

动力煤

中国神华（601088.SH）

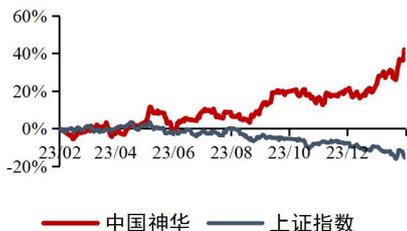
买入-A(上调)

煤、电、运产销同增，股息预期稳定及市值管理纳入考核有助投资

2024年2月2日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年2月1日

收盘价(元)：	36.30
年内最高/最低(元)：	37.19/26.76
流通A股/总股本(亿)：	164.91/198.69
流通A股市值(亿)：	5,986.25
总市值(亿)：	7,212.27

基础数据：2023年9月30日

基本每股收益：	2.43
摊薄每股收益：	2.43
每股净资产(元)：	23.67
净资产收益率：	11.97

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年度业绩预告：公司预计2023年度实现归属于本公司股东的净利润为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%。预计2023年度实现归属于本公司股东的扣除非经常性损益的净利润为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%。

事件点评

➢ 归母符合预期，扣非略超预期。2023年三季度以来受安监、环保等影响煤炭供应增速明显放缓，叠加特别国债等稳经济政策陆续出台，国内煤电需求有所恢复，煤炭价格回升。全年来看，煤炭价格中枢有所回落，秦皇岛年度长协均价713.8元/吨，同比-1.1%，公司归母利润有所下滑符合预期，但下滑幅度预计远低于行业平均水平，体现了公司全产业链运营的优势。此外，考虑2023年公司会计政策变更等因素，扣非净利略超市场预期。

➢ 四季度煤炭产销同增，助力全年产销增长。根据公司《2023年12月份主要运营数据公告》，煤炭销售量为4.5亿吨，同比+7.7%。其中四季度商品煤产量为0.83亿吨，环比+1.5%，同比5.8%；煤炭销售量为1.18亿吨，环比+2.5%，同比8.2%。价格方面，根据wind数据，四季度秦皇岛长协价格均价710.67元/吨，环比+1.33%；广州港神混一号库提价均价1014元/吨，环比+5.34%。预计公司煤炭售价四季度也有所增长。

➢ 航运及电力业务增幅较大，产业链协同效应继续。公司2023全年实现发电量2122.6亿千瓦时，同比+11%；售电量1997.5亿千瓦时，同比+11.1%；航运货运量累计1.53亿吨，同比+12.2%；周转量1647亿吨海里，同比+23.3%；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；发电量、售电量同比增长的主要原因是，全社会用电需求增长，以及新投运机组带来电量增长。

➢ 央企市值管理预纳入考核，利率下行提升公司股息配置价值，公司投资价值有望继续提升。国务院国资委近期新闻发布会上表示，将进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核，并及时通过增持、回购等手段传递信心。公司作为煤炭板块核心央企标的，市值管理考核预计将进一步推动公司采取加强投资效益管理、完善信息披露、注重股东回报等措施。以2022年分红数据测算，公司股息率6.87%；年度现金分红比例72.8%；按照公司不低于60%的分红比例承诺，假设2023年分红比例分别为70%、60%的情况下，以业绩预告测算现金股利分别为约2.04~2.14元和1.75~1.84元，股息率分别约为5.62%~5.90%和4.82%~5.07%（股息率采用2月1日收盘价36.3元测算），



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

结合近期无风险利率持续下行，股息率仍具备较强吸引力。

#### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.04\3.56\3.59 元，对应公司 2 月 1 日收盘价 36.30 元，2023-2025 年 PE 分别为 12.2\10.4\10.3 倍，考虑公司股息率具备较高吸引力并且未来或将市值管理纳入考核，具备估值提升预期，上调公司投资评级至“买入-A”。

#### 风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216	344,533	344,080	348,401	352,879
YoY(%)	43.7	2.8	-0.1	1.3	1.3
净利润(百万元)	50,269	69,626	60,321	70,784	71,267
YoY(%)	28.3	38.5	-13.4	17.3	0.7
毛利率(%)	33.0	39.0	36.1	38.8	39.0
EPS(摊薄/元)	2.53	3.50	3.04	3.56	3.59
ROE(%)	13.3	17.8	14.8	16.7	16.1
P/E(倍)	14.7	10.6	12.2	10.4	10.3
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
净利率(%)	15.0	20.2	17.5	20.3	20.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	208310	211050	212957	238893	259294
现金	162886	170503	162956	200093	209140
应收票据及应收账款	13607	12100	18872	10889	18545
预付账款	7893	6809	7874	6993	8065
存货	12633	12096	13259	11593	13345
其他流动资产	11291	9542	9996	9325	10199
<b>非流动资产</b>	398742	410651	421946	411516	399535
长期投资	47644	49650	53879	58108	62337
固定资产	238026	248381	243458	234316	223800
无形资产	50908	52589	60910	60352	59716
其他非流动资产	62164	60031	63700	58740	53682
<b>资产总计</b>	607052	621701	634903	650410	658830
<b>流动负债</b>	91748	98404	94986	96134	91520
短期借款	4248	5216	3468	3762	4347
应付票据及应付账款	35216	38972	30497	40648	29170
其他流动负债	52284	54216	61020	51724	58002
<b>非流动负债</b>	69628	64052	60156	54941	47762
长期借款	52365	41891	31513	24735	17556
其他非流动负债	17263	22161	28643	30206	30206
<b>负债合计</b>	161376	162456	155339	151272	139479
少数股东权益	68801	65391	76055	88426	100953
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	74667	68014	68211	68211	68211
留存收益	271878	290894	294443	298601	302791
归属母公司股东权益	376875	393854	403509	410712	418398
<b>负债和股东权益</b>	607052	621701	634903	650410	658830

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	94575	109734	79207	113646	85840
净利润	59359	81655	70985	83155	83794
折旧摊销	20573	22557	21491	22331	23024
财务费用	88	877	-488	-872	-1808
投资损失	885	-2420	-2316	-2368	-2342
营运资金变动	8054	-1012	-11117	11654	-16954
其他经营现金流	5616	8077	652	-253	127
<b>投资活动现金流</b>	-6844	-56585	-30977	-9279	-8828
<b>筹资活动现金流</b>	-43731	-78734	-55777	-67230	-67966
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.04	3.56	3.59
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	5.52	3.99	5.72	4.32
每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	20.31	20.67	21.06

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	335216	344533	344080	348401	352879
营业成本	224452	210059	219794	213271	215095
营业税金及附加	16502	19972	17667	18412	19074
营业费用	581	410	503	462	492
管理费用	9119	9930	13526	10923	11600
研发费用	2499	3722	2044	2364	2599
财务费用	88	877	-488	-872	-1808
资产减值损失	-3853	-4709	-4703	-4762	-4823
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-885	2420	2316	2368	2342
<b>营业利润</b>	78242	98138	89225	102037	103929
营业外收入	380	443	443	443	443
营业外支出	1247	2334	1791	2062	1926
<b>利润总额</b>	77375	96247	87877	100418	102446
所得税	18016	14592	16892	17264	18652
<b>税后利润</b>	59359	81655	70985	83155	83794
少数股东损益	9090	12029	10664	12371	12527
<b>归属母公司净利润</b>	50269	69626	60321	70784	71267
EBITDA	99218	119327	109311	121916	123903

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	43.7	2.8	-0.1	1.3	1.3
营业利润(%)	23.2	25.4	-9.1	14.4	1.9
归属于母公司净利润(%)	28.3	38.5	-13.4	17.3	0.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.0	39.0	36.1	38.8	39.0
净利率(%)	15.0	20.2	17.5	20.3	20.2
ROE(%)	13.3	17.8	14.8	16.7	16.1
ROIC(%)	13.4	17.9	15.3	17.7	17.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.6	26.1	24.5	23.3	21.2
流动比率	2.3	2.1	2.2	2.5	2.8
速动比率	1.9	1.9	1.9	2.2	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	26.4	26.8	22.2	23.4	24.0
应付账款周转率	7.0	5.7	6.3	6.0	6.2
<b>估值比率</b>					
P/E	14.7	10.6	12.2	10.4	10.3
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	7.2	5.9	6.5	5.6	5.5

资料来源：最闻、山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

