

动力煤

中国神华（601088.SH）

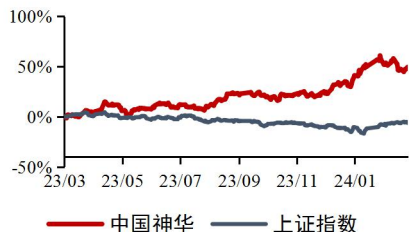
买入-A(维持)

产销同增一体化经营稳健，分红率提高夯实投资价值

2024年3月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月22日

收盘价(元)：	37.94
年内最高/最低(元)：	41.00/27.00
流通A股/总股本(亿)：	164.91/198.69
流通A股市值(亿)：	6,256.70
总市值(亿)：	7,538.12

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益：	3.00
摊薄每股收益：	3.00
每股净资产(元)：	24.08
净资产收益率：	14.55

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年度报告：2023年度实现营业收入3430.74亿元，同比-0.42%；实现归母净利润596.94亿元，同比-14.29%；扣非后归母净利润628.68亿元，同比-10.6%；基本每股收益3.0元/股，加权平均净资产收益率14.88%，同比减少3.2个百分点。经营活动产生的现金流量净额896.87亿元，同比-18.3%。截至2023年12月31日，公司总资产6301.31亿元，同比+1.3%，净资产4086.92亿元，同比+3.8%。

事件点评

➢ 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%。公司煤炭售价四季度均价587元/吨，同比+6.93%。

➢ 全年归母符合预期，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，秦港动力煤/年度长协均价分别变化-23.99%/-1.09%；公司全年煤炭平均售价584元/吨，同比-9.32%；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。

➢ 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。年报股息预案，预计2023年度派发2.26元/股（含税），共计人民币44903百万元（含税），



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



为中国企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 75.2%，比 2022 年提高 2.4 个百分点；按照 3 月 22 日收盘价 37.94 元测算，股息率约 5.96%，结合无风险利率低位，当前股息率仍具备较强吸引力。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.08\3.09\3.22 元，对应公司 3 月 22 日收盘价 37.94 元，2024-2026 年 PE 分别为 12.3\12.3\11.8 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，维持公司“买入-A”投资评级。

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。

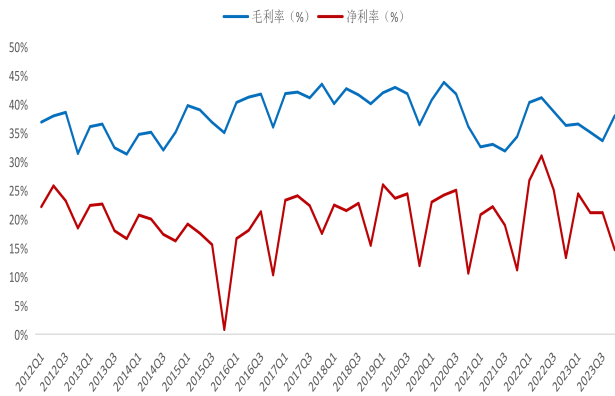
财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	341,853	348,800	355,943
YoY(%)	2.8	-0.4	-0.4	2.0	2.0
净利润(百万元)	69,626	59,694	61,150	61,336	63,915
YoY(%)	38.5	-14.3	2.4	0.3	4.2
毛利率(%)	39.0	35.9	35.0	35.2	35.3
EPS(摊薄/元)	3.50	3.00	3.08	3.09	3.22
ROE(%)	17.8	14.5	13.0	12.8	13.1
P/E(倍)	10.8	12.6	12.3	12.3	11.8
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.6	1.6
净利率(%)	20.2	17.4	17.9	17.6	18.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

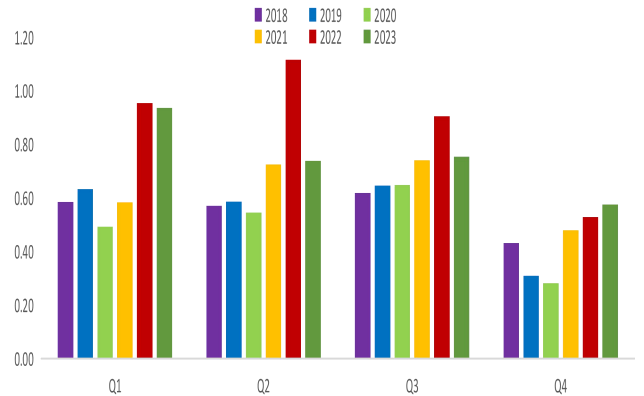


图 1：2012-2023 年公司分季度毛利率和净利率



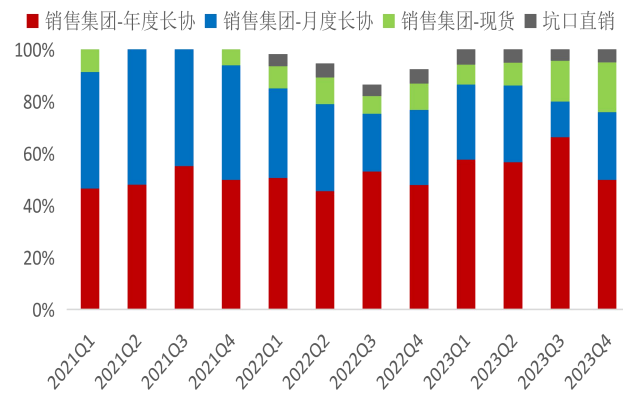
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2023 年公司分季度 EPS



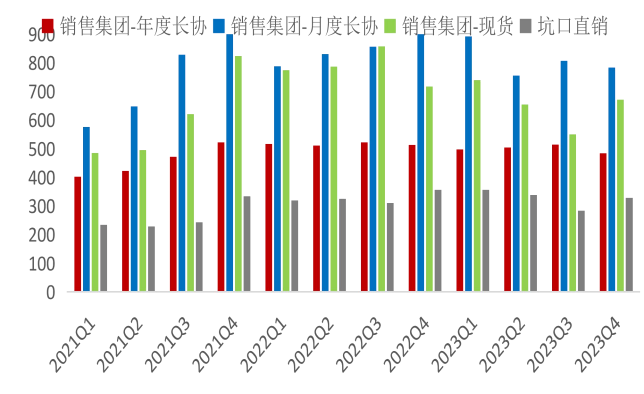
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2021-2023 年分季度不同销售模式销量（单位：百万吨）



资料来源：wind、山西证券研究所

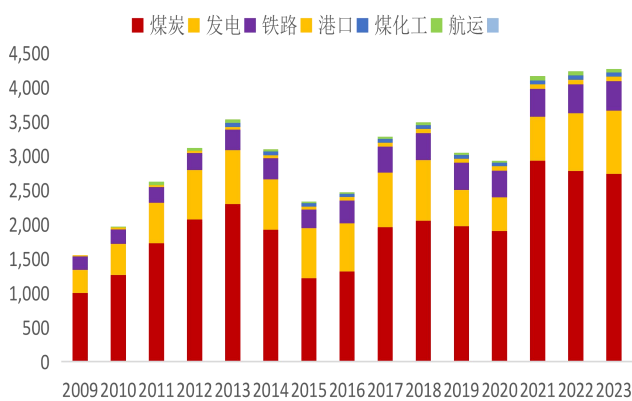
图 4：2021-2023 年分季度不同销售模式售价（单位：元/吨）



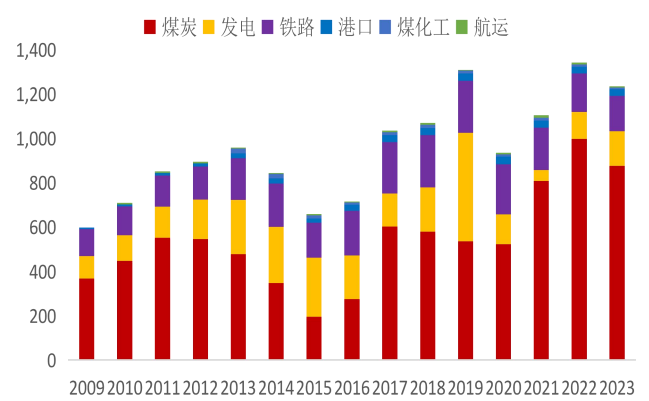
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2009-2023 年分板块收入（单位：亿元）

图 6：2009-2023 年分板块毛利（单位：亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本（单位：百万吨、元/吨）

单季度销量	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
一、国内销售	105.9	108.2	112.1	116.3	3.75%	412.2	442.5	7.35%
（一）自产煤及采购煤	102.1	103.9	106.3	111.2	4.61%	394.8	423.5	7.27%
1、直达	50.8	48.6	47.7	50.5	5.87%	188.1	197.6	5.05%
2、下水	51.3	55.3	58.6	60.7	3.58%	206.7	225.9	9.29%
（二）国内贸易煤销售	2.4	3.1	3.7	4.1	10.81%	11.9	13.3	11.76%
（三）进口煤销售	1.4	1.2	2.1	1	-52.38%	5.5	5.7	3.64%
二、出口销售	0	0	0	0	/	0.4	0.0	-100.00%
三、境外销售	1.7	2.1	2.5	1.2	-52.00%	5.2	7.5	44.23%
销售量合计	107.6	110.3	114.6	117.5	2.53%	417.8	450	7.71%
吨煤售价/成本(不含税)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
一、国内销售	615	579	545	587	7.71%	638	581	-8.93%
（一）自产煤及采购煤	611	577	544	592	8.86%	632	581	-8.07%
1、直达	463	447	433	456	5.17%	475	450	-5.26%
2、下水	758	692	634	703	10.95%	775	695	-10.32%
（二）国内贸易煤销售	631	574	524	527	0.46%	725	556	-23.31%
（三）进口煤销售	875	743	646	551	-14.74%	920	706	-23.26%
二、出口销售	/	/	/	/	/	1191	/	/
三、境外销售	967	730	707	648	-8.48%	1035	763	-26.28%
平均销售价格	621	581	549	587	6.93%	644	584	-9.32%
自产煤单位生产成本	169.4	206	197	144	-26.79%	176.3	179	1.53%

资料来源：公司 2022 年度报告；2023 年第一、三季度公告；2023 年半年度、年度报告；山西证券研究所

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前）（单位：百万元）

煤炭	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
收入	68925	131210	64891	73171	12.76%	277474	273306	-1.50%
成本	45672	93555	47044	46525	-1.10%	177821	185752	4.46%
毛利	23253	37655	17847	26646	49.30%	99653	87554	-12.14%
毛利率(%)	33.74	28.70	27.50	36.42	32.41%	35.91	32.04	-10.80%
发电	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
收入	22873	45176	23859	24358	2.09%	84525	92407	9.33%
成本	19183	36695	19108	20907	9.41%	72432	76785	6.01%
毛利	3690	8481	4751	3451	-27.36%	12093	15622	29.18%
毛利率(%)	16.13	18.77	19.91	14.17	-28.85%	14.31	16.91	18.16%
铁路	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
收入	11109	21879	10865	9973	-8.21%	42197	42961	1.81%
成本	7106	13261	6619	6692	1.10%	24710	27059	9.51%
毛利	4003	8618	4246	3281	-22.73%	17487	15902	-9.06%
毛利率(%)	36.03	39.39	39.08	32.90	-15.82%	41.44	37.01	-10.68%
港口	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
收入	1608	3370	1691	1771	4.73%	6441	6749	4.78%
成本	914	1755	864	1085	25.58%	3481	3754	7.84%
毛利	694	1615	827	686	-17.05%	2960	2995	1.18%
毛利率(%)	43.16	47.92	48.91	38.74	-20.80%	45.96	44.38	-3.44%
航运	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
收入	1130	2500	1051	1206	14.75%	6051	4836	-20.08%
成本	1027	2343	1024	1224	19.53%	5203	4594	-11.70%
毛利	103	157	27	-18	-166.67%	848	242	-71.46%
毛利率(%)	9.12	6.28	2.57	-1.49	-158.10%	14.01	5.00	-64.29%
煤化工	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	QoQ	2022	2023	YoY
收入	1522	3028	1548	1548	0.00%	6379	6098	-4.41%
成本	1412	2769	1395	1231	-11.76%	5363	5412	0.91%
毛利	110	259	153	317	107.19%	1016	686	-32.48%
毛利率(%)	7.23	8.55	9.88	20.48	107.19%	15.93	11.25	-29.37%

资料来源：公司 2022 年度报告；2023 年第一、三季度公告；2023 年半年度、年度报告；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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211050	198951	264537	253546	286007
现金	170503	149986	225759	203974	246379
应收票据及应收账款	12100	19858	9532	19782	9450
预付账款	6809	5999	6763	6258	7030
存货	12096	12846	12825	13056	13446
其他流动资产	9542	10262	9659	10476	9703
非流动资产	410651	431180	447898	440785	435751
长期投资	49650	55571	65057	74543	84029
固定资产	248381	256933	250805	240580	229078
无形资产	52589	61630	70308	70126	69887
其他非流动资产	60031	57046	61729	55536	52757
资产总计	621701	630131	712435	694331	721758
流动负债	98404	91585	109634	86853	108500
短期借款	5216	2927	3654	4218	4052
应付票据及应付账款	38972	38901	39678	40334	41193
其他流动负债	54216	49757	66303	42302	63255
非流动负债	64052	60176	52729	49371	44049
长期借款	41891	32608	24086	19165	13843
其他非流动负债	22161	27568	28643	30206	30206
负债合计	162456	151761	162561	136420	152746
少数股东权益	65391	69678	80033	90313	101081
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68379	68379	68379
留存收益	290894	299924	303499	307080	310814
归属母公司股东权益	393854	408692	469842	467597	467931
负债和股东权益	621701	630131	712435	694331	721758

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	109734	89687	118401	55439	122250
净利润	81655	69598	71505	71617	74682
折旧摊销	22557	24641	22747	23560	21690
财务费用	877	501	-550	-1289	-1737
投资损失	-2420	-3815	-3789	-3802	-3795
营运资金变动	-1012	-11690	28166	-34539	31356
其他经营现金流	8077	10452	321	-108	54
投资活动现金流	-56585	-36974	-35892	-12537	-12914
筹资活动现金流	-78734	-76131	-6737	-64686	-66931
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.50	3.00	3.08	3.09	3.22
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	5.96	2.79	6.15
每股净资产(最新摊薄)	19.82	20.57	23.65	23.53	23.55

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	341853	348800	355943
营业成本	210059	219922	222203	226108	230463
营业税金及附加	19972	18385	18322	19202	19249
营业费用	410	425	415	428	434
管理费用	9930	9812	9640	9954	10125
研发费用	3722	3007	2512	2805	3019
财务费用	877	501	-550	-1289	-1737
资产减值损失	-4709	-3976	-3962	-4042	-4125
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	3789	3802	3795
营业利润	98138	91367	89650	91819	94550
营业外收入	443	912	912	912	912
营业外支出	2334	5103	3719	4411	4065
利润总额	96247	87176	86843	88321	91397
所得税	14592	17578	15339	16704	16714
税后利润	81655	69598	71505	71617	74682
少数股东损益	12029	9904	10355	10281	10768
归属母公司净利润	69626	59694	61150	61336	63915
EBITDA	119327	111897	108655	110181	110940

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	-0.4	-0.4	2.0	2.0
营业利润(%)	25.4	-6.9	-1.9	2.4	3.0
归属于母公司净利润(%)	38.5	-14.3	2.4	0.3	4.2
获利能力					
毛利率(%)	39.0	35.9	35.0	35.2	35.3
净利率(%)	20.2	17.4	17.9	17.6	18.0
ROE(%)	17.8	14.5	13.0	12.8	13.1
ROIC(%)	17.9	14.9	13.6	13.6	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	26.1	24.1	22.8	19.6	21.2
流动比率	2.1	2.2	2.4	2.9	2.6
速动比率	1.9	1.9	2.2	2.6	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	26.8	21.5	23.3	23.8	24.4
应付账款周转率	5.7	5.6	5.7	5.7	5.7
估值比率					
P/E	10.8	12.6	12.3	12.3	11.8
P/B	1.9	1.8	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.0	6.6	6.1	6.3	5.9

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

