

中国神华 (601088.SH)

煤电一体业绩稳健增长，高分红彰显投资价值

增持

核心观点

2023年煤价下行致营收下降、利润减少。2023年公司实现营收3430.7亿元，同比-0.4%，归母净利润596.9亿元，同比-14.3%，扣非归母净利润628.7亿元，同比-10.6%。其中2023Q4公司实现营收906.1亿元，同比-3.7%，归母净利润114.3亿元，同比+8.9%。2023年营收、利润下降主因煤价下行。

煤炭业务：产/销量增长，持续推进煤炭资源续接。2023年公司商品煤产量3.245亿吨，同比+3.5%；煤炭销量4.5亿吨，同比+7.7%，其中自产商品煤销量3.254亿吨，同比+2.9%。2023年自产煤、外购煤销售均价分别为548元/吨、679元/吨，分别同比下降49元/吨、110元/吨。自产煤单位生产成本179.0元/吨，同比+2.7元/吨，主要系折旧及摊销、其他成本（安全生产费、露天矿外委剥离费等）增加。截至2023年底，内蒙古新街台格庙矿区新街一井、二井已取得采矿许可证。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。2024年计划商品煤产量3.161亿吨。

电力业务：发/售电量增长，煤价下行改善成本。2023年公司总发电量2122.6亿千瓦时，同比+11.0%，总售电量1997.5亿千瓦时，同比+11.1%。平均售电价格414元/兆瓦时，同比-1.0%；单位售电成本363.0元/兆瓦时，同比-4.7%，主要系燃煤平均采购价格下降。燃煤发电机组平均利用小时数达5221小时，同比增加270小时。全年新增发电机组装机容量4333兆瓦。

运输板块：营收整体稳健，多因素影响盈利水平。2023年铁路分部、港口分部、航运分部营收分别同比+1.8%/+4.8%/-20.1%，航运业务营收下降主要系平均海运价格下降；毛利率分别同比-4.4pct（修理费、人工成本增加）/-1.6pct（折旧摊销增长）/-9.0pct（平均海运价格下降）。

高分红率彰显投资价值。公司派发2023年度末期股息现金人民币2.26元/股（含税），派息率75.2%，同比+2.4pct，维持高位。

投资建议：由于公司煤炭售价低于此前预期，下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为602/611/615亿元（2024-2025年前值为625/639亿元），每股收益为3.0/3.1/3.1元。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“增持”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

公司研究·财报点评

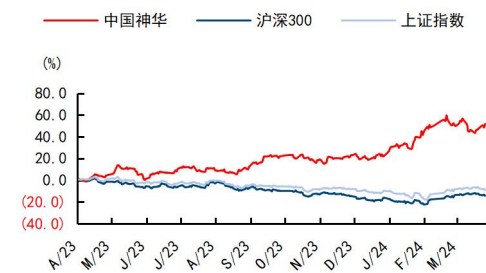
煤炭·煤炭开采

证券分析师：樊金璐 010-88005330
fanjinlu@guosen.com.cn S0980522070002
证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908
huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002

基础数据

投资评级 增持(维持)
合理估值
收盘价 38.84元
总市值/流通市值 771693/771693百万元
52周最高价/最低价 41.00/27.00元
近3个月日均成交额 1344.05百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国神华(601088.SH)-产运销协同一体，高长协高股息价值重塑》——2023-11-12

盈利预测和财务指标

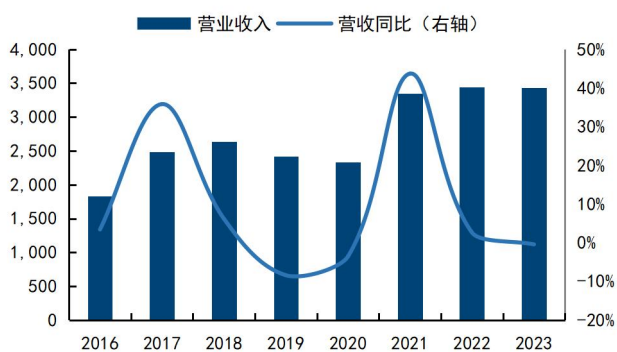
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	347,445	356,362	363,375
(+/-%)	2.8%	-0.4%	1.3%	2.6%	2.0%
净利润(百万元)	69626	59694	60187	61095	61517
(+/-%)	38.5%	-14.3%	0.8%	1.5%	0.7%
每股收益(元)	3.50	3.00	3.03	3.07	3.10
EBIT Margin	29.2%	26.7%	25.8%	25.3%	24.9%
净资产收益率(ROE)	17.7%	14.6%	14.2%	13.9%	13.5%
市盈率(PE)	10.8	12.6	12.5	12.3	12.3
EV/EBITDA	7.5	8.0	8.2	8.0	7.9
市净率(PB)	1.91	1.84	1.78	1.72	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

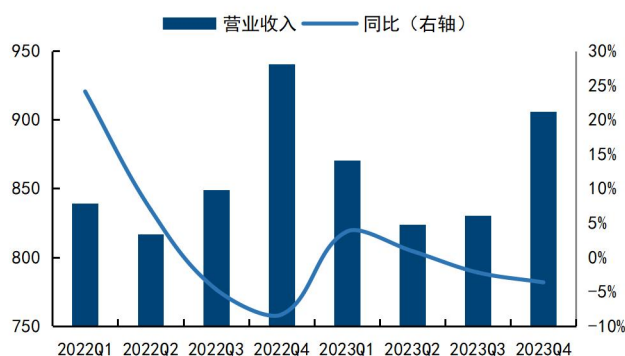
2023年煤价下行致营收下降、利润减少。2023年公司实现营收3430.7亿元,同比-0.4%,归母净利润596.9亿元,同比-14.3%,扣非归母净利润628.7亿元,同比-10.6%。其中2023Q4公司实现营收906.1亿元,同比-3.7%,归母净利润114.3亿元,同比+8.9%。2023年营收、利润下降主因煤价下行。

图1: 公司营业收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (亿元)



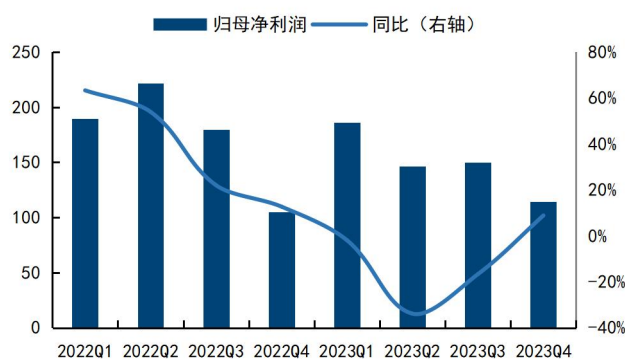
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

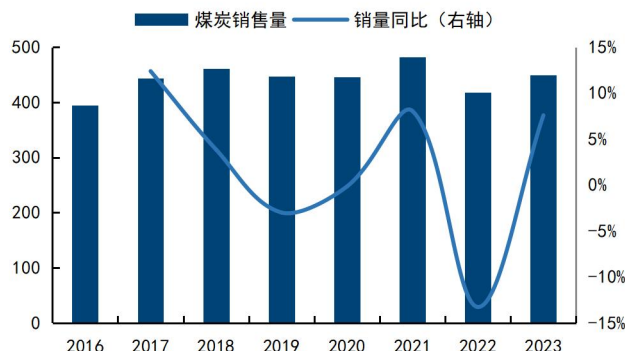
煤炭业务: 产/销量增长, 持续推进煤炭资源续接。2023年公司商品煤产量3.245亿吨, 同比+3.5%; 煤炭销量4.5亿吨, 同比+7.7%, 其中自产商品煤销量3.254亿吨, 同比+2.9%。2023年自产煤、外购煤销售均价分别为548元/吨、679元/吨, 分别同比下降49元/吨、110元/吨。自产煤单位生产成本179.0元/吨, 同比+2.7元/吨, 主要系折旧及摊销、其他成本(安全生产费、露天矿外委剥离费等)增加。截至2023年底, 内蒙古新街台格庙矿区新街一井、二井已取得采矿许可证。保德煤矿产能由500万吨/年提高至800万吨/年核增申请获得国家矿山安全监察局批复, 李家壕、胜利一号露天矿等煤矿产能核增申请工作有序推进。2024年计划商品煤产量3.161亿吨。

图5: 公司商品煤产量情况 (百万吨)



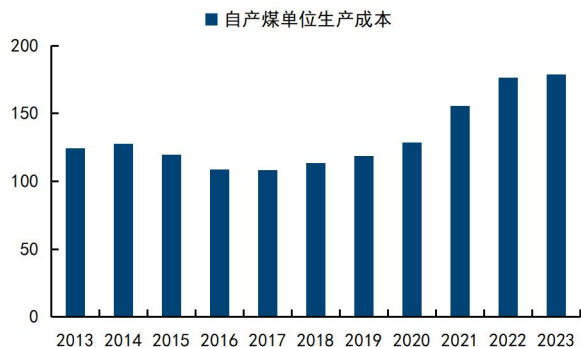
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司煤炭销售情况 (百万吨)



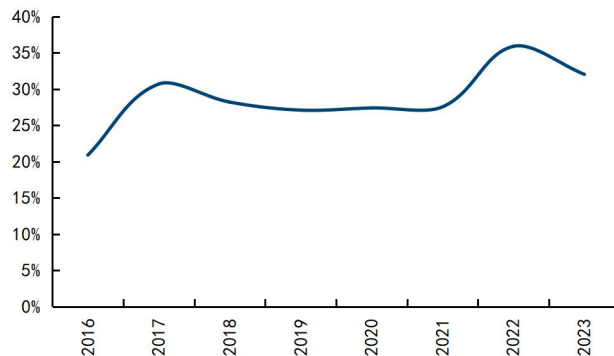
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司自产煤单位生产成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 煤炭业务毛利率变化情况



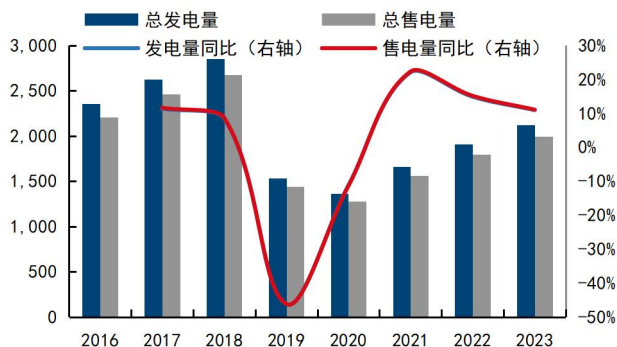
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力业务: 发/售电量增长, 煤价下行改善成本。2023 年公司总发电量 2122.6 亿千瓦时, 同比+11.0%, 总售电量 1997.5 亿千瓦时, 同比+11.1%。平均售电价格 414 元/兆瓦时, 同比-1.0%; 单位售电成本 363.0 元/兆瓦时, 同比-4.7%, 主要系燃煤平均采购价格下降。燃煤发电机组平均利用小时数达 5221 小时, 同比增加 270 小时。全年新增发电机组装机容量 4333 兆瓦。

运输板块: 营收整体稳健, 多因素影响盈利水平。2023 年铁路分部、港口分部、航运分部营收分别同比+1.8%/+4.8%/-20.1%, 航运业务营收下降主要系平均海运价格下降; 毛利率分别同比-4.4pct (修理费、人工成本增加) /-1.6pct (折旧摊销增长) /-9.0pct (平均海运价格下降)。

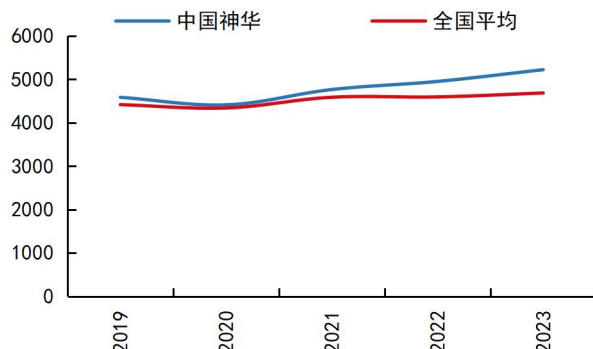
高分红率彰显投资价值。公司派发 2023 年度末期股息现金人民币 2.26 元/股 (含税), 派息率 75.2%, 同比+2.4pct, 维持高位。

图9: 公司发/售电量及同比 (亿千瓦时)



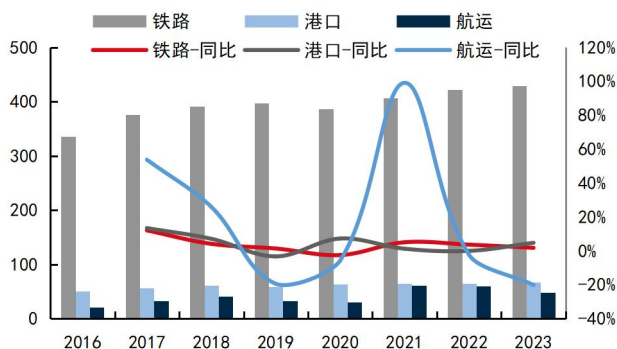
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司燃煤发电机组平均利用小时数 (小时)



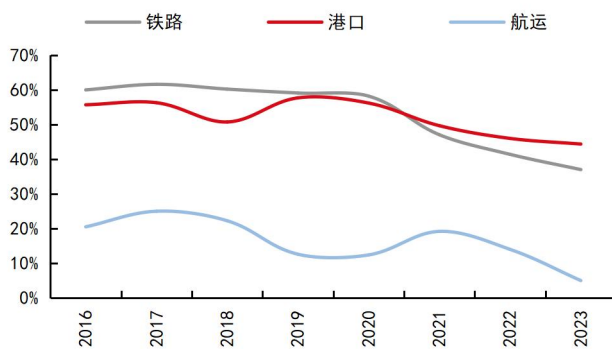
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司运输板块营收及同比 (亿元)



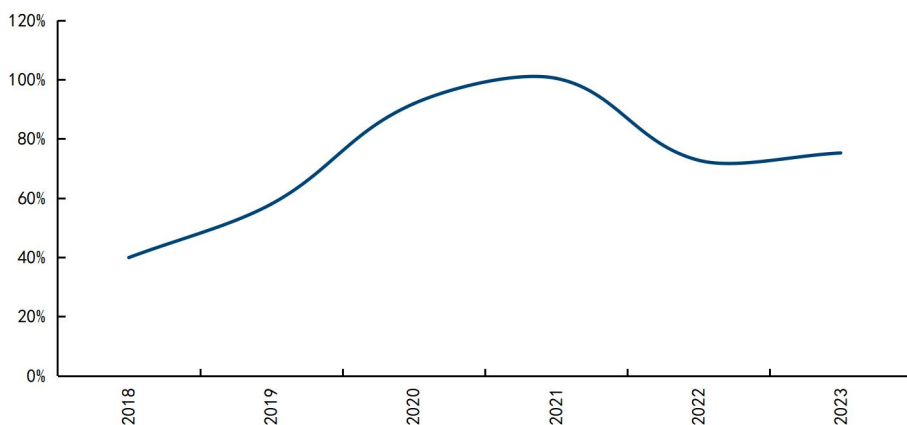
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司运输板块毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司分红率维持高位



资料来源: 公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

表1: 公司资本开支 2023 年完成情况及 2024 年计划 (亿元)

	2023 年完成	2024 年计划
煤炭业务	188.72	98.16
发电业务	159.22	171.78
运输业务	69.29	68.21
其中: 铁路	63.27	53.46
港口	4.85	12.49
航运	1.17	2.26
煤化工业务	2.27	23.62
其他	0.09	6.27
合计	419.59	368.04

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 主要发电项目资本性支出情况 (亿元)

	预计生产能力	预计项目总投资	2024 年资本开支计划	截至 2023 年末项目 累计投入	截至 2023 年末项目 累计投入	截至 2023 年末项目 累计投入占总预算比例
江西九江电厂二期扩建工程	装机容量 2×1000 兆瓦	73.7	28	3.5		4.8%
广东清远电厂二期扩建工程	装机容量 2×1000 兆瓦	71.7	24	2.7		4.0%
广西北海电厂二期扩建工程	装机容量 2×1000 兆瓦	59.3	24	1.5		2.1%
广东惠州热电二期燃气热电项目	装机容量 2×400 兆瓦	23.4	6.6	9.3		46.0%
广东清远石角天然气分布式能源站项目	装机容量 2×100 兆瓦	12.1	3.8	-		-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。

由于公司煤炭售价低于此前预期, 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年公司自产煤售价为 545/540/535 元/吨 (2024-2025 年前值为 600/600 元/吨), 外贸煤售价为 675/668/660 元/吨 (2024-2025 年前值为 740/740 元/吨), 营业收入为 3474/3564/3634 亿元 (2024-2025 年前值为 3565/3653 亿元), 归属母公司净利润为 602/611/615 亿元 (2024-2025 年前值为 625/639 亿元), 每股收益为 3.0/3.1/3.1 元。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业, 产运销七板块业务协同, 业绩稳定性强, 股息回报丰厚, 维持“增持”评级。

风险提示: 经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

表3: 中国神华业务拆分 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	3,445.33	3,430.74	3474.45	3563.62	3633.75
总营收-yoy	2.65%	-0.42%	1.27%	2.57%	1.97%
总毛利率	39.03%	35.90%	35.10%	34.65%	34.24%
煤炭分部					
收入	2774.74	2733.06	2654.35	2699.64	2717.48
收入 yoy	-5.19%	-1.50%	-2.88%	1.71%	0.66%
成本	1778.21	1857.52	1815.07	1857.34	1877.74
毛利	996.53	875.54	839.28	842.31	839.75
毛利率: %	35.9	32.04	31.62	31.20	30.90
煤炭销量: 百万吨	418	450	456	467	474

-自产煤	316	325	325	330	330
-外贸煤	102	125	131	137	144
销售均价: 元/吨	644	584	582	578	573
-自产煤	597	548	545	540	535
-外贸煤	789	679	675	668	660
业务收入比例: %	80.54	79.66	76.40	75.76	74.78
发电分部					
收入	845.25	924.07	987.85	1033.85	1079.85
收入 yoy	31.81%	9.33%	6.90%	4.66%	4.45%
成本	724.32	767.85	819.92	858.10	896.28
毛利	120.93	156.22	167.93	175.75	183.57
毛利率: %	14.3	16.91	17.00	17.00	17.00
总售电量: 亿千瓦时	1798.1	1997.5	2147.50	2247.50	2347.50
单位售价: 元/千瓦时	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46
业务收入比例: %	24.53	26.94	28.43	29.01	29.72
铁路行业					
收入	421.97	429.61	442.50	451.35	460.38
收入 yoy	3.68%	1.81%	3.00%	2.00%	2.00%
成本	247.1	270.59	278.77	284.35	290.04
毛利	174.87	159.02	163.72	167.00	170.34
毛利率: %	41.4	37.01	37.00	37.00	37.00
业务收入比例: %	12.25	12.52	12.74	12.67	12.67
港口分部					
收入	64.41	67.49	69.51	70.90	72.32
收入 yoy	0.02%	4.78%	3.00%	2.00%	2.00%
成本	34.81	37.54	38.58	39.35	40.14
毛利	29.6	29.95	30.93	31.55	32.18
毛利率: %	46	44.38	44.50	44.50	44.50
业务收入比例: %	1.87	1.97	2.00	1.99	1.99
煤化工(行业)					
收入	63.79	60.98	60.98	60.98	60.98
收入 yoy	9.02%	-4.41%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	53.63	54.12	53.97	53.97	53.97
毛利	10.16	6.86	7.01	7.01	7.01
毛利率: %	15.9	11.25	11.50	11.50	11.50
业务收入比例: %	1.85	1.78	1.76	1.71	1.68
航运分部					
收入	60.51	48.36	49.81	50.81	51.82
收入 yoy	-2.32%	-20.08%	3.00%	2.00%	2.00%
成本	52.03	45.94	44.83	45.73	46.64
毛利	8.48	2.42	6.00	6.00	6.00
毛利率: %	14	5	10.00	10.00	10.00
业务收入比例: %	1.76	1.41	1.43	1.43	1.43

资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	170503	149986	163006	175377	188994	营业收入	344533	343074	347445	356362	363375
应收款项	12100	19858	19038	19527	19911	营业成本	210059	219922	225484	232893	238955
存货净额	12096	12846	12975	13325	13609	营业税金及附加	19972	18385	18415	18887	19259
其他流动资产	16351	16261	16330	16749	17079	销售费用	410	425	417	428	436
流动资产合计	211050	198951	211348	224977	239593	管理费用	9930	9812	10456	10662	10823
固定资产	270442	277407	285138	289708	290876	研发费用	3722	3007	3127	3207	3270
无形资产及其他	52589	61630	59166	56702	54237	财务费用	877	501	44	(523)	(1094)
投资性房地产	37970	36572	36572	36572	36572	投资收益	2420	3815	4000	4000	4000
长期股权投资	49650	55571	57597	60915	64670	资产减值及公允价值变动	(3372)	(3691)	(3500)	(3000)	(3000)
资产总计	621701	630131	649822	668874	685949	其他收入	(4195)	(2786)	(3127)	(3207)	(3270)
短期借款及交易性金融负债	13601	10106	10308	10514	10725	营业利润	98138	91367	90003	91808	92726
应付款项	38972	38901	39146	41431	41847	营业外净收支	(1891)	(4191)	(2316)	(2799)	(3102)
其他流动负债	45831	42578	46784	48044	49068	利润总额	96247	87176	87687	89009	89624
流动负债合计	98404	91585	96239	99989	101639	所得税费用	14592	17578	17537	17802	17925
长期借款及应付债券	41891	32608	24608	16608	8608	少数股东损益	12029	9904	9962	10112	10182
其他长期负债	22161	27568	33068	38568	44068	归属于母公司净利润	69626	59694	60187	61095	61517
长期负债合计	64052	60176	57676	55176	52676	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	162456	151761	153915	155165	154315	净利润	69626	59694	60187	61095	61517
少数股东权益	65391	69678	72168	74697	77242	资产减值准备	2080	319	262	121	41
股东权益	393854	408692	423739	439013	454392	折旧摊销	21270	21860	20849	22652	24133
负债和股东权益总计	621701	630131	649822	668874	685949	公允价值变动损失	3372	3691	3500	3000	3000
						财务费用	877	501	44	(523)	(1094)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	14434	(4618)	10835	7908	5981
每股收益	3.50	3.00	3.03	3.07	3.10	其它	(816)	2137	2229	2407	2505
每股红利	3.14	3.01	2.27	2.31	2.32	经营活动现金流	109966	83083	97862	97182	97177
每股净资产	19.82	20.57	21.33	22.10	22.87	资本开支	0	(23647)	(29878)	(27878)	(25878)
ROIC	18.60%	15.93%	16%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	17.68%	14.61%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(2006)	(29568)	(31904)	(31196)	(29633)
毛利率	39%	36%	35%	35%	34%	权益性融资	337	574	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	26%	25%	25%	负债净变化	(10755)	(8802)	(8000)	(8000)	(8000)
EBITDA Margin	35%	33%	32%	32%	32%	支付股利、利息	(62310)	(59900)	(45140)	(45821)	(46138)
收入增长	3%	-0%	1%	3%	2%	其它融资现金流	45450	62798	202	206	210
净利润增长率	39%	-14%	1%	2%	1%	融资活动现金流	(100343)	(74032)	(52938)	(53615)	(53927)
资产负债率	37%	35%	35%	34%	34%	现金净变动	7617	(20517)	13020	12371	13617
股息率	8.3%	7.9%	6.0%	6.1%	6.1%	货币资金的期初余额	162886	170503	149986	163006	175377
P/E	10.8	12.6	12.5	12.3	12.3	货币资金的期末余额	170503	149986	163006	175377	188994
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	企业自由现金流	0	66663	73444	74909	76742
EV/EBITDA	7.5	8.0	8.2	8.0	7.9	权益自由现金流	0	120659	65611	67534	69828

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032