

中国神华 (601088.SH) Q1 业绩稳健，高分红且启动现金收购资产

2023年05月01日

——公司一季度点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2023/4/28
当前股价(元)	29.08
一年最高最低(元)	35.53/26.67
总市值(亿元)	5,777.77
流通市值(亿元)	4,795.59
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	11.46

● Q1 业绩稳健，高分红且启动现金收购资产。维持“买入”评级

公司发布一季报，2023Q1 实现营业收入 870.42 亿元，同比+3.7%；实现归母净利润 186.12 亿元，同比-1.9%；扣非后归母净利润 185.29 亿元，同比-0.6%。Q1 煤炭业务价减本增略有回调，电力业务量价齐升表现亮眼，整体依旧维持高盈利水平，此外公司公告启动现金收购资产。我们维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 730.1/746.8/763.0 亿元，同比+4.9%/2.3%/2.2%；EPS 为 3.67/3.76/3.84 元，对应当前股价 PE 为 7.9/7.7/7.5 倍。公司高盈利有望持续，同时计划提高未来两年现金分红率，高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

● 价减本增煤炭业务微承压，电力业务量价齐升表现亮眼

煤炭业务价减本增：2023Q1 公司实现商品煤产量 0.80 亿吨，同比-0.9%；煤炭销售量 1.08 亿吨，同比+1.8%；自产煤销量 0.79 亿吨，同比-0.8%。煤炭综合平均售价 621 元/吨，同比-0.5%，主因国内贸易煤及境外销售价格下调，自产煤吨煤成本 169.4 元/吨，同比+12.9%，吨煤成本提升 19.4 元，主要因为安全生产费等增长（+14.8 元/吨）、材料费等增长（+3.1 元/吨）、人工成本提升（+1.2 元/吨）和折旧及摊销（+0.8 元/吨）。煤炭业务贡献毛利 232.53 亿元，同比-3.4%；毛利率 33.7%，同比下降 1.8 个百分点。**电力业务量价齐升：**2023Q1 公司实现发电量 517.1 亿千瓦时，同比+10.6%；售电量 487.5 亿千瓦时，同比+10.8%；平均利用小时数 1283 小时，同比+4.0%；售电价 420 元/兆瓦时，同比+2.2%。售电成本 376 元/兆瓦时，同比+1.2%；电力业务贡献毛利 36.9 亿元，同比+12.7%；毛利率 16.1%，同比上升 0.1 个百分点。

● 一体化运营及高比例长协维持稳定盈利，高分红及启动现金收购

规模有望再度扩张：2023 年 4 月 29 日公司公告启动现金收购控股股东部分资产工作，涉及国家能源集团下属煤矿产能 1600 万吨/年，剩余可采储量超过 13 亿吨，公司规模有望再度提升。**盈利稳定性强：**公司作为国内规模最大的煤企，充分受益于煤炭高景气，下游拓展发电业务能够有效熨平波动，叠加公司煤炭业务长协比例高，有望维持稳定盈利水平。**高比例分红有望持续：**公司发布 2022 年度利润分配方案：拟向全体股东派发现金红利 2.55 元/股（含税）。按截至 2022 年 12 月 31 日公司总股本 198.69 亿股计算，拟派发现金红利约人民币 506.65 亿元（含税），占 2022 年度中国企业会计准则下归属于本公司股东净利润的 72.8%，占国际财务报告准则下归属于本公司所有者的本年利润的 69.5%。以最新收盘价计算，A/H 股股息率分别为 8.77%/11.26%。2022 年 9 月 23 日公司公告，2022-2024 年每年现金分配利润不低于当年实现的归母净利润的 60%，2022 年实际分红率高于该值，且 2020-2021 年公司分红率分别为 91.8% 和 100.4%，我们认为公司既具有持续性高比例分红的意愿，也具备稳定盈利的能力，长期投资价值显著。

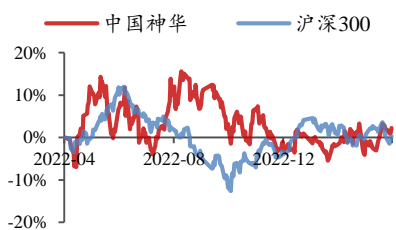
● 风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,640	344,533	361,570	366,359	370,989
YOY(%)	43.7	2.6	4.9	1.3	1.3
归母净利润(百万元)	50,084	69,626	73,006	74,676	76,297
YOY(%)	28.3	39.0	4.9	2.3	2.2
毛利率(%)	33.0	39.0	37.6	37.9	38.2
净利率(%)	15.0	20.2	20.2	20.4	20.6
ROE(%)	13.3	17.8	17.3	15.1	13.3
EPS(摊薄/元)	2.53	3.50	3.67	3.76	3.84
P/E(倍)	11.5	8.3	7.9	7.7	7.5
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《全年业绩同比大增，继续高比例分红——公司 2022 年报点评》-2023.3.26

《全年业绩同比大增，高盈利高分红凸显长期投资价值——公司年报预告点评》-2023.1.31

《现金低价收购锦界能源 30% 股权，盈利提升再凸显——公司信息更新报告》-2022.12.18

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	208,310	211,050	315,058	491,315	659,405
现金	162,886	170,503	263,812	450,303	607,468
应收票据及应收账款	13,607	12,100	16,021	11,948	16,439
其他应收款	2,307	2,377	3,370	2,203	3,409
预付账款	7,893	6,809	7,553	7,140	7,841
存货	12,633	12,096	15,655	11,512	16,067
其他流动资产	8,984	7,165	8,648	8,209	8,181
非流动资产	398,742	410,651	325,106	238,639	152,149
长期投资	47,644	49,650	51,973	54,296	56,619
固定资产	238,026	248,381	174,131	94,140	11,279
无形资产	50,908	52,589	50,676	48,740	46,781
其他非流动资产	62,164	60,031	48,327	41,463	37,469
资产总计	607,052	621,701	640,164	729,954	811,554
流动负债	91,748	98,404	87,305	93,808	90,219
短期借款	4,248	5,216	5,216	5,216	5,216
应付票据及应付账款	35,216	38,972	35,971	39,032	37,593
其他流动负债	52,284	54,216	46,118	49,561	47,411
非流动负债	69,628	64,052	58,662	54,371	50,081
长期借款	52,365	41,891	37,702	33,513	29,324
其他非流动负债	17,263	22,161	20,960	20,858	20,757
负债合计	161,376	162,456	145,967	148,179	140,300
少数股东权益	68,801	65,391	78,004	90,905	104,087
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	74,667	68,014	68,014	68,014	68,014
留存收益	271,878	290,894	314,209	338,058	362,424
归属母公司股东权益	376,875	393,854	416,194	490,870	567,167
负债和股东权益	607,052	621,701	640,164	729,954	811,554

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94,575	109,734	84,635	122,044	92,709
净利润	59,359	81,655	85,618	87,578	89,478
折旧摊销	20,573	22,557	19,268	19,290	19,313
财务费用	88	877	868	860	851
投资损失	885	-2,420	-2,420	-2,420	-2,420
营运资金变动	8,054	-1,012	-17,602	16,737	-14,514
其他经营现金流	5,616	8,077	-1,098	-0	-0
投资活动现金流	-6,844	-56,585	68,697	69,597	69,597
资本支出	23,863	28,684	-939	19,440	19,418
长期投资	-736	-519	-2,323	-2,323	-2,323
其他投资现金流	16,283	-28,420	65,435	86,714	86,692
筹资活动现金流	-43,731	-78,734	-60,022	-5,151	-5,141
短期借款	-795	968	-0	-0	-0
长期借款	-1,127	-10,474	-4,189	-4,189	-4,189
普通股增加	-21	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-98	-6,653	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-41,690	-62,575	-55,833	-962	-952
现金净增加额	43,826	-25,248	93,309	186,491	157,165

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	335,640	344,533	361,570	366,359	370,989
营业成本	224,452	210,059	225,583	227,375	229,188
营业税金及附加	16,502	19,972	20,960	21,237	21,506
营业费用	581	410	904	916	927
管理费用	9,119	9,930	10,421	10,559	10,693
研发费用	2,499	3,722	2,904	3,211	3,413
财务费用	88	877	868	860	851
资产减值损失	-1,292	-3,372	-0	-0	-0
其他收益	551	603	459	498	528
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-885	2,420	2,420	2,420	2,420
资产处置收益	454	261	-0	-0	-0
营业利润	78,242	98,138	102,810	105,119	107,359
营业外收入	380	443	443	443	443
营业外支出	1,247	2,334	2,334	2,334	2,334
利润总额	77,150	96,247	100,919	103,228	105,468
所得税	18,016	14,592	15,300	15,650	15,990
净利润	59,359	81,655	85,618	87,578	89,478
少数股东损益	9,090	12,029	12,613	12,902	13,181
归属母公司净利润	50,084	69,626	73,006	74,676	76,297
EBITDA	97,273	117,368	120,186	122,519	124,781
EPS(元)	2.53	3.50	3.67	3.76	3.84

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	43.7	2.6	4.9	1.3	1.3
营业利润(%)	23.2	25.4	4.8	2.2	2.1
归属于母公司净利润(%)	28.3	39.0	4.9	2.3	2.2
获利能力					
毛利率(%)	33.0	39.0	37.6	37.9	38.2
净利率(%)	15.0	20.2	20.2	20.4	20.6
ROE(%)	13.3	17.8	17.3	15.1	13.3
ROIC(%)	13.1	17.5	18.1	16.1	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	26.6	26.1	22.8	20.3	17.3
净负债比率(%)	-20.1	-22.8	-41.8	-68.3	-83.2
流动比率	2.3	2.1	3.6	5.2	7.3
速动比率	1.9	1.9	3.2	5.0	7.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	26.4	26.8	25.7	26.2	26.1
应付账款周转率	7.0	5.7	6.0	6.1	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.67	3.76	3.84
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	5.52	4.26	6.14	4.67
每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	20.95	24.71	28.55
估值比率					
P/E	11.5	8.3	7.9	7.7	7.5
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.7	4.6	3.7	2.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn