

## 业绩表现稳健，发电运输业务盈利提升

2024 年 04 月 27 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihng@mszq.com

研究助理：王姗姗

执业证号：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

➤ **事件。**2024 年 4 月 26 日，公司发布 2024 年一季度报告。24Q1 公司实现营业收入 876.47 亿元，同比增长 0.7%；归母净利润 158.84 元，同比下降 14.7%；扣非归母净利润 164.60 亿元，同比下降 11.2%。国际企业会计准则下，24Q1 公司实现归母净利润 177.60 亿元，同比下降 14.1%。

➤ **捐赠支出致非经常性损失同比增加。**24Q1 公司非经常损失 5.76 亿元，其中主因捐赠支出导致的营业外支出 6.81 亿元，拖累公司盈利，上年同期则实现非经常性收益 0.83 亿元。

➤ **煤炭产销同比增长，售价回落叠加成本抬升，毛利率下滑。**24Q1，公司生产商品煤 8130 万吨，同比增长 1.5%，环比下降 1.5%；销售商品煤 1.171 亿吨，同比增长 8.8%，环比下降 15.6%。销售结构中，公司年度长协占比 50.0%，同比下降 7.5pct；月度长协占比 31.3%，同比上升 2.4pct；现货占比 13.8%，同比增长 6.1pct。24Q1 商品煤综合售价为 573 元/吨，同比下降 7.7%，其中年度长协售价为 490 元/吨，同比下降 1.4%；月度长协售价为 737 元/吨，同比下降 17.3%；现货售价为 591 元/吨，同比下降 20.0%。自产煤单位售价 533 元/吨，同比下降 6.8%；自产煤生产成本 190.6 元/吨，同比增长 12.5%，主要原因系人工成本上年同期基数较低、本期按进度计提从而大幅上涨 106.3%。煤炭业务毛利率 28.9%，同比下降 4.8pct，实现利润总额 134.06 亿元，同比下降 23.0%。

➤ **发电装机规模持续扩大，发售电量同比增长，毛利率抬升。**24Q1，公司总发电量 553.5 亿千瓦时，同比增长 7.0%，环比下降 1.2%；售电量 521.6 亿千瓦时，同比增长 7.0%，环比下降 1.4%。截至 24Q1 末公司总装机容量已达到 44801MW，其中燃煤发电装机容量 43244MW，24Q1 新增燃煤装机 80MW，光伏装机 87MW。24Q1 公司售电价格为 409 元/兆瓦时，同比下降 2.6%；平均售电成本为 364.8 元/兆瓦时，同下降 3.0%。24Q1 公司发电机组平均利用小时数达 1236 小时，同比下降 3.7%。电力业务毛利率 16.9%，同比上升 0.8pct，实现利润总额 31.88 亿元，同比增长 11.0%。2024 年公司发电业务计划资本支出 171.78 亿元，较 2023 年完成额提升 7.9%。2024 年公司计划发电量 2163 亿千瓦时，增速较低为 1.9%，但考虑清远、岳阳机组均于 23Q4 投运，我们预计 2024 年公司发电量有望维持高增长并持续贡献业绩增量。未来伴随公司电力业务资本投入加大、机组建设投运步伐加快，煤电一体对冲效应将进一步增强，促进公司业绩稳定性提升。

➤ **运输板块盈利同比提升。**24Q1，公司自有铁路周转量 82.0 十亿吨公里，同比增长 10.1%，环比下降 0.4%；黄骅港装船量 545 万吨，同比增长 11.5%，环比下降 0.7%；天津煤码头装船量 105 万吨，同比下降 6.2%，环比下降 16.7%；航运货运量 337 万吨，同比下降 1.2%，环比下降 21.6%；航运周转量 36.3 十

## 推荐

维持评级

当前价格：

39.55 元

## 相关研究

1.中国神华 (601088.SH) 2023 年年报点评：央企龙头行稳致远，价值重塑正当其时-2024/03/23

2.中国神华 (601088.SH) 事件点评：新街一井、二井采矿许可证获批，中期增量可期-2024/02/04

3.中国神华 (601088.SH) 2023 年业绩预告点评：扣非净利符合预期，基本面+政策共振助力公司价值重塑-2024/01/31

4.中国神华 (601088.SH) 事件点评：清远项目投运，公司中期成长可期-2023/12/25

5.中国神华 (601088.SH) 2023 年三季报点评：业绩表现稳健，控股股东增持凸显发展信心-2023/10/29

亿吨海里,同比增长 3.1%,环比下降 20.9%。运输业务中,铁路毛利率 38.1%,同比上升 2.1pct,实现利润总额 37.77 亿元,同比增长 16.7%;港口毛利率 48.6%,同比上升 5.4pct,实现利润总额 6.55 亿元,同比增长 15.3%;航运毛利率 11.2%,同比上升 2.1pct,实现利润总额 1.02 亿元,同比增长 121.7%。2024 年一季度,包神铁路大物流集装箱发运量突破 2 万箱大关,较上年同期增长超 30%;东月铁路项目自东胜东至台格庙铁路环评审批取得积极进展;黄骅港正式开通雄安新区至黄骅港的集装箱海运业务。公司完成黄骅港煤炭港区第五期工程的投资决策,拟在黄骅港新建 4 个 7 万吨级泊位,新增煤炭装船能力约 5000 万吨/年。五期工程总投资约 50 亿元,建设工期约 2.5 年,计划于 2024 年内开工。

➤ **烯烃产品量价双降,压缩盈利。** 24Q1,公司销售聚乙烯 8.95 万吨,同比下降 1.8%,环比下降 6.1%;销售聚丙烯 8.27 万吨,同比下降 3.9%,环比下降 1.7%。受聚烯烃产品销售量、平均销售价格下降影响,煤化工业务毛利率 6.3%,同比下降 0.9pct,实现利润总额 0.16 亿元,同比下降 5.9%。

➤ **投资建议:** 公司煤炭中期产量增量可期、发售电量持续增长,我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 631.41/675.41/706.64 亿元,对应 EPS 分别为 3.18/3.40/3.56 元/股,对应 2024 年 4 月 26 日的 PE 分别为 12/12/11 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 煤炭价格大幅下降;火电需求不及预期;项目建设慢于预期。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	343,074	357,808	381,842	402,927
增长率(%)	-0.4	4.3	6.7	5.5
归属母公司股东净利润(百万元)	59,694	63,141	67,541	70,664
增长率(%)	-14.3	5.8	7.0	4.6
每股收益(元)	3.00	3.18	3.40	3.56
PE	13	12	12	11
PB	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	343,074	357,808	381,842	402,927
营业成本	219,922	232,729	249,172	264,175
营业税金及附加	18,385	18,606	19,856	20,952
销售费用	425	441	471	496
管理费用	9,812	9,916	10,582	11,166
研发费用	3,007	2,684	2,864	3,022
EBIT	90,973	93,576	99,051	103,276
财务费用	501	461	441	265
资产减值损失	-3,691	-3,382	-3,569	-3,727
投资收益	3,815	3,979	4,246	4,481
营业利润	91,367	93,798	99,380	103,862
营业外收支	-4,191	-1,588	-744	-666
利润总额	87,176	92,210	98,636	103,196
所得税	17,578	18,593	19,889	20,808
净利润	69,598	73,617	78,747	82,388
归属于母公司净利润	59,694	63,141	67,541	70,664
EBITDA	115,832	121,359	127,610	134,305

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	155,825	173,573	190,675
应收账款及票据	19,858	20,414	21,785	22,988
预付款项	5,999	6,348	6,797	7,206
存货	12,846	12,422	13,299	14,100
其他流动资产	10,262	10,090	7,260	7,275
流动资产合计	198,951	205,099	222,714	242,244
长期股权投资	55,571	59,550	63,796	68,277
固定资产	256,933	269,651	279,723	288,814
无形资产	61,630	62,559	63,458	64,353
非流动资产合计	431,180	451,819	472,186	490,113
资产合计	630,131	656,918	694,899	732,357
短期借款	2,927	3,927	4,727	5,227
应付账款及票据	38,901	41,166	44,075	46,729
其他流动负债	49,757	44,814	47,868	50,630
流动负债合计	91,585	89,907	96,670	102,586
长期借款	29,636	29,636	29,636	29,636
其他长期负债	30,540	34,055	34,008	33,954
非流动负债合计	60,176	63,691	63,644	63,590
负债合计	151,761	153,598	160,315	166,176
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	69,678	80,154	91,360	103,084
股东权益合计	478,370	503,320	534,585	566,181
负债和股东权益合计	630,131	656,918	694,899	732,357

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-0.42	4.29	6.72	5.52
EBIT 增长率	-8.31	2.86	5.85	4.27
净利润增长率	-14.29	5.77	6.97	4.62
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	35.90	34.96	34.74	34.44
净利润率	17.40	17.65	17.69	17.54
总资产收益率 ROA	9.47	9.61	9.72	9.65
净资产收益率 ROE	14.61	14.92	15.24	15.26
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.17	2.28	2.30	2.36
速动比率	1.89	1.99	2.02	2.09
现金比率	1.64	1.73	1.80	1.86
资产负债率 (%)	24.08	23.38	23.07	22.69
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	12.63	12.63	12.63	12.63
存货周转天数	21.32	21.32	21.32	21.32
总资产周转率	0.55	0.56	0.56	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.00	3.18	3.40	3.56
每股净资产	20.57	21.30	22.31	23.31
每股经营现金流	4.51	5.42	5.76	5.90
每股股利	2.55	2.39	2.56	2.67
<b>估值分析</b>				
PE	13	12	12	11
PB	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.71	5.45	5.19	4.93
股息收益率 (%)	6.45	6.04	6.46	6.76

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	69,598	73,617	78,747	82,388
折旧和摊销	24,859	27,783	28,559	31,029
营运资金变动	-5,291	2,723	4,524	1,321
经营活动现金流	89,687	107,596	114,432	117,236
资本开支	-35,583	-46,725	-47,396	-47,146
投资	-2,868	-60	0	0
投资活动现金流	-36,974	-47,866	-47,396	-47,146
股权募资	574	0	0	0
债务募资	-17,362	-3,100	800	500
筹资活动现金流	-76,131	-53,890	-49,288	-52,988
现金净流量	-23,284	5,839	17,748	17,102

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026