



康明怡 | 东兴证券宏观分析师

S1480519090001, 021-25102911, kangmy@dxzq.net.cn

宏观：美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降

美国通胀粘性明显。我们在 2020 年疫情爆发后对美国的通胀观点一直有二，一，通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二，通胀回落的幅度比美联储预期的要小，这两点均得到印证。由于原油价格反弹，通胀下降阻力增大。住宅价格仍维持高位；存量供给房屋数太少；失业率较低；政策端，美联储一直给予今年降息预期，四重因素均支撑房价。叠加非住宅服务类价格环比加速，显示通胀粘性明显。虽然美联储强调它更看重 PCE，但 PCE 数据来源与 CPI 一致，区别主要在于链式加权公式略有不同。由于公式的差别，PCE 并没有 CPI 灵敏。从预测角度，CPI 优于 PCE。

二三季度降息无望。我们去年四季度关于今年降息节奏的观点逐步得到印证：即最早不会早于 5 月，首先考虑降息 50bp 而不是 75 或者 100bp。3 月通胀数据发布后，市场预期基本与我们去年四季度的年度展望相一致。目前，二季度不降息已被市场接受。无论劳动力市场还是房地产市场，虽有所缓和但仍处于紧绷状态，叠加拜登政府推出的基建法案，建筑业也进入相对繁荣期，过早降息可能引起后期通胀反弹。最早降息节点可参考核心 CPI 环比跌落当前 0.4%这一平台的时间点，比如连续 2 个月维持在 0.2%，因此二三季度基本降息无望。

政策利率离中性利率并不远，降息必要性进一步降低。高于 2%的 GDP 增速、高于 4%的时薪增速，加之核心 CPI 同比在前期基数较高的情况下仍有 3.8%，远高于 1990 年以来的正常高位水平，这种情景下，按照 2008 年以前的政策风格美联储没有降息的理由。本轮美联储降息的诉求是在经济不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区

域回落至略微限制~中性利率的区间。从这一角度理解，若通胀不改下降趋势，今年小幅降息的概率尚存。虽然我们一直认为降息幅度比美联储要小（50bp vs 75bp），但无论从 GDP 增速、非农、时薪同比、制造业 PMI 还是通胀来看，年内降息的必要性进一步降低。鲍威尔之前认为目前的政策利率水平明显高于中性利率水平。我们在 2020 年疫情开始时就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但离中性利率并不太远，降息幅度应更为谨慎。

适合降息的窗口很窄。美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现尚可。3 月非农数据中赌博娱乐就业增速不减，三季度旅游季大概率消费强劲，届时通胀，特别是服务类通胀，存在反弹压力。降息拖到三季度后期至年末，可能会遇到通胀下行趋势减弱而经济增速维持一定水平这种不利降息的局面。

风险提示：全球通胀超预期导致全球衰退。

参考报告：《美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降》，2024-04-11



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子：深圳大力推动智能终端产业发展，AIoT、DAAS 等产品将持续渗透

事件：

为加快培育发展智能终端产业集群，促进产业迈向全球价值链高端，近日，《深圳市推动智能终端产业高质量发展若干措施》经深圳市政府同意，现已印发实施。

点评：

AIoT 终端涵盖智能手机、个人电脑、PC、智能可穿戴设备以及各类新型智能终端产品，高端化轻量化的终端产品成为产业发展的重要趋势。智能终端产业是深圳市支柱产业，涵盖智能手机、PC、智能电视、智能可穿戴设备以及各类新型 AIoT 终端产品。高端化轻量化的终端产品成为产业发展的重要趋势，高端手机市场、折叠屏市场、VR/AR 市场将成为未来行业的重要增长点。另外，智能座舱、智慧健康、智慧养老、智能家居等新场景持续拓展，推动车载显示、手表、家电等传统终端产品转型升级。

深圳通过鼓励大型企业集团在深单独设立法人主体、现金资助以及设立新品导入（NPI）创新平台等方式，大力推动智能终端产业发展。本次政策包括：（1）鼓励大型企业集团在深单独设立法人主体，将新增的高端手机、智能可穿戴设备、智能家居、VR/AR 等业务落地深圳，对新设立的主体按照年度产值（营收）规模和地方财力贡献予以不超过 2000 万一次性落户奖励。（2）支持高端折叠屏手机、VR/AR 设备、车载视听设备、全屋智能产品等新型智能终端整机及核心元器件的研发及产业化。对项目承担单位按照项目总投资的 20% 给予最高不超过 1500 万元资助。（3）支持具有高端精密制造能力的智能终端龙头企业发挥行业带动作用，

设立具有公共服务性质的新品导入（NPI）创新平台，满足各行业“小批量、个性化、敏捷反应”的新型智造需求。

随着智能终端与 AI 密切结合，DAAS 模式将更加专业化，中国市场上的 AI 终端占比将达到 55%。目前 DAAS（Device-As-A-Service）模式在企业应用领域仍以 PC 为主，正在向手机、可穿戴设备等其他终端乃至消费市场扩展，随着 AI 大模型渗透，有望更加专业化。IDC 预测，2024 年 DAAS 市场规模将增长 7%，中国智能终端市场出货量将增长 4%，中国市场上的 AI 终端占比将达到 55%，搭载 AI 功能的终端设备将超过 70%。智能终端产品与 AI 通用大模型结合，终端智能化愈发凸显，DAAS 模式产品有望持续渗透。

投资建议：深圳大力推动智能终端行业发展，高端手机、折叠屏和 VR/AR 市场将成为未来重要增长点，AIoT、DAAS 等产品将持续渗透。另外，智能座舱、智慧健康、智慧养老、智能家居等新场景持续拓展。（1）**折叠屏手机推荐统联精密，受益标的：凯盛科技、东睦股份、精研科技；**（2）**VR/AR 领域推荐伟时电子、清越科技，受益标的：易天股份、兆威机电、三利谱；**（3）**智能穿戴领域受益标的：中科蓝讯、天健股份、乐心医疗、佳禾智能。**

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

参考报告：《电子行业：深圳大力推动智能终端产业发展，AIoT、DAAS 等产品将持续渗透》，2024-04-16



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行：3 月社融信贷符合预期，存款成本持续压降

央行公布一季度社融金融数据。3 月社融增速环比下降至 8.7%，符合预期。信贷新增 3.29 万亿，同比少增 6561 亿元，但增量超市场此前较低的预期。结构来看，对公中长期贷款保持较快增长，判断与地方化债推进有关。居民贷款呈现修复性增长。在 2 月负增长后，3 月居民按揭贷款新增 4908 亿元，符合楼市金三银四一般销售较好的规律。我们认为，信贷新增总量和结构情况均符合春节后实体恢复生产经营的季节性规律，融资需求恢复持续性仍待观察。

存款成本持续压降：自律机制叫停变相“高息揽储”，多家银行缩减 3、5 年期大额存单供应。

（1）上周市场利率定价自律机制下发了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，要求银行严禁通过事前承诺、到期手工补付息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限。此前违规作出的补息承诺，在付息日一律不得支付，并于 4 月底前完成整改。（2）此外，多家银行缩减 3、5 年期大额存单供应，例如招行已下架三、五年期大额存单产品，中国银行三年期大额存单显示额度不足。今年以来，随着贷款收益率持续下行，银行普遍加强了存款成本管控力度，主动调优产品结构，降低对长久期存款的营销；加大短久期、相对低利率存款吸收。

投资建议：建议布局高成长优质区域小行和高股息稳健国有大行。

从规模来看，行业信贷新增结构显示对公强、零售弱的部门融资特点。在房地产销售持续低迷背景下，预计今年各类行规模增长延续分化，国有大行和部分区域行增速领先。从息差角度看，资产端存量和增量定价继续下行，负债端存款到期重定价红利亦会逐步释放，根据我们测算整体息差收窄压力或好于上年，且今年下半年收窄压力好于上半年。从资产质量角度看，房地产领域不良风险暴露或行至中期，且上市行不良贷款拨备计提较充分，风险较可控；地方政府平台风险或逐步体现为相关资产利率下调，以时间换空间缓释压力；年报显示个人消费类贷款、经营性贷款不良生成压力有所上行，需持续跟踪。整体来看，行业营收和盈利下行预期已较充分、估值隐含不良率处于高位。当前利率中枢趋势性下行之下，板块高股息配置价值仍突出。我们继续看好稳健国有大行的高股息配置价值和优质区域小行高成长逻辑下的估值溢价提升。建议关注估值回调较多、受益经济悲观预期改善的标的。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度不及预期，资产质量大幅恶化。

参考报告：《银行业跟踪：3月社融信贷符合预期，存款成本持续压降》，2024-04-16



刘嘉玮 | 东兴证券非银首席分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银：新“国九条”及配套政策有望加快资本市场各参与主体正循环的形成

在经历近三周的政策空白期后，周五国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，简称新“国九条”。新“国九条”是继2014年后时隔10年国务院再次专门出台的资本市场指导性文件，分阶段规划了未来5年、2035年、本世纪中叶资本市场高质量发展的目标，系统提出了强监管、防风险、促高质量发展的一揽子政策措施。新“国九条”中延续了年初以来监管层对资本市场全流程的全方位细化监管趋势，着重突出严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管和加大对退市行为的监管力度。在更好梳理企业上市全流程的基础上，全面深化资本市场改革开放，进而推动中长期资金入市。

为贯彻落实新“国九条”及配套政策，证监会加快推动资本市场“1+N”政策体系落地实施，就涉及发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管等方面六条规则草案公开征求意见。包含大幅提升首发企业随机抽查比例（从5%-20%）；进一步严格退市标准、调降退市门槛；加强对上市公司分红的监管；加强对上市公司董监高减持的监管；加强对程序化交易的监管等。

沪深北交易所同步就《股票发行上市审核规则》、《股票发行上市规则》等19项具体业务规则向全社会公开征求意见，涉及提高上市条件、规范减持、严格退市标准等方面。其中，主板第一套上市标准中最近3年累计净利润指标从1.5亿元提升至2亿元，最近一年净利润指标从6000万元提升至1亿元；创业板第一套上市标准的净利润指标，将最近两年净利润指标由5000万元提高至1亿元，并新增最近一年净利润不低于6000万元要求。此外，为进一

步提升申报质量，防治“带病申报”，沪深交易所原规定的1年内2次不予受理等情形基础上，增加“一查即撤”、“一督即撤”情形，设置6个月的申报间隔期。此外，科创板拟引入ST制度；沪深港通交易信息披露机制将进行调整。

我们认为，虽然此次新“国九条”的核心内容是前期监管要求的延续，但国务院、证监会和三大交易所推出的政策之全面，要求之细化近年罕见。如能动员资本市场各类主体全面快速高效贯彻新政要求，资本市场生态和整体面貌有望实现质变。再结合更为积极的财政、货币政策支持，“政策—资本市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善资本市场投资回报和证券公司中期业绩预期。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。相比之下，2023年下半年以来监管层加大对股权投资业务的调节力度，且2024年有进一步政策收紧的迹象，股权投资业务发展不确定性有所加大。我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券ETF为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具beta和较高业绩增长确定性的行业龙头**中信证券**。近年来公司业务结构持续优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性。在补充资本后经营天花板有望进一步抬升，大股东中信金控积极增持亦彰显信心，且华南多家分公司管理框架调整后财富管理业务想象空间打开，我们坚定看好公司发展前景。公司当前估值仅0.99xPB，建议持续关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

参考报告：《非银行金融行业跟踪：新“国九条”及配套政策有望加快资本市场各参与主体正循环的形成》，2024-04-15



孟斯硕 | 东兴证券食品饮料首席分析师

S1480520070004, 010-66554035, mengssh@dxzq.net.cn

食品饮料：茅台批价还会跌吗？

什么决定茅台价格：经济学上，价格由供需曲线的交叉点决定，即无论是宏观还是微观的各

种因素作用在供需双方上，形成市场价格。通过分析我们发现，一方面是茅台的金融属性在内生上对需求影响较大，另一方面，国内内需市场价格的波动与茅台价格趋势几乎一致。

经过对国内宏观数据拟合，发现在茅台价格变化中，茅台内生性金融投资属性突出，价格与国内主流资产价格走势基本一致。而在经济波动中，与反映国内工业品价格变化的BCI中间品价格指数走势一致。由此我们得出结论，一方面影响茅台的与国内核心资产价格变动趋势一致，另一方面是茅台价格与国内工业品价格变动趋势一致。

茅台批价还会跌吗：茅台价格一方面与国内资产价格走势一致，另一方面与国内内需商品价格波动趋势预期一致。从长期来看，当前国内GDP平减在收缩，国内商品和资产的价格都是收缩预期，未来资产价格变化预期影响着茅台长期价格预期。短期来看，国内商品价格的触底，或带来茅台批价的触底。

PPI指数从2023年6月见底逐渐反弹，已经连续8个月降幅收窄，虽然还未达到正增长水平，但是我们判断年内大概率能够转正。在这一预期下，我们认为茅台酒价格是有宏观名义价格增长预期的托底的，即随着物价的回暖，市场价格预期回暖（BCI指数向上），茅台酒价格也会回升。

投资策略：我们将茅台收盘价（前复权）的同比与BCI中间品价格指数去做拟合，发现茅台股价的走势也与BCI中间品价格走势高相关，说明茅台资产定价中，批价对资产定价影响较大。而后期国内内需市场价格的回暖，对茅台资产定价也将带来积极影响。延续此前盈利评级，我们继续给与茅台“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，市场需求不及预期，市场价格复苏不及预期，企业管理不及预期等。

参考报告：《食品饮料行业：茅台批价还会跌吗？》，2024-04-12



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交通运输：航空机场3月数据点评：淡季数据走弱，换季带来国际长航线供给端修复

上市航司发布3月运营数据。行业进入淡季后需求有所下降，客座率与运力投放都呈现一定程度的下滑。

国内市场方面，3月行业由旺季转为淡季，各航司运力投放与客座率环比皆有下降，其中上市航司整体运力投放环比2月下降超6%，客座率则环比下降约3.8pct。

我们倾向于3月的数据体现出国内市场在淡季存在一定的运力过剩，做出这种判断主要是出于运力投放及客座率与19年同期的对比。1月和2月，行业客座率水平较19年同期分别低0.3pct和1.3pct，但到3月差距则扩大到2.4pct。运力供给方面，1月和2月较19年同期分

别提升 23.7%和 31.7%，但 3 月提升幅度为 22.4%，低于前两月。

结合 3 月的运力投放和客座率表现可以看出，虽然航司在春节旺季有亮眼表现，但进入淡季后航司依旧面临需求不足的问题。我们预测今年淡季行业承压的问题会随着国际航线的恢复逐步好转，但改善的过程需要时间。

国际航线方面，3 月上市航司国际航线运力投放相当于 19 年同期的 77%左右，环比 2 月运力投放下降约 1.6%。春节假期将短途出国游的需求集中释放是 3 月国际航线需求下降的主要原因，属于正常现象。

分航司看，各航司运力投放环比增速出现较大差异，其中国航环比提升较为明显；其余航司则环比下降。国航投放逆势增长则与国际长航线的放量有关。在新航季中，国航对 25 条国际及地区航线进行加密；欧洲航线超过 2019 年投入水平。

客座率方面，3 月国际航线客座率环比 2 月略降，同比则略高于 19 年同期。目前来看淡季对国际航线的影响小于国内航线，国际航线特别是国际长航线的需求还有继续挖掘的空间。

投资建议：春运的表现强劲说明民航需求有实质性恢复，但国内航线淡季期间供给过剩的情况依然存在，需要通过国际航线的恢复带走堆积在国内的过剩运力。**航空换季后，国际长航线有望加速恢复，我们期待行业基本面的改善。今年民航业的利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历去年一整年的大幅下跌后安全边际凸显，值得重点关注。**

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

参考报告：《航空机场 3 月数据点评：淡季数据走弱，换季带来国际长航线供给端修复》
2024-04-17



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, zhang_tf@dxzq.net.cn

金属：赤峰黄金（600988.SH）：降本增效有效实施，矿金产出仍具高成长性

事件：公司发布 2023 年度报告。公司 2023 实现营业收入 72.2 亿元，同比增 15.23%；实现归母净利润 8.04 亿元，同比增长 78.2%；基本每股收益+81.48%至 0.49 元。其中 2023Q4 公司营收及净利分别达到 21.59 亿元及 2.84 亿元，占全年比例分别为 29.9%及 35.3%。矿山框选能力提升、降本增效策略的有效实施叠加黄金价格中枢的持续攀升推动公司业绩规模放大。

公司是国内最专注黄金探采选的一体化矿业公司：公司是黄金行业探采选一体化矿山企业，主营业务为黄金及有色金属采选，主要产品为矿产金、电解铜及其他有色金属。23 年公司矿采选业占主营比例 94.42%，其中黄金及铜占公司营收比重各为 87.55%及 5.28%，此外有色资源综合回收占比 5.52%。考虑到公司境外 Sepon 金矿、Wassa 金矿以及境内吉隆和五龙矿业技改后矿金的产出释放，我们预计矿产金业务占公司主营比例进一步升至 96%以上，公司是矿采黄金业务一体化专注度最优的上市企业之一。

黄金业务毛利水平已进入优化期：尽管 Sepon 矿因 23Q3 特大洪水灾害而产出低于预期，但受益于国内矿山选矿能力提升，2023 年公司矿产金产量+5.79%至 14.35 吨(国内矿山产金+43.1%至 3.32 吨，境外矿山产金-2%至 11.03 吨)。电解铜产量+0.81%至 0.65 万吨。同期矿产金单位全维持成本下降 12%至 267.17 元/克（其中境内矿山克金成本下降-27.2%，Sepon-9.9%,Wassa-12.7%），推动公司黄金板块毛利率由 2022 年的 27.64%上升 8.05pct 至 35.69%。黄金业务毛利的优化源于境内外矿山降本增效策略的有效实施及 Sepon 选矿回收率的提高（2023 年提升至 66.5%），考虑到 Sepon 矿在 2024 年其尾矿再磨工艺、树脂选矿工艺仍在技术改造，预计其回收率有望升至 75%。此外，Wassa 矿掘进效率升级、五龙矿采选能力提升、吉隆矿选矿扩建项目的完成，我们预计公司黄金业务将受益于规模效应的提升而进入毛利持续优化阶段，至 2026 年毛利率或升至 50%以上。

公司进入矿产金稳定释放期：公司 20-23 年矿产金产量 CAGR 达到 46.2%（由 20 年 4.59 吨增至 23 年 14.35 吨），根据公司扩产规划，我们预计 2024-2026 年公司矿产金权益产量或分别达到 15.96 吨、17.42 吨及 20.26 吨，近 3 年 CAGR 达 12.7%。公司矿产金产出增量源于境内选矿能力的提升及境外矿山产能的释放，公司国内五龙矿业四分矿 3000 吨/天技改项目持续推进（23H1 日选矿能力已达 1800 吨之上），吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目土建及设备已安装完毕且尾矿库于 23M11 已开始施工，预计 24 年 6 月进入试达产；锦泰矿业年 14 万吨采选工程已于 23M10 建成试产，并将于 24 年贡献有效现金流。海外方面，Sepon 技改工程按计划实施，实施完成后年处理矿石量将达到 300 万吨，回收率升至 80%，公司权益矿金贡献量或至 7.02 吨/年；Wassa 掘进工程效率提高后有望提升井下出矿能力，年采选矿石能力将达到 330 万吨，项目完成后 Wassa 矿金产量或提升至 10 吨之上（权益产量贡献将达 5.2 吨）。

公司矿山资源仍有增储预期，矿权价值后期或显上行弹性：公司当前境内外共拥有 16 宗采矿权及 13 宗探矿权，公司在 2023 年加大采矿权内及探矿权区找矿力度，全年完成钻探工程 5.58 万米，完成坑探工程 4.8 万米，新增金矿石资源量 530 万吨。此外，瀚丰矿业完成 4809 米钻探工作并新增矿石资源量 36.75 万吨，新增钼金属量 7 万吨。鉴于 Sepon 在年内钻探工程达 38838 米，资源延伸钻探达 25593 米，而 Wassa 亦有较大保有资源量且处于阿散蒂金矿带上的成矿有利地段，预计后期均有较大增储可能，从而提升公司核心矿权价值并优化公司估值水平。

公司成长性将受益于：黄金类资产在海外通胀高基数及高地缘政治风险背景下仍将维持定价强势（历史上通胀高于 3%的年份，黄金平均年回报率约 14%），全球流动性政策拐点的显现或推动黄金 ETF 配置规模的进一步增强，从而带动金价波动重心维持于 2200 美元/盎司附近。考虑到公司具有的强成长优势（矿金产量预计由 23 年 14.35 吨增至 26 年 20.26 吨）。资源优势（国内高品位黄金矿床）与增储弹性（探矿增储预期），公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 89.36 亿元、97.31 亿元、114.51 亿元；归母净利润分别为 12.09 亿元、15.73 亿元和 20.56 亿元；EPS 分别为 0.69 元、0.91 元和 1.2 元，对应 PE 分别为 24.91x、19.02x 和 14.39x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

参考报告：《赤峰黄金(600988.SH)：降本增效有效实施，矿山产出仍具高成长性》，2024-04-02



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com



莫文娟 | 东兴证券能源开采研究助理

S1480122080006, 010-66555574, mwj882004@163.com

煤炭：中国神华(601088.SH)：煤电联营业务拓展，有望持续高分红

事件：

中国神华公司 2023 年营业收入实现 3430.74 亿元，同比下降 0.4%；归属于本公司股东的净利润实现 596.94 亿元，同比减少 14.3%；扣非后归属于本公司股东的净利润实现 628.68 亿元，同比下降 10.6%；加权后平均净资产收益率为 14.88%，同比下降 3.20 个百分点。

分季度看，2023Q4 公司实现营业收入 906.07 亿元，相较于第三季度环比增长 9.13%，同比下降 3.65%；公司归属于本公司股东的净利润实现 114.25 亿元，相较于第三季度环比下降 23.78%，同比增长 8.86%；公司实现扣非后归属于本公司股东的净利润实现 150.57 亿元，相较于第三季度环比增长 1.46%，同比增长 26.21%。

点评：

煤炭分部：煤价下降明显，生产和销售成本上涨，盈利小幅回落。2023 年公司煤炭销售平均价格（不含税）为 584 元/吨，同比下降 9.3%；公司自产煤、外购煤销售价格分别为 548 元/吨、679 元/吨，同比分别下降 8.2%、13.9%，其中年度长协、月度长协、现货每天销售价格分别为 500 元/吨、808 元/吨、640 元/吨，同比分别下降 2.9%、7.4%、17.5%。2023 年公司煤炭产销量均超额完成目标。2023 年公司煤炭销售量实现 4.50 亿吨，同比上涨 7.7%。2023 年公司煤炭销售合计成本为 177867 百万元，同比上涨 4.21%，其中自产煤、外购煤销售成本分别为 95250 百万元、82617 百万元，分别同比上涨 2.25%、6.43%。2023 年自产煤单位生产成本为 179.0 元/吨，同比上涨 1.5%，其中原材料、人工成本、修理费、折旧及摊销、其他成本分别为 30.1 元/吨、37.4 元/吨、9.1 元/吨、23.7 元/吨、78.7 元/吨，同比变化分别为-2.0%、-16.5%、-9.9%、9.7%、13.9%。2023 年公司煤炭销售毛利率为 32.3%，同比下降 4.2 个百分点，其中自产煤、外购煤销售毛利率分别同比下降 4.1、0.8 个百分点。2023 年公司煤炭分部实现营业收入 2733.06 亿元，同比下降 1.5%。主要原因是煤炭销售价格下跌，自产煤单位生产成本上涨，自产煤、外购煤销售成本上涨，导致盈利回落。

发电分部：发售电量上涨，利润增长。2023 年公司总发电量为 2122.6 亿千瓦时，同比增长 11.0%；公司售电量为 1997.5 亿千瓦时，同比增长 11.1%。2023 年公司售电价为 414 元/兆瓦时，同比下降 1.0%。2023 年公司单位售电成本为 363.0 元/兆瓦时，同比下降 4.7%。2023 年，

发电分部实现营业收入 924.07 亿元，同比增长 9.3%；毛利率为 16.9%，同比上升了 2.6 个百分点，主要由于公司单位售电成本的下降快于电价下降速度。

运输分部及煤化工分部：运输业务稳健增长，成本上升导致各业务毛利率均下滑。2023 年，公司自有铁路运输周转量达 3094 亿吨公里，同比增长 4.0%；公司铁路分部实现营业收入 429.61 亿元，同比上涨 1.8%，主要是由于自有铁路运输周转量增长。营业成本实现 270.59 亿元，同比上涨 9.5%，主要是由于修理费、人工成本等增长。港口分部毛利率下降 1.6 个百分点；由于平均海运价格下降，航运分部毛利率同比下降 9.0 个百分点。2023 年公司煤化工分部实现营业收入 60.98 亿元，同比下降 4.4%；毛利率为 11.2%，同比下降 4.7 个百分点，主要是由于聚乙烯和聚丙烯平均销售价格下降。

深化煤电联营，拓展新项目，未来产能增量有望持续。深化煤电联营，持续发挥煤电兜底保障作用，2023 年商品煤生产和销售分别同比增长 3.5%、7.7%，全年累计发电量、售电量同比分别增长 11.0%、11.1%。2024 年，公司煤炭分部主要投资项目包括新街台格庙矿区新街一井、二井建设，计划投入 11 亿元，新项目预计生产能力合计将达到 1600 万吨/年；公司加快优质电源点建设，计划用于新建项目投资 101.59 亿元，广东清远一期（2x1000MW）、湖南岳阳电厂项目（2x1000MW）投入商业运营，广西北海二期（2x1000MW）顺利开工建设。公司在煤电联营的模式下，新建项目稳步推进，未来产能将持续增长。

持续高额现金分红，继续领跑行业。2023 年，公司拟派发股息现金 2.26 元/股（含税），分红总额为 449.03 亿元（含税），在中国企业会计准则下分红占归属于本公司股东的净利润的 75.2%，同比增长 2.4 个百分点，高额分红有望持续保持。按照 2024 年 4 月 3 日收盘价计算，A 股股息率为 5.71%，H 股股息率为 7.77%。

公司盈利预测及投资评级：我们认为，公司在售电业务加速发展，发电业务经营情况持续向好。同时伴随资产注入及在建矿井逐步投产，公司煤炭业务有望迎来产量外延增长，贡献稳定业绩。预计公司 2024-2026 年归母净利润有望达 603.16/606.59/640.75 亿元，对应 EPS 为 3.04/3.05/3.22 元。维持“**强烈推荐**”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

参考报告：《中国神华（601088.SH）：煤电联营业务拓展，有望持续高分红》，2024-04-11

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526