

研究所:

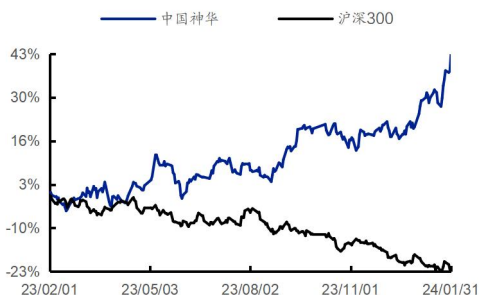
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn

 证券分析师: 王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn

## 量增价稳, 央企市值考核或推动估值抬升

### ——中国神华(601088)2023年业绩预告点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/01/31

表现	1M	3M	12M
中国神华	18.4%	22.4%	42.4%
沪深300	-6.3%	-10.0%	-22.6%

市场数据

2024/01/31

当前价格(元)	37.12
52周价格区间(元)	26.76-37.19
总市值(百万)	737,519.46
流通市值(百万)	612,147.33
总股本(万股)	1,986,852.00
流通股本(万股)	1,649,103.80
日均成交额(百万)	1,711.93
近一月换手(%)	0.21

相关报告

《中国神华(601088)2023年三季报点评: 煤炭产销持续增长, Q4价格环比上涨(买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2023-10-29

《中国神华(601088)2023年中报点评报告: 电力业务量价齐升, 煤价下跌影响盈利(买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2023-08-27

《中国神华(601088)2023年中报预告点评: 电力、煤炭规模增长, 煤价回落及税费基数等因素影响业绩(买入)\*煤炭开采\*陈晨》——2023-07-16

《中国神华(601088)2023一季报点评报告: 电力业务量价齐升, 煤矿资产注入启动(买入)\*煤炭开采\*陈晨》——2023-05-06

### 事件:

2024年1月30日, 中国神华发布2023年度业绩预告: 按中国企业会计准则, 预计公司2023年度实现归母净利润578亿元至608亿元, 同比减少88亿元至118亿元, 下降12.6%至16.9%; 实现扣非后归母净利润613亿元至643亿元, 同比减少60亿元至90亿元, 下降8.5%至12.8%。而根据中国神华港股业绩预告, 国际会计准则下, 公司2023年实现归母净利润627亿元至657亿元, 同比下降9.9%至14%, 降幅更低。

分季度来看, 按中国企业会计准则, 2023年第四季度, 预计公司实现归母净利润95亿元至125亿元, 环比下降36%至16%, 同比下降9%至增长19%; 实现扣非后归母净利润135亿元至165亿元, 环比下降9%至增长11%, 同比增长13%至38%。

### 投资要点:

- 公司业绩变动主要原因: 煤炭业务由于煤价下降利润有所下滑, 电力业务由于售电量增加(新机组投运)及煤炭采购价格下降等因素, 利润同比增长, 另外联营企业的投资收益同比增长。
- 产销量: 煤炭、电力、航运增量明显。2023年公司实现商品煤产量3.2亿吨, 同比+3.5%, 煤炭销量4.5亿吨, 同比+7.7%; 总发电量为212十亿千瓦时, 同比+11%; 总售电量为200十亿千瓦时, 同比+11%; 自有铁路运输周转量309十亿吨公里, 同比+4%; 自有港口装船量(黄骅港及天津煤码头)255百万吨, 同比+2%; 航运货运量153百万吨, 同比+12%, 航运周转量165十亿吨海里, 同比+23%; 聚烯烃销量70.6万吨, 同比+1%。
- 单第四季度, 公司实现商品煤产量0.83亿吨, 同比+5.8%, 环比+1.5%, 实现煤炭销量1.18亿吨, 同比+8.2%, 环比+2.5%; 总发电量56十亿千瓦时, 环比持平, 同比+14.6%, 总售电量为53十亿千瓦时, 同比+15%, 环比+0.7%; 航运货运量43百万吨, 同比+30%, 环比+14%; 航运周转量46十亿吨海里, 同比+44%, 环比+15%。第四季度煤炭产销量、发电量及售电量、航运周转量及货运量同比均有增加, 推动业绩向好。
- 煤炭: 价格趋稳, 仍有规模增长空间。动力煤年度长协价格及市场价格波动逐步收窄, 2024年1月年度长协价为710元/吨与2023

《中国神华（601088）2022 年报点评报告：受益长协价格提升，延续大额分红政策（买入）\*煤炭开采\*陈晨》——2023-03-26

年 12 月持平；秦港动力末煤平仓价 1 月均价（截至 1 月 31 日）为 913 元/吨，较 2023Q4 均价下跌 4.7%，仍高于 2023Q3 均价。未来随着大雁矿业（2 处生产煤矿以及 3 处探矿权，在产产能 1070 万吨/年）和杭锦能源（1 处在建煤矿，产能 1000 万吨/年）的收购和建设，以及新街矿区的建设，规模仍将继续增加。

- **电力：新机组投运推动量增。**从 2022 年开始，分别有罗源湾项目 2 号机组（1000MW，2022 年 4 月 27 日投运）、北海电厂 2 号机组（1000MW，2022 年 12 月 30 日投运）、岳阳项目 1 号机组（1000MW，2023 年 10 月 26 日投运）、岳阳项目 2 号机组（1000MW，2023 年 12 月 17 日投运）、清远一期 1 号机组（1000MW，2023 年 12 月 17 日投运）、清远一期 2 号机组（1000MW，2023 年 12 月 25 日投运）等多个机组投运，同时全社会用电需求增长，推动公司发电量及售电量增长明显。
- **航运：航运货运量及航运周转量同比增长的主要原因是，煤炭销量增加导致航运需求增加，以及长航线业务量增加。**
- **央企市值考核，估值有望提升。**2024 年 1 月 24 日，国务院国资委产权管理局负责人谢小兵在国新办新闻发布会上表示，将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。中国神华也表示将积极落实市值管理考核要求，政策推动下，公司估值有望进一步提升。
- **盈利预测与估值：**预计 2023-2025 年归母净利润分别为 593.1/618.6/641.5 亿元（基于审慎性原则，暂不考虑收购事项对公司的影响），同比-15%/+4%/+4%；EPS 分别为 2.99/3.11/3.23 元，对应当前股价 PE 为 12.43/11.92/11.50 倍。公司具备“煤电路港航”产业链一体化优势，煤炭销售长协占比高，业绩稳健，长期重视投资者回报，分红比例高（若维持 2.55 元/股分红，对应 1 月 31 日收盘价股息率达到 6.9%），央企市值考核推动下，估值有望进一步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济需求不及预期风险；安全生产事故风险；公司管理及运营风险；政策调控力度超预期风险等；资产收购进度不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	344533	358919	375382	392822
增长率(%)	3	4	5	5
归母净利润 (百万元)	69626	59311	61855	64150
增长率(%)	39	-15	4	4
摊薄每股收益 (元)	3.50	2.99	3.11	3.23
ROE(%)	18	15	15	15
P/E	7.89	12.43	11.92	11.50
P/B	1.39	1.82	1.76	1.71
P/S	1.59	2.05	1.96	1.88
EV/EBITDA	3.54	5.63	5.13	4.86

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国神华盈利预测表（暂不考虑收购事项对公司的影响）

证券代码:	601088				股价:	37.12		投资评级:	买入		日期:	2024/01/31	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	18%	15%	15%	15%	EPS	3.50	2.99	3.11	3.23				
毛利率	39%	34%	34%	34%	BVPS	19.82	20.42	21.04	21.69				
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	20%	17%	16%	16%	P/E	7.89	12.43	11.92	11.50				
<b>成长能力</b>					P/B	1.39	1.82	1.76	1.71				
收入增长率	3%	4%	5%	5%	P/S	1.59	2.05	1.96	1.88				
利润增长率	39%	-15%	4%	4%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.55	0.57	0.56	0.58	<b>营业收入</b>	<b>344533</b>	<b>358919</b>	<b>375382</b>	<b>392822</b>				
应收账款周转率	31.41	48.69	34.49	43.94	营业成本	210059	235663	247977	261055				
存货周转率	28.48	25.48	27.88	25.27	营业税金及附加	19972	21535	22523	23569				
<b>偿债能力</b>					销售费用	410	718	751	786				
资产负债率	26%	24%	24%	22%	管理费用	9930	10050	10135	10606				
流动比	2.14	2.60	2.75	3.25	财务费用	877	-557	-692	-1292				
速动比	1.88	2.27	2.45	2.90	其他费用/（-收入）	3722	3589	3754	3928				
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>营业利润</b>	<b>98138</b>	<b>89325</b>	<b>93114</b>	<b>96533</b>				
现金及现金等价物	170503	179915	219863	233888	营业外净收支	-1891	-1000	-1000	-1000				
应收款项	12100	14216	12380	16172	<b>利润总额</b>	<b>96247</b>	<b>88325</b>	<b>92114</b>	<b>95533</b>				
存货净额	12096	14089	13464	15542	所得税费用	14592	18548	19344	20062				
其他流动资产	16351	18875	18369	20088	<b>净利润</b>	<b>81655</b>	<b>69777</b>	<b>72770</b>	<b>75471</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>211050</b>	<b>227095</b>	<b>264077</b>	<b>285691</b>	少数股东损益	12029	10467	10916	11321				
固定资产	248381	246144	242921	238827	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>69626</b>	<b>59311</b>	<b>61855</b>	<b>64150</b>				
在建工程	22061	20296	18972	17979	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	90559	90059	89559	89059	<b>经营活动现金流</b>	<b>109734</b>	<b>72331</b>	<b>105060</b>	<b>80816</b>				
长期股权投资	49650	49650	49650	49650	净利润	69626	59311	61855	64150				
<b>资产总计</b>	<b>621701</b>	<b>633244</b>	<b>665179</b>	<b>681206</b>	少数股东损益	12029	10467	10916	11321				
短期借款	5216	5216	5216	5216	折旧摊销	22874	19702	20247	20787				
应付款项	38972	29109	35641	25272	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	2256	-19319	10615	-16713				
其他流动负债	54216	52994	55110	57355	<b>投资活动现金流</b>	<b>-56585</b>	<b>-13770</b>	<b>-13622</b>	<b>-13465</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>98404</b>	<b>87318</b>	<b>95967</b>	<b>87843</b>	资本支出	-27154	-16641	-16625	-16607				
长期借款及应付债券	41891	42191	42191	42191	长期投资	-519	0	0	0				
其他长期负债	22161	22161	22161	22161	其他	-28912	2871	3003	3143				
<b>长期负债合计</b>	<b>64052</b>	<b>64352</b>	<b>64352</b>	<b>64352</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-78734</b>	<b>-49149</b>	<b>-51490</b>	<b>-53327</b>				
<b>负债合计</b>	<b>162456</b>	<b>151670</b>	<b>160319</b>	<b>152195</b>	债务融资	-8848	300	0	0				
股本	19869	19869	19869	19869	权益融资	1669	0	0	0				
股东权益	459245	481574	504860	529011	其它	-71555	-49449	-51490	-53327				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>621701</b>	<b>633244</b>	<b>665179</b>	<b>681206</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-25248</b>	<b>9412</b>	<b>39948</b>	<b>14025</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。