

清远项目投运，公司中期成长可期

2023年12月25日

► **事件:** 2023年12月25日公告, 近日, 公司持股51%的控股子公司国能清远发电有限责任公司一期2×1000MW新建工程项目2号发电机组顺利通过168小时连续满负荷试运行, 正式投入商业运营。至此, 清远一期两台1000MW超超临界燃煤二次再热发电机组全部建成投运。2023年12月18日, 公司公告岳阳项目2号机组、清远一期1号机组投运。

► **清远、岳阳机组投运, 2024年发电量有望提升。** 2023年10月, 岳阳项目一号机组投运, 年末二号机组投运, 合计权益装机容量1900MW, 该项目首次在一次再热机组采用带平衡发电机的双机回热技术, 烟气深度余热利用, 设计供电煤耗为267g/kWh, 处于国内领先水平。清远项目两台机组12月全部投运, 合计权益装机容量1020MW, 清远一期两台发电机组全部投运后, 预计每年可发电约100亿千瓦时(约占公司年化发电量的4.8%), 将有效缓解广东省供电压力, 为粤港澳大湾区能源安全提供保障, 拉动粤北地区社会经济发展。考虑到清远、岳阳项目均在2023年四季度投产, 因此预计2024年公司发电量有望持续提升。

► **公司电力储备项目仍然丰富, 未来电力产能有望持续扩张。** 截至2023年9月底, 公司共有7个燃煤发电项目、2个燃气发电项目在建, 共17台机组1175万千瓦装机, 且在建机组预计将于2025年前投产, 以公司在运电力装机容量40518兆瓦(2023年9月30日数据)为基数测算, 在建项目全部投运后装机规模扩大29%。

► **煤炭产能有望新增7670万吨/年, 中期成长可期。** 公司公告拟收购大雁煤业以及杭锦能源股权, 涉及煤炭产能2070万吨/年。新街矿区是公司的后备资源区域, 规划产能规模5600万吨/年, 全部投产后公司产能规模增加7670万吨/年, 目前公司取得了台格庙北区新街一井、新街二井探矿权证, 正有序推进矿井前期工作。

► **稳定高盈利+现金流充裕提供高分红, 2022-2024年分红比例不低于60%。** 公司净现金充沛, 资本开支水平自2021年起呈下降趋势, 2022年度股利2.55元/股, 股利支付率72.8%, 以我们2023年631.44亿元的盈利预测、2023年12月25日的收盘价和2022年分红比例72.8%计算, 公司2023年股息率7.28%, 以2022-2024年股东回报计划中的分红比例60%计算, 保底股息率6%。

► **投资建议:** 我们预计2023-2025年公司归母净利润为631.44/671.93/686.75亿元, 对应EPS分别为3.18/3.38/3.46元/股, 对应2023年12月25日的PE分别为10/9/9倍。

► **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	67,193	68,675
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	9	10	9	9
PB	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年12月25日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

31.76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: lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书: S0100122070013
邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 中国神华(601088.SH) 2023年三季度报点评: 业绩表现稳健, 控股股东增持凸显发展信心-2023/10/29
- 中国神华(601088.SH) 2023年半年报点评: 煤价下滑及所得税增加拖累业绩, 资产注入值得期待-2023/08/27
- 中国神华(601088.SH) 2023年半年度业绩预告点评: 煤电产销稳步增长, 所得税增加致业绩略低于预期-2023/07/14
- 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

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	568	630
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	96,272	98,399
营业外收支	-1,891	130	130	130
利润总额	96,247	90,594	96,402	98,529
所得税	14,592	16,307	17,352	17,735
净利润	81,655	74,287	79,050	80,794
归属于母公司净利润	69,626	63,144	67,193	68,675
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	176,265	194,833	211,403
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	213,118	230,844	248,520
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	431,562	448,857	465,171
资产合计	621,701	644,680	679,701	713,691
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	29,831	29,763	29,682
非流动负债合计	64,052	66,269	64,201	63,120
负债合计	162,456	156,648	158,588	160,700
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	65,391	76,534	88,392	100,511
股东权益合计	459,245	488,032	521,113	552,991
负债和股东权益合计	621,701	644,680	679,701	713,691

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	9.89	9.62
净资产收益率 ROE	17.68	15.34	15.53	15.18
偿债能力				
流动比率	2.14	2.36	2.45	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	24.30	23.33	22.52
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	20.71	21.78	22.77
每股经营现金流	5.52	5.20	5.56	5.62
每股股利	2.55	2.31	2.46	2.52
估值分析				
PE	9	10	9	9
PB	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.26	4.62	4.30	4.14
股息收益率 (%)	8.03	7.28	7.75	7.92

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81,655	74,287	79,050	80,794
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	103,336	110,463	111,651
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	-42,113	-40,608	-41,871
股权募资	1,669	0	0	0
债务募资	-8,848	-6,446	-2,200	-1,200
筹资活动现金流	-78,734	-55,461	-51,288	-53,210
现金净流量	-25,248	5,762	18,567	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