

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华(601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 煤电电量电价齐涨贡献业绩, 资产注入开启外延增长

2023年4月30日

**事件:** 2023年4月28日中国神华发布一季度报告。2023Q1公司实现营业收入870.42亿元, 同比增长3.7%; 实现归母净利润186.12亿元, 同比下降1.9%; 扣除非经常损益后的净利润185.29亿元, 同比下降0.6%。产生经营活动现金流量292.03亿元, 同比增长2.7%。基本每股收益0.937元/股, 同比下降1.9%。

**点评:****煤炭板块: 销量上升价格略降, 一季度毛利同比下降3.4%**

2023Q1公司实现煤炭产量0.8亿吨, 同比下降0.9%, 煤炭销量1.076亿吨, 同比提升1.8%, 主要由于外购煤量同比提高9.7%。从销售结构来看, 一季度年度长协、月度长协、现货销售占比为57.5%、28.9%、7.7%, 公司积极落实稳产保供政策, 年度长协占比同比提高6个pct, 较去年全年提高4.5%。从销售价格来看, 公司一季度年度长协价格497元/吨, 同比下降3.7%; 月度长协价格891元/吨, 同比上升13.2%, 煤炭平均售价621元/吨, 同比下降0.5%, 呈现小幅微降。成本端看, 公司一季度自产煤单吨成本为169.4元/吨, 同比增长12.9%, 主要来自材料费等上涨(+11.4%)及安全生产费等项目增长(+21.7%)。煤炭板块实现营业收入689.25亿元, 由于外购煤采购成本上升等因素, 毛利水平下降3.4%, 毛利率下降1.8个pct。

**电力板块: 煤电电量及电价齐涨, 电力板块利润水平涨幅超12%**

2023Q1公司实现总发电量517.1亿千瓦时, 同比增加10.6%, 其中境内燃煤发电量503亿千瓦时, 同比增加11%, 燃煤发电的平均利用小时数提高4.4%, 燃煤电价也提升至416元/兆瓦时, 同比提高2.5%。一季度平均售电成本376.2元/兆瓦时, 同比增加1.2%。截止一季度发电装机容量为40315兆瓦, 一季度增量来自新增光伏发电装机容量14兆瓦。燃煤电量及电价齐增带动电力板块营业收入达到228.73亿元, 同比增长11.9%, 实现毛利36.9亿元, 同比提高12.7%, 毛利率提高0.1个pct。

**运输与煤化工板块: 成本上涨致各版块毛利不同程度下降**

2023Q1铁路分部营业收入实现7.4%增长, 但由于修理费、人工成本等费用增长拉动成本上涨33.8%, 导致毛利同比下降20.5%; 港口分部由于装船量下降, 营业收入同比下降1.7%, 而原材料、人工成本等成本费用有所增长, 使毛利水平同比下降12.6%; 航运分部由于平均海运价格下降, 营业收入下降21.1%, 毛利水平下降72.9%; 煤化工分部由于一季度聚烯烃产品平均销售价格下降, 营业收入同比下降7.8%, 毛利水平下降65.1%。

- **公司作为煤炭龙头央企，积极落实央企改革方案，集团优质资产注入启动。**国资委提出的《提高央企控股上市公司质量工作方案》要求央企上市公司聚焦主业，积极解决同业竞争问题。4月28日公司公告将与母公司签署《避免同业竞争协议之补充协议（二）》，计划将解决同业竞争问题期限由2023年延长至2028年，期间公司将择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产。可以预期未来五年，上市公司收购母公司资产面临着外部政策与内部承诺的双重驱动。目前公司已经启动资产收购工作，目标资产为集团下属产能约1600万吨/年，剩余可采储量超过13亿吨的煤矿股权；资产总额低于母公司总资产的1%，2022年营业收入低于集团总收入的2.5%。当前，我们统计的控股股东国家能源集团煤炭产能近7亿吨/年，上市公司以外还有超3亿吨/年的煤炭产能，接近公告产能及储量条件的有国源电力下属大南湖一号、二号矿井，产能分别为1000万吨/年及1300万吨/年；宁夏煤业下属梅花井煤矿产能1200万吨/年；乌海能源下属12座矿井共计产能1835万吨/年；新疆能源下属准东露天矿产能2600万吨/年；红沙泉一号矿井2000万吨/年；杭锦能源下属矿井塔然高勒矿井产能1000万吨/年；以及陕西神延公司下属西湾露天矿产能1300万吨/年，均有注入上市公司的可能性。我们预计伴随集团优质煤炭资产的注入，公司有望迎来煤炭产量的外延增长。此外集团资产注入是解决同业竞争问题、落实央企上市公司改革的有力举措，我们预计伴随着第一批资产注入启动落地，后续集团优质资产或将有序逐步注入上市公司，助力公司中长期稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为伴随二季度“迎峰度夏”电煤保供量增加，以及煤炭下游需求恢复有望对煤炭价格形成支撑，国内动力煤价格有望企稳回升，公司盈利能力有望持续提高。公司高长协比例及一体化运营使得经营业绩具有较高确定性，叠加高现金、高分红属性，未来投资价值更加凸显。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润为728.17/748.84/764.82亿元，EPS为3.66/3.77/3.85元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	335,640	344,533	362,750	380,133	392,611
增长率 YoY %	43.9%	2.6%	5.3%	4.8%	3.3%
归属母公司净利润(百万元)	50,084	69,626	72,817	74,884	76,482
增长率 YoY%	27.9%	39.0%	4.6%	2.8%	2.1%
毛利率%	32.9%	39.0%	37.6%	36.7%	36.1%
净资产收益率ROE%	13.3%	17.7%	17.8%	17.7%	17.4%
EPS(摊薄)(元)	2.52	3.50	3.66	3.77	3.85
市盈率 P/E(倍)	11.54	8.30	7.93	7.72	7.55
市净率 P/B(倍)	1.53	1.47	1.41	1.36	1.32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月28日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>208,310</b>	<b>211,050</b>	<b>228,419</b>	<b>231,710</b>	<b>246,556</b>	
货币资金	162,886	170,503	176,410	194,386	190,355	
应收票据	3,349	1,132	6,469	593	6,283	
应收账款	10,258	10,968	10,096	10,734	11,977	
预付账款	7,893	6,809	7,340	8,018	8,210	
存货	12,633	12,096	17,904	11,231	19,829	
其他	11,291	9,542	10,199	6,748	9,903	
<b>非流动资产</b>	<b>398,517</b>	<b>410,651</b>	<b>423,963</b>	<b>445,544</b>	<b>465,508</b>	
长期股权投资	47,644	49,650	48,650	47,650	46,650	
固定资产(合计)	237,801	248,381	257,614	276,217	295,236	
无形资产	50,908	52,589	60,328	69,967	79,072	
其他	62,164	60,031	57,371	51,710	44,550	
<b>资产总计</b>	<b>606,827</b>	<b>621,701</b>	<b>652,381</b>	<b>677,253</b>	<b>712,064</b>	
<b>流动负债</b>	<b>91,748</b>	<b>98,404</b>	<b>105,921</b>	<b>106,892</b>	<b>117,206</b>	
短期借款	4,248	5,216	5,303	5,389	5,381	
应付票据	1,426	1,101	1,562	1,293	1,675	
应付账款	33,790	37,871	39,290	37,432	46,284	
其他	52,284	54,216	59,767	62,778	63,866	
<b>非流动负债</b>	<b>69,628</b>	<b>64,052</b>	<b>60,052</b>	<b>56,039</b>	<b>52,025</b>	
长期借款	49,193	38,438	34,438	30,425	26,411	
其他	20,435	25,614	25,614	25,614	25,614	
<b>负债合计</b>	<b>161,376</b>	<b>162,456</b>	<b>165,973</b>	<b>162,930</b>	<b>169,231</b>	
少数股东权益	68,761	65,391	77,971	90,909	104,122	
归属母公司	376,690	393,854	408,437	423,414	438,711	
<b>负债和股东权益</b>	<b>606,827</b>	<b>621,701</b>	<b>652,381</b>	<b>677,253</b>	<b>712,064</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	335,640	344,533	362,750	380,133	392,611	
同比(%)	43.9%	2.6%	5.3%	4.8%	3.3%	
归属母公司净利润	50,084	69,626	72,817	74,884	76,482	
同比(%)	27.9%	39.0%	4.6%	2.8%	2.1%	
毛利率(%)	32.9%	39.0%	37.6%	36.7%	36.1%	
ROE%	13.3%	17.7%	17.8%	17.7%	17.4%	
EPS(摊薄)(元)	2.52	3.50	3.66	3.77	3.85	
P/E	11.54	8.30	7.93	7.72	7.55	
P/B	1.53	1.47	1.41	1.36	1.32	
EV/EBITDA	3.47	3.54	3.53	3.24	3.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>335,640</b>	<b>344,533</b>	<b>362,750</b>	<b>380,133</b>	<b>392,611</b>	
营业成本	225,101	210,059	226,180	240,701	250,887	
营业税金及附加	16,502	19,972	17,775	18,246	18,845	
销售费用	581	410	544	570	589	
管理费用	9,119	9,930	9,794	10,264	10,208	
研发费用	2,499	3,722	2,913	2,281	2,356	
财务费用	88	877	-334	-619	-1,088	
减值损失合计	-1,292	-3,372	-2,000	-1,500	-1,000	
投资净收益	-885	2,420	3,265	3,041	2,748	
其他	-1,556	-473	161	103	115	
<b>营业利润</b>	<b>78,017</b>	<b>98,138</b>	<b>107,304</b>	<b>110,334</b>	<b>112,677</b>	
营业外收支	-867	-1,891	-557	-557	-557	
<b>利润总额</b>	<b>77,150</b>	<b>96,247</b>	<b>106,747</b>	<b>109,777</b>	<b>112,120</b>	
所得税	18,016	14,592	21,349	21,955	22,424	
<b>净利润</b>	<b>59,134</b>	<b>81,655</b>	<b>85,398</b>	<b>87,822</b>	<b>89,696</b>	
少数股东损益	9,050	12,029	12,580	12,937	13,214	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>50,084</b>	<b>69,626</b>	<b>72,817</b>	<b>74,884</b>	<b>76,482</b>	
EBITDA	100,883	123,069	128,625	133,487	136,746	
EPS(当年)(元)	2.52	3.50	3.66	3.77	3.85	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>94,350</b>	<b>109,734</b>	<b>103,801</b>	<b>127,747</b>	<b>106,683</b>	
净利润	59,134	81,655	85,398	87,822	89,696	
折旧摊销	20,781	22,874	21,427	23,758	25,341	
财务费用	88	849	2,223	2,027	1,828	
投资损失	885	-2,420	-3,265	-3,041	-2,748	
营运资金变动	9,955	2,256	-5,031	14,569	-9,555	
其它	3,507	4,520	3,049	2,612	2,122	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,619</b>	<b>-56,585</b>	<b>-33,523</b>	<b>-43,910</b>	<b>-43,679</b>	
资本支出	-22,730	-27,154	-36,788	-47,451	-46,927	
长期投资	-122	-519	500	500	500	
其他	16,233	-28,912	2,765	3,041	2,748	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-43,731</b>	<b>-78,734</b>	<b>-64,371</b>	<b>-65,861</b>	<b>-67,036</b>	
吸收投资	1,129	1,669	20	0	0	
借款	22,114	27,653	-3,914	-3,927	-4,022	
支付利息或股息	-46,002	-62,310	-60,477	-61,934	-63,014	
<b>现金流量净增加额</b>	<b>43,826</b>	<b>-25,248</b>	<b>5,907</b>	<b>17,976</b>	<b>-4,031</b>	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业的研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡浩颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。