

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

非煤业务盈利提升，一体化优势稳健经营

2024年4月28日

事件: 2024年4月26日，中国神华发布2024年一季报。2024年第一季度公司实现营业收入876.47亿元，同比增长0.7%，实现归母净利润158.84亿元，同比下降14.7%；扣非后净利润164.60亿元，同比下降11.2%。经营活动现金流量净额285.53亿元，同比下降2.2%；基本每股收益0.799元/股，同比下降14.7%。资产负债率为23.57%，环比下降0.52pct。

点评:

➤ 煤炭板块：销量微增价格下降，成本端有所增长，导致盈利回落

2024年第一季度公司实现煤炭产量0.813亿吨，同比增长1.5%，煤炭销量1.17亿吨，同比提升8.8%。从销售结构来看，2024年Q1年度长协、月度长协、现货销售占比为50.0%、31.3%、13.8%，其中，年度长协占比同比下降7.5个pct。从销售价格来看，公司年度长协价格490元/吨，同比下降1.4%；月度长协价格737元/吨，同比降低17.3%，煤炭平均售价573元/吨，同比下降7.7%；高比例长协有效平移了煤价的波动。成本端看，2024年Q1自产煤单吨成本为190.6元/吨，同比增长12.5%，主要由于上年同期基数较低，以及2024年一季度按进度计提人工成本导致人工成本大幅增长(+106.3%)，部分井工矿掘进进尺减少，以及部分露天矿剥离量同比下降带来材料费下降(-8.3%)。2024年Q1，煤炭板块整体营业收入为692.85亿元，同比上升0.5%；实现利润总额134.06亿元，同比下降23%。

➤ 电力板块：发售电量齐增带动利润增长

2024年Q1公司实现总发电量553.5亿千瓦时，同比增加7.0%，总售电量521.6亿千瓦时，同比增加7.0%，发电量及售电量齐增。2024年第一季度，境内燃煤发电的平均利用小时数1254小时，同比下降3.1%，燃煤电价为406元/兆瓦时，同比降低2.4%，发电装机容量为44801兆瓦，增量来自新增光伏发电装机容量87兆瓦和新增燃煤发电装机容量80兆瓦。虽然电价有所下滑，发售电量齐增带动电力板块营业收入达到240.75亿元，同比增长5.3%；实现利润总额31.88亿元，同比提高11.1%；毛利率提高0.8个pct。

➤ 运输与煤化工板块：运输港口业务利润增长

2024年Q1公司铁路分部营业收入实现同比5.9%增长，营业成本同比增长2.5%，利润总额同比上升16.7%；港口分部营业收入同比增长5.6%，成本端同比下降4.5%，致使利润总额同比上升15.3%；航运分部营业收入实现同比7.4%增长，利润总额水平激增121.7%；煤化工分部，营业收入同比下降1.1%，利润总额同比下降5.9%。

➤ 有序推进煤炭资源接续工作，集团资源注入助力主业增长。截至2024年3月22日，对公司煤炭资源接续发展具有重要意义的内蒙古新街台格庙矿区新街一井、二井已取得采矿许可证。补连塔煤矿、上湾煤矿、万利

一矿和哈尔乌素露天矿已完成采矿权范围变更，取得新采矿许可证。保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年核增申请获得国家矿山安全监察局批复，李家壕、胜利一号露天矿等煤矿产能核增申请工作有序推进。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为伴随经济刺激政策带来需求边际好转，煤炭价格中枢有望保持中高位；同时全社会用电量持续高增，公司电量电价齐涨趋势有望延续，支撑盈利能力稳定提高。公司高长协比例及一体化运营使得经营业绩具有较高确定性，叠加高现金、高分红属性，未来投资价值有望更加凸显。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 617.79/642.91/661.18 亿元，EPS 为 3.11/3.24/3.33 元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	344,533	343,074	337,716	349,505	364,543
同比(%)	2.6%	-0.4%	-1.6%	3.5%	4.3%
归属母公司净利润	69,648	59,694	61,779	64,291	66,118
同比(%)	39.1%	-14.3%	3.5%	4.1%	2.8%
毛利率(%)	39.0%	35.9%	36.2%	35.8%	35.5%
ROE(%)	17.7%	14.6%	14.7%	14.8%	14.8%
EPS (摊薄)(元)	3.51	3.00	3.11	3.24	3.33
P/E	11.28	13.16	12.72	12.22	11.88
P/B	1.99	1.92	1.87	1.81	1.76
EV/EBITDA	3.56	4.46	5.70	5.44	5.18

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表						利润表					
		单位: 百万元						单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211,050	198,951	222,868	234,939	244,643	营业总收入	344,533	343,074	337,716	349,505	364,543
货币资金	170,503	149,986	173,454	182,305	190,933	营业成本	210,059	219,922	215,582	224,334	235,229
应收票据	1,132	7,983	7,027	6,565	7,611	营业税金及附加	19,972	18,385	16,548	16,776	17,498
应收账款	10,968	11,875	11,516	14,168	15,210	销售费用	410	425	507	524	547
预付账款	6,809	5,999	8,623	7,455	7,881	管理费用	9,930	9,812	9,118	9,437	9,478
存货	12,096	12,846	11,867	13,989	12,929	研发费用	3,722	3,007	2,960	3,063	3,195
其他	9,542	10,262	10,382	10,457	10,079	财务费用	877	501	515	471	420
非流动资产	410,793	431,180	437,417	454,652	470,903	减值损失合计	-3,372	-3,691	-3,000	-1,800	-1,000
长期股权投资	49,650	55,571	54,571	53,571	52,571	投资净收益	2,420	3,815	3,755	3,887	2,552
固定资产(合计)	248,381	256,933	257,331	266,827	275,530	其他	-473	221	-310	-298	-310
无形资产	52,589	61,630	69,369	78,708	87,813	营业利润	98,138	91,367	92,932	96,688	99,418
其他	60,173	57,046	56,146	55,546	54,989	营业外收支	-1,891	-4,191	-588	-588	-588
资产总计	621,843	630,131	660,285	689,591	715,546	利润总额	96,247	87,176	92,344	96,100	98,830
流动负债	98,404	91,585	93,936	97,717	100,479	所得税	14,551	17,578	20,316	21,142	21,743
短期借款	5,216	2,927	3,552	3,320	3,870	净利润	81,696	69,598	72,028	74,958	77,088
应付票据	1,101	581	1,383	552	1,515	少数股东损益	12,048	9,904	10,250	10,667	10,970
应付账款	37,871	38,320	36,367	40,956	40,399	归属母公司净利润	69,648	59,694	61,779	64,291	66,118
其他	54,216	49,757	52,634	52,890	54,695	EBITDA	122,091	115,832	116,212	120,431	124,775
非流动负债	64,120	60,176	65,176	67,176	66,176	EPS(当年)(元)	3.51	3.00	3.11	3.24	3.33
长期借款	38,438	29,636	34,636	36,636	35,636	现金流量表					
其他	25,682	30,540	30,540	30,540	30,540	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	162,524	151,761	159,112	164,893	166,655	经营活动现金流	109,734	89,687	96,673	99,816	103,991
少数股东权益	65,419	69,678	79,928	90,595	101,564	净利润	81,696	69,598	72,028	74,958	77,088
归属母公司股东权益	393,900	408,692	421,245	434,103	447,327	折旧摊销	22,874	24,859	21,602	23,503	24,597
负债和股东权益	621,843	630,131	660,285	689,591	715,546	财务费用	849	459	2,015	2,205	2,243
重要财务指标				单位: 百万元		投资损失	-2,420	-3,815	-3,755	-3,887	-2,552
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营运资金变动	2,215	-5,291	277	-207	136
营业总收入	344,533	343,074	337,716	349,505	364,543	其它	4,520	3,877	4,506	3,243	2,479
同比(%)	2.6%	-0.4%	-1.6%	3.5%	4.3%	投资活动现金流	-56,585	-36,974	-27,590	-39,096	-39,776
归属母公司净利润	69,648	59,694	61,779	64,291	66,118	资本支出	-27,154	-35,583	-31,345	-43,482	-42,827
同比(%)	39.1%	-14.3%	3.5%	4.1%	2.8%	长期投资	-519	-2,868	500	500	500
毛利率(%)	39.0%	35.9%	36.2%	35.8%	35.5%	其他	-28,912	1,477	3,255	3,887	2,552
ROE(%)	17.7%	14.6%	14.7%	14.8%	14.8%	筹资活动现金流	-78,734	-76,131	-45,615	-51,870	-55,587
EPS(摊薄)(元)	3.51	3.00	3.11	3.24	3.33	吸收投资	1,669	574	197	0	0
P/E	11.28	13.16	12.72	12.22	11.88	借款	27,653	12,926	5,625	1,768	-450
P/B	1.99	1.92	1.87	1.81	1.76	支付利息或股息	-62,310	-59,900	-51,437	-53,638	-55,137
EV/EBITDA	3.56	4.46	5.70	5.44	5.18	现金净增加	-25,248	-23,284	23,468	8,851	8,628

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李栋，南加州大学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。