

中国神华（601088.SH）：煤电联营业务拓展，有望持续高分红

——2023 年报点评

2024 年 4 月 11 日

强烈推荐/维持

中国神华

公司报告

事件：中国神华公司 2023 年营业收入实现 3430.74 亿元，同比下降 0.4%；归属于本公司股东的净利润实现 596.94 亿元，同比减少 14.3%；扣非后归属于本公司股东的净利润实现 628.68 亿元，同比下降 10.6%；加权后平均净资产收益率为 14.88%，同比下降 3.20 个百分点。

分季度看，2023Q4 公司实现营业收入 906.07 亿元，相较于第三季度环比增长 9.13%，同比下降 3.65%；公司归属于本公司股东的净利润实现 114.25 亿元，相较于第三季度环比下降 23.78%，同比增长 8.86%；公司实现扣非后归属于本公司股东的净利润实现 150.57 亿元，相较于第三季度环比增长 1.46%，同比增长 26.21%。

点评：煤炭分部：煤价下降明显，生产和销售成本上涨，盈利小幅回落。2023 年公司煤炭销售平均价格（不含税）为 584 元/吨，同比下降 9.3%；公司自产煤、外购煤销售价格分别为 548 元/吨、679 元/吨，同比分别下降 8.2%、13.9%，其中年度长协、月度长协、现货每天销售价格分别为 500 元/吨、808 元/吨、640 元/吨，同比分别下降 2.9%、7.4%、17.5%。2023 年公司煤炭产销量均超额完成目标。2023 年公司煤炭销售量实现 4.50 亿吨，同比上涨 7.7%。2023 年公司煤炭销售合计成本为 177867 百万元，同比上涨 4.21%，其中自产煤、外购煤销售成本分别为 95250 百万元、82617 百万元，分别同比上涨 2.25%、6.43%。2023 年自产煤单位生产成本为 179.0 元/吨，同比上涨 1.5%，其中原材料、人工成本、修理费、折旧及摊销、其他成本分别为 30.1 元/吨、37.4 元/吨、9.1 元/吨、23.7 元/吨、78.7 元/吨，同比变化分别为-2.0%、-16.5%、-9.9%、9.7%、13.9%。2023 年公司煤炭销售毛利率为 32.3%，同比下降 4.2 个百分点，其中自产煤、外购煤销售毛利率分别同比下降 4.1、0.8 个百分点。2023 年公司煤炭分部实现营业收入 2733.06 亿元，同比下降 1.5%。主要原因是煤炭销售价格下跌，自产煤单位生产成本上涨，自产煤、外购煤销售成本上涨，导致盈利回落。

发电分部：发售电量上涨，利润增长。2023 年公司总发电量为 2122.6 亿千瓦时，同比增长 11.0%；公司售电量为 1997.5 亿千瓦时，同比增长 11.1%。2023 年公司售电价为 414 元/兆瓦时，同比下降 1.0%。2023 年公司单位售电成本为 363.0 元/兆瓦时，同比下降 4.7%。2023 年，发电分部实现营业收入 924.07 亿元，同比增长 9.3%；毛利率为 16.9%，同比上升了 2.6 个百分点，主要由于公司单位售电成本的下降快于电价下降速度。

运输分部及煤化工分部：运输业务稳健增长，成本上升导致各业务毛利率均下滑。2023 年，公司自有铁路运输周转量达 3094 亿吨公里，同比增长 4.0%；公司铁路分部实现营业收入 429.61 亿元，同比上涨 1.8%，主要是由于自有铁路运输周转量增长。营业成本实现 270.59 亿元，同比上涨 9.5%，主要是由于修理费、人工成本等增长。港口分部毛利率下降 1.6 个百分点；由于平均海运价格下降，航运分部毛利率同比下降 9.0 个百分点。2023 年公司煤化工分部实现营业收入 60.98 亿元，同比下降 4.4%；毛利率为 11.2%，同比下降 4.7

公司简介：

中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，成立于 2004 年 11 月 8 日，主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力、煤化工和新能源产业，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

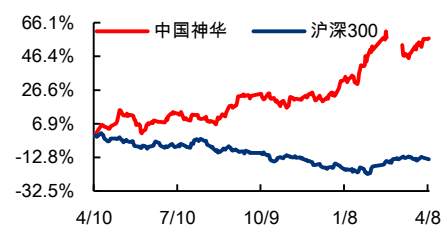
无

资料来源：iFinD、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	40.83-27.58
总市值（亿元）	7,885.82
流通市值（亿元）	6,545.29
总股本/流通 A 股（万股）	1,986,852/1,649,104
流通 B 股/H 股（万股）	-/337,748
52 周日均换手率	1.03

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

研究助理：莫文娟

010-66555574

mwj882004@163.com

执业证书编号：

S1480122080006

个百分点，主要是由于聚乙烯和聚丙烯平均销售价格下降。

深化煤电联营，拓展新项目，未来产能增量有望持续。深化煤电联营，持续发挥煤电兜底保障作用，2023 年商品煤生产和销售分别同比增长 3.5%、7.7%，全年累计发电量、售电量同比分别增长 11.0%、11.1%。2024 年，公司煤炭分部主要投资项目包括新街台格庙矿区新街一井、二井建设，计划投入 11 亿元，新项目预计生产能力合计将达到 1600 万吨/年；公司加快优质电源点建设，计划用于新建项目投资 101.59 亿元，广东清远一期（2x1000MW）、湖南岳阳电厂项目（2x1000MW）投入商业运营，广西北海二期（2x1000MW）顺利开工建设。公司在煤电联营的模式下，新建项目稳步推进，未来产能将持续增长。

持续高额现金分红，继续领跑行业。2023 年，公司拟派发股息现金 2.26 元/股（含税），分红总额为 449.03 亿元（含税），在中国企业会计准则下分红占归属于本公司股东的净利润的 75.2%，同比增长 2.4 个百分点，高额分红有望持续保持。按照 2024 年 4 月 3 日收盘价计算，A 股股息率为 5.71%，H 股股息率为 7.77%。

公司盈利预测及投资评级：我们认为，公司在售电业务加速发展，发电业务经营情况持续向好。同时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。预计公司 2024-2026 年归母净利润有望达 603.16/606.59/640.75 亿元，对应 EPS 为 3.04/3.05/3.22 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,533	343,074	347,703	355,621	363,364
增长率（%）	2.8	-0.4	1.3	2.3	2.2
归母净利润（百万元）	69,626	59,694	60,316	60,659	64,075
增长率（%）	38.5	-14.3	1.0	0.6	5.6
净资产收益率（%）	17.7	14.6	13.7	12.9	12.7
每股收益（元）	3.50	3.00	3.04	3.05	3.22
PE	11.29	13.17	13.04	12.96	12.27
PB	2.00	1.92	1.79	1.67	1.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	211,050	198,951	240,729	285,902	331,876	营业收入	344,533	343,074	347,703	355,621	363,364
货币资金	170,503	149,986	195,125	239,101	284,137	营业成本	210,059	219,922	217,554	225,265	228,769
应收账款	0	20,112	15,868	16,230	16,583	营业税金及附加	19,972	18,385	18,635	19,577	19,650
其他应收款	2,307	2,377	2,731	2,520	2,577	营业费用	410	425	588	571	561
预付账款	6,809	5,999	7,046	7,207	7,364	管理费用	9,930	9,812	14,653	13,956	13,478
存货	12,096	12,846	12,493	12,936	13,137	财务费用	877	501	903	290	-237
其他流动资产	6,663	7,277	7,676	7,851	8,022	研发费用	3,722	3,007	3,284	3,278	3,377
非流动资产合计	410,651	431,180	420,914	412,639	404,618	资产减值损失	-4,709	-3,976	-4,259	-4,356	-4,451
长期股权投资	49,650	55,571	58,315	61,073	63,856	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	250,057	258,516	246,016	235,926	228,204	投资净收益	2,420	3,815	1,783	1,783	1,783
无形资产	52,589	61,630	51,358	41,087	30,815	加：其他收益	864	506	792	792	792
其他非流动资产	32,675	31,356	31,356	31,356	31,356	营业利润	98,138	91,367	90,401	90,902	95,890
资产总计	621,701	630,131	661,643	698,541	736,494	营业外收入	443	912	578	578	578
流动负债合计	98,404	91,585	90,047	93,099	94,564	营业外支出	2,334	5,103	2,895	2,895	2,895
短期借款	5,216	2,927	0	0	0	利润总额	96,247	87,176	88,085	88,586	93,573
应付账款	38,972	38,901	37,660	38,994	39,601	所得税	14,592	17,578	17,761	17,862	18,868
其他流动负债	54,216	49,757	52,387	54,105	54,963	净利润	81,655	69,598	70,324	70,723	74,705
非流动负债合计	64,052	60,176	51,799	43,981	36,461	少数股东损益	12,029	9,904	10,007	10,064	10,631
长期借款	43,336	33,940	25,563	17,745	10,225	归属母公司净利润	69,626	59,694	60,316	60,659	64,075
其他非流动负债	20,716	26,236	26,236	26,236	26,236	主要财务比率					
负债合计	162,456	151,761	141,846	137,081	131,025		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	65,391	69,678	79,685	89,749	100,380	成长能力					
实收资本(或股本)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	营业收入增长(%)	2.8	-0.4	1.3	2.3	2.2
资本公积	68,014	68,182	68,182	68,182	68,182	营业利润增长(%)	25.4	-6.9	-1.1	0.6	5.5
未分配利润	305,971	320,641	352,061	383,660	417,038	归属于母公司净利润增长	38.5%	-14.3%	1.0%	0.6%	5.6%
归属母公司股东权	393,854	408,692	440,112	471,711	505,089	获利能力					
负债和所有者权益	621,701	630,131	661,643	698,541	736,494	毛利率(%)	39.0	35.9	37.4	36.7	37.0
现金流量表						净利率(%)	17.7	23.7	20.3	20.2	19.9
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润率(%)	11.2	9.5	9.1	8.7	8.7
经营活动现金流	109,417	89,469	104,658	103,194	107,685	ROE(%)	17.7	14.6	13.7	12.9	12.7
净利润	81,655	69,598	70,117	70,517	74,499	偿债能力					
折旧摊销	22,557	24,641	30,679	32,321	34,688	资产负债率(%)	26	24	21	20	18
财务费用	877	501	903	290	-237	流动比率	2.14	2.17	2.67	3.07	3.51
投资损失	-2,420	-3,815	-1,783	-1,783	-1,783	速动比率	1.88	1.89	2.37	2.77	3.21
营运资金变动	-1,012	-11,690	4,750	1,856	526	营运能力					
其他经营现金流	7,760	10,234	-7	-7	-7	总资产周转率	0.55	0.54	0.53	0.51	0.49
投资活动现金流	-56,585	-36,974	-18,416	-22,048	-24,669	应收账款周转率	30.04	28.29	29.89	29.89	29.89
资本支出	23,721	31,564	17,670	21,287	23,884	应付账款周转率	5.55	5.74	5.94	5.94	5.94
长期投资	-519	-2,887	-523	-538	-562	每股指标(元)					
其他投资现金流	-79,787	-65,651	-35,563	-42,797	-47,991	每股收益(最新摊薄)	3.50	3.00	3.04	3.05	3.22
筹资活动现金流	-78,734	-76,131	-41,103	-37,169	-37,979	每股净现金流(最新摊薄)	4.14	2.13	3.92	3.85	3.99
短期借款增加	968	-2,289	-2,927	0	0	每股净资产(最新摊薄)	19.82	20.57	22.15	23.74	25.42
长期借款增加	-10,539	-9,396	-8,377	-7,818	-7,520	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	11.29	13.17	13.04	12.96	12.27
资本公积增加	-6,653	168	0	0	0	P/B	2.00	1.92	1.79	1.67	1.56
现金净增加额	-25,565	-23,502	45,139	43,976	45,036	EV/EBITDA	4.38	5.44	6.09	5.68	5.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	煤炭行业：国际海运费明显上涨，动力煤进口量减少	2024-03-26
行业普通报告	煤炭行业：国内动力煤价格上涨，六大发电集团日均耗煤需求量下降	2024-03-05
行业普通报告	煤炭行业：国内动力煤去库存明显，进口量增加	2024-01-30
行业普通报告	煤炭行业：国内煤价上升，动力煤去库存明显，下游需求恢复	2024-01-04
行业深度报告	煤炭行业 2024 年投资展望：煤炭板块低估值情况有望改善，未来盈利稳定性有望增强	2023-12-06
公司普通报告	中国神华（601088）：发电业务经营持续向好，集团资产助力煤炭产量外延增长	2023-11-17
行业普通报告	煤炭行业报告：炼焦煤价上升，国内动力煤下游需求正在恢复	2023-10-30
行业普通报告	煤炭行业报告：国内外煤价上涨，海运费增加	2023-09-26
公司普通报告	中国神华（601088）：煤炭成本增长利润降低，电力量价齐升毛利率增长	2023-08-30
行业普通报告	煤炭行业报告：炼焦煤价上升，下游需求较强，去库存明显	2023-08-30
公司深度报告	中国神华（601088）：完整产业链成就全球能源巨头，“中特估”加持，投资价值有望提升	2023-07-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 6 年投资研究经验, 2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心, 2019 年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

研究助理简介

莫文娟

能源行业研究助理, 博士, 2019-2020 年美国康奈尔大学访问学者, 从事生物质能源工作。2022 年加入东兴证券, 主要覆盖能源开采与转型、有色金属、碳中和等领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526