

# China Shenhua (601088)

## Coal mining leader with stable earnings and high dividends have gone through the bull and bear cycle and its valuation is likely to be improved Buy (Initiation)

2 January 2024

 Research Analyst  
**Leon Li**

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	344,533	342,092	349,273	370,137
Growth (YoY %)	3%	-1%	2%	6%
Net profit (RMB mn)	69,626	63,338	65,138	66,212
Growth (YoY %)	39%	-9%	3%	2%
EPS (RMB)	3.50	3.19	3.28	3.33
P/E (X)	8.77	9.83	9.56	9.41

Source: Wind, Soochow Securities

### Investment Thesis

- **China Shenhua Energy Company (CSEC)'s medium and long-term growth is in prospect due to the increasing production capacity.** CSEC's coal reserves are 13.53 billion tons, with an in-production capacity of 350 million tons and an equity production capacity of 290 million tons. Among them, open-pit mines account for 40%, so that the cost of self-produced coal remains low at 176 yuan/ton. Nearly 50% of coal sales are sewer coal, which makes the company's coal selling price higher, greatly increasing the profit per ton (Rmb30.3bn in 2022). In terms of production capacity, CSEC plans to acquire two coal mining assets of the group (20.7 million tons/year), and plans to build the Xinjie Taigemiao mining area (planned production capacity of 56 million tons/year) in the future.
- **Benefiting from the high proportion of long-term coal sales, CSEC's performance has strong stability.** CSEC's coal sales account for 86% of the long-term agreement, so the price fluctuation of coal is much lower than the market level. Under the pessimistic scenario, we estimate that when the port coal price falls to 871 yuan/ton, CSEC's net profit will drop to Rmb62.3bn, a good profitability with strong performance stability.
- **The layout of the whole industrial chain of coal and thermal power reduces the cyclical fluctuation of performance.** In 2022, the utilization hours of the company's thermal power units were 4,379 hours, which is 11.6% higher than the national average, and the weighted average price of electricity will reach 0.416 yuan. In addition, the company's main power plants are located in coal mines, along railways and direct shipping areas, with a self-supplied coal ratio of 78%, and the cost of coal consumption is low. We expect that Hunan Yueyang Power Plant and Guangdong Qingyuan Power Plant will be put into operation in 2023-2025, with a total of more than 7.5 million kilowatts of new installed capacity.
- **The value of high dividend asset is highlighted, and the abundant cash flow raises the expectation of special dividends.** From 2014 to 2022, CSEC's average annual dividend rate is 83%, far exceeding the industry average of 44.34%. The dividend yield for 2023 is about 7.57%. In the future low interest rate market environment, CSEC's dividend yield will move closer to Yangtze Power, which means the stock price of CSEC still has nearly 40% room to rise. In addition, CSEC's discretionary cash is expected to exceed Rmb100bn in 2023. The abundant cash flow raises the expectation of special dividends.
- **Earnings Forecast & Rating:** We initiate with the BUY rating, and expect that CSEC's net profit will be Rmb63.3/65.1/66.2bn in 2023/2024/2025 respectively, with corresponding P/E at 9.83/9.56/9.41x respectively, considering that CSEC's Stable operation and stable dividends.
- **Risks:** Security incidents risks, ineffective product promotion, fluctuation in product prices, fluctuation of macroeconomics.

### Price Movement



Source: Wind

### Market Data

Closing price (RMB)	31.35
52-week Range (RMB)	26.76/32.56
P/B (X)	1.57
Floating Market Cap (RMB mn)	516,994.04

Source: Wind

### Basic Data

BVPS (RMB)	19.97
Liabilities/Assets (%)	24.72
Total Issued Shares (mn)	19,868.52
Shares Outstanding (mn)	16,491.04

Source: Wind

### Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited appreciates the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Meng Xiangwen(孟祥文)** and **Liao Lanqi(廖岚琪)**.

# 稳定盈利穿越牛熊周期，高股息煤炭巨头迎价值重估

买入 (首次)

2024年1月2日

分析师  
李润泽

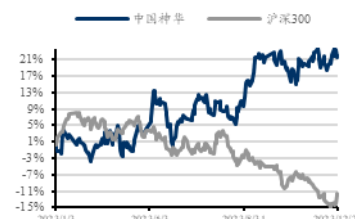
(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

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	9.83	9.56	9.41

数据来源: Wind, 东吴证券

## 股价走势



数据来源: Wind

## 市场数据

收盘价(元)	31.35
一年最低/最高价	26.76/32.56
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	516,994.04

数据来源: Wind

## 基础数据

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

数据来源: Wind

## 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢孟祥文和廖岚琪的指导。

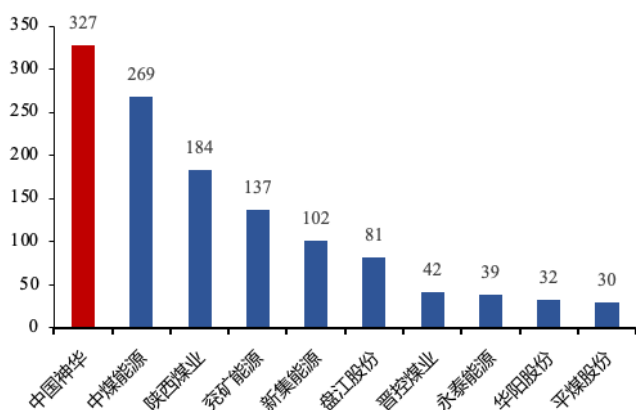
## 投资要点

- **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, **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%。
- **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%。**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, 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, 且短期内无大幅资本开支和大额偿债需求, 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: **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 9.83/9.56/9.41 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。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。

## 1. “煤电路港航”全产业链布局，经营护城河深广

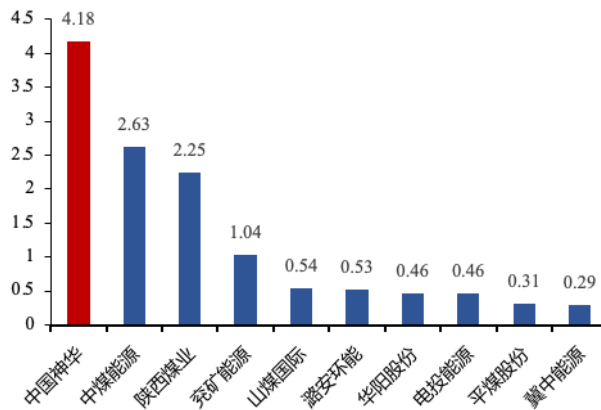
公司立足煤炭生产和销售，积极布局下游电力、铁路、港口、航运、煤化工等业务，逐步构筑“煤炭生产——煤炭运输（铁路、港口、航运）——煤炭转化（发电及煤化工）”一体化运营模式，“煤电运化”四位一体业务模式构筑公司强大核心竞争力。坐拥丰富煤炭资源，核心资产打造超长久期。资源方面，截至 2023 年 6 月，公司煤炭保有资源量达 327.4 亿吨、可采储量达 135.3 亿吨，资源储量居国内煤炭上市公司首位。若按照中国神华煤炭保有可采储量 135.3 亿吨及 2022 年产量 3.13 亿吨测算，其煤炭业务经营年限有望超过 40 年。

图1：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2：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。

## 2. 碳中和下煤价中枢抬升，煤电联营强化抗风险能力

“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。

**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。

**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。

## 3. 盈利预测与投资评级

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，EPS3.19/3.28/3.33元，对应PE9.83/9.56/9.41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。

## 4. 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。



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
<b>流动资产</b>	<b>211,050</b>	<b>219,470</b>	<b>240,719</b>	<b>272,486</b>	<b>营业收入</b>	<b>344,533</b>	<b>342,092</b>	<b>349,273</b>	<b>370,137</b>
现金	170,503	175,284	198,912	231,388	减:营业成本	210,059	221,285	223,504	238,652
应收账款	19,411	22,322	20,070	18,972	营业税金及附加	19972	17789	18162	19617
存货	12096	11605	12378	13159	销售费用	410	342	349	370
其他流动资产	9,040	10,259	9,359	8,967	管理费用	9,930	9,715	9,919	10,512
<b>非流动资产</b>	<b>410,651</b>	<b>421,814</b>	<b>434,107</b>	<b>436,669</b>	研发费用	3,722	3,421	3,493	3,701
长期股权投资	49650	49650	49650	49650	财务费用	877	535	351	397
固定资产	250,057	255,186	258,365	257,456	资产减值损失	4709	2137	2223	2748
在建工程	22,061	23,585	25,318	24,152	加:投资净收益	2420	3421	3493	3701
无形资产	52,589	57,766	64,979	69,669	其他收益	603	572	589	630
其他非流动资产	36,294	35,627	35,795	35,742	资产处置收益	261	171	175	185
<b>资产总计</b>	<b>621,701</b>	<b>641,284</b>	<b>674,826</b>	<b>709,155</b>	<b>营业利润</b>	<b>98,138</b>	<b>91,031</b>	<b>95,528</b>	<b>98,655</b>
<b>流动负债</b>	<b>98,404</b>	<b>93,300</b>	<b>94,858</b>	<b>100,038</b>	加:营业外净收支	-1891	-911	-1223	-1342
短期借款	13601	6398	7237	7436	<b>利润总额</b>	<b>96,247</b>	<b>90,120</b>	<b>94,305</b>	<b>97,314</b>
应付账款	38,972	35,406	35,140	36,859	减:所得税费用	14592	16041	17446	18490
其他流动负债	45,831	51,496	52,481	55,743	少数股东损益	12029	10741	11721	12612
<b>非流动负债</b>	<b>64,052</b>	<b>59,738</b>	<b>65,726</b>	<b>69,696</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>69,626</b>	<b>63,338</b>	<b>65,138</b>	<b>66,212</b>
长期借款	38,438	30,438	36,632	40,819	EBIT	100,195	90,656	94,656	97,711
其他非流动负债	25,614	29,300	29,094	28,877	EBITDA	123,069	112,991	117,844	121,661
<b>负债合计</b>	<b>162,456</b>	<b>153,038</b>	<b>160,584</b>	<b>169,734</b>					
少数股东权益	65391	76132	87853	100465	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
归属母公司股东权益	393,854	412,114	426,388	438,956	每股收益(元)	3.50	3.19	3.28	3.33
<b>负债和股东权益</b>	<b>621,701</b>	<b>641,284</b>	<b>674,826</b>	<b>709,155</b>	每股净资产(元)	19.82	20.74	21.46	22.09
					发行在外股份(百万股)	19869.00	19869.00	19869.00	19869.00
					ROIC(%)	16.55	14.26	14.14	13.72
					ROE(%)	17.68	15.37	15.28	15.08
					毛利率(%)	39.03	35.31	36.01	35.52
					销售净利率(%)	20.21	18.51	18.65	17.89
					资产负债率(%)	26.13	23.86	23.80	23.93
					收入增长率(%)	2.65	-0.71	2.10	5.97
					净利润增长率(%)	39.02	-9.03	2.84	1.65
					P/E	10.66	9.83	9.56	9.41
					P/B	1.64	1.51	1.46	1.42

数据来源:Wind, 东吴证券, 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券预测。

## 免责及评级说明部分

### **分析师声明:**

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

### **利益披露事项:**

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### **免责声明**

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

## 免责及评级说明部分

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

### **特别声明**

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### **评级标准:**

#### **公司投资评级:**

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### **行业投资评级:**

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

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>