

投资评级 **优于大市** 维持

盈利持续稳健，长期受益央企市值管理考核

股票数据

01月30日收盘价(元)	35.76
52周股价波动(元)	26.76-36.03
总股本/流通A股(百万股)	19869/16491
总市值/流通市值(百万元)	710498/710498

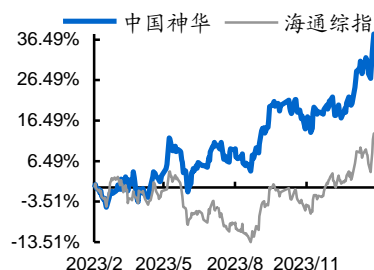
相关研究

 《煤炭业务价减本增，电力盈利持续改善》
 2023.08.29

 《成本部分拖累业绩，低估值高分红优势犹存》
 2023.07.18

 《煤电经营稳健，业绩成长性和稳定性有望进一步提升》
 2023.05.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.1	13.6	20.4
相对涨幅(%)	19.5	20.7	29.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23185633

Email:wt12363@haitong.com

证书:S0850520090001

分析师:吴杰

Tel:(021)23183818

Email:wj10521@haitong.com

证书:S0850515120001

联系人:朱彤

Tel:(021)23185628

Email:zt14684@haitong.com

投资要点:

- 公司发布 2023 年业绩预告，按照预告中枢 A 股/H 股归母净利润同比约 -15%/-12%，A 股扣非净利同比-11%。**按业绩预告中枢，公司 23 年归母净利润 578~608 亿元（中枢 593 亿元），同比-16.9%~-12.6%（中枢-14.8%），扣非净利润 613~643 亿元（中枢 628 亿元），同比-12.8%~-8.5%（中枢-10.7%）。按港股会计准则，公司 23 年归母净利润业绩预告中枢 642 亿元，高于 A 股 49 亿元，除非经因素影响外，主因会计准则对成本计入方式不同所致（港股需要实际发生的成本才计入），21/22 年公司港股归母净利润分别高于 A 股 13/33 亿元，我们认为体现公司近年对成本的预提较为充分。
- 煤炭：23 年煤炭产量超额完成目标（完成率 104.9%），23Q4 经营整体稳健。**公司 2023 年商品煤产量 3.25 亿吨，同比+3.5%，计划完成率达 104.9%，煤炭销售量 4.5 亿吨，同比+7.7%，计划完成率达 103.3%。港口 5500 大卡年度长协均价 714 元/吨，同比-1.1%；秦港 5500 大卡市场均价 966 元/吨，同比-24%。23Q4 单季，公司煤炭产/销量 0.83/1.18 亿吨，环比+1.5%/2.5%，同比+5.8%/7.7%，煤炭年协均价 711 元/吨，环比/同比+9/-14 元/吨；秦港 5500 均价 958 元/吨，环比/同比 11%/-33%。
- 电力：23 年煤电装机增长 10.2%，24 年有望贡献发电量增量近 10%。**公司 23 年总发/售电量 212.26/199.75 十亿千瓦时，发电量计划完成率达 104.1%，同比+11%/11.1%，主因新机组投运、社会用电需求增长、同期因检修停备基数较低影响。23Q4 单季，公司发电量 56 十亿千瓦时，环比/同比 0%/+14.6%。展望 24 年，增量方面，23 年新投运机组主要为岳阳 1 号 1000MW 于 10 月底投运，岳阳 2 号 1000MW、清远一期 2*1000MW 机组于 12 月中下旬投运，23 年煤电装机增长 10.2%，24 年有望贡献发电增长近 10%。价格方面，23H1 公司煤电售电均价 0.416 元/度，同比+1.7%，其中广东省煤电（发电量占比 16%）售电均价同比+6.7%，24 年广东省长协电价有所下调（0.465 元/度，同比-16%），或带动公司综合售电价稳中略降，我们认为 24 年公司电力盈利整体稳健。中期看，目前公司在建机组还有清远二期 2*1000MW、九江电力二期 2*1000MW、北海电力二期 2*1000MW、惠州热电二期 2*400MW，投产后有望带来煤电装机增长 15.8%，未来电力增长可期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	335640	344533	346535	333712	326039
(+/-)YoY(%)	43.9%	2.6%	0.6%	-3.7%	-2.3%
净利润(百万元)	50084	69626	59309	61264	60538
(+/-)YoY(%)	27.9%	39.0%	-14.8%	3.3%	-1.2%
全面摊薄 EPS(元)	2.52	3.50	2.99	3.08	3.05
毛利率(%)	32.9%	39.0%	35.3%	35.9%	36.1%
净资产收益率(%)	13.3%	17.7%	14.0%	13.5%	12.5%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 铁路: 23 年铁路周转量同比+4%，运输业务整体经营稳健。**铁路周转量 309.4 十亿吨公里, 同比+4%, Q4 单季铁路周转量 82.3 十亿吨公里, 环比+7.3%/+3%, 经营情况整体稳健。
- 盈利预测。**展望 24 年, 公司煤炭长协比例高达 80%, 煤炭盈利稳定性较高, 电力业务新投运火电装机有望贡献发电量增量, 经营业绩依然有望稳定在 600 亿以上水平, A/H 对应 PE-23E 为 12/9x, 按照 70% 分红, A/H 股息率 5.8%/7.9%, 仍然具备吸引力。预计公司 23~25 年归母净利润为 593/613/605 亿元, 对应 EPS 为 2.99/3.08/3.05 元, 参考可比煤炭及电力公司, 并且公司持续高分红及高 ESG 水准应给予一定估值溢价, 给予公司 23 年 13~15x PE, 合理价值区间 38.81~44.78 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**动力煤价格大幅下跌, 电价大幅下调, 环保安检力度不易把握。

表 1 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E
煤炭板块										
601225.SH	陕西煤业	23.86	2.35	2.53	2.63	10.1	9.4	9.1	10.96	2.18
601898.SH	中煤能源	11.99	1.54	1.63	1.74	7.8	7.4	6.9	10.90	1.10
002128.SZ	电投能源	14.89	1.97	2.11	2.22	7.5	7.0	6.7	13.66	1.09
600403.SH	大有能源	3.77	-	-	-	-	-	-	-	-
601918.SH	新集能源	5.93	-	0.98	1.02	-	6.0	5.8	-	-
601001.SH	晋控煤业	12.12	1.72	1.73	1.86	7.0	7.0	6.5	9.97	1.22
600546.SH	山煤国际	16.84	2.76	2.89	2.98	6.1	5.8	5.6	8.65	1.95
000552.SZ	靖远煤电	3.00	0.39	0.47	0.50	7.6	6.4	6.0	2.64	1.14
600971.SH	恒源煤电	10.99	1.83	1.96	2.10	6.0	5.6	5.2	10.73	1.02
600121.SH	郑州煤电	4.01	-	-	-	-	-	-	-	-
	平均					7.5	6.8	6.5		1.38
火电板块										
600011.SH	华能国际	8.75	0.95	1.02	1.14	9.2	8.6	7.7	7.83	1.12
600795.SH	国电电力	4.38	0.40	0.49	0.57	10.9	8.9	7.6	2.83	1.55
						10.1	8.7	7.7		1.33

注: 收盘价为 2023 年 1 月 30 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
煤炭	销量 (百万吨)	418	450	443	443
	售价 (元/吨)	644	591	560	529
	收入 (百万元)	2691	2660	2479	2342
	YOY	-5.12%	-1.15%	-6.77%	-5.55%
	毛利率	36.53%	31.25%	31.35%	31.16%
电力	售电量 (十亿千瓦时)	179.77	199.75	204.98	214.63
	售价 (元/千瓦时)	0.418	0.415	0.415	0.415
	收入 (百万元)	751	829	851	891
	YOY	38.30%	10.32%	2.62%	4.71%
	毛利率	8.87%	13.13%	15.58%	17.60%
铁路	运输周转量 (十亿吨公里)	298	309	310	310
	售价 (元/吨公里)	0.142	0.145	0.145	0.145
	收入 (万元)	422	449	450	450
	YOY	3.68%	6.32%	0.19%	0.00%
	毛利率	45.84%	42.76%	43.45%	44.14%
总计	营业总收入 (百万元)	3445	3465	3337	3260
	YOY	2.65%	0.58%	-3.70%	-2.30%
	毛利率	39.03%	35.30%	35.90%	36.10%

资料来源: Wind、公司 2022 年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	344533	346535	333712	326039
每股收益	3.50	2.99	3.08	3.05	营业成本	210059	224196	213915	208340
每股净资产	19.82	21.32	22.86	24.38	毛利率%	39.0%	35.3%	35.9%	36.1%
每股经营现金流	5.52	4.64	4.77	4.73	营业税金及附加	19972	19233	18521	18095
每股股利	0.00	1.49	1.54	1.52	营业税金率%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
价值评估 (倍)					营业费用	410	520	501	489
P/E	8.66	10.17	9.84	9.96	营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.53	1.42	1.33	1.24	管理费用	9930	9356	9010	8803
P/S	1.75	1.74	1.81	1.85	管理费用率%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	3.53	3.92	3.59	3.03	EBIT	100440	89765	88428	87052
股息率%	0.0%	4.9%	5.1%	5.0%	财务费用	877	347	334	326
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	39.0%	35.3%	35.9%	36.1%	资产减值损失	-3372	-7000	-2000	-1500
净利润率	20.2%	17.1%	18.4%	18.6%	投资收益	2420	4000	3200	3000
净资产收益率	17.7%	14.0%	13.5%	12.5%	营业利润	98138	87019	89894	88826
资产回报率	11.2%	9.0%	8.9%	8.3%	营业外收支	-1891	200	200	200
投资回报率	16.5%	13.1%	12.1%	11.2%	利润总额	96247	87219	90094	89026
盈利增长 (%)					EBITDA	123314	109342	108430	107566
营业收入增长率	2.6%	0.6%	-3.7%	-2.3%	所得税	14592	17444	18019	17805
EBIT 增长率	22.7%	-10.6%	-1.5%	-1.6%	有效所得税率%	15.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	39.0%	-14.8%	3.3%	-1.2%	少数股东损益	12029	10466	10811	10683
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	69626	59309	61264	60538
资产负债率	26.1%	23.9%	21.8%	20.1%					
流动比率	2.14	2.70	3.04	3.59	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.95	2.50	2.86	3.43	货币资金	170503	223466	257830	315781
现金比率	1.73	2.29	2.66	3.23	应收账款及应收票据	12100	11488	10880	10540
经营效率指标					存货	12096	12285	10549	9133
应收帐款周转天数	11.62	11.00	10.90	10.80	其它流动资产	16351	16618	15899	15380
存货周转天数	21.02	20.00	18.00	16.00	流动资产合计	211050	263857	295158	350834
总资产周转率	0.55	0.53	0.48	0.45	长期股权投资	49650	49650	49650	49650
固定资产周转率	1.39	1.47	1.41	1.43	固定资产	248381	234971	236485	228250
					在建工程	22061	19061	22061	12061
					无形资产	52589	50523	50606	49727
					非流动资产合计	410651	392174	396772	377658
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	621701	656031	691930	728492
净利润	69626	59309	61264	60538	短期借款	5216	2000	2000	2000
少数股东损益	12029	10466	10811	10683	应付票据及应付账款	38972	38390	37919	37615
非现金支出	27583	26577	22002	22014	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1760	-1594	-1171	-1283	其它流动负债	54216	57224	57151	58064
营运资金变动	2256	-2518	1918	1985	流动负债合计	98404	97613	97069	97680
经营活动现金流	109734	92240	94825	93937	长期借款	38438	33438	28438	23438
资产	-27154	-2800	-25800	-1800	其它长期负债	25614	25614	25614	25614
投资	-519	0	0	0	非流动负债合计	64052	59052	54052	49052
其他	-28912	4000	3200	3000	负债总计	162456	156665	151121	146732
投资活动现金流	-56585	1200	-22600	1200	实收资本	19869	19869	19869	19869
债权募资	27653	-8216	-5000	-5000	归属于母公司所有者权益	393854	423508	454140	484409
股权募资	1669	0	0	0	少数股东权益	65391	75857	86668	97352
其他	-108056	-32261	-32861	-32186	负债和所有者权益合计	621701	656031	691930	728492
融资活动现金流	-78734	-40477	-37861	-37186					
现金净流量	-25248	52963	34363	57951					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭/农业行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭/电力设备与新能源

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源,神火股份,华阳股份,山煤国际,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,电投能源,天地科技,海大集团,山西焦煤,潞安环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,龙软科技,新集能源,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,中国旭阳集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。