

中国神华（601088）2023年一季度报点评

高长协占比下盈利稳健，集团资产拟注入助力产能增长

事项:

❖ 公司发布2023年一季度报告，报告期内公司实现营业收入870.4亿元，同比/环比分别+3.7%/-7.5%，实现归母净利润186.1亿元，同比/环比分别-1.9%/+77.3%；实现扣非归母净利润185.3亿元，同比/环比分别-0.5%/+55.3%，环比大幅提升主要由于四季度为公司习惯性计提减值报告期。

评论:

❖ **煤电主业保持平稳，运输及煤化工业务承压。**煤炭：2023Q1公司商品煤产量/销量分别为8010/10760万吨，同比变化-0.9%/+1.8%，平均销售价格621元/吨，同比-0.5%；电力：实现总发电量/总售电量分别为517.1/487.5亿kwh，同比分别+10.6%/+10.8%，涨幅明显主要系2022年新投运机组影响，平均售电价格0.4元/kwh，同比+2.2%，两大主营业务奠定稳健基本盘。运输：实现自有铁路运输周转量745亿吨公里，同比+2.5%；煤化工：实现聚乙烯/聚丙烯销量为9.1/8.6万吨，同比变化+0.3%/-0.7%。煤炭/电力/铁路/港口/航运/煤化工分别实现毛利率33.7%/16.1%/36.0%/43.2%/9.1%/7.2%，同比分别-1.8pct/+0.1pct/-12.7pct/-5.3pct/-17.4pct/-11.9pct。

❖ **高长协奠定稳定盈利，期货保值风险再削弱。**供应宽松局面叠加中下游库存高企对市场煤价形成压制，2023年煤价开启下行通道。截至4月29日，2023Q2秦皇岛Q5500动力煤价格同比-14.8%。但公司煤炭主要以长协方式外售，2023Q1年度长协/月度长协销售分别为57.5%/28.9%，合计约86.4%，煤价下行周期盈利仍将保持稳定。据Wind数据，2023年4月长协价相比2022年同期+0.4%，仍处于2017年以来的历史高位。进一步地，公司同步公告将对本集团煤炭相关业务进行套期保值，预计动力煤期货交易总量不超过960万吨，下跌期间可规避存货跌价风险，上涨期间弥补采购缺口。

❖ **集团资产拟注入助力产能外延，在建电力储备丰富。**以避免同业竞争为目的，公司拟收购控股股东国家能源集团下属若干生产/在建煤矿公司股权，煤矿生产能力及建设规模共计约1600万吨/年，剩余可采储量超过13亿吨，集团资产注入助力公司再助公司实现煤矿产能外延；另据公司2022年报披露，内蒙古新街台格庙矿区、新街一井等多个项目暨待或正处于开发建设中，产能新增势头强劲；电力业务方面，截至2022年底有湖南岳阳电厂等多项目储备，若全部建设完成可新增装机容量10.8GW，约为2022年末装机容量的27%，充足的电力产能储备可助力公司抵御周期波动。

❖ **高分红叠加国资背景，估值提升空间可期。**此前公司曾于2022年9月发布公告，承诺2022-2024年度每年以现金方式分配的利润不少于归母净利润的60%，并于2022年实现高达72.8%的股利支付率。2023Q1公司实现经营活动产生的现金流量净额292.0亿元，约为当期归母净利润的156.9%。充裕的现金流支撑公司持续践行高分红承诺；此外，公司具有强大的国资背景，实控人国资委通过国家能源投资集团间接持有公司69.5%的股份，在国企改革的大背景下公司估值有望进入新一轮提升通道。

❖ **投资建议：**考虑到当前公司煤炭业务长协收益稳定，我们维持2023-2025年归母净利润预期为755.06/765.17/786.56亿元，对应PE分别为8x、8x、7x。参考公司近三年历史估值，我们给予公司2023年9倍目标PE，对应目标价34.20元，维持“强推”评级。

❖ **风险提示：**长协价格变动；在建产能投放不及预期；煤炭供给持续放宽。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	344,533	365,061	386,551	396,123
同比增速(%)	2.8%	6.0%	5.9%	2.5%
归母净利润(百万)	69,626	75,506	76,517	78,656
同比增速(%)	38.5%	8.4%	1.3%	2.8%
每股盈利(元)	3.50	3.80	3.85	3.96
市盈率(倍)	8	8	8	7
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

强推（维持）

目标价：34.20元

当前价：29.08元

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

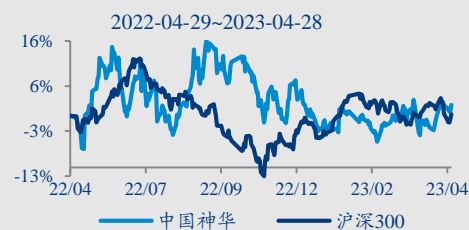
邮箱：yanghui@hcyjs.com

执业编号：S0360522050001

公司基本数据

总股本(万股)	1,986,852.00
已上市流通股(万股)	1,649,103.80
总市值(亿元)	5,777.77
流通市值(亿元)	4,795.59
资产负债率(%)	26.13
每股净资产(元)	19.82
12个月内最高/最低价	35.19/26.90

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中国神华（601088）2022年报点评：业绩稳健增长，国企改革深化推进》

2023-03-28

《中国神华（601088）2022年度业绩预告点评：业绩稳健增长，盈利分红双高凸显投资价值》

2023-02-10

《中国神华（601088）2021年业绩预告点评：盈利中枢高位稳定，2021年量价双升驱动业绩新高》

2022-01-28

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	170,503	224,507	286,599	351,863
应收票据	1,132	3,738	3,914	3,331
应收账款	10,968	11,719	12,376	12,534
预付账款	6,809	7,323	7,949	8,214
存货	12,096	16,283	16,729	15,778
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9,542	15,263	14,212	13,897
流动资产合计	211,050	278,833	341,779	405,617
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	49,650	48,929	48,741	49,107
固定资产	248,381	273,180	279,068	283,068
在建工程	22,061	9,618	5,000	10,270
无形资产	52,589	51,981	52,340	53,339
其他非流动资产	37,970	38,065	38,646	38,953
非流动资产合计	410,651	421,773	423,795	434,737
资产合计	621,701	700,606	765,574	840,354
短期借款	5,216	6,184	7,152	8,120
应付票据	1,101	1,409	1,556	1,500
应付账款	37,871	39,352	42,538	42,100
预收款项	0	0	0	0
合同负债	5,597	5,930	6,280	6,435
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	8,385	8,385	8,385	8,385
其他流动负债	40,234	43,141	45,313	46,471
流动负债合计	98,404	104,401	111,224	113,011
长期借款	38,438	84,547	119,878	166,423
应付债券	3,453	3,453	3,453	3,453
其他非流动负债	22,161	22,161	22,161	22,161
非流动负债合计	64,052	110,161	145,492	192,037
负债合计	162,456	214,562	256,716	305,048
归属母公司所有者权益	393,854	418,694	440,265	463,239
少数股东权益	65,391	67,350	68,593	72,067
所有者权益合计	459,245	486,044	508,858	535,306
负债和股东权益	621,701	700,606	765,574	840,354

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	109,734	105,655	121,121	121,738
现金收益	105,089	115,974	118,650	121,473
存货影响	537	-4,187	-446	950
经营性应收影响	5,963	-1,267	1,579	3,296
经营性应付影响	3,756	1,790	3,332	-493
其他影响	-5,611	-6,655	-1,994	-3,488
投资活动现金流	-56,585	-40,745	-33,822	-41,381
资本支出	-30,453	-37,421	-29,258	-38,459
股权投资	-2,006	721	188	-366
其他长期资产变化	-24,126	-4,045	-4,752	-2,556
融资活动现金流	-78,734	-10,906	-25,207	-15,093
借款增加	-8,404	47,077	36,300	47,512
股利及利息支付	-62,310	-68,250	-68,736	-70,479
股东融资	1,669	1,669	1,669	1,669
其他影响	-9,689	8,598	5,560	6,205

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	344,533	365,061	386,551	396,123
营业成本	210,059	224,730	240,862	246,724
税金及附加	19,972	17,944	19,636	20,514
销售费用	410	434	460	471
管理费用	9,930	10,522	11,141	11,417
研发费用	3,722	3,944	4,176	4,279
财务费用	877	1,751	1,284	1,038
信用减值损失	-1,337	-919	-2,306	-1,521
资产减值损失	-3,372	-2,604	-3,037	-3,137
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2,420	2,420	2,403	2,028
其他收益	603	577	577	586
营业利润	98,138	105,571	107,091	110,197
营业外收入	443	420	414	426
营业外支出	2,334	1,616	1,732	1,894
利润总额	96,247	104,375	105,773	108,729
所得税	14,592	15,824	16,036	16,484
净利润	81,655	88,551	89,737	92,245
少数股东损益	12,029	13,045	13,220	13,589
归属母公司净利润	69,626	75,506	76,517	78,656
NOPLAT	82,399	90,036	90,826	93,125
EPS(摊薄) (元)	3.50	3.80	3.85	3.96

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	2.8%	6.0%	5.9%	2.5%
EBIT 增长率	25.4%	9.3%	0.9%	2.5%
归母净利润增长率	38.5%	8.4%	1.3%	2.8%
获利能力				
毛利率	39.0%	38.4%	37.7%	37.7%
净利率	23.7%	24.3%	23.2%	23.3%
ROE	17.7%	18.0%	17.4%	17.0%
ROIC	22.2%	20.6%	18.7%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	30.6%	33.5%	36.3%
债务权益比	16.9%	25.7%	31.6%	39.0%
流动比率	2.1	2.7	3.1	3.6
速动比率	2.0	2.5	2.9	3.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	11	11	11	11
应付账款周转天数	61	62	61	62
存货周转天数	21	23	25	24
每股指标(元)				
每股收益	3.50	3.80	3.85	3.96
每股经营现金流	5.52	5.32	6.10	6.13
每股净资产	19.82	21.07	22.16	23.32
估值比率				
P/E	8	8	8	7
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	6	5	5	5

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522