

央企龙头行稳致远，价值重塑正当其时

2024 年 03 月 23 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 3 月 22 日，公司发布 2023 年年报。2023 年实现营业收入 3430.74 亿元，同比下降 0.4%；归母净利润 596.94 亿元，同比下降 14.3%；扣非归母净利润 628.68 亿元，同比下降 10.6%；基本每股收益 3.004 元/股。

➤ **23Q4 业绩同比增长，扣非净利环比提升。**23Q4 公司实现归母净利润 114.25 亿元，同比增长 9.1%，环比下降 23.8%；扣非归母净利润 150.57 亿元，同比增长 26.4%，环比增长 1.5%。23Q4 计提资产减值损失 36.95 亿元，计提信用减值损失 2.76 亿元，合计 39.71 亿元，影响公司业绩释放。

➤ **2023 年专项储备计提、营业外支出和所得税费用同比增加影响盈利，盈利结构中发电业务占比提升。**国际企业会计准则下，2023 年公司实现归母净利润 646.25 亿元，同比下降 11.4%。据此计算，2023 年公司计提专项储备 49.31 亿元，同比增长 50.5%。专项储备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。此外，因公司煤炭资源领域专项整治、对外捐赠、碳排放权交易等支出，公司营业外支出同比增长 118.6%；因 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，上述因素一定程度拖累公司业绩表现。盈利结构方面，2023 年公司煤炭、发电、运输及煤化工分部利润总额（合并抵销前）占比为 71%、13%、16%和 0%，2022 年分别为 75%、8%、16%和 1%，发电业务盈利占比提升明显。

➤ **每股现金分红 2.26 元（含税），分红比例 75.2%，A 股股息率 6.0%，H 股股息率 8.3%。**公司拟向全体股东派发 2023 年度股息每 10 股人民币 22.6 元（含税），拟派发现金红利约人民币 449.03 亿元（含税），占 2023 年度中国会计准则下归属于本公司股东净利润的 75.2%，高于 2022 年的 72.8%和承诺分红比例 60%，以 2024 年 3 月 22 日 A 股和 H 股收盘价分别计算，A 股股息率达到 6.0%，H 股股息率达到 8.3%。截至 2023 年末，公司净现金 579.8 亿元，资产负债率 24.1%，较 2022 年末下降 2.0pct，较 23Q3 末下降 0.6pct，2024 年公司计划资本开支 368.04 亿元，较 2023 年实际完成额 419.59 亿元明显下降，公司具备高分红基础，股息配置价值凸显。

➤ **煤炭产销稳健增长，有望受益煤价中枢上移。**1) **产销：**2023 年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%，主要原因系外购煤销量增加。销售结构中，公司年度长协占比 57.5%，同比增长 4.5pct；月度长协占比 24.4%，同比下降 7.6pct；现货占比 13.0%，同比增长 3.5pct。2) **售价及成本：**2023 年公司商品煤综合售价 584 元/吨，同比下降 9.3%；自产煤单位售价 548 元/吨，同比下降 8.2%；自产煤单位成本 179 元/吨，同比增长 1.5%，其中人工成本和修理费分别同比下降 16.5%和 9.9%，而折

推荐

维持评级

当前价格：

37.94 元

相关研究

- 1.中国神华 (601088.SH) 事件点评：新街一井、二井采矿许可证获批，中期增量可期-2024/02/04
- 2.中国神华 (601088.SH) 2023 年业绩预告点评：扣非净利符合预期，基本面+政策共振助力公司价值重塑-2024/01/31
- 3.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
- 4.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
- 5.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

旧摊销和其他成本（安全生产费、露天矿外委剥离费）分别同比增长 9.7%和 13.9%。2024 年公司预计自产煤单位生产成本同比增长 10%左右，但考虑到 2023 年 1.5%的成本增幅远低于年初同为 10%的计划目标，我们预计 2024 年成本增幅或依旧显著低于计划增幅。**3) 业务效益：**2023 年煤炭业务实现经营收益 622.91 亿元，同比下降 12.96%；经营收益率 22.79%，同比下降 3.0pct。2023 年，秦港 5500 动力煤成交均价约 980 元/吨，同比下降 23.7%，而动力煤中长期合同价格均价约 714 元/吨，同比下降 7 元/吨，降幅仅 1.0%，公司年度长协比例提升有效平抑了煤价中枢下移带来的业绩波动。2024 年，限产政策导致煤炭供给进一步收紧，叠加火电需求稳健、煤化工需求确定性增长，经济中性假设下煤炭供需或仍有明显缺口，煤价中枢上移确定性较强，公司综合售价有望同比抬升，助力业绩释放。

➤ **煤炭潜在产能增量 6070 万吨，资源接续中长期无虞。**截至 2023 年末，公司煤炭保有资源量 325.8 亿吨，可采储量 133.8 亿吨。2023 年，公司新街一井、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。除新街台阁庙矿区剩余新街三井~八井 4000 万吨/年产能外，公司拟收购控股股东国家能源集团大雁矿业和杭锦能源 100%股权，涉及煤矿可采储量合计 13.3 亿吨、煤炭产能 2070 万吨/年。公司目前煤炭潜在产能增量合计 6070 万吨，伴随未来资产收购完成及新街矿区逐步建成投产，公司资源接续中长期无虞，煤炭业务规模或将稳中有升。

➤ **发售电量增长叠加成本下移，电力业务盈利同比抬升。****1) 发售电量：**2023 年，受益广东清远一期项目（2×1000MW）、湖南岳阳电厂项目（2×1000MW）相继投运，公司总发电量 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%。当前公司总装机容量已达到 44634MW，其中燃煤发电装机容量 43164MW。**2) 电价及成本：**2023 年公司单位售电收入为 414 元/兆瓦时，同比下降 1.0%；单位售电成本为 363 元/兆瓦时，同比下降 4.7%，主因燃煤采购价格下降。**3) 发电设备利用率：**2023 年公司燃煤发电机组平均利用小时数达 5221 小时，同比增加 270 小时，比全国 6000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数 4685 小时高 536 小时。**4) 业务效益：**2023 年公司电力业务实现经营收益 122.76 亿元，同比增长 37.5%；经营收益率 13.3%，同比增长 2.7pct。截至目前公司仍有 6800MW 机组在建，另有 2640MW 机组已获核准，2024 年公司发电业务计划资本支出 171.78 亿元，较 2023 年完成额提升 7.9%。2024 年公司计划发电量 2163 亿千瓦时，增速较低为 1.9%，但考虑清远、岳阳机组均于 23Q4 投运，我们预计 2024 年公司发电量有望维持高增长并持续贡献业绩增量。未来伴随公司电力业务资本投入加大、机组建设投运步伐加快，煤电一体对冲效应将进一步增强，促进公司业绩稳定性提升。

➤ **运输板块规模持续扩张，整体盈利能力有所下降。****1) 铁路：**2023 年公司完成自有铁路运输周转量 309.4 十亿吨公里，同比增长 4.0%。受修理费、人工成本增长等因素影响，铁路分部单位运输成本同比增长 10.4%，实现经营收益 113.76 亿元，同比下降 14.5%。**2) 港口：**2023 年公司于黄骅港和神华天津煤码头累计完成煤炭装船量 255.3 百万吨，同比增加 2.0%。港口业务实现经营收益 24.22 亿元，同比增长 1.7%。**3) 航运：**2023 年公司航运货运量 152.9 百万吨，同比增长 12.2%；航运周转量 164.7 十亿吨海里，同比增长 23.28%。但受沿海航运价格同比下降影响，公司航运业务实现经营收益 0.46 亿元，同比下降 92.8%。综合来看，运输业务体量持续增长，整体盈利水平有所下降。

➤ **烯烃价格下行，效益静待回暖。**2023 年公司销售 70.59 万吨聚烯烃产品，同比增长 1.0%。其中聚乙烯销量 36.44 万吨，同比增长 1.7%，售价 6446 元/吨，同比下降 4.7%；聚丙烯销量 34.15 万吨，同比增长 0.3%，售价 5908 元/吨，同比下降 10.7%。2023 年煤化工分部实现经营收益 1.34 亿元，同比下降 75.9%。

➤ **投资建议：**公司煤炭中期产量增量可期、发售电量持续增长，价格实现有望受益煤价中枢上移和电价上浮，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 633.45/666.42/691.78 亿元，对应 EPS 分别为 3.19/3.35/3.48 元/股，对应 2024 年 3 月 22 日的 PE 分别为 12/11/11 倍。公司业绩稳健+分红比例超预期，央企市值管理考核下价值重塑正当其时，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	343,074	361,118	374,298	389,002
增长率 (%)	-0.4	5.3	3.6	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	59,694	63,345	66,642	69,178
增长率 (%)	-14.3	6.1	5.2	3.8
每股收益 (元)	3.00	3.19	3.35	3.48
PE	13	12	11	11
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	343,074	361,118	374,298	389,002
营业成本	219,922	233,192	241,145	250,763
营业税金及附加	18,385	19,352	20,058	20,846
销售费用	425	447	464	482
管理费用	9,812	10,328	10,705	11,126
研发费用	3,007	3,165	3,281	3,410
EBIT	90,973	94,779	98,796	102,533
财务费用	501	274	286	386
资产减值损失	-3,691	-3,384	-3,529	-3,660
投资收益	3,815	2,889	2,994	3,112
营业利润	91,367	94,096	98,067	101,693
营业外收支	-4,191	-1,588	-744	-666
利润总额	87,176	92,508	97,323	101,027
所得税	17,578	18,653	19,624	20,371
净利润	69,598	73,855	77,699	80,656
归属于母公司净利润	59,694	63,345	66,642	69,178
EBITDA	115,832	122,561	127,355	133,561

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	150,698	164,803	180,114
应收账款及票据	19,858	20,602	21,354	22,193
预付款项	5,999	6,361	6,578	6,840
存货	12,846	12,446	12,871	13,384
其他流动资产	10,262	10,119	7,254	7,265
流动资产合计	198,951	200,227	212,860	229,797
长期股权投资	55,571	58,460	61,454	64,566
固定资产	256,933	269,651	279,723	288,814
无形资产	61,630	62,559	63,458	64,353
非流动资产合计	431,180	449,579	468,693	485,252
资产合计	630,131	649,805	681,553	715,049
短期借款	2,927	3,927	4,727	5,227
应付账款及票据	38,901	41,248	42,655	44,356
其他流动负债	49,757	45,004	46,529	48,336
流动负债合计	91,585	90,179	93,911	97,919
长期借款	29,636	27,636	25,636	24,636
其他长期负债	30,540	30,430	30,383	30,329
非流动负债合计	60,176	58,066	56,019	54,965
负债合计	151,761	148,245	149,930	152,884
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	69,678	80,188	91,245	102,722
股东权益合计	478,370	501,560	531,623	562,164
负债和股东权益合计	630,131	649,805	681,553	715,049

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.42	5.26	3.65	3.93
EBIT 增长率	-8.31	4.18	4.24	3.78
净利润增长率	-14.29	6.12	5.20	3.81
盈利能力 (%)				
毛利率	35.90	35.42	35.57	35.54
净利率	17.40	17.54	17.80	17.78
总资产收益率 ROA	9.47	9.75	9.78	9.67
净资产收益率 ROE	14.61	15.03	15.13	15.06
偿债能力				
流动比率	2.17	2.22	2.27	2.35
速动比率	1.89	1.93	1.99	2.07
现金比率	1.64	1.67	1.75	1.84
资产负债率 (%)	24.08	22.81	22.00	21.38
经营效率				
应收账款周转天数	12.63	12.63	12.63	12.63
存货周转天数	21.32	21.32	21.32	21.32
总资产周转率	0.55	0.56	0.56	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	3.00	3.19	3.35	3.48
每股净资产	20.57	21.21	22.16	23.12
每股经营现金流	4.51	5.48	5.67	5.81
每股股利	2.55	2.40	2.52	2.62
估值分析				
PE	13	12	11	11
PB	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.59	5.29	5.09	4.85
股息收益率 (%)	6.72	6.32	6.65	6.90

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	69,598	73,855	77,699	80,656
折旧和摊销	24,859	27,783	28,559	31,029
营运资金变动	-5,291	2,734	2,877	296
经营活动现金流	89,687	108,842	112,728	115,458
资本开支	-35,583	-46,725	-47,398	-47,150
投资	-2,868	-60	0	0
投资活动现金流	-36,974	-46,785	-47,398	-47,150
股权募资	574	0	0	0
债务募资	-17,362	-8,259	-1,200	-500
筹资活动现金流	-76,131	-61,346	-51,224	-52,998
现金净流量	-23,284	712	14,105	15,311

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。	公司评级	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