

## 证券研究报告

### 公司研究

### 公司点评报告

#### 中国神华(601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 中国神华：一体化经营业绩稳健，提高分红水平重视回报

2024年3月23日

**事件：**2024年3月22日，中国神华发布年度报告，2023年公司实现营业收入3430.74亿元，同比下降0.42%，实现归母净利润596.94亿元，同比下降14.26%；扣非后净利润628.68亿元，同比下降10.60%。经营活动现金流量净额896.87亿元，同比下降18.27%；基本每股收益3.00元/股，同比下降14.27%。资产负债率为24.08%，同比下降2.05pct。

2023年第四季度，公司单季度营业收入906.07亿元，同比下降3.65%，环比上涨9.13%；单季度归母净利润114.25亿元，同比上涨8.86%，环比下降23.78%；单季度扣非后净利润150.57亿元，同比上涨26.21%，环比上涨1.46%。

## ➤ 煤炭板块：销量增长价格下降，成本端控制良好，盈利较为稳定

2023年公司实现煤炭产量3.245亿吨，同比增长2.9%，煤炭销量4.5亿吨，同比提升7.7%。从销售结构来看，2023年年度长协、月度长协、现货销售占比为57.5%、24.4%、13%，公司积极落实稳产保供政策，年度长协占比同比提高4.5个pct。从销售价格来看，公司年度长协价格500元/吨，同比下降2.9%；月度长协价格808元/吨，同比降低7.4%，煤炭平均售价584元/吨，同比下降9.3%；高比例长协有效平抑了煤价的波动。成本端看，2023年自产煤单吨成本为179元/吨，同比增长1.5%，成本端提升主要由于煤矿生产设备增加和长期待摊费用摊销增加导致折旧与摊销增加(+9.7%)、安全生产费及露天矿外委剥离费等增长导致其他成本增加(+13.9%)，而人工成本、维修费等项控制较好。2023年，煤炭板块整体营业收入为3430.74亿元，同比下降0.4%；实现利润总额871.76亿元，同比下降9.4%，煤炭板块在市场较为波动的2023年实现了稳健经营，也体现了销售结构、一体化经营的优势。

## ➤ 电力板块：煤电电量及销售电价一同增长，燃煤成本下降带动利润增长

2023年公司实现总发电量2122.6亿千瓦时，同比增加5.5%，总售电量1997.5亿千瓦时，同比增加11.1%，发电量及售电量齐增。2023年，燃煤发电的平均利用小时数5221小时，同比提高4.5%，燃煤电价为412元/兆瓦时，同比降低1%，发电装机容量为44634兆瓦，增量来自新增光伏发电装机容量333兆瓦。燃煤电量及电价齐增带动电力板块营业收入达到924.07亿元，同比增长9.3%；实现利润总额106.42亿元，同比提高34.1%；毛利率提高2.6个pct。

## ➤ 运输与煤化工板块：成本涨幅较大导致各业务板块利润不同程度下降

2023年公司铁路分部营业收入实现同比1.8%增长，但由于营业成本同比增长9.5%，导致利润总额同比下降11.9%；港口分部营业收入同比小幅增长4.8%，尽管成本增长，利润总额同比上升2%；航运分部由于平均海运价格下降，营业收入下降20.1%，利润总额水平下降85.8%；煤化工分部由于聚烯烃产品平均销售价格下降，营业收入同比下降4.4%，利润总额同比下降64.4%。

- **有序推进煤炭资源接续工作，集团资源注入助力主业增长。**截至 2024 年 3 月 22 日，对公司煤炭资源接续发展具有重要意义的内蒙古新街台格庙矿区新街一井、二井已取得采矿许可证。补连塔煤矿、上湾煤矿、万利一矿和哈尔乌素露天矿已完成采矿权范围变更，取得新采矿许可证。保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年核增申请获得国家矿山安全监察局批复，李家壕、胜利一号露天矿等煤矿产能核增申请工作有序推进。此外，2023 年 6 月公司发布公告，计划收购国家能源集团全资控股的大雁矿业与杭锦能源，其中大雁矿业下属雁南矿和扎尼河露天矿，产能 1070 万吨/年，截至 2022 年，两处煤矿可采储量 4.1 亿吨，当年完成商品煤产量约 870 万吨；杭锦能源下属塔然高勒煤矿，在建产能 1000 万吨，截至 2022 年，该煤矿可采储量 9.2 亿吨。伴随资产注入及在建矿井逐步投产，公司煤炭业务有望迎来产量外延增长，贡献稳定业绩。此外大雁矿业还有三处探矿权（伊敏河东区后备井、伊敏河东区二井、伊敏河东区外围），有望作为公司中长期煤炭板块可持续发展的后备资源。
- **深入推进煤电一体化布局，各发电业务稳步增长。**2023 年，公司积极推进清洁高效煤电机组建设，湖南岳阳项目 1、2 号机组和广东清远一期项目 1、2 号机组陆续投运。深化煤电机组“三改联动”，推动绿色低碳转型发展，全年完成煤电机组节能降耗改造 1,020 万千瓦、灵活性改造 558 万千瓦、供热改造 440 万千瓦，新增供热能力 26.8 万千瓦、提高调峰能力 52.5 万千瓦；供电煤耗降至 294.9 克/千瓦时（2022 年：296.7 克/千瓦时），同比降低 1.8 克/千瓦时。进一步拓展可再生能源业务发展渠道，不断加大投资力度。2023 年，胜利能源露天排土场 150 兆瓦集中式光伏电站以及宝日希勒露天矿、郭家湾电厂等分布式光伏项目实现并网发电。截至 2023 年底，神华集团已投运光伏发电项目 77 个，装机容量合计 512 兆瓦，其中对外商业运营的装机容量合计 395 兆瓦。
- **提质增效重回报，高分红回馈股东。**公司发布年度利润分配方案，每股派发现金红利 2.26 元，拟派发现金红利约人民币 44,903 百万元（含税），占 2023 年度中国企业会计准则下归属于本公司股东净利润的 75.2%（2022 年度：72.8%），对应 2024 年 3 月 22 日收盘价 37.94 元股息率为 6%。2024 年 3 月 2 日，中国神华发布关于开展“提质增效重回报”行动的公告，表示公司将秉持积极回报股东的一贯政策，并充分考量发展阶段、经营效益、资本开支计划、现金流量状况等因素，平衡短期利益和长期利益，坚持为投资者提供可持续、相对稳定的现金分红。长远看，公司或将长期秉持高分红回馈股东的理念，远期投资价值值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**回顾市场，我们认为动力煤价格调整是淡旺季切换的正常现象，而全年看 2024 年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也暂时不具备单边下行的条件，随宏观经济回暖或支撑煤价上行。同时全社会用电量有望持续增长，公司电量电价齐涨趋势有望延续，支撑盈利能力稳定提高。公司高长协比例及煤电港运一体化运营使得经营业绩具有较高稳定性，叠加高现金、高分红属性，长期投资价值值得关注。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 625.85/642.93/661.21 亿元，EPS 为 3.15/3.24/3.33 元/股，维持“买入”评级。

- **风险因素:** 宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

<b>重要财务指标</b>					单位: 百万元
<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业总收入	344,533	343,074	339,396	349,505	364,543
同比(%)	2.6%	-0.4%	-1.1%	3.0%	4.3%
归属母公司净利润	69,648	59,694	62,585	64,293	66,121
同比(%)	39.1%	-14.3%	4.8%	2.7%	2.8%
毛利率(%)	39.0%	35.9%	36.4%	35.8%	35.5%
ROE(%)	17.7%	14.6%	14.9%	14.8%	14.8%
EPS (摊薄) (元)	3.51	3.00	3.15	3.24	3.33
P/E	10.82	12.63	12.04	11.72	11.40
P/B	1.91	1.84	1.79	1.74	1.68
EV/EBITDA	3.54	4.41	5.36	5.17	4.92

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价



资产负债表				单位:	百万元	利润表				单位:	百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211,050	198,951	223,407	235,110	245,065	营业收入	344,533	343,074	339,396	349,505	364,543
货币资金	170,503	149,986	173,717	182,736	191,094	营业成本	210,059	219,922	215,933	224,334	235,229
应收票据	1,132	7,983	7,101	6,491	7,686	营业税金及附加	19,972	18,385	16,630	16,776	17,498
应收账款	10,968	11,875	11,637	14,047	15,332	销售费用	410	425	509	524	547
预付账款	6,809	5,999	8,637	7,455	7,881	管理费用	9,930	9,812	9,164	9,437	9,478
存货	12,096	12,846	11,907	13,949	12,969	研发费用	3,722	3,007	2,975	3,063	3,195
其他	9,542	10,262	10,408	10,433	10,103	财务费用	877	501	515	468	416
非流动资产	410,793	431,180	437,417	454,652	470,903	减值损失合计	-3,372	-3,691	-3,000	-1,800	-1,000
长期股权投资	49,650	55,571	54,571	53,571	52,571	投资净收益	2,420	3,815	3,774	3,887	2,552
固定资产(合计)	248,381	256,933	257,331	266,827	275,530	其他	-473	221	-307	-298	-310
无形资产	52,589	61,630	69,369	78,708	87,813	营业利润	98,138	91,367	94,137	96,691	99,423
其他	60,173	57,046	56,146	55,546	54,989	营业外收支	-1,891	-4,191	-588	-588	-588
资产总计	621,843	630,131	660,824	689,762	715,967	利润总额	96,247	87,176	93,549	96,103	98,835
流动负债	98,404	91,585	94,180	97,592	100,604	所得税	14,551	17,578	20,581	21,143	21,744
短期借款	5,216	2,927	3,552	3,320	3,870	净利润	81,696	69,598	72,968	74,960	77,091
应付票据	1,101	581	1,386	548	1,518	少数股东损益	12,048	9,904	10,384	10,667	10,970
应付账款	37,871	38,320	36,489	40,834	40,521	归属母公司净利润	69,648	59,694	62,585	64,293	66,121
其他	54,216	49,757	52,753	52,890	54,695	EBITDA	123,069	117,090	117,398	120,431	124,775
非流动负债	64,120	60,176	65,176	67,176	66,176	EPS(当年)(元)	3.51	3.00	3.15	3.24	3.33
长期借款	38,438	29,636	34,636	36,636	35,636						
其他	25,682	30,540	30,540	30,540	30,540	现金流量表					
负债合计	162,524	151,761	159,356	164,768	166,780	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	65,419	69,678	80,062	90,729	101,699	经营活动现金流	109,734	89,687	97,562	99,987	103,723
归属母公司股东权益	393,900	408,692	421,406	434,265	447,489	净利润	81,696	69,598	72,968	74,960	77,091
负债和股东权益	621,843	630,131	660,824	689,762	715,967	折旧摊销	22,874	24,859	21,602	23,503	24,597
						财务费用	849	459	2,015	2,205	2,243
重要财务指标	单位: 百万元					投资损失	-2,420	-3,815	-3,774	-3,887	-2,552
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营运资金变动	2,215	-5,291	245	-39	-136
营业收入	344,533	343,074	339,396	349,505	364,543	其它	4,520	3,877	4,506	3,243	2,479
同比(%)	2.6%	-0.4%	-1.1%	3.0%	4.3%	投资活动现金流	-56,585	-36,974	-27,571	-39,096	-39,776
归属母公司净利润	69,648	59,694	62,585	64,293	66,121	资本支出	-27,154	-35,583	-31,345	-43,482	-42,827
同比(%)	39.1%	-14.3%	4.8%	2.7%	2.8%	长期投资	-519	-2,868	500	500	500
毛利率(%)	39.0%	35.9%	36.4%	35.8%	35.5%	其他	-28,912	1,477	3,274	3,887	2,552
ROE(%)	17.7%	14.6%	14.9%	14.8%	14.8%	筹资活动现金流	-78,734	-76,131	-46,260	-51,872	-55,590
EPS(摊薄)(元)	3.51	3.00	3.15	3.24	3.33	吸收投资	1,669	574	197	0	0
P/E	10.82	12.63	12.04	11.72	11.40	借款	27,653	12,926	5,625	1,768	-450
P/B	1.91	1.84	1.79	1.74	1.68	支付利息或股息	-62,310	-59,900	-52,082	-53,640	-55,140
EV/EBITDA	3.54	4.41	5.36	5.17	4.92	现金净增加	-25,248	-23,284	23,731	9,019	8,357

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢泰浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；  增持：股价相对强于基准5%~15%；  持有：股价相对基准波动在±5%之间；  卖出：股价相对弱于基准5%以下。	看好：行业指数超越基准；  中性：行业指数与基准基本持平；  看淡：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。