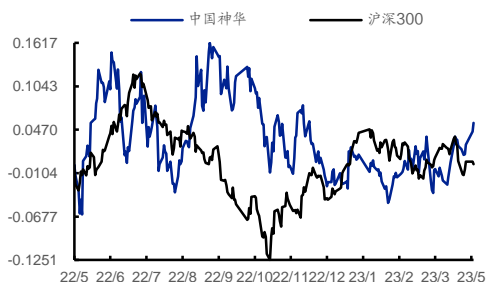


研究所
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 联系人: 王璇 S0350123020011
 wangx15@ghzq.com.cn

电力业务量价齐升, 煤矿资产注入启动

——中国神华(601088) 2023 一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中国神华	6.0%	5.8%	5.6%
沪深 300	-2.1%	-3.0%	0.2%

市场数据

当前价格(元)	29.89
52周价格区间(元)	26.67-35.53
总市值(百万)	593,870.06
流通市值(百万)	492,917.12
总股本(万股)	1,986,852.00
流通股本(万股)	1,649,103.80
日均成交额(百万)	947.99
近一月换手(%)	0.16

《——中国神华(601088) 2022 年报点评报告: 受益长协价格提升, 延续大额分红政策(买入)* 煤炭开采*陈晨》——2023-03-26

《——中国神华(601088) 点评报告: 充分受益长协价格上涨, 行稳致远更具投资价值(买入)* 煤炭开采*陈晨》——2023-01-31

事件:

中国神华发布 2023 年一季度报告: 2023 年一季度公司实现营业收入 870.42 亿元, 环比减少 7.4%, 同比增加 3.7%; 归属于上市公司股东净利润 186.12 亿元, 环比增加 77.3%, 同比减少 1.9%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 185.29 亿元, 环比增加 55.3%, 同比减少 0.6%。基本每股收益为 0.937 元, 同比减少 1.9%。加权平均 ROE 为 4.60%, 同比减少 0.31 个百分点。

投资要点:

- 煤炭业务: 价格微降, 安全费计提增加。** 2023 年一季度公司商品煤产量为 8010 万吨, 同比-0.9%, 销量为 10760 万吨, 同比+1.8%, 产销量基本稳定。从销售结构来看, 公司年度长协比例由 2022 年一季度的 51.5% 提升至 57.5%, 月度长协比例由 35.1% 下降至 28.9%, 现货比例由 8.6% 下降至 7.7%; 年度长协价格下跌 19 元/吨 (-3.7%) 至 497 元/吨, 月度长协价格上涨 104 元/吨 (+13.2%) 至 891 元/吨, 现货价格下跌 34 元/吨 (-4.4%) 至 739 元/吨, 煤炭平均售价下跌 3 元/吨 (同比-0.5%)。自产煤单位生产成本为 169.4 元/吨, 同比增加 19.4 元/吨 (+12.9%), 成本增长主要由于安全费用等增加, 原材料及燃料等增加 3.1 元/吨 (+11.4%), 其他费用增加 14.8 元/吨 (+21.7%, 主要为安全生产费计提标准调整)。价格微降, 成本提升, 导致煤炭业务毛利减少 3.4%, 毛利率下降 1.8 个百分点, 煤炭业务实现利润总额 174.2 亿元, 同比减少 6.9%。此外, 公司与控股股东国家能源集团签署《避免同业竞争协议之补充鞋业(二)》, 将公司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的期限延长至 2028 年 8 月 27 日, 持续解决同业竞争问题。同时公司启动收购国家能源集团部分资产的工作, 涉及产能 1600 万吨/年, 可采储量超过 13 亿吨, 进一步增加煤炭业务规模。
- 电力业务: 售电量增加, 售电价上涨。** 2023 年一季度公司总发电量为 51.71 十亿千瓦时, 同比+10.6%; 总售电量为 48.75 十亿千瓦时, 同比+10.8%; 发电机组平均利用小时数为 1283 小时, 同比+4%, 售电价同比上涨 2.2% 至 420 元/兆瓦时。公司营业收入增长主要由于售电量增加, 营业成本随之上涨, 平均售电成本为 376.2 元/兆瓦时, 同比增长 1.2%。电力业务毛利增加 12.7%, 毛利率提升 0.1 个百分点, 电力业务实现利润总额 28.7 亿元, 同比增长 12%。

- **运输业务：铁路运量增加，航运规模提升。**2022 年一季度公司自有铁路运输周转量 74.5 十亿吨公里，同比+2.5%；自有港口装船量（黄骅港及天津煤码头）60.1 百万吨，同比-2.4%；航运货运量 34.1 百万吨，同比+11.1%；航运周转量 35.2 十亿吨海里，同比+18.1%。公司铁路业务规模增加，而修理费、人工成本等增加，导致毛利率下降 12.7 个百分点；港口业务装船量下降，而原材料、人工等成本费用增加，导致毛利率下降 5.3 个百分点；航运业务增速高，而平均海运价格下降，导致毛利率下降 17.4 个百分点。铁路业务实现利润总额 32.4 亿元，同比减少 24.8%；港口业务实现利润总额 5.7 亿元，同比减少 17%；航运业务实现利润总额 0.46 亿元，同比减少 86.8%。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 735.8/762.6/787.5 亿元，同比 +6%/+4%/+3%；EPS 分别为 3.70/3.84/3.96 元，对应当前股价 PE 为 8.07/7.79/7.54 倍，公司具备“煤电路港航”产业链一体化优势，煤炭销售长协占比高，业绩稳健，长期重视投资者回报，分红比例高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济需求不及预期风险；安全生产事故风险；公司管理及运营风险；政策调控力度超预期风险等；资产收购进度不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	344533	368404	384917	402388
增长率（%）	3	7	4	5
归母净利润（百万元）	69626	73582	76261	78748
增长率（%）	39	6	4	3
摊薄每股收益（元）	3.50	3.70	3.84	3.96
ROE（%）	18	18	18	18
P/E	7.89	8.07	7.79	7.54
P/B	1.39	1.45	1.40	1.35
P/S	1.59	1.61	1.54	1.48
EV/EBITDA	3.54	3.59	3.14	2.94

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国神华盈利预测表

证券代码:	601088		股价:	29.89	投资评级:	买入	日期:	2023/05/05	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	18%	18%	18%	18%	EPS	3.50	3.70	3.84	3.96
毛利率	39%	40%	39%	38%	BVPS	19.82	20.56	21.33	22.12
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值				
销售净利率	20%	20%	20%	20%	P/E	7.89	8.07	7.79	7.54
成长能力					P/B	1.39	1.45	1.40	1.35
收入增长率	3%	7%	4%	5%	P/S	1.59	1.61	1.54	1.48
利润增长率	39%	6%	4%	3%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.55	0.58	0.57	0.58	营业收入	344533	368404	384917	402388
应收账款周转率	31.41	46.64	35.36	42.49	营业成本	210059	222642	234784	247693
存货周转率	28.48	29.14	28.63	28.59	营业税金及附加	19972	22104	23095	24143
偿债能力					销售费用	410	737	770	805
资产负债率	26%	23%	24%	21%	管理费用	9930	10315	10393	10864
流动比	2.14	2.76	2.88	3.57	财务费用	877	-557	-718	-1452
速动比	1.88	2.43	2.58	3.21	其他费用/(-收入)	3722	3684	3849	4024
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	98138	110984	115024	118776
现金及现金等价物	170503	181631	230535	246846	营业外净收支	-1891	0	0	0
应收款项	12100	14954	12384	16913	利润总额	96247	110984	115024	118776
存货净额	12096	12642	13445	14076	所得税费用	14592	24416	25305	26131
其他流动资产	16351	18587	17918	19789	净利润	81655	86568	89719	92645
流动资产合计	211050	227813	274282	297624	少数股东损益	12029	12985	13458	13897
固定资产	248381	246144	242921	238827	归属于母公司净利润	69626	73582	76261	78748
在建工程	22061	20296	18972	17979	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	90559	90059	89559	89059	经营活动现金流	109734	84378	124455	93694
长期股权投资	49650	49650	49650	49650	净利润	69626	73582	76261	78748
资产总计	621701	633962	675384	693138	少数股东权益	12029	12985	13458	13897
短期借款	5216	5216	5216	5216	折旧摊销	22874	19702	20247	20787
应付款项	38972	25347	35958	21837	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	2256	-22976	14147	-19923
其他流动负债	54216	52101	54201	56430	投资活动现金流	-56585	-12684	-12536	-12379
流动负债合计	98404	82663	95375	83483	资本支出	-27154	-15632	-15615	-15598
长期借款及应付债券	41891	42191	42191	42191	长期投资	-519	0	0	0
其他长期负债	22161	22161	22161	22161	其他	-28912	2947	3079	3219
长期负债合计	64052	64352	64352	64352	筹资活动现金流	-78734	-60566	-63015	-65005
负债合计	162456	147015	159727	147835	债务融资	-8848	300	0	0
股本	19869	19869	19869	19869	权益融资	1669	0	0	0
股东权益	459245	486947	515657	545303	其它	-71555	-60866	-63015	-65005
负债和股东权益总计	621701	633962	675384	693138	现金净增加额	-25248	11128	48904	16311

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6年行业经验

王璇，能源开采行业研究员，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。