

中国神华 (601088.SH)

行稳致远价值典范，资产注入开启新篇章

事件: 公司发布 2023 年一季度业绩公告。2023 年第一季度，公司实现营业收入 870.4 亿元，同比增加 3.7%，环比下降 7.4%；实现归母净利润 186.1 亿元，同比下降 1.9%，环比增加 77.8%，主因公司上季度共计提了资产和信用减值损失 47.6 亿元。

煤炭: 2023 年一季度公司煤炭板块实现收入 668.1 亿元，同比下降 1.5%，环比下降 19.4%；毛利 227.5 亿元，同比下降 5.5%，环比下降 16.3%；毛利率为 34.0%，同比下降 1.4pct，环比上升 1.2pct。

- **产销方面**，公司第一季度商品煤产/销量 0.8/1.1 亿吨，同比-0.9%/+1.8%，环比+2.7%/-0.9%。
- **售价方面**，公司第一季度吨煤售价 621 元/吨，同比下降 0.5%，环比下降 9.6%，长协价 497 元/吨，同比下降 3.7%，环比下降 2.9%；现货价 739 元/吨，同比下降 4.4%，环比上升 3.2%；坑口直销价 355 元/吨，同比涨 11.3%，环比下降 0.3%。
- **成本方面**，公司第一季度自产煤吨成本 169.4 元/吨，同比上升 12.9%，环比下降 10.0%。

根据公司公告，公司将启动收购国家能源集团部分资产工作，涉及煤矿产能约 1600 万吨/年，剩余可采储量超过 13 亿吨，随着优质资产的注入，公司将进一步提高资源储备和煤炭产能。

电力: 2023 年第一季度，电力板块实现收入 228.7 亿元，同比增长 11.9%，环比增长 3.1%；实现毛利 36.9 亿元，同比增长 12.7%，环比增长 54.8%；毛利率为 16.1%，同比上升 0.1pct，环比上升 5.4pct。

- **产销方面**，公司第一季度发电量/售电量 517.1/487.5 亿千瓦时，同比增长 10.6%/10.8%，环比 5.7%/5.9%，平均利用小时数 1283 小时（同比+4.0%）。
- **售价方面**，公司第一季度综合售电价 420 元/兆瓦时，同比增长 2.2%，环比-0.2%。
- **成本方面**，公司第一季度度电成本 376.2 元/兆瓦时，同比上升 1.2%，环比-6.7%。

运输&煤化工: 运输方面，公司第一季度自有铁路运输周转量 745 亿吨公里，同比增加 2.5%，环比减少 6.8%，航运周转量 352 亿吨海里，同比提升 18.1%，环比提升 10.3%。第一季度运输板块实现毛利 48.0 亿元，同比下降 22.7%，环比上升 6.8%。煤化工方面，公司第一季度，聚乙烯、聚丙烯销售量分别为 9.1 万吨、8.6 万吨，分别同比+0.3%、-0.7%，环比提升 1.3%/3.5%。公司第一季度煤化工板块实现毛利 1.1 亿元，同比下降 65.1%，环比下降 43.9%。

投资建议. 我们预计公司 2023 年~2025 年实现归母净利 721 亿元、751 亿元、786 亿元，EPS 分别为 3.63 元、3.78 元、3.96 元，对应 PE 分别为 8.0、7.7、7.3，维持“买入”评级。

风险提示: 资产注入不及预期，煤价大幅下跌。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216	344,533	366,556	378,253	390,793
增长率 yoy (%)	43.7	2.8	6.4	3.2	3.3
归母净利润(百万元)	50,269	69,626	72,148	75,079	78,598
增长率 yoy (%)	28.3	38.5	3.6	4.1	4.7
EPS 最新摊薄(元/股)	2.53	3.50	3.63	3.78	3.96
净资产收益率(%)	13.3	17.8	17.3	16.1	15.4
P/E(倍)	11.5	8.3	8.0	7.7	7.3
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

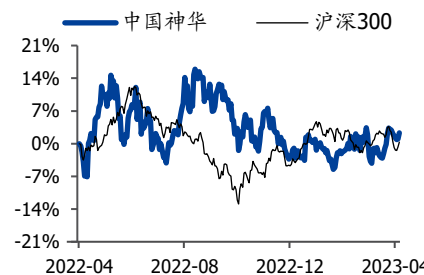
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	29.08
总市值(百万元)	577,776.56
总股本(百万股)	19,868.52
其中自由流通股(%)	83.00
30日日均成交量(百万股)	30.30

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

相关研究

- 《中国神华(601088.SH): 业绩分红齐发展, 能源央企估值亟待提升》2023-03-27
- 《中国神华(601088.SH): 能源航母行稳致远, 长协上调利好业绩释放》2022-10-31
- 《中国神华(601088.SH): Q1 业绩超市场预期, 核心资产价值凸显》2022-04-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	208310	211050	229791	290078	334317
现金	162886	170503	182037	246977	283898
应收票据及应收账款	13607	12100	15250	12973	16186
其他应收款	2307	2377	2606	2536	2777
预付账款	7893	6809	8833	7308	9368
存货	12633	12096	13900	13119	14924
其他流动资产	8984	7165	7165	7165	7165
非流动资产	398742	410651	414007	409108	405118
长期投资	47644	49650	53156	57562	62768
固定资产	238026	248381	250962	244289	236729
无形资产	50908	52589	53133	54449	56219
其他非流动资产	62164	60031	56757	52808	49402
资产总计	607052	621701	643798	699186	739435
流动负债	91748	98404	94184	102628	98420
短期借款	4248	5216	5216	5216	5216
应付票据及应付账款	35216	38972	39016	42041	42089
其他流动负债	52284	54216	49952	55371	51115
非流动负债	69628	64052	55652	45983	36298
长期借款	52365	41891	33491	23822	14137
其他非流动负债	17263	22161	22161	22161	22161
负债合计	161376	162456	149836	148611	134718
少数股东权益	68801	65391	78625	92397	106815
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	74667	68014	68014	68014	68014
留存收益	271878	290894	290555	290201	289831
归属母公司股东权益	376875	393854	415336	458178	497902
负债和股东权益	607052	621701	643798	699186	739435

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94575	109734	93766	121624	100842
净利润	59359	81655	85383	88851	93015
折旧摊销	20573	22557	21490	22819	23892
财务费用	88	877	-186	-743	-1339
投资损失	885	-2420	-1500	-2400	-3200
营运资金变动	8054	-1012	-11420	13097	-11527
其他经营现金流	5616	8077	0	0	0
投资活动现金流	-6844	-56585	-23346	-15520	-16702
资本支出	23863	28684	-150	-9306	-9196
长期投资	-736	-519	-3506	-4406	-5206
其他投资现金流	16283	-28420	-27002	-29231	-31104
筹资活动现金流	-43731	-78734	-58886	-41164	-47219
短期借款	-795	968	0	0	0
长期借款	-1127	-10474	-8400	-9669	-9685
普通股增加	-21	0	0	0	0
资本公积增加	-98	-6653	0	0	0
其他筹资现金流	-41690	-62575	-50486	-31495	-37535
现金净增加额	43826	-25248	11534	64940	36921

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	335216	344533	366556	378253	390793
营业成本	224452	210059	220818	229507	238208
营业税金及附加	16502	19972	23826	24586	25402
营业费用	581	410	660	757	782
管理费用	9119	9930	11730	12104	12505
研发费用	2499	3722	4399	4539	4690
财务费用	88	877	-186	-743	-1339
资产减值损失	-1292	-3372	-1000	-1500	-1800
其他收益	551	603	650	800	900
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-885	2420	1500	2400	3200
资产处置收益	454	261	0	0	0
营业利润	78242	98138	108461	112202	116446
营业外收入	380	443	450	550	600
营业外支出	1247	2334	3500	4000	4300
利润总额	77375	96247	105411	108752	112746
所得税	18016	14592	20028	19902	19731
净利润	59359	81655	85383	88851	93015
少数股东损益	9090	12029	13234	13772	14417
归属母公司净利润	50269	69626	72148	75079	78598
EBITDA	101662	121885	129206	133401	137956
EPS (元)	2.53	3.50	3.63	3.78	3.96

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	43.7	2.8	6.4	3.2	3.3
营业利润(%)	23.2	25.4	10.5	3.4	3.8
归属于母公司净利润(%)	28.3	38.5	3.6	4.1	4.7
获利能力					
毛利率(%)	33.0	39.0	39.8	39.3	39.0
净利率(%)	15.0	20.2	19.7	19.8	20.1
ROE(%)	13.3	17.8	17.3	16.1	15.4
ROIC(%)	13.8	18.3	18.5	17.9	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	26.6	26.1	23.3	21.3	18.2
净负债比率(%)	-20.1	-22.8	-25.2	-36.2	-40.7
流动比率	2.3	2.1	2.4	2.8	3.4
速动比率	1.9	1.9	2.1	2.6	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	26.4	26.8	26.8	26.8	26.8
应付账款周转率	7.0	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.50	3.63	3.78	3.96
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	5.52	4.72	6.12	5.08
每股净资产(最新摊薄)	18.97	19.82	20.90	23.06	25.06
估值比率					
P/E	11.5	8.3	8.0	7.7	7.3
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.5	4.4	4.1	3.5	3.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com