

研究所:

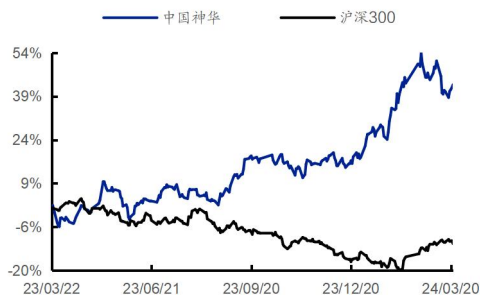
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn

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

煤、电业务持续扩张，高比例分红凸显价值

——中国神华（601088）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/22

表现	1M	3M	12M
中国神华	-7.1%	20.9%	43.2%
沪深 300	1.7%	6.2%	-11.4%

市场数据

2024/03/22

当前价格(元)	37.94
52 周价格区间(元)	27.00-41.00
总市值(百万)	753,811.65
流通市值(百万)	625,669.98
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)	1,256.82
近一月换手(%)	0.23

相关报告

《中国神华（601088）2023 年业绩预告点评：量增价稳，央企市值考核或推动估值抬升（买入）*煤炭开采*陈晨，王璇》——2024-02-01

《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 年中报报告点评：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

事件:

2024 年 3 月 22 日，中国神华发布 2023 年年度报告：2023 年公司实现营业收入 3430.7 亿元，同比-0.4%；归母净利润 596.9 亿元，同比-14.3%；扣非后归母净利润 628.7 亿元，同比-10.6%。基本每股收益为 3.0 元/股，同比-14.3%。加权平均 ROE 为 14.88%，同比下降 3.2 个百分点。

分季度看，2023 年第四季度，公司实现营业收入 906.1 亿元，环比+9.1%，同比-3.7%；归母净利润 114.3 亿元，环比-23.8%，同比+8.9%；扣非后归母净利润 150.6 亿元，环比+1.5%，同比+26.2%。

投资要点:

■ 公司业绩变动主要原因：2023 年煤价下跌导致煤炭板块利润减少；电力业务由于售电量增加（新机组投运）等因素，利润大幅增长；另外联营企业带来的投资收益同比增长 58%。非经常性损益主要是煤炭资源领域专项整治的支出大幅增加，2023 年为 41.18 亿元，2022 年为 12.01 亿元，影响 2023Q4 业绩。

■ **煤炭：自产及贸易煤规模均有提升。**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%，其中自产煤销量 3.3 亿吨，同比+2.9%，外购煤销量 1.2 亿吨，同比+22.6%。2023Q4，公司实现商品煤产量 0.83 亿吨，同比+5.8%，环比+1.5%，煤炭销量 1.18 亿吨，同比+8.2%，环比+2.5%。根据公司运营数据公告，2024 年 1-2 月公司累计实现商品煤产量 5310 万吨，同比+0.6%；商品煤销量 7710 万吨，同比+12.7%，产量基本持平，贸易煤规模提升较多。

■ 价格及成本方面，2023 年煤炭平均售价 584 元/吨，同比-9.3%，其中自产煤均价 548 元/吨，同比-8.2%。年度长协销售 2.59 亿吨，占比 57.5%（+4.5PCT），平均售价 500 元/吨，同比-2.9%。全年自产煤单位成本 179 元/吨，同比+1.5%，相对平稳（其中人工成本 37.4 元/吨，同比-16.5%；而安全生产费、露天矿外委剥离费等增长导致其他成本上涨 13.9%至 78.7 元/吨）。2023 年煤炭板块实现利润总额 585.3 亿元，同比-16.8%。而 2024Q1 年度长协价格平均为 709 元/吨，环比 2023 年 Q4 仅下降 2 元/吨，相对稳定；2024Q1 秦皇岛动力煤价格平均为 908 元/吨（截至 3 月 22 日），环比-5.2%（-50

《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

元/吨），公司长协占比高，预计煤炭板块业绩环比相对平稳。

- 此外，截至 3 月 22 日，公司下属保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年核增申请获批，且正在推进李家壕、胜利一号露天矿等煤矿的核增；公司下属新街台格庙矿区的新街一井、新街二井（各 800 万吨/年）采矿许可证获批。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，发电量提升。**2023 年公司总发电量为 212 十亿千瓦时，同比+11%；总售电量为 200 十亿千瓦时，同比+11%；2023Q4，公司总发电量 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%。发电量提升主要由于全社会用电需求增长，以及新投运机组带来电量增长。2023 年有岳阳项目 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，以及 333 兆瓦的新增光伏装机。同时公司燃煤机组平均利用小时数较 2022 年提升 270 小时至 5221 小时。2023 年电力板块实现利润总额 106.4 亿元，同比+34.1%，盈利大幅提升。
- 未来公司电力业务仍将有较大规模的增长，根据公司资本开支计划，未来主要资本开支将投向电力业务，2024 年资本开支计划 368 亿元，其中电力业务占 172 亿元，煤炭业务占 98 亿元，运输业务占 68 亿元，煤化工业务占 24 亿元，以电力方向的扩张为主。从具体项目来看，公司仍有共计 9440MW 的在建及核准火电项目，其中广东惠州热电二期燃气热电项目（2×400MW）、江西九江电厂二期扩建工程（2×1000MW）、广东清远电厂二期扩建工程（2×1000MW）、广西北海电厂二期扩建工程（2×1000MW）等项目在建，共计 6800MW；以及河北定州电厂三期扩建热电工程（2×660MW）、河北沧东电厂三期扩建工程（2×660MW）两个核准项目，共计 2640MW。
- **其他业务：**2023 年，公司实现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%。铁路板块由于修理费、人工成本等增长，盈利下滑。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。煤化工板块由于产品价格下降，盈利下滑较多。
- **分红：现金分红 75%，股息率 6%。**公司拟派发现金红利 2.26 元/股（含税），共计分红 449.03 亿元，占归母净利润的 75.2%（较

2022年分红72.77%进一步提升)。以3月22日收盘价计算,股息率为6%。

- **盈利预测与估值:** 考虑煤价变动等因素,我们调整公司2024-2025年盈利预测,并补充2026年盈利预测,预计2024-2026年归母净利润分别为615.8/641.8/662.1亿元(基于审慎性原则,暂不考虑收购事项对公司的影响),同比+3%/+4%/+3%;EPS分别为3.10/3.23/3.33元,对应当前股价PE为12.24/11.74/11.39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,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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	343074	367085	378083	392514
增长率(%)	0	7	3	4
归母净利润(百万元)	59694	61584	64182	66206
增长率(%)	-14	3	4	3
摊薄每股收益(元)	3.00	3.10	3.23	3.33
ROE(%)	15	15	15	14
P/E	10.44	12.24	11.74	11.39
P/B	1.52	1.78	1.71	1.65
P/S	1.82	2.05	1.99	1.92
EV/EBITDA	4.46	5.26	4.94	4.53

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:	37.94		投资评级:	买入	日期:	2024/03/22	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E			
盈利能力					每股指标							
ROE	15%	15%	15%	14%	EPS	3.00	3.10	3.23	3.33			
毛利率	36%	36%	36%	35%	BVPS	20.57	21.34	22.15	22.99			
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值							
销售净利率	17%	17%	17%	17%	P/E	10.44	12.24	11.74	11.39			
成长能力					P/B	1.52	1.78	1.71	1.65			
收入增长率	0%	7%	3%	4%	P/S	1.82	2.05	1.99	1.92			
利润增长率	-14%	3%	4%	3%								
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E			
总资产周转率	0.54	0.57	0.56	0.56	营业收入	343074	367085	378083	392514			
应收账款周转率	28.89	53.06	32.92	47.18	营业成本	219922	235908	243223	253755			
存货周转率	26.71	27.46	27.68	27.00	营业税金及附加	18385	22025	22685	23551			
偿债能力					销售费用	425	455	468	486			
资产负债率	24%	22%	21%	20%	管理费用	9812	10499	10813	11226			
流动比	2.17	2.62	2.85	3.43	财务费用	501	472	-99	-508			
速动比	1.89	2.27	2.52	3.05	其他费用/（-收入）	3007	3671	3781	3925			
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	91367	93711	97580	100595			
现金及现金等价物	149986	177782	200880	235705	营业外净收支	-4191	-2000	-2000	-2000			
应收款项	19858	7093	19713	8815	利润总额	87176	91711	95580	98595			
存货净额	12846	13366	13659	14536	所得税费用	17578	19259	20072	20705			
其他流动资产	16261	19288	19082	20179	净利润	69598	72452	75508	77890			
流动资产合计	198951	217529	253334	279235	少数股东损益	9904	10868	11326	11683			
固定资产	256933	251734	245652	238778	归属于母公司净利润	59694	61584	64182	66206			
在建工程	20474	19106	18079	17309	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E			
无形资产及其他	98202	97702	97202	96702	经营活动现金流	89687	97103	92900	103452			
长期股权投资	55571	58571	61571	64571	净利润	59694	61584	64182	66206			
资产总计	630131	644642	675839	696595	少数股东权益	9904	10868	11326	11683			
短期借款	2927	2427	1927	1927	折旧摊销	24859	20568	21108	21644			
应付款项	38901	29250	34258	24952	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-5291	-435	-7382	445			
其他流动负债	49757	51355	52673	54500	投资活动现金流	-36974	-17696	-17597	-17467			
流动负债合计	91585	83032	88857	81379	资本支出	-35583	-17633	-17622	-17607			
长期借款及应付债券	32608	29408	27408	27408	长期投资	-2868	-3000	-3000	-3000			
其他长期负债	27568	27568	27568	27568	其他	1477	2937	3025	3140			
长期负债合计	60176	56976	54976	54976	筹资活动现金流	-76131	-51610	-52205	-51160			
负债合计	151761	140008	143833	136355	债务融资	-17362	-3700	-2500	0			
股本	19869	19869	19869	19869	权益融资	574	0	0	0			
股东权益	478370	504634	532006	560241	其它	-59343	-47910	-49705	-51160			
负债和股东权益总计	630131	644642	675839	696595	现金净增加额	-23284	27796	23098	34825			

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。