

## 业绩稳健性强，集团资产开启注入

中国神华 (601088.SH)

### 核心观点

公司 23Q1 业绩同比基本持平，环比高增。公司作为上市煤企龙头，煤炭长协比例高，23Q1 达 86%，又是煤电联营代表性企业，盈利稳健性突出。同时公司开启集团资产注入有望进一步扩充产能，增强龙头地位，并有助于资产重估。此外，23Q1 电力板块量价齐升（售电量和平均售电价同比增长 10.8%/2.2%）带动业绩改善。综合而言，公司作为高分红低估值的能源央企有望受益于中国特色估值体系建设。

### 事件

公司披露 2023 年一季度报，业绩同比基本持平，环比显著增长

2023 年 Q1 公司实现营收 870.42 亿元，同比增长 3.7%，环比减少 7.4%；实现归母净利润 186.12 亿元，同比减少 1.9%，环比增长 77.34%；实现扣非后归母净利润 185.29 亿元，同比减少 0.6%，环比增长 55.31%。

公司公告启动收购控股股东部分资产

据公司 4 月 28 日晚间公告，为落实 2018 年 3 月 1 日公司与国家能源集团签署的《避免同业竞争协议之补充协议》的约定，进一步推动减少和解决同业竞争，公司决定启动收购国家能源集团部分资产工作。资产范围为国家能源集团下属若干生产煤矿及/或在建煤矿公司的股权。煤矿生产能力、建设规模共计约 1,600 万吨/年，剩余可采储量超过 13 亿吨。

### 简评

煤炭板块利润稳健性突出，集团资产注入值得期待

23Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.1%/2.4%/0.3%/0.05%，同比-0.06pct/+0.1pct/-0.1pct/+0.03pct。其中管理费用上涨原因系人工成本等增长。

23 年 Q1 公司煤炭板块业绩收入平稳向好，板块收入 689.25 亿元，同比增长 1.6%，成本为 456.72 亿元，同比增长 4.3%；毛利为 232.53 亿元，同比减少 3.4%；毛利率为 33.7%，同比减少 1.8pcts；商品煤产量 8010 万吨，同比减少 0.9%；煤炭销售总量为 1.08 亿吨，同比增长 1.8%，其中外购煤销量为 2820 万吨，同比增长 9.7%；煤炭综合平均售价 621 元/吨，同比增长 0.5%；

维持

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

发布日期：2023 年 05 月 06 日

当前股价：28.17 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.75/0.30	1.99/-3.95	-2.96/-3.15
12 月最高/最低价 (元)		35.19/26.90
总股本 (万股)		1,986,852.00
流通 A 股 (万股)		1,649,103.80
总市值 (亿元)		5,570.17
流通市值 (亿元)		4,795.59
近 3 月日均成交量 (万)		3023.56
主要股东		
国家能源投资集团有限责任公司		69.52%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

煤炭业务分部间利润总额 174.16 亿元，同比减少 6.9%。由于自产煤成本上升，公司利润同比略微下降。23 年 Q1 自产煤单位生产成本为 169.4 元/吨，同比增长 12.9%。其中原材料及安全生产费涨幅较大，同比增长 11.4%/21.7%。23Q1 公司长协煤占比达 86.4%，公司较高的中长期合同销售比例将有助于公司煤炭板块盈利保持稳定。同时，公司开启集团资产注入之路，有望进一步扩充煤炭产能，增强行业龙头地位。

### 发电业务量价齐升带动盈利改善，未来将继续加强火电资产优化并注重新能源绿电发展

23年Q1实现发电板块收入为228.73亿元，同比增长11.9%；毛利为36.90亿元，同比增长12.7%；毛利率为16.1%，同比增长0.1pct；总发电、售电分别为517.1/487.5亿千瓦时，同比+10.6%/+10.8%；平均利用小时数1283小时，同比增长4.0%；平均售电价420元/兆瓦时，同比增长2.2%；发电业务分部间利润总额28.69亿元，同比增长12.0%。发电业务收入增长主要原因为售电量和平均售电价格双双增长。售电量的增长主要系公司多台新机组陆续投运所致。截止23年一季度季末，公司发电机组总装机容量为40.32GW，其中燃煤发电机组装机容量为39.16GW，燃气发电装机容量为0.95GW，水电装机容量0.13GW，对外商业运营的光伏发电装机量0.08GW。电价方面，随着电煤长协全覆盖的推进，公司积极争取上浮电价，平均电价同比有所增长。

未来随着电力市场化改革深化，“基准价+浮动”的新机制叠加发电量增加，公司电力业务盈利有望持续提升。23年公司预计发电业务资本开支180.80亿元，煤炭业务资本开支为73.77亿元。相较于22年发电业务与煤炭业务资本支出持平，23年公司注重加大对发电业务的投入用于对北海电力一期、湖南岳阳电厂、广东清远电厂一期、光伏电站等在建发电项目。

### 运输及煤化工业务整体业绩下滑，一体化运营为煤电双主业平稳运行提供坚实基础

铁路/港口/航运业务营业收入为 111.09/16.08/11.30 亿元，同比+7.4%/-1.7%/-21.1%/-7.8%；毛利为 40.03/6.94/1.03 亿元，同比-20.5%/-12.6%/-72.9%。毛利率为 36.0%/43.2%/9.1%，同比-12.7pct/-5.3pct/-17.4pct。利润总额为 32.37/5.68/0.46 亿元，同比-24.8%/-17.0%/-86.8%。23 年 Q1 自有铁路运输周转量为 745 亿吨公里，同比增长 2.5%；黄骅港装船量/天津煤码头装船量为 48.9/11.2 百万吨，同比-5.8%/+15.5%；航运货运量/航运周转量为 34.1 百万吨/352 亿吨海里，同比+11.1%/+18.1%。23 年 Q1 铁路分部毛利同比下降的主要原因是修理费、人工成本等成本费用增长；港口分部毛利同比下降的主要原因是港口装船量下降，以及原材料、人工成本等成本费用有所增长；航运分部毛利同比下降的主要原因是平均海运价格下降。虽然运输板块业绩有所下降，但板块为煤电主业的平稳运行提供基础。煤化工业务营业收入为 15.22 亿元，同比减少 7.8%；毛利为 1.10 亿元，同比减少 65.1%；毛利率为 7.2%，同比下降 11.9pct；利润总额为 0.17 亿元，同比减少 92.2%。煤化工分部毛利同比下降的主要原因是聚烯烃产品平均销售价格下降。

### 现金流充裕支撑高分红，公司股息率性价比较高，公司有望受益于中国特色估值体系建设

公司 2022 年公告分红 506.65 亿元（含税），分红率达 72.8%，每股红利 2.55 元/股（含税），最新股息率 8.8%，处行业领先水平。公司 23 年 Q1 经营现金流量净额 292.03 亿元，同比增长 2.70%，充裕的现金流有望延续高分红。公司作为央企重视投资者回报，有望受益于中国特色估值体系建设。

### 盈利预测和估值：

预计公司 2023 至 2025 年归母净利润为 710.42、744.38、751.26 亿元，每股 EPS 为 3.58、3.75、3.78 元，对应当前股价 PE 为 7.8x、7.4x、7.4x，维持“增持”评级。

**风险提示：**

国内宏观经济恢复不及预期（公司所处行业市场需求与居民的生产生活紧密相关。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；动力煤开采成本上升；公司分红水平不及预期；一体化运营风险（本集团煤炭、发电、运输、煤化工一体化运营优势与一体化个别链条中断风险相互交织，若一体化组织协调不力或某一环节中断都将影响一体化的均衡组织和高效运营，对本集团经营业绩产生不利影响）。

**图表1： 盈利预测和财务比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335,216	344,533	368,846	371,024	382,908
增长率(%)	43.7	2.8	7.1	0.6	3.2
净利润(百万元)	50,269	69,626	71,042	74,438	75,126
增长率(%)	28.3	38.5	2.0	4.8	0.9
毛利率(%)	33.0	39.0	36.5	36.3	35.1
净利率(%)	15.0	20.2	19.3	20.1	19.6
ROE(%)	13.3	17.8	17.0	16.2	15.2
EPS(摊薄/元)	2.53	3.50	3.58	3.75	3.78
P/E(倍)	11.0	8.0	7.8	7.4	7.4
P/B(倍)	1.48	1.42	1.35	1.24	1.16

资料来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

### 林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk