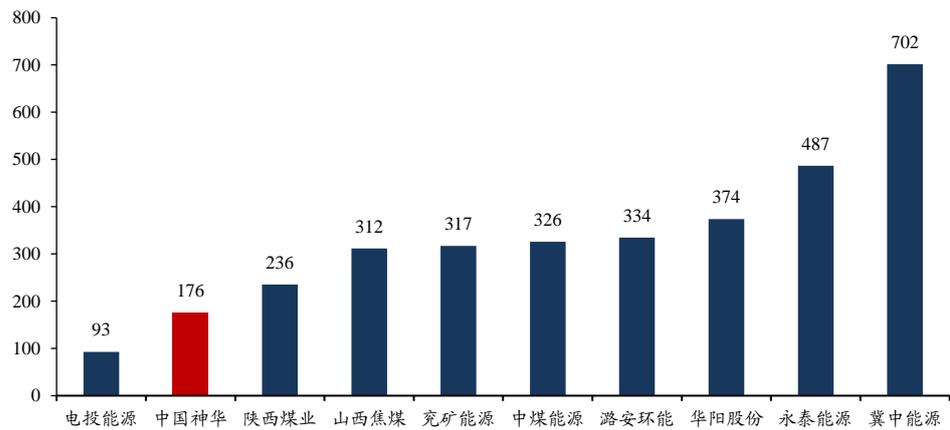
自产煤成本低位运行，居行业第二低位。公司坚持优化生产、实施精细化成本管控，有效地控制自产煤单位成本增长。2022 年公司自产煤单位成本 176.3 元/吨，同比上涨 13.38%，但在 A 股上市的众多煤炭生产企业中，中国神华吨煤成本仍是行业第二低，仅次于电投能源。

表6：公司自产煤成本维持低位运行

| 吨煤成本（元/吨） | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 自产煤生产成本 | 127.6 | 119.5 | 108.9 | 108.5 | 113.4 | 118.8 | 128.6 | 155.5 | 176.3 |
| 自产煤生产成本增幅 | 2.49% | -6.35% | -8.87% | -0.37% | 4.52% | 4.76% | 8.25% | 20.92% | 13.38% |
| 其中：原料燃料及动力 | 24.6 | 20.6 | 18.3 | 17.9 | 23 | 26.2 | 27.1 | 28.2 | 30.7 |
| 人工成本 | 15.4 | 17.7 | 17.6 | 18.8 | 21.2 | 27 | 27.8 | 36.6 | 44.8 |
| 折旧及摊销 | 24.5 | 24.4 | 19.7 | 17.5 | 18.5 | 19 | 18.3 | 19.7 | 21.6 |
| 其他 | 63.1 | 56.8 | 53.3 | 54.3 | 50.7 | 46.6 | 46 | 60.9 | 69.1 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

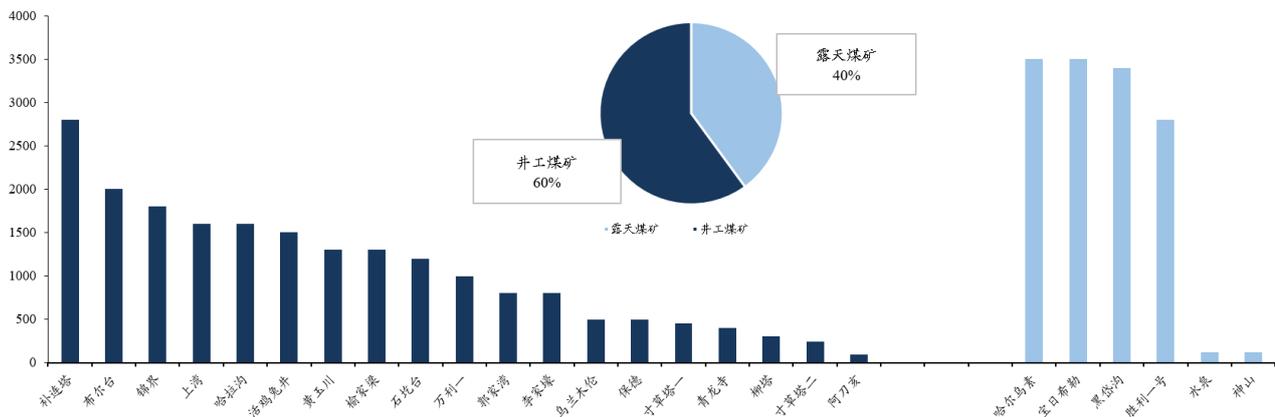
图10: 2022年公司吨煤生产成本居行业第二低位(元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

高占比露天矿为降低开采成本提供先天优势, 助力吨煤成本维持低位。煤矿按照煤层与地表距离分为露天煤矿和井工煤矿, 露天煤矿由于煤层较浅, 相比井工煤矿开采难度小、开采成本低。截至 2022 年底, 公司已投产矿井中产能最大的三家均属于露天煤矿, 公司全部露天煤矿产能占总产能的 40%, 开采成本客观优势凸显。

图11: 煤炭总产能中, 露天矿产能占比近四成, 开采成本低(万吨/年)

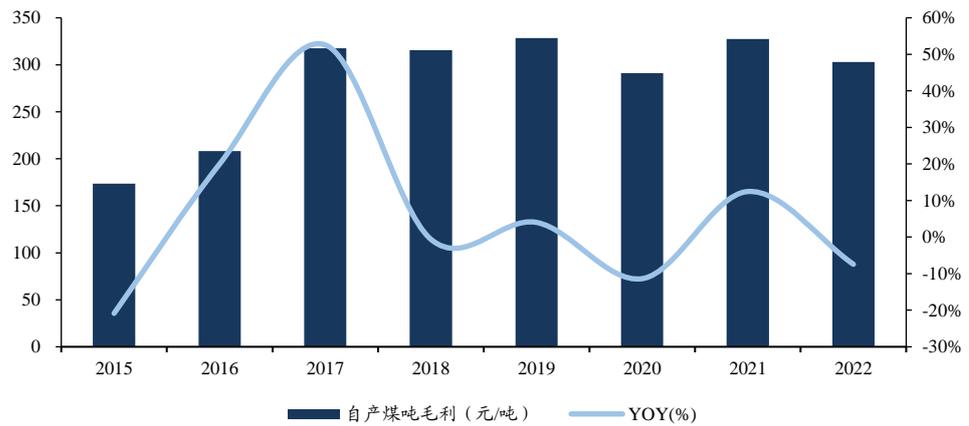


数据来源: 公司公告, 国家能源局, 东吴证券研究所

注: 产能数据采用 2022 年数据

自产煤吨毛利自 2015 年起触底反弹, 且近年来维持高位。受益于供给侧改革, 16 年以来煤炭价格持续上涨, 叠加公司自身不断加强成本管理, 自产煤单吨毛利从 2015 年开始触底反弹, 之后震荡上升, 近年来维持高位水平。2022 年公司自产煤吨毛利 303 元/吨, 较 2015 年的 173.4 元/吨上升 74.74%。

图12: 自产煤吨毛利自 2015 年起触底反弹, 且近年来维持高位



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自产煤销量高占比, 有效提高公司盈利能力。自产煤成本主要受公司控制, 而外购煤成本由市场煤价决定, 因此自产煤吨毛利大幅高于外购煤吨毛利。2022 年, 公司自产煤销量达 3.16 亿吨, 占煤炭总销量比例 76%, 而自产煤吨毛利达 302.6 元/吨, 远高于外购煤吨毛利 25.1 元/吨, 因此煤炭业务中自产煤毛利贡献高达 97%。

图13: 2022 年公司自产煤销量占总销量 76%

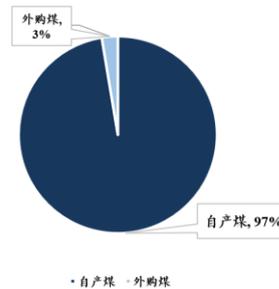


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2022 年公司自产煤毛利占比高达 97%

2022 年公司煤炭业务毛利中 97% 来源于自产煤

| | 吨成本 (元/吨) | 吨售价 (元/吨) | 吨毛利 (元/吨) | 销量 (百万吨) | 总毛利 (百万元) |
|-----|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 自产煤 | 294.6 | 597.1 | 302.6 | 316.2 | 95,668 |
| 外购煤 | 764.0 | 789.2 | 25.1 | 101.6 | 2,551 |



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

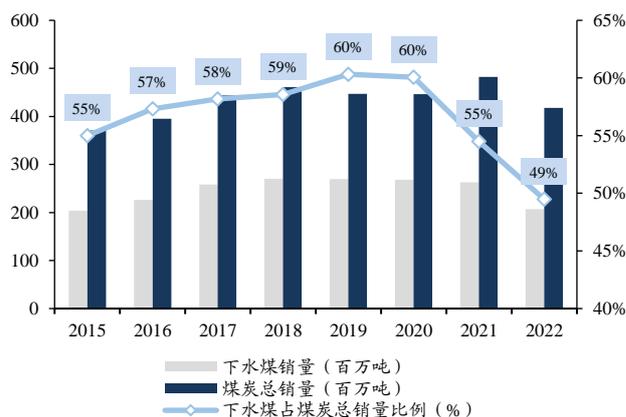
公司下水煤销量占比近 50%, 全产业链运营大幅提高吨煤利润水平。公司长期以最大化下水煤销售为目标, 下水煤销量占比自 2015 年以来常年维持高位水平。由于下水煤销售涉及“开采→陆路运输→港口转运→水路运输”等众多环节, 公司可依靠全产业链布局优势在各环节获利, 大幅提高吨煤利润水平。2022 年公司商品煤销量约 4.18 亿吨, 其中下水煤销量 2.07 亿吨, 占比 49.5%。

图15: 下水煤吨煤售价远高于铁路直达售价 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 下水煤占比维持高位, 提高吨煤盈利能力



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 碳中和下煤价中枢抬升, 高比例长协锁定盈利

“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿, 造成供给端边际收紧, 而需求稳定增长, 最终导致煤炭行业供需失衡。2021年以来, 极端天气、俄乌冲突等因素进一步加剧了煤炭等基础能源供给不足的问题, 供需矛盾激化使得全球范围内煤价中枢大幅抬升。2023年以来, 受进口煤冲击影响, 国内煤价回落, 但仍维持高位震荡。截至2023年12月15日, 秦皇岛港煤价948元/吨, 位于2010年以来85.9%的历史分位点。

图17: 秦皇岛港5500大卡动力煤FOB价持续维持高位 (元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

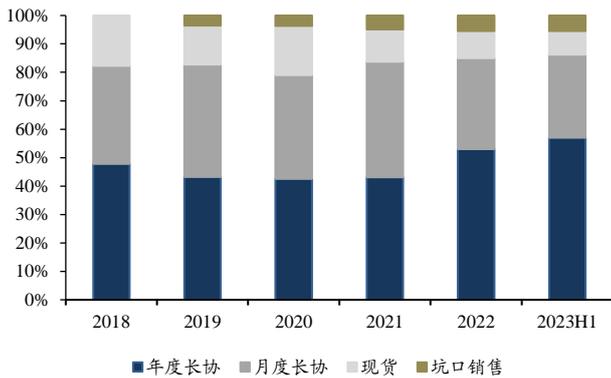
煤炭销售高长协占比, 构筑高盈利安全边际。2017年以来, 公司推动建立煤炭中长期合同与“基准价+浮动价”定价制度, 对内外部客户实行统一定价, 执行年度长协、月度长协及现货三种定价机制, 其中年度长协定价机制为“年度长协价格=675*0.5+(全国煤炭交易中心综合价格指数+环渤海动力煤价格指数+CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数)*0.5/3”。近五年公司长协煤销售量占比保持在80%左右, 2023H1长协煤销量合计1.88亿吨, 占煤炭总销量的86%。高比例长协下, 公司煤炭综合售价基本持稳, 盈利安全边际较高。

表7: 2023H1 年公司长协及现货销量情况

| | 销售量 (百万吨) | 占销售量合计比例 (%) |
|-------------|------------|--------------|
| 年度长协 | 124.3 | 57.0% |
| 月度长协 | 63.7 | 29.2% |
| 现货 | 18 | 8.3% |
| 销量合计 | 206 | 94.5% |

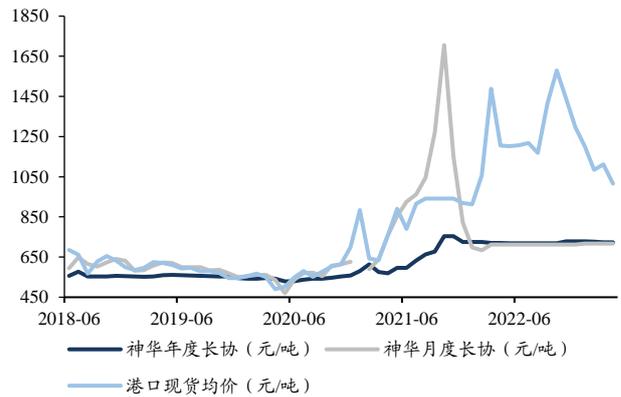
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司长协销量占比变化 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 煤炭销售高比例长协定价, 综合售价基本持稳



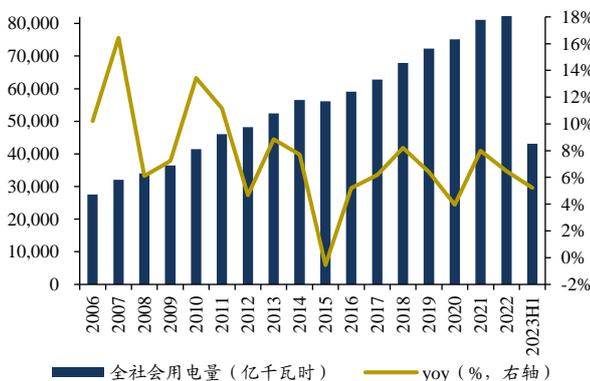
数据来源: CCTD, Wind, 东吴证券研究所

3. 煤电联营优势凸显, 新增装机强化抗风险能力

3.1. 经济结构调整下, 火电行业景气度触底反弹

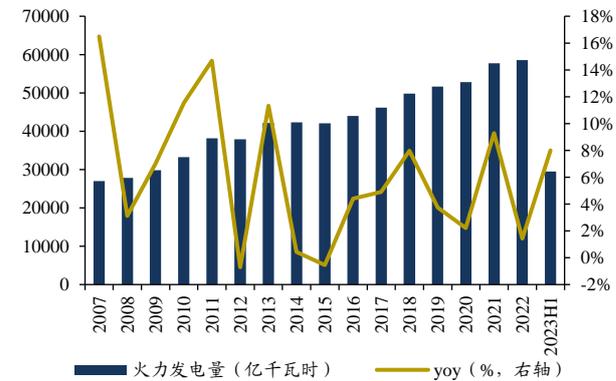
全社会用电需求回暖, 火电发电量增速常年保持正增长。随着我国经济增速放缓, 2011年起用电需求增速明显下降, 直至2015年全社会用电量增速跌至-0.55%的谷底。2016年后, 随着经济结构调整、形势逐步好转, 用电需求相应回暖。火电发电量也呈现相同趋势, 2018-2022年CAGR为4.12%, 2023H1同比增速达7.99%。

图20: 2016年后全社会用电量增速回暖



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图21: 火电发电量于2016年重回正增长

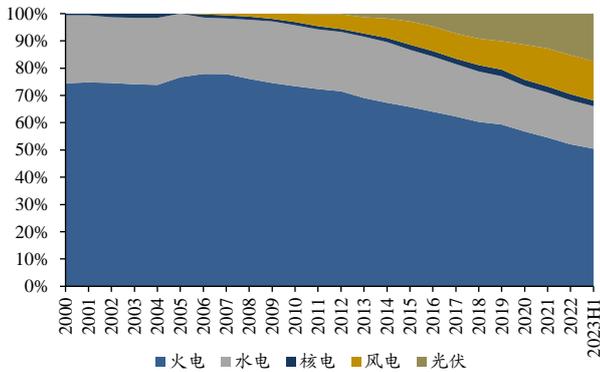


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

火电装机容量占比虽有下滑, 但受益于社会用电量总量的不断增长, 电煤消费量仍保持正增长。2005年后国家对清洁能源给予了巨大的政策倾斜, 火电装机容量占比从

2007年的77.81%下滑至23年上半年的50.5%。然而,受益于社会用电总量的不断增长,火电发电量绝对值仍保持相对较高增速。电煤消费量自2016年回归正增长以来,一路震荡上升,2022年电力行业煤炭消费量达24.6亿吨,2023年1-6月电煤消费量相比22年同期增幅为11.8%,达到13.3亿吨。

图22: 火电装机容量占比自2007年以来呈下滑趋势



数据来源: 中电联, Wind, 东吴证券研究所

图23: 电力行业煤炭消费量自2016年以来震荡上涨

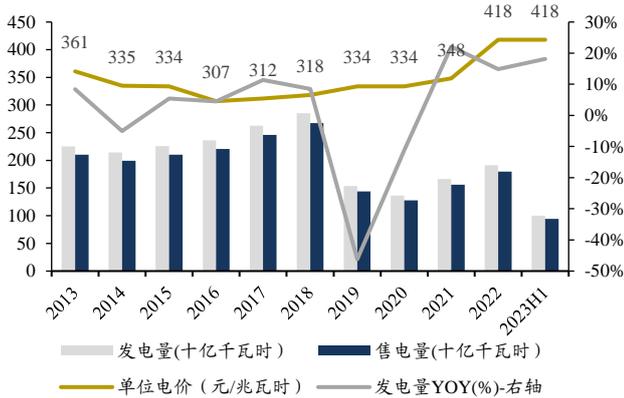


数据来源: CCTD, 东吴证券研究所

电价市场化改革叠加燃煤成本上升, 推动电价稳步上涨。2021年10月, 国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》, 决定扩大市场交易电价上下浮动范围, 由上浮不超过10%、下浮不超过15%, 调整为上下原则上均不超过20%, 同时高耗能企业不受20%限制。这一调整进一步推动了燃煤电价市场化, 并拓宽了电力紧缺时的电价上移空间。

2021年以来, 随着新建发电项目陆续投入运营, 叠加煤炭成本上升和上网电价市场化交易双重作用持续推动燃煤电价上涨, 公司2023年上半年加权平均度电售电价达0.416元, 同比增长1.71%。此外, 公司主要电厂均分布于煤矿资源丰富区域, 耗煤成本低, 因此公司发电分部营收增长迅速, 2023年上半年实现营收441.9亿元(同比+18.92%)。毛利率方面, 由于2021年煤价大幅增长, 发电分部营业成本攀升, 分部毛利率回落至7.72%; 但之后受益于燃煤发电市场化交易改革政策稳步推进, 公司发电业务毛利率水平改善回升, 22-23年H1毛利率分别达14.31%和16.80%, 同比改善幅度分别为6.6pct和2.6pct。

图24: 公司 20-23 年 H1 电力业务量价齐升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 公司 22 年以来发电分部毛利率逐步回升



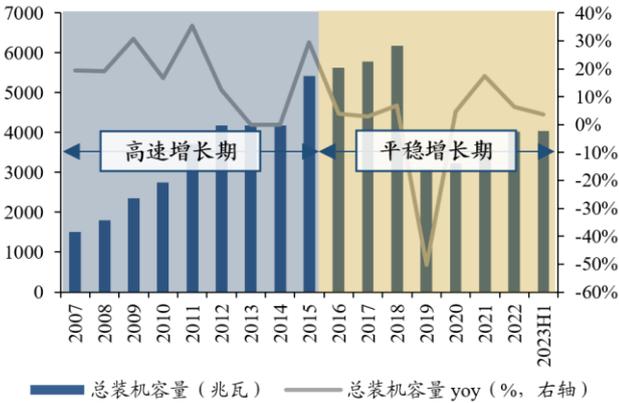
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 电力产能稳步扩张, 火电资产高效运转

3.2.1. 持续布局电力板块, 权益装机稳步增长

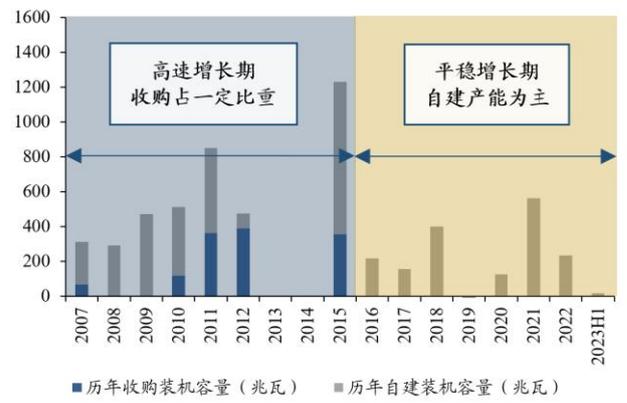
自建和收购并举, 行业底部逆势投资。2007-2011 年期间, 煤价大幅上涨, 国内火电投资低迷, 而公司逆势斥巨资大力发展火电, 加快电力板块扩张和布局, 五年间通过自建和并购实现装机规模复合增速 25.26%。2015 年, 公司实现装机规模的大幅增长, 新增装机容量高达 1230 万千瓦, 此后公司电力装机进入平稳增长期。

图26: 中国神华总装机容量变化(万千瓦)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 中国神华历年新增装机容量(万千瓦)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着发电业务资本开支比例大幅增长, 未来电力总装机容量有望稳步增加。2022 年公司发电业务资本开支 111.03 亿元, 占比 35%, 2023 年发电业务计划资本开支高达 180.8 亿元, 占比大幅提升至 50%。随着公司福建罗源湾储煤一体化项目、神东电力富平热电项目、北海电力一期项目等陆续投产, 2022 年新投产机组权益装机 260 万千瓦, 增幅 9%; 2023-2025 年预计新投产权益装机 292/182/304 万千瓦, 增幅分别为 9%/5%/8%。

表8: 公司资本开支情况(亿元)

| | 2022年完成 | 占比(%) | 2023年计划 | 占比(%) |
|-----------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| 1.煤炭业务 | 106.38 | 33% | 73.77 | 20% |
| 2.发电业务 | 111.03 | 35% | 180.8 | 50% |
| 3.运输业务 | 97.75 | 31% | 95.61 | 26% |
| 其中：铁路 | 67.4 | 21% | 82.84 | 23% |
| 港口 | 28.68 | 9% | 12.03 | 3% |
| 航运 | 1.67 | 1% | 0.74 | 0% |
| 4.煤化工业务 | 3.33 | 1% | 5.61 | 2% |
| 5.其他 | 0.96 | 0% | 5.73 | 2% |
| 合计 | 319.45 | 100% | 361.52 | 100% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表9：公司电力资产装机容量变动梳理（万千瓦，%）

| 项目名称 | 装机容量 | 权益比例 | 权益装机 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 说明 |
|------------------|------|--------|------|-----------|------------|-----------|-----------|--------|
| 福建罗源湾储煤一体化项目 | 200 | 100% | 200 | 100 | | | | |
| 神东电力富平热电 | 70 | 100% | 70 | | | | | 股权转让 |
| 北海电力一期 | 200 | 52% | 104 | 200 | | | | |
| 国能（连江）港电有限公司 | 100 | 100% | 100 | 100 | | | | |
| 国能四川江油发电厂 | 66 | 66% | -44 | -66 | | | | 机组到期关停 |
| 湖南岳阳电厂 | 200 | 95% | 190 | | 200 | | | |
| 广东清远电厂一期 | 200 | 51% | 102 | | 200 | | | |
| 广东清远电厂二期扩建 | 200 | 51% | 102 | | | 200 | | |
| 惠州热电二期燃气热电联产 | 80 | 100% | 80 | | | 80 | | |
| 九江电力二期扩建 | 200 | 100% | 200 | | | | 200 | |
| 北海电力二期扩建 | 200 | 52.00% | 104 | | | | 200 | |
| 权益装机合计 | | | | 260 | 292 | 182 | 304 | |
| 权益装机增幅(%) | | | | 9% | 9% | 5% | 8% | |
| 并表装机合计 | 1002 | | | 334 | 400 | 280 | 400 | |
| 并表装机增幅(%) | | | | 9% | 10% | 7% | 9% | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前公司发电分部以火电为主、清洁能源为辅，大力推进新能源项目发展。截至2023年上半年，公司控制并运营的发电机组装机容量达到4035.3万千瓦，其中燃煤发电机组总装机容量3916.4万千瓦，占公司总发电机组装机容量的97.05%。同时，公司大力推进新能源项目发展，截至2023年上半年，公司已投运新能源发电项目50个，装机容量合计17.77万千瓦。其中对外商业运营的光伏发电装机容量合计11.4万千瓦。

表10: 公司发电分部资产梳理 (万千瓦, %)

| 燃煤电厂 | 地理位置 | 总装机容量 | 权益占比 | 权益装机容量 |
|---------------|-------------|---------------|------|---------------|
| 淮能电力 | 内蒙古 | 66 | 58% | 38.1 |
| 神东电力 | 内蒙古 | 501.4 | 90% | 452.8 |
| 胜利能源 | 内蒙古 | 132 | 100% | 132 |
| 沧东电力 | 河北 | 252 | 51% | 128.5 |
| 定州电力 | 河北 | 252 | 41% | 102.1 |
| 台山电力 | 广东 | 512 | 80% | 409.6 |
| 惠州热电 | 广东 | 66 | 100% | 66 |
| 福建能源 | 福建 | 481 | 71% | 340.6 |
| 锦界能源 | 陕西 | 372 | 100% | 372 |
| 寿光电力 | 山东 | 202 | 60% | 121.2 |
| 九江电力 | 江西 | 200 | 100% | 200 |
| 四川能源 | 四川 | 260 | 64% | 166.6 |
| 孟津电力 | 河南 | 120 | 51% | 61.2 |
| 柳州电力 | 广西 | 70 | 70% | 49 |
| 北海电力 | 广西 | 200 | 52% | 104 |
| 永州电力 | 湖南 | 200 | 80% | 160 |
| 南苏 EMM | 印尼 | 30 | 70% | 21 |
| 燃煤电厂合计 | | 3916.4 | | 2924.7 |
| 其他发电业务 | | | | |
| 燃气发电 | 北京 | 95 | 100% | 95 |
| 水电 | 四川 | 12.5 | 50% | 6.2 |
| 光伏发电 | 福建、山东、广东、陕西 | 11.4 | 68% | 7.7 |

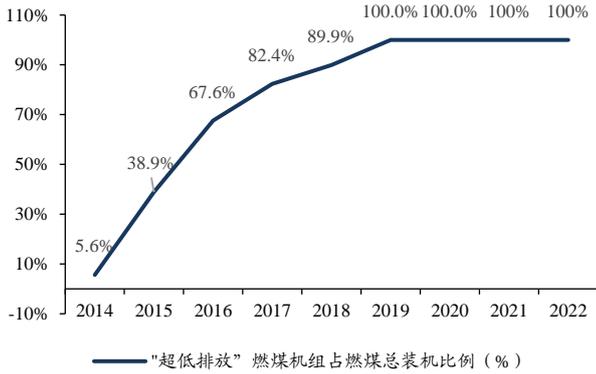
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 电力资产贯彻清洁理念, 低煤耗凸显成本优势

公司注重煤电清洁发展, 低排放机组单位发电耗煤低, 成本优势明显。公司“超低排放”机组比例逐年增大, 由 2014 年 5.6% 大幅提升至 2019 年 100%, 2019-2022 年, 公司常规燃煤机组维持 100% 超低排放。受益于低排放机组带来的发电效率和原料利用率的提升, 2023 年上半年平均售电标准煤耗下降至 301 克/千瓦时, 创下自 2016 年以来新低。

图28: 公司“超低排放”机组比例逐年增大

图29: 全部电力产能为超低排放机组, 煤耗极低



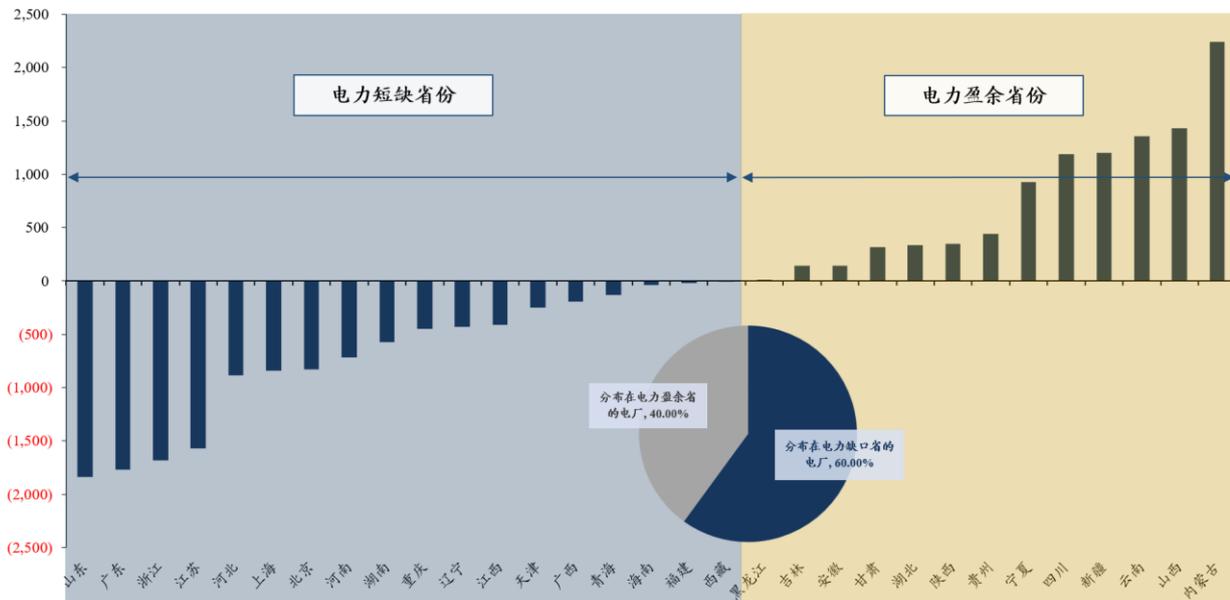
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外,发电机组主要分布于用电有缺口省份,机组利用小时数远高于全国平均水平。截至 2022 年底,公司 60%的火电装机容量分布于用电量有缺口的省份,有助于就近消纳所发电量,减少耗电成本,提升盈利水平。2022 年全国平均火电机组利用小时数 4379 小时,公司平均利用小时 4951 小时,高于全国平均水平 11.6%; 2023 年上半年全国火电机组利用小时数 2142 小时,公司 2509 小时,比全国水平高 14.63%。

图30: 公司电力资产 60%火电装机容量分布在有电力缺口省份 (亿千瓦时, %)



数据来源：CCTD，东吴证券研究所
注：装机容量数据截至 2022 年底

3.3. 自有煤炭直供发电分部，煤电联营锁定产业链利润

公司电厂分布凸显“煤电联营”模式，自有煤炭直供发电分部。公司坑口电厂主要分布于煤炭主产地神东矿区、宁东矿区以及宝日希勒地区，华北地区电厂主要集中于大秦铁路沿线、朔黄铁路沿线。而南方电厂主要集中于“海进江”航运线辐射区以及东南沿海省份浙江、福建、广东的港口运输可辐射沿海地区。公司利用煤炭生产和运输优势，

进一步降低运营成本，保证公司经营稳定性，充分发挥“煤电路港航”协同优势锁定产业链利润。

图31: 公司电厂分布集中在煤炭产区、铁路沿线和沿海沿江地域



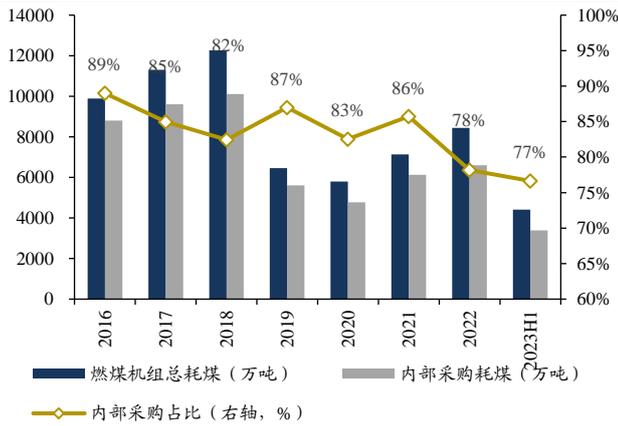
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受益于“煤电联营”模式，电力业务内部供煤持续保持 80%左右的高位水平。2023H1 公司电力业务煤耗总量达到 4410 万吨，其中 3380 万吨来自中国神华内部，占比达 78%。

从煤、电对冲角度分析，2019-2021 年，受电厂剥离影响，公司电厂内部采购煤占煤炭总销量比例下滑至 13%左右，2021 年后随着电厂新建而稳步回升。2023H1，电厂耗煤总量在煤炭销量总量中占比达 20%。电厂耗煤对煤炭销售总量的高占比，使得公司煤电两业务形成有效对冲，增强了公司的竞争力和抗风险能力。

图32: 发电分部耗煤约 80%采购自公司内部

图33: 电厂耗煤总量占煤炭销量比例高达 20%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

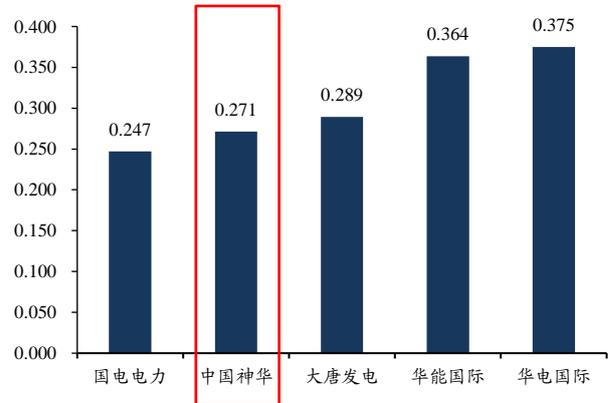
煤电一体化战略平抑煤炭价格波动，缓解高煤价带来的发电成本高企，对冲火电周期底部风险。对于发电行业，当煤价进入上升通道后，各大火电厂单位发电燃料成本普遍存在较大涨幅，全国电煤价格指数在2017年的涨幅甚至达到35%。但公司发电分部受益于自身电煤采购全部采取长协定价，单位售电燃料成本涨幅普遍低于市场电煤价格上涨幅，有效对冲成本压力。2022年公司单位发电燃料成本0.271元/千瓦时，排名行业位居第二低位。

图34: 公司内部采购煤价较现货市场价波动更为平稳

图35: 2022年公司单位售电燃料成本行业领先 (元/千瓦时)



数据来源：CCTD，东吴证券研究所



数据来源：CCTD，公司公告，东吴证券研究所

4. “路港航”联运，产业链优势创造超额利润

4.1. 铁路业务对内打造成本优势，对外贡献高额毛利

铁路网围绕煤炭基地，打造国内一流煤炭集疏运体系。公司建立了围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络和“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路。截至2023年6月，公司控制并运营的铁路营业里程

约 2408 公里，是除中国铁路总公司以外国内最大的铁路运营商。此外，公司持续推动完善集疏运体系建设，神朔铁路 3 亿吨扩能项目、朔黄铁路 4.5 亿吨扩能改造项目稳步推进，黄万铁路电气化改造工程全面开工。

表11: 中国神华铁路资产一览 (截至 2023 年 6 月)

| 铁路线路 | 权益 | 起点 | 终点 | 里程 (公里) |
|------|------|--------------|---------------|---------|
| 神朔铁路 | 100% | 陕西神木 | 山西朔州 | 266 |
| 朔黄铁路 | 58% | 山西朔州 | 河北黄骅 | 663 |
| 黄万铁路 | 58% | 河北黄骅 | 天津 | 264 |
| 大准铁路 | 88% | 山西大同 | 内蒙古鄂尔多斯市准格尔旗 | 192 |
| 包神铁路 | 97% | 陕西神木 | 内蒙古包头 | 367 |
| 甘泉铁路 | 90% | 内蒙古巴彦淖尔 | 内蒙古包头 | 135 |
| 巴准铁路 | 85% | 内蒙古鄂尔多斯市准格尔旗 | 内蒙古鄂尔多斯市伊金霍洛旗 | 180 |
| 准池铁路 | 100% | 内蒙古鄂尔多斯市准格尔旗 | 山西朔州神池 | 118 |
| 塔韩铁路 | 75% | 塔然高勒 | 东胜区韩家村站 | 224 |
| 黄大铁路 | 100% | 河北黄骅 | 山东潍坊 | 266 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 公司铁路运输网分布图

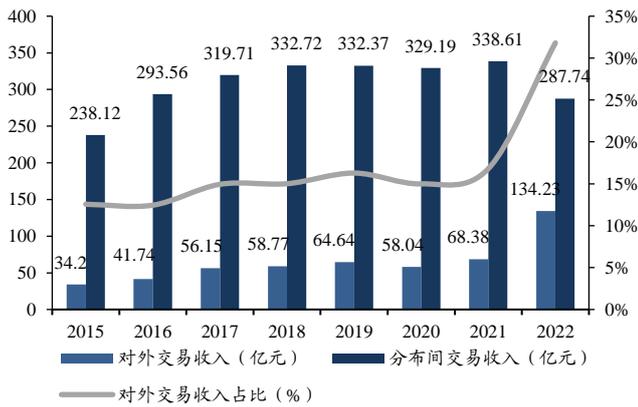


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

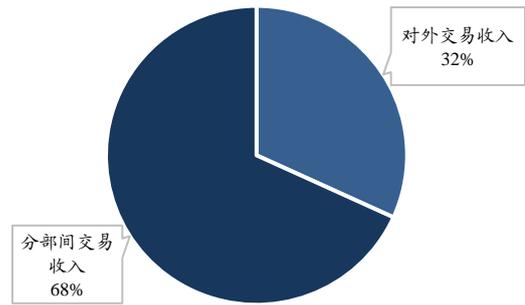
积极拓展对外运输服务, 充分利用闲置产能提高边际收益。2016 年以来, 为了充分利用现有运输资源, 提高闲置产能收益, 公司提出在保障自有煤炭分部运输和销售业务不受影响的前提下, 逐步对外开放神华运输业务。2022 年, 公司铁路分部为外部客户提供运输服务实现收入为 134.23 亿元, 对外交易收入占比由 2015 年的 13% 大幅提升至 2022 年的 32%。

图37: 铁路分部对外运输规模和占比持续扩大并维稳

图38: 2022 年铁路分部对外收入占比约 32%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受益于近年来煤炭市场高景气，公司铁路货运周转量呈稳步上升趋势。公司 2022 年铁路货运周转量达到 2976 亿吨公里，较 2020 年增长 4.16%。同时，公司铁路毛利率持续维持高位水平，2022 年公司铁路业务毛利率为 41%，在六大分部中排名第二，仅次于港口业务（46%）。按照合并抵消前口径，铁路业务 2022 年毛利达到 174.70 亿元，在公司总毛利中占比 13%，在六大分部中居于第二。

图39: 公司铁路周转量稳步上升 (亿吨公里)

图40: 公司铁路业务 22 年贡献大量毛利 (亿元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 三大港口发运接卸联动，奠定产业链枢纽地位

4.2.1. 受益于铁路网不断完善，港口板块煤炭下水量维持高位

三大自有港口资产打造“北煤南运”煤炭下水通道。港口方面，目前公司港口资产主要包括黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头三个港口，2022 年自有港口总下水量约 1.92 亿吨。

1) 黄骅港隶属于神华黄骅港务有限责任公司，中国神华持股 70%。从地理位置来看，黄骅港直通朔黄铁路、邯黄铁路、黄万铁路、沧港铁路和黄大铁路，是山西地区和内蒙古准格尔地区运距最短的出海口。黄骅港目前拥有 17 个煤炭专用泊位，受益于准

池线的建成，朔黄线对大秦线煤炭运输分流影响日益凸显，黄骅港 2022 年煤炭吞吐量达 2.05 亿吨，超越秦皇岛港的 1.70 亿吨，居全国第一。

2) 神华天津煤码头位于天津港南疆港区东端，隶属于神华天津煤炭码头有限责任公司，中国神华持股 55%。天津煤码头通过黄万铁路与朔黄铁路相连，目前拥有 3 个大型煤炭泊位。2022 年经神华天津煤码头下水销售的煤炭为 0.41 亿吨。

3) 神华珠海煤码头隶属于神华粤电珠海港煤炭码头公司，中国神华持股 55%。珠海煤码头通过广珠铁路线在全国铁路网相连，海路横渡珠江口可达深圳和中国香港。该煤炭储运中心项目（一期工程）布置了 1 个 5 万吨级、4 个 3000 吨级装船泊位和 2 个 10 万吨级（远期兼顾 15 万吨级）卸船泊位。2018 年以来，珠海煤码头持续发挥中转基地作用。

图41: 公司三大港口下水煤量 (亿吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

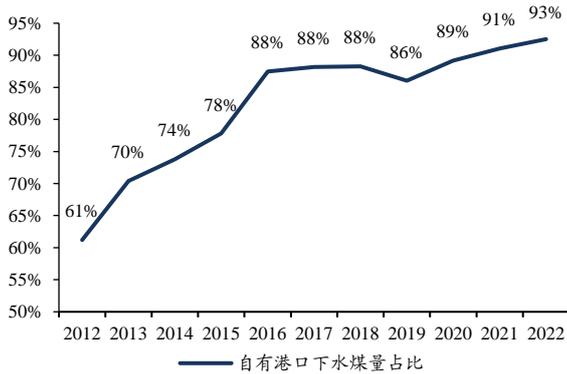
4.2.2. 对内拓宽自有煤下水比例，对外积极拓宽非煤业务

公司通过自有港口下水煤量占比逐年升高。自有港口下水煤量占公司港口下水煤总量比例由 2012 年 61% 逐步提高到 2022 年 93%。公司不断加大通过自有港口下水销量，优化煤炭运输环节成本管控和不同地区之间的统筹协调，不断完善“煤电运”一体化战略下的“产→运→销”全价值链。

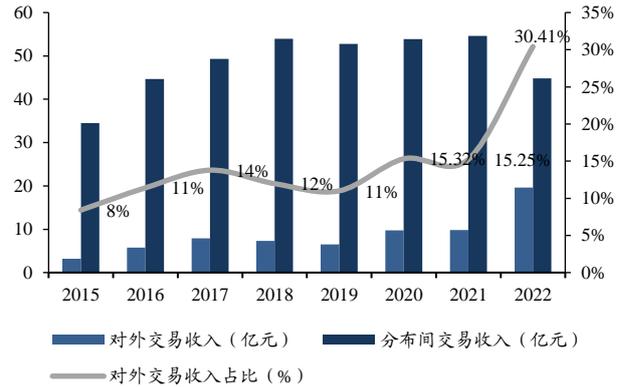
积极拓展外部客户，港口分部对外交易收入占比不断提升。港口分部外部客户收入占比从 2015 年的 8% 提升至 2022 年的 30%，2022 年对外交易收入额达 19.59 亿元。港口分部外部客户收入占比的提升，有助于充分利用现有运输资源，合理调配闲置产能，提高业绩弹性，进一步完善公司“大物流”战略。

图42: 公司自有港口下水煤量占比逐年升高 (%)

图43: 港口分部对外交易收入占比有所提升(亿元, %)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 航运业务完善煤炭运输链条

航运业务与煤炭销售协同，紧密服务于一体化运营。公司航运业务主要由子公司国能远海航运有限公司运营，中国神华持股 51%。截至 2022 年末，国能远海自有运营船舶 30 艘 150 万载重吨，在建船舶 18 艘 102 万载重吨。2022 年，航运分部航运货运量达 1.36 亿吨，同比增长 12.5%；航运周转量 1336 亿吨海里，同比增长 19.2%。

航运分部对外运输占比提升，但仍以对内运输为主。2022 年航运分部为内部客户提供航运货运量为 8450 万吨，同比下降 4.8%，占公司总航运货运量约 62%；外部客户航运货运量为 5180 万吨，同比增加 59%，占公司总航运货运量约 38%。

图44：航运分部货运量以及货运结构（万吨，%）

图45：航运分部收入和毛利润变化（亿元，%）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

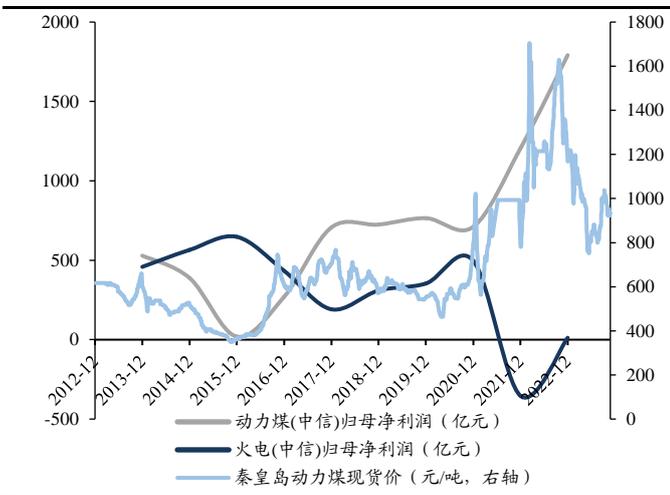
5. 公司投资价值分析

5.1. 煤电联营，平抑业绩周期性波动

根据中信动力煤、中信火电两大板块中的上市公司业绩，我们发现自 2013 年以来，动力煤、火电上市公司归母净利润跟随煤价呈现较为明显的周期性波动。其中，动力煤企业业绩与煤价呈正相关，而火电企业业绩与煤价呈负相关。

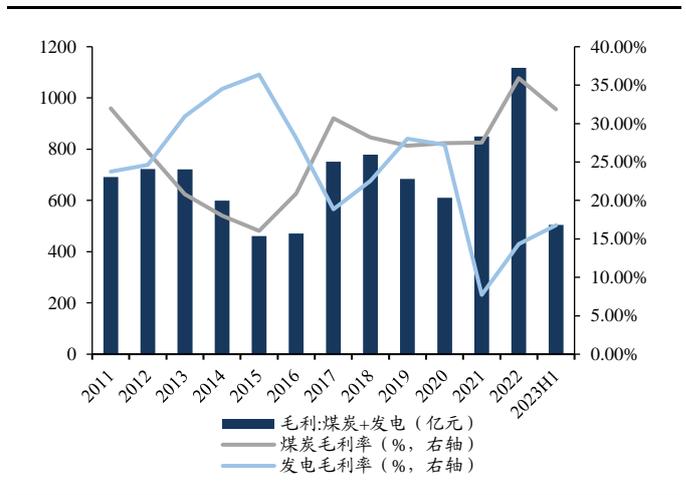
而对于中国神华，由于其发电分部耗煤超 75% 采购自公司内部，因此公司煤炭和发电两大板块毛利之和的波动相较于单一板块而言明显趋缓。由此我们认为煤炭业务和电力业务的互补性一定程度上平抑了单一行业业绩的周期性波动。

图46：中信动力煤、火电归母净利润及煤价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图47：煤炭和发电业务总毛利及煤炭、发电业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 公司煤炭售价波动远小于市场水平，业绩稳定性强

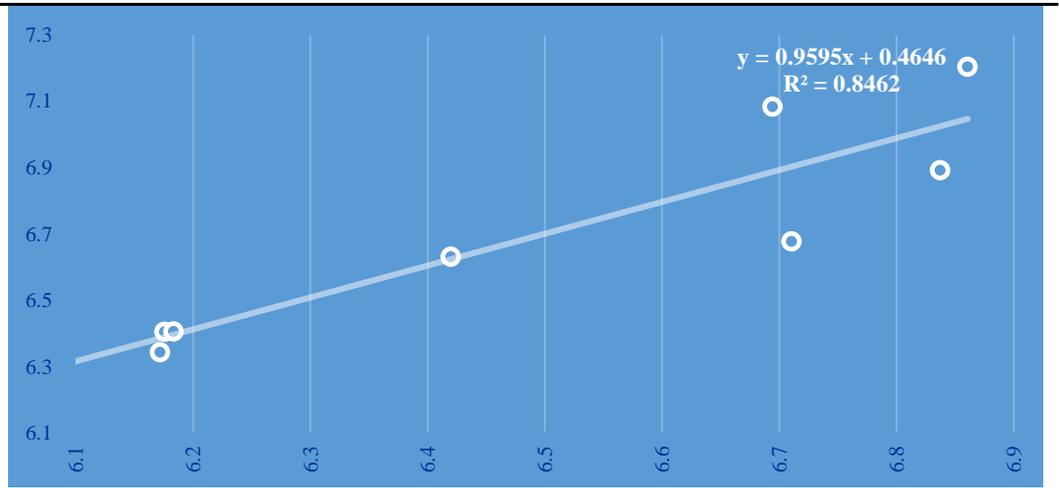
2022 年 2 月，国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号），明确了煤炭中长期交易价格合理区间，其中秦皇岛港下水煤（5500 千卡）价格合理区间为 570-770 元/吨。2023 年 11 月，《2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》出台，相比较 2022 年的文件，总体无变化。

基于现行长协政策，我们针对悲观情形下未来煤价可能下跌对公司煤炭板块业绩所产生的影响，进行了煤价变动敏感性分析。首先，我们测算了秦皇岛港现货价变动对公司煤炭平均售价的影响，进而探究公司煤炭平均售价变动后，公司的归母净利润及整体估值如何变化。

数据方面，我们采用公司 2019 年至 2023 年上半年公布的年度长协价、月度长协价及现货价。据公司 23 年中报，公司年度长协销量比例稳定在 57%；公司月度长协合同销量比例稳定在 29.2%，当前现货占比为 8.3%。在中性场景下，由于公司年度长协价极

其稳定,我们假设港口现货价的变动对年度价格几乎没有影响,而月度价格受现货影响。通过利用带对数的线性回归模型,我们测算得出当港口现货均价变动1%时,神华月度长协价格将变化0.9595%。假设公司销售构成不变,测算得到:当港口现货均价从23年上半年的1021元/吨分别下跌至871元/吨时,公司整体售价将下跌7.21%。

图48: 对港口现货价及公司月度长协均价取对数ln求解两者波动相关性



数据来源: 公司公告, CCTD, 东吴证券研究所

进一步的,我们测算得到当秦皇岛港现货年度均价下跌至961元/吨时,公司归母净利润预计为642亿元;当煤价跌至931元/吨时,公司归母净利润将降至635元;悲观情况下,当煤价跌至871元/吨时,公司归母净利润将降至623亿元,此时公司仍具备较好盈利能力,业绩稳定性较强。

表12: 2022年公司经营资产前提下未来煤价变动敏感性测试

| 秦皇岛5500大卡现货均价假设(元/吨) | 1021 | 991 | 961 | 931 | 901 | 871 | 841 |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 秦皇岛5500大卡现货价变动幅度 | 0% | -3% | -6% | -9% | -12% | -15% | -18% |
| 对外销售均价(元/吨) | 616 | 607 | 598 | 589 | 581 | 572 | 563 |
| 对外销售均价变动幅度(%) | 0.00% | -1.44% | -2.88% | -4.32% | -5.77% | -7.21% | -8.56% |
| 非煤业务归母净利润(亿元) | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 |
| 煤炭分部归母净利润(亿元) | 434 | 428 | 422 | 415 | 409 | 403 | 397 |
| 归母净利润(亿元) | 654 | 648 | 642 | 635 | 629 | 623 | 617 |

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

注: 基准价格选取2023年上半年秦皇岛5500大卡现货均价

5.3. 现金流充裕, 分红承诺稳定预期

5.3.1. 煤价高位运行, 公司盈利能力强

近年来受益于煤价上涨,公司盈利能力大幅提高。2022年煤价大幅上涨,公司实现归母净利润为696.26亿元,创下历史新高。2023年上半年,煤价高位回落导致公司归母净利润出现同比下滑,但仍达到332.79亿元,盈利能力远高于历史平均水平。同时,

公司资产负债率多年来保持在 30% 附近的较低水平，2023H1 为 32%。

图49：公司净利润自 2015 年底起逐步回升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：公司资产负债率多年来保持较低水平



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.3.2. 短期负债金额较小，偿债压力轻

截至 2023 年 9 月 30 日，公司短期借款 28.66 亿元、一年内到期的非流动负债 38.87 亿元，合计为 67.53 亿元，短期负债对公司当前总现金流影响较小。而公司现金流充裕，2023 年上半年经营性现金净额为 463.49 亿元，远大于短期负债。受益于此，2023H1 公司利息保障倍数大幅提升至历史最高水平 35 倍，有效保障偿债能力。

图51：2012-2023H1 经营活动产生现金流净额（亿元,%）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图52：利息保障倍数攀升至 35 倍



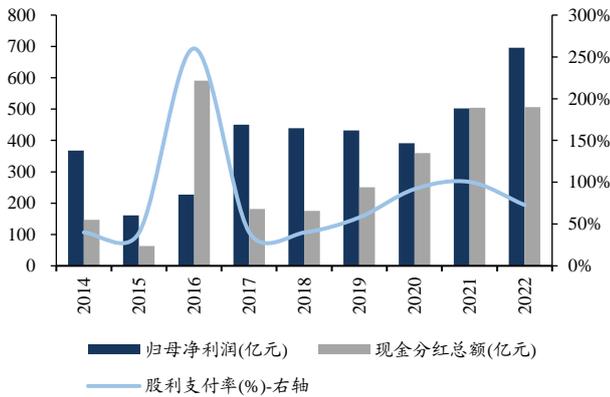
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.3.3. 分红比例稳中有升，可支配现金流充裕提升派息预期

公司分红率保持相对稳定，并呈现趋势上行。2014-2022 年公司年均分红率为 83%，即使在行业低迷、公司归母净利润较少的 2015 年，公司分红率也有 39.42%。而 2016 年，公司在正常每股派息 0.46 元基础上，额外派发特别股息 499.23 亿元，共派息 590.72 亿元，分红率高达 260.09%，折合股息率达 18.36%。2022 年公司现金分红 506.65 亿元，分红率 72.77%，折合股息率 9.23%，公司分红率远高于申万二级行业煤炭采掘 22 家公

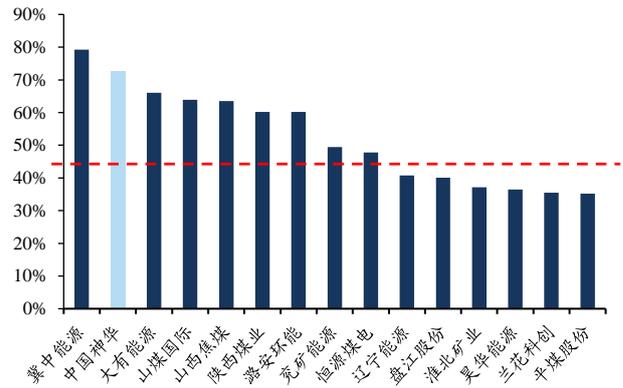
司的平均值 44.34%。

图53: 公司 2022 年股利支付率接近 73%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图54: 2022 年公司分红率远高于行业平均



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

截至 2023 年 6 月 30 日, 合并报表口径货币资金及交易性金融资产合计 1918.49 亿元, 其中母公司口径货币资金 1518.49 亿元, 交易性金融资产 0 元, 即公司可自由支配的现金 (剔除财务公司归集的集团其它资金) 共计 1518.49 亿元。扣除于 2023 年 6 月 17 日公告将派发的 2022 年度 506.65 亿元现金红利后, 公司可自由支配现金仍超 1000 亿元, 账上现金流充裕。

此外, 分红承诺稳定派息预期。根据中国神华《2022-2024 年度股东回报规划》, 在符合《公司章程》规定的情形下, 公司 2022-2024 年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于本公司股东净利润的 60%。

综上, 公司目前现金流充裕稳定, 同时, 折旧已充分计提, 且短期内没有大型新建项目, 即不会大幅增加资本性开支, 短期内也没有大额偿债需求, 因此有望维持甚至继续提高现金分红比例或再次进行特别派息。我们模型预测中国神华 2023 年归母净利润约为 633 亿元, 基于对 2023 年的盈利预测, 对公司 23 年分红做了测算: 假设维持 22 年的分红比例 73%, 则现金分红金额预计为 462 亿元, 对应公司当前市值, 则股息率为 7.57%; 假设 23 年归母净利润 100% 用于分红, 即分红金额 633 亿元, 则股息率预计将达到 10.37%; 假设 23 年特别派息, 假设分红金额总计 1000 亿元, 则对应分红率为 158%, 对应股息率将达到 16.37%。

表13: 2023 年股息率测算 (2023/12/18)

| | 假设 1: 分红 73% | 假设 2: 全部利润分红 | 3.假设没有特别派息 |
|-------------|--------------|--------------|------------|
| 归母净利润 (亿元) | 633 | 633 | 633 |
| 年度分红总额 (亿元) | 462 | 633 | 1,000 |
| 分红率 (%) | 73% | 100% | 158% |
| 股息率 (%) | 7.57% | 10.37% | 16.37% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.4. 盈利预测与估值

在以下条件下我们对中国神华 2023-2025 年业绩进行预测：

煤炭业务：从行业角度，“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿，造成供给端相对刚性，而需求端用电需求稳步增长，煤炭供需趋紧对价格形成支撑。从公司角度，煤炭价格上，公司煤炭销售积极推进长协合同，使公司煤炭售价较市场更加稳定。煤炭销量上，新街台格庙矿区未来投产有望增加产能 5600 万吨，此外，公司拟收购集团两处煤矿资产，产能 2070 万吨，投产后将进一步增厚公司煤炭年产销量。假设 2023-2025 年煤炭销量变化幅度分别为 5.77%，3.20%，3.01%，我们预计 2023-2025 年煤炭业务内部抵消前销售收入为 2704 亿元、2765 亿元和 2902 亿元。

电力业务：国华清远 2*1000MW 机组电厂、华国华湖南岳阳电厂、九江电力二期扩建、北海电力二期扩建有望在 2023 年起陆续投产，叠加社会用电需求持续增长，公司主要电厂分布于缺电省份，利用小时数有所提升，综合使得公司发电量大幅增加。公司电价将维持稳定，我们预计公司 2023-2025 年电力业务内部抵消前营收为 928 亿元、962 亿元和 1051 亿元。

我们假设公司其他业务中铁路、港口、航运、煤化工等业务平稳发展。

盈利预测与投资建议：

公司业务模式国内外绝无仅有，属于较为稀缺的偏资源型煤电一体化运营公司。公司经营平稳，且稳定成长，兼具稳定分红特征。我们从三个角度，给予公司价值评估：

从 PE 估值法角度，我们预计 23-25 年分别实现归母净利润 633/651/662 亿元，EPS3.19/3.28/3.33 元，对应 PE 分别 9.65/9.38/9.23 倍。

另外，由于公司产业链齐全，各个板块基本成型，我们采用企业价值倍数（EV/EBITDA）估值方法测算，24-25 年目标市值分别为 6862、7367 亿元，较 2023 年 12 月 18 日收盘市值 6110 亿元还有 12.30%和 20.58%的上升空间。

再者，从股息率角度，我们假设 23 年分红率与 22 年持平，按照 2023 年 12 月 18 日股价，计算得 2023 年股息率 7.57%，对比 2018 年市场低迷时公司股息率 4.32%，以及同样是稳定运营的长江电力相同日期计算 2023 年股息率 5.15%，公司股息率仍存在较大下降空间。预期未来在低利率市场环境下，公司股息率将向长江电力靠拢，预期股息率降低至 5.5%左右，公司股价仍有近 40%的上涨空间。此外，2023 年公司可自由支配现金预计超 1000 亿元，且短期内不会大幅增加资本性开支，也没有大额偿债需求，现金流充裕稳定，特别派息预期提升。

综上所述，考虑到公司兼具稳定成长和高股息避险属性，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表14: 公司 EV/EBITDA 企业价值倍数估值法估值 (2023/12/18)

| | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 企业价值 (亿元) | 5627 | 5743 | 5966 |
| 现金及其等价物 (亿元) | 1363 | 1600 | 1925 |
| 有息负债 (亿元) | 413 | 481 | 523 |
| 股权价值 (亿元) | 6578 | 6862 | 7367 |
| 总股数(亿股) | 199 | 199 | 199 |
| 目标股价 | 33.11 | 34.53 | 37.08 |

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

表15: 中国神华各分部估值 (2023/12/18)

| 分部抵消前煤炭业务估值 (亿元, %) | | | | | | 分部抵消前电力业务估值 (亿元, %) | | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 利润表 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 2927 | 2775 | 2704 | 2765 | 2902 | 营业收入 | 645 | 845 | 928 | 962 | 1051 |
| 营业成本 | 2120 | 1778 | 1894 | 1944 | 2046 | 营业成本 | 598 | 724 | 770 | 802 | 876 |
| 毛利 | 806 | 997 | 810 | 821 | 857 | 毛利 | 47 | 121 | 158 | 160 | 175 |
| 毛利率 | 28% | 36% | 30% | 30% | 30% | 毛利率 | 7% | 14% | 17% | 17% | 17% |
| 费用 | 223 | 310 | 222 | 232 | 263 | 费用 | 13 | 38 | 43 | 43 | 48 |
| 费用率 | 8% | 11% | 8% | 8% | 9% | 费用率 | 2% | 4% | 5% | 4% | 5% |
| 经营收益 | 584 | 686 | 588 | 589 | 594 | 经营收益 | 34 | 83 | 114 | 117 | 127 |
| 经营收益率 | 20% | 25% | 22% | 21% | 20% | 经营收益率 | 5% | 10% | 12% | 12% | 12% |
| 折旧摊销 | 152 | 207 | 164 | 173 | 186 | 折旧摊销 | 9 | 25 | 32 | 32 | 34 |
| EBITDA | 736 | 893 | 753 | 762 | 780 | EBITDA | 43 | 108 | 146 | 149 | 161 |
| EV/EBITDA | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | EV/EBITDA | 13.13 | 13.13 | 13.13 | 13.13 | 13.13 |
| 企业价值 | 2244 | 2725 | 2296 | 2324 | 2380 | 企业价值 | 566 | 1423 | 1923 | 1959 | 2110 |
| 分部抵消前铁路业务估值 (亿元, %) | | | | | | 分部抵消前港口业务估值 (亿元, %) | | | | | |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 407 | 422 | 449 | 458 | 467 | 营业收入 | 64 | 64 | 64 | 66 | 68 |
| 营业成本 | 215 | 247 | 248 | 251 | 254 | 营业成本 | 32 | 35 | 37 | 38 | 39 |
| 毛利 | 192 | 175 | 201 | 207 | 213 | 毛利 | 32 | 30 | 27 | 28 | 28 |
| 毛利率 | 47% | 41% | 45% | 45% | 46% | 毛利率 | 50% | 46% | 43% | 42% | 42% |
| 费用 | 53 | 54 | 55 | 58 | 65 | 费用 | 9 | 9 | 7 | 8 | 9 |
| 费用率 | 13% | 13% | 12% | 13% | 14% | 费用率 | 14% | 14% | 12% | 12% | 13% |
| 经营收益 | 139 | 120 | 146 | 148 | 147 | 经营收益 | 23 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 经营收益率 | 34% | 29% | 33% | 32% | 32% | 经营收益率 | 36% | 32% | 31% | 30% | 29% |
| 折旧摊销 | 36 | 36 | 41 | 44 | 46 | 折旧摊销 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| EBITDA | 175 | 157 | 187 | 192 | 194 | EBITDA | 29 | 27 | 25 | 26 | 26 |
| EV/EBITDA | 7.11 | 7.11 | 7.11 | 7.11 | 7.11 | EV/EBITDA | 7.27 | 7.27 | 7.27 | 7.27 | 7.27 |
| 企业价值 | 1242 | 1115 | 1327 | 1363 | 1378 | 企业价值 | 212 | 193 | 185 | 189 | 187 |
| 分部抵消前航运业务估值 (亿元, %) | | | | | | 分部抵消前煤化工业务估值 (亿元, %) | | | | | |

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 62 | 61 | 59 | 60 | 61 | 营业收入 | 59 | 64 | 62 | 62 | 63 |
| 营业成本 | 50 | 52 | 52 | 52 | 52 | 营业成本 | 46 | 54 | 51 | 52 | 52 |
| 毛利 | 12 | 8 | 6 | 8 | 10 | 毛利 | 12 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| 毛利率 | 19% | 14% | 11% | 14% | 16% | 毛利率 | 21% | 16% | 17% | 17% | 18% |
| 费用 | 3 | 3 | 2 | 2 | 3 | 费用 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 费用率 | 5% | 4% | 3% | 4% | 5% | 费用率 | 6% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 经营收益 | 9 | 6 | 5 | 6 | 7 | 经营收益 | 9 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 经营收益率 | 14% | 10% | 8% | 10% | 11% | 经营收益率 | 15% | 11% | 13% | 12% | 12% |
| 折旧摊销 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 折旧摊销 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| EBITDA | 11 | 8 | 6 | 8 | 9 | EBITDA | 11 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| EV/EBITDA | 7.65 | 7.65 | 7.65 | 7.65 | 7.65 | EV/EBITDA | 6.96 | 6.96 | 6.96 | 6.96 | 6.96 |
| 企业价值 | 83 | 58 | 45 | 59 | 67 | 企业价值 | 77 | 63 | 70 | 69 | 70 |

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

表16：公司各业务板块对标上市公司平均企业价值倍数（倍）（2023/12/18）

| 煤炭业务 | | | 电力业务 | | | 煤化工业务 | | |
|-----------|------|-----------|-----------|------|-----------|-----------|------|-----------|
| 代码 | 证券简称 | EV/EBITDA | 代码 | 证券简称 | EV/EBITDA | 代码 | 证券简称 | EV/EBITDA |
| | 最高值 | 4.51 | | 最高值 | 18.37 | | 最高值 | 9.00 |
| | 最低值 | 1.75 | | 最低值 | 9.70 | | 最低值 | 5.12 |
| | 平均值 | 2.76 | | 平均值 | 13.13 | | 平均值 | 6.96 |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 2.46 | 600011.SH | 华能国际 | 15.50 | 600691.SH | 阳煤化工 | 9.00 |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 2.77 | 601991.SH | 大唐发电 | 11.16 | 000830.SZ | 鲁西化工 | 5.12 |
| 002128.SZ | 电投能源 | 4.51 | 600027.SH | 华电国际 | 18.37 | 600426.SH | 华鲁恒升 | 6.78 |
| 600348.SH | 华阳股份 | 2.45 | 600642.SH | 申能股份 | 10.89 | | | |
| 000552.SZ | 甘肃能化 | 3.18 | 600886.SH | 国投电力 | 9.70 | | | |
| 600971.SH | 恒源煤电 | 2.56 | | | | | | |
| 000552.SZ | 甘肃能化 | 3.18 | | | | | | |
| 000937.SZ | 冀中能源 | 3.10 | | | | | | |
| 601898.SH | 中煤能源 | 1.88 | | | | | | |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 1.75 | | | | | | |
| 港口业务 | | | 铁路业务 | | | 航运业务 | | |
| 代码 | 证券简称 | EV/EBITDA | 代码 | 证券简称 | EV/EBITDA | 代码 | 证券简称 | EV/EBITDA |
| | 最高值 | 9.25 | | 最高值 | 10.05 | | 最高值 | 8.31 |
| | 最低值 | 5.12 | | 最低值 | 4.18 | | 最低值 | 6.99 |
| | 平均值 | 7.27 | | 平均值 | 7.11 | | 平均值 | 7.65 |
| 600717.SH | 天津港 | 5.12 | 000557.SZ | 西部创业 | 10.05 | 600428.SH | 中远海特 | 6.99 |
| 601326.SH | 秦港股份 | 9.25 | 601006.SH | 大秦铁路 | 4.18 | 600798.SH | 宁波海运 | 8.31 |
| 601000.SH | 唐山港 | 5.78 | | | | | | |
| 600017.SH | 日照港 | 8.93 | | | | | | |

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1. 国内经济增速大幅下滑:** 国内经济增幅大幅下滑, 需求低迷, 导致电力需求不足。
- 2. 煤炭下游需求不及预期:** 受宏观经济下滑影响, 煤炭下游存在需求下滑的风险, 若保供政策持续加码, 煤价可能不及预期。
- 3. 安全生产事故导致煤炭产量不及预期:** 煤矿生产过程中的安全生产事故具有偶发性, 如果发煤矿安全事故, 将导致公司煤炭产量不及预期。

中国神华三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 211,050 | 219,470 | 240,719 | 272,486 | 营业总收入 | 344,533 | 342,092 | 349,273 | 370,137 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 170,503 | 175,284 | 198,912 | 231,388 | 营业成本(含金融类) | 210,059 | 221,285 | 223,504 | 238,652 |
| 经营性应收款项 | 19,411 | 22,322 | 20,070 | 18,972 | 税金及附加 | 19,972 | 17,789 | 18,162 | 19,617 |
| 存货 | 12,096 | 11,605 | 12,378 | 13,159 | 销售费用 | 410 | 342 | 349 | 370 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 9,930 | 9,715 | 9,919 | 10,512 |
| 其他流动资产 | 9,040 | 10,259 | 9,359 | 8,967 | 研发费用 | 3,722 | 3,421 | 3,493 | 3,701 |
| 非流动资产 | 410,651 | 421,814 | 434,107 | 436,669 | 财务费用 | 877 | 535 | 351 | 397 |
| 长期股权投资 | 49,650 | 49,650 | 49,650 | 49,650 | 加:其他收益 | 603 | 572 | 589 | 630 |
| 固定资产及使用权资产 | 250,057 | 255,186 | 258,365 | 257,456 | 投资净收益 | 2,420 | 3,421 | 3,493 | 3,701 |
| 在建工程 | 22,061 | 23,585 | 25,318 | 24,152 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 52,589 | 57,766 | 64,979 | 69,669 | 减值损失 | (4,709) | (2,137) | (2,223) | (2,748) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 261 | 171 | 175 | 185 |
| 长期待摊费用 | 3,619 | 3,531 | 3,507 | 3,308 | 营业利润 | 98,138 | 91,031 | 95,528 | 98,655 |
| 其他非流动资产 | 32,675 | 32,096 | 32,287 | 32,433 | 营业外净收支 | (1,891) | (911) | (1,223) | (1,342) |
| 资产总计 | 621,701 | 641,284 | 674,826 | 709,155 | 利润总额 | 96,247 | 90,120 | 94,305 | 97,314 |
| 流动负债 | 98,404 | 93,300 | 94,858 | 100,038 | 减:所得税 | 14,592 | 16,041 | 17,446 | 18,490 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 13,601 | 6,398 | 7,237 | 7,436 | 净利润 | 81,655 | 74,079 | 76,859 | 78,824 |
| 经营性应付款项 | 38,972 | 35,406 | 35,140 | 36,859 | 减:少数股东损益 | 12,029 | 10,741 | 11,721 | 12,612 |
| 合同负债 | 5,597 | 6,842 | 6,985 | 7,403 | 归属母公司净利润 | 69,626 | 63,338 | 65,138 | 66,212 |
| 其他流动负债 | 40,234 | 44,655 | 45,496 | 48,340 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 3.50 | 3.19 | 3.28 | 3.33 |
| 非流动负债 | 64,052 | 59,738 | 65,726 | 69,696 | EBIT | 100,195 | 90,656 | 94,656 | 97,711 |
| 长期借款 | 38,438 | 30,438 | 36,632 | 40,819 | EBITDA | 123,069 | 112,991 | 117,844 | 121,661 |
| 应付债券 | 3,453 | 2,912 | 2,802 | 2,679 | 毛利率(%) | 39.03 | 35.31 | 36.01 | 35.52 |
| 租赁负债 | 1,445 | 1,325 | 1,229 | 1,135 | 归母净利率(%) | 20.21 | 18.51 | 18.65 | 17.89 |
| 其他非流动负债 | 20,716 | 25,063 | 25,063 | 25,063 | 收入增长率(%) | 2.65 | (0.71) | 2.10 | 5.97 |
| 负债合计 | 162,456 | 153,038 | 160,584 | 169,734 | 归母净利润增长率(%) | 39.02 | (9.03) | 2.84 | 1.65 |
| 归属母公司股东权益 | 393,854 | 412,114 | 426,388 | 438,956 | | | | | |
| 少数股东权益 | 65,391 | 76,132 | 87,853 | 100,465 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 459,245 | 488,246 | 514,242 | 539,421 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 621,701 | 641,284 | 674,826 | 709,155 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 109,734 | 95,608 | 103,587 | 109,917 | 每股净资产(元) | 19.82 | 20.74 | 21.46 | 22.09 |
| 投资活动现金流 | (56,585) | (31,506) | (33,469) | (25,181) | 最新发行在外股份(百万股) | 19,869 | 19,869 | 19,869 | 19,869 |
| 筹资活动现金流 | (78,734) | (59,547) | (46,490) | (52,259) | ROIC(%) | 16.55 | 14.26 | 14.14 | 13.72 |
| 现金净增加额 | (25,248) | 4,781 | 23,628 | 32,477 | ROE-摊薄(%) | 17.68 | 15.37 | 15.28 | 15.08 |
| 折旧和摊销 | 22,874 | 22,336 | 23,188 | 23,950 | 资产负债率(%) | 26.13 | 23.86 | 23.80 | 23.93 |
| 资本开支 | (27,154) | (35,569) | (36,794) | (28,936) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 8.77 | 9.65 | 9.38 | 9.23 |
| 营运资本变动 | 2,256 | (3,015) | 1,308 | 4,156 | P/B(现价) | 1.55 | 1.48 | 1.43 | 1.39 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>