

扣非净利符合预期，基本面+政策共振助力公司价值重塑

2024 年 01 月 30 日

**分析师：周泰**执业证号：S0100521110009
邮箱：zhoutai@mszq.com**分析师：李航**执业证号：S0100521110011
邮箱：lihang@mszq.com**研究助理：王姗姗**执业证号：S0100122070013
邮箱：
wangshanshan_yj@mszq.com

➤ **事件：**2024 年 1 月 30 日，公司发布 2023 年业绩预告公告。中国企业会计准则下，2023 年公司预计实现归母净利润 578~608 亿元，同比-12.6%~-16.9%；扣非归母净利润 613~643 亿元，同比-8.5%~-12.8%，符合我们预期。

➤ **23Q4 扣非归母净利润有望实现环比增长。**根据公告测算，22Q4 公司预计实现归母净利润 95.31-125.31 亿元，同比-9.19%~+19.40%，环比-36.42%~-16.40%；扣非归母净利润 134.89~164.89 亿元，同比+13.07%~+38.21%，环比-9.11%~+11.10%。

➤ **非经常性损益拖累盈利，发电业务贡献业绩增量，煤价、运输业务有所下滑。**
增利因素：1) 受售电量增长、燃煤平均采购价格下降等因素影响，发电分部利润同比增长；2) 对联营企业的投资收益同比增长。**减利因素：**1) 受煤炭平均销售价格下降等因素影响，煤炭分部利润同比下降；2) 受铁路检修较多等因素影响，铁路分部成本同比增长、利润同比下降；3) 营业外支出同比增加；4) 2022 年公司部分煤炭子公司汇算清缴企业所得税时以前年度多缴税额抵减了当期所得税，2023 年所得税费用同比有所增加。

➤ **2023 年相关费用计提增加，前三季度逐季下降，23Q4 预计维持低水平。**
 据公司港股公告，国际企业会计准则下，2023 年预计实现归母净利润 627~657 亿元。中国和国际企业会计准则的口径差异在于公司按中国政府相关机构的有关规定计提维简费、安全生产费及其他类似性质的费用，计入当期费用并在股东权益中的专项储备单独反映。据我们计算，2023 年公司预计计提费用 49 亿元，同比增长 49.53%，一定程度影响公司盈利。但分季度来看，2023 年 Q1-Q4 公司分别计提费用 20.65/15.17/6.50/6.68 亿元，呈现前三季度逐季下降、23Q4 维持低水平的态势。专项储备的计提和使用影响公司当期利润，但不影响现金流，公司经营创现能力高位稳定。

➤ **2023 年公司煤电运业务规模同比增长。**据公司运营数据公告，2023 年，**1) 煤炭：**公司实现商品煤产量 3.245 亿吨，同比增长 3.5%；煤炭销售量 4.5 亿吨，同比增长 7.7%。**2) 发电：**公司实现总发电量 2122.6 亿千瓦时，同比增长 11.0%；总售电量 1997.5 亿千瓦时，同比增长 11.1%。**3) 运输：**公司实现自有铁路的运输周转量 3094.0 亿吨公里，同比增长 4.0%；黄骅港和神华天津煤码头合计煤炭装船量 2.55 亿吨，同比增长 2.0%；航运货运量 1.529 亿吨，同比增长 12.2%；航运周转量 1647 亿吨海里，同比增长 23.3%。**4) 煤化工：**公司实现聚乙烯销量 36.44 万吨，同比增长 1.7%；聚丙烯销量 34.15 万吨，同比增长 0.3%。

➤ **业绩稳健+高现金，公司高股息属性持续。**公司目前煤炭规划产能 7670 万吨，包括拟收购大雁煤业及杭锦能源股权涉及的 2070 万吨和新街矿区规划产能 5600 万吨，从而解决公司资源接续问题，保障中长期产能平稳，清远、岳阳发电项目也于 23Q4 投产，2024 年有望贡献业绩增量，运输业务规模稳步扩张，公司整体业绩实现较为稳健。截至 23Q3 末，公司净现金水平行业第一，资产负债率较 23H1 末下降 7.06 个百分点至 24.72%，近年资本开支也持续下降，从而

推荐**维持评级****当前价格：****35.76 元****相关研究**

- 1.中国神华 (601088.SH) 事件点评：清远项目投运，公司中期成长可期-2023/12/25
- 2.中国神华 (601088.SH) 2023 年三季度点评：业绩表现稳健，控股股东增持凸显发展信心-2023/10/29
- 3.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
- 4.中国神华 (601088.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：煤电产销量稳步增长，所得税增加致业绩略低于预期-2023/07/14
- 5.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

具备高分红基础。以我们 2023 年 598.90 亿元的盈利预测、2024 年 1 月 30 日 35.76 元/股的收盘价计算，若公司延续 2022 年 72.8%的分红比例，2023 年股息率 6.13%，若执行 2022-2024 年股东回报计划中最低分红比例 60%，保底股息率 5.06%。

➤ **控股股东增持凸显发展信心，国资委市值管理考核助力公司价值重塑。**基于对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可，公司控股股东国家能源投资集团有限责任公司计划在未来 12 个月内增持公司 A 股股份，增持金额不低于人民币 5 亿元、不超过人民币 6 亿元，增持价格不超过人民币 33.10 元/股。1 月 24 日，国新办新闻发布会上提出，国资委将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核。1 月 29 日中国神华相关负责人表示，公司将积极落实市值管理考核要求。公司有望凭借“业绩稳健+高股息+政策加码”的特点实现估值持续提升。

➤ **投资建议：**公司 2023 年受非经常性损益影响较大，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 598.90/652.83/667.27 亿元，对应 EPS 分别为 3.01/3.29/3.36 元/股，对应 2024 年 1 月 30 日的 PE 分别为 12/11/11 倍。考虑公司 2023 年煤炭业务下滑和发电业务增长有对冲作用，且各业务板块规模稳步提升，有望凭借“业绩稳健+高股息+政策加码”特点实现估值持续提升，维持“推荐”评级。

➤ **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	59,890	65,283	66,727
增长率 (%)	39.0	-14.0	9.0	2.2
每股收益 (元)	3.50	3.01	3.29	3.36
PE	10	12	11	11
PB	1.8	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 30 日收盘价）

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	16,665	17,586	18,190
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	89,357	95,558	97,712
财务费用	877	102	614	667
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	90,131	95,875	97,998
营业外收支	-1,891	-2,057	130	130
利润总额	96,247	88,074	96,005	98,128
所得税	14,592	17,615	19,201	19,626
净利润	81,655	70,459	76,804	78,503
归属于母公司净利润	69,626	59,890	65,283	66,727
EBITDA	123,069	113,193	121,702	126,245

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,503	172,437	191,127	206,796
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	209,289	227,139	243,914
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	640,852	675,996	709,085
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	75,960	87,480	99,256
股东权益合计	459,245	484,204	517,408	548,384
负债和股东权益合计	621,701	640,852	675,996	709,085

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	-10.82	6.94	2.25
净利润增长率	39.02	-13.98	9.01	2.21
盈利能力 (%)				
毛利率	39.03	35.79	36.15	35.84
净利润率	20.21	17.97	18.56	18.34
总资产收益率 ROA	11.20	9.35	9.66	9.41
净资产收益率 ROE	17.68	14.67	15.18	14.86
偿债能力				
流动比率	2.14	2.32	2.41	2.50
速动比率	1.88	2.06	2.15	2.25
现金比率	1.73	1.91	2.02	2.12
资产负债率 (%)	26.13	24.44	23.46	22.66
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	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	3.50	3.01	3.29	3.36
每股净资产	19.82	20.55	21.64	22.61
每股经营现金流	5.52	5.12	5.45	5.50
每股股利	2.55	2.19	2.39	2.44
估值分析				
PE	10	12	11	11
PB	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	4.91	5.34	4.96	4.79
股息收益率 (%)	7.13	6.14	6.69	6.84

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81,655	70,459	76,804	78,503
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	101,695	108,217	109,359
资本开支	-27,154	-44,827	-40,608	-41,871
投资	-519	-60	0	0
投资活动现金流	-56,585	-44,300	-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	-48,919	-51,820
现金净流量	-25,248	1,934	18,690	15,669

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