

增持 (维持)

中国神华 (601088)

Q1 业绩环比高增，启动收购遥指未来发展

2023年05月03日

市场数据

市场数据日期 2023-04-28

收盘价(元)	29.08
总股本(百万股)	19868.52
流通股本(百万股)	19868.52
净资产(百万元)	415380
总资产(百万元)	644093
每股净资产(元)	20.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证煤炭】中国神华 2022 年报点评: 主营业务发展稳健, 高分红持续兑现》2023-03-29

《【兴证煤炭】中国神华 2022 年三季报点评: 煤价电价双升, 全年业绩可期》2022-10-31

《【兴证煤炭】中国神华 2021 年报及 2022 年一季报点评: 100%顶格分红超预期, 长协提价推动业绩增长》2022-05-03

分析师:

王钊

wangkun89@xyzq.com.cn

S0190521010002

投资要点

事件: 中国神华发布 2023 年一季报。2023Q1, 公司实现营收 870.42 亿元, 同比+3.74%, 环比-7.45%; 归母净利润 186.12 亿元, 同比-1.95%, 环比+77.34%。

煤炭分部: 高占比长协煤定价优势显现, 综合售价同比基本持平。 2023Q1, 公司煤炭分部实现营收 689.25 亿元, 同比+1.6%; 营业成本 456.72 亿元, 同比+4.3%, 煤炭业务毛利率 33.7%, 同比-1.8pct。产销: 商品煤产量 0.80 亿吨, 同比-0.9%; 商品煤销量 1.08 亿吨, 同比+1.8%。其中, 年度长协销量 0.62 亿吨, 同比+13.8%, 占总销售量比例为 57.5%, 同比+6.0pct。月度长协销量 0.31 亿吨, 同比-16.2%, 占总销售量比例为 28.9%, 同比-6.2pct。价格: 商品煤综合售价 621 元/吨, 同比-0.5%。其中, 年度长协售价 497 元/吨, 同比-3.7%; 月度长协售价为 891 元/吨, 同比+13.2%; 成本及毛利率: 自产煤单位成本 169.4 元/吨, 同比+12.9%, 自产煤吨煤毛利率 49.4%, 维持高位。

发电分部: 电力业务量价齐升。 2023Q1, 电力分部实现营收 228.73 亿元, 同比+11.9%, 营业成本 191.83 亿元, 同比+11.7%, 电力分部毛利率 16.1%, 同比微增。公司售电量 487.5 亿千瓦时, 同比+10.8%, 售电价格 420 元/兆瓦时, 同比+2.2%, 平均售电成本为 376.2 元/兆瓦时, 同比+1.2%。

运输分部: 成本提升, 利润承压。 2023Q1, 铁路分部实现营收 111.09 亿元, 同比+7.4%; 实现营业成本 71.06 亿元, 同比+33.8%, 分部毛利率 36.0%, 同比-12.7pct。其中, 自有铁路运输周转量 745 亿吨公里, 同比+2.5%。港口分部实现营收 16.08 亿元, 同比-1.7%; 实现营业成本 9.14 亿元, 同比+8.6%, 分部毛利率 43.2%, 同比-5.3pct。其中: 黄骅港装船 4890 万吨, 同比-5.8%; 天津港装船 1120 万吨, 同比+15.5%。航运分部受平均海运价格下降影响, 分部实现营收 11.30 亿元, 同比-21.1%, 营业成本 10.27 亿元, 同比-2.5%; 分部毛利率 9.1%, 同比-17.4pct。其中: 航运货运量同比+11.1%; 周转量同比+18.1%。

煤化工分部: 聚烯烃售价下行, 分部毛利率下滑明显。 2023Q1, 受聚烯烃产品平均售价下降影响, 化工分部实现营收 15.22 亿元, 同比-7.8%; 实现营业成本 14.12 亿元, 同比+5.8%, 分部毛利率 7.2%, 同比-11.9pct。其中: 聚乙烯销量 9.11 万吨, 聚丙烯销量 8.61 万吨, 聚烯烃销量同比基本持平。

收购集团资产计划启动, 外延增长助推产能扩增。 公司公告与国家能源集团签订《避免同业竞争协议之补充协议(二)》, 将公司择机行使优先交易选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产期限延长 5 年至 2028 年。同时, 公司将启动收购国家能源集团下属生产煤矿或在建煤矿, 产能合计约 1600 万吨, 收购标的股权于 2022 年底的资产总额占公司合并财务报表资产总额比例低于 1%, 营收占公司合并报表营收比例低于 2.5%。

投资策略: 公司煤炭主业稳健, 电力业务量价齐升, 助推业绩增长。随着集团优质资产注入, 公司煤炭资源储备及产能将进一步提升。此外, 公司持续兑现分红承诺, 高且持续的分红比例助力公司实现价值重估。基于此, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 726.72/740.10/742.32 亿元, 同比+4.4%/+1.8%/+0.3%, 对应 EPS 为 3.66/3.73/3.74 元, 对应 4 月 28 日的收盘价 PE 分别为 8.0/7.8/7.8 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济变化、公司产品售价下跌、环保安监政策变化、资产注入不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	344533	360834	369758	371842
同比增长	2.6%	4.7%	2.5%	0.6%
归母净利润(百万元)	69626	72672	74010	74232
同比增长	39.0%	4.4%	1.8%	0.3%
毛利率	39.0%	36.0%	35.9%	35.9%
ROE	17.7%	17.6%	17.2%	16.7%
每股收益(元)	3.50	3.66	3.73	3.74
市盈率	8.3	8.0	7.8	7.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	211050	226315	250357	272712
货币资金	170503	182652	205973	228069
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	12100	12519	12881	12936
预付款项	6809	7693	7819	7884
存货	12096	13192	13566	13625
其他	9542	10258	10118	10200
非流动资产	410651	418701	423402	425736
长期股权投资	49650	48981	49204	49130
固定资产	248381	250413	253000	255824
在建工程	22061	32803	37682	40609
无形资产	52589	50610	48604	46608
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	3619	2374	1114	-140
其他	34351	33520	33797	33705
资产总计	621701	645016	673759	698448
流动负债	98404	99459	101456	101357
短期借款	5216	4893	5001	4965
应付票据及应付账款	38972	40,626	42,424	42,391
其他	54216	53939	54032	54001
非流动负债	64052	56326	56901	56709
长期借款	38438	32438	32438	32438
其他	25614	23888	24463	24271
负债合计	162456	155785	158357	158066
股本	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68014	68014	68014
未分配利润	279461	301469	317341	332365
少数股东权益	65391	75217	85142	95222
股东权益合计	459245	489231	515402	540382
负债及权益合计	621701	645016	673759	698448

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	69626	72672	74010	74232
折旧和摊销	22557	23727	25577	27574
资产减值准备	3372	-359	345	-50
资产处置损失	201	-325	-304	-311
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	849	0	0	0
投资损失	-2420	-1586	-1785	-1617
少数股东损益	12029	9826	9925	10081
营运资金的变动	-1012	-2779	2963	687
经营活动产生现金流量	109734	101343	110677	110615
投资活动产生现金流量	-56585	-31427	-29344	-29269
融资活动产生现金流量	-78734	-57767	-58013	-59250
现金净变动	-25248	12149	23320	22096
现金的期初余额	156706	170503	182652	205973
现金的期末余额	131458	182652	205973	228069

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	344533	360834	369758	371842
营业成本	210059	231049	236917	238168
税金及附加	19972	19858	20711	20706
销售费用	410	429	440	442
管理费用	9930	10400	10657	10717
研发费用	3722	3494	3719	3693
财务费用	877	0	0	0
其他收益	603	586	591	590
投资收益	2420	1586	1785	1617
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1337	-882	-1089	-1278
资产减值损失	-3372	0	0	0
资产处置收益	261	325	304	311
营业利润	98138	97218	98906	99353
营业外收入	443	422	429	427
营业外支出	2334	400	400	400
利润总额	96247	97240	98935	99380
所得税	14592	14743	14999	15067
净利润	81655	82498	83935	84313
少数股东损益	12029	9826	9925	10081
归属母公司净利润	69626	72672	74010	74232
BPS(元)	3.50	3.66	3.73	3.74

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	2.6%	4.7%	2.5%	0.6%
营业利润增长率	25.8%	-0.9%	1.7%	0.5%
归母净利润增长率	39.0%	4.4%	1.8%	0.3%
盈利能力				
毛利率	39.0%	36.0%	35.9%	35.9%
归母净利率	20.2%	20.1%	20.0%	20.0%
ROE	17.7%	17.6%	17.2%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	24.2%	23.5%	22.6%
流动比率	2.14	2.28	2.47	2.69
速动比率	2.02	2.14	2.33	2.56
营运能力				
资产周转率	56.1%	57.0%	56.1%	54.2%
应收账款周转率	2904.5%	2906.1%	2884.0%	2854.2%
存货周转率	1438.6%	1544.9%	1497.8%	1481.6%
每股资料(元)				
每股收益	3.50	3.66	3.73	3.74
每股经营现金	5.52	5.10	5.57	5.57
每股净资产	19.82	20.84	21.66	22.41
估值比率(倍)				
PE	8.3	8.0	7.8	7.8
PB	1.5	1.4	1.3	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn