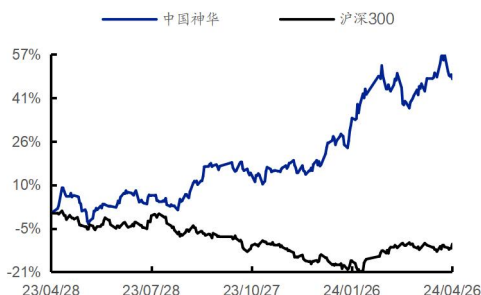


研究所:  
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn  
 联系人: 林国松 S0350123070007  
 lings@ghzq.com.cn

## 煤炭产销平稳, 电力、铁路增量增利

### ——中国神华 (601088) 2024 年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中国神华	4.0%	10.5%	50.2%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	39.55
52 周价格区间(元)	27.00-42.57
总市值(百万)	785,799.96
流通市值(百万)	652,220.55
总股本(万股)	1,986,852.00
流通股(万股)	1,649,103.80
日均成交额(百万)	1,124.90
近一月换手(%)	0.17

#### 相关报告

《中国神华 (601088) 2023 年报点评: 煤、电业务持续扩张, 高比例分红凸显价值 (买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2024-03-24  
 《中国神华 (601088) 2023 年业绩预告点评: 量增价稳, 央企市值考核或推动估值抬升 (买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2024-02-01  
 《中国神华 (601088) 2023 年三季报点评: 煤炭产销持续增长, Q4 价格环比上涨 (买入)\*煤炭开采\*陈晨, 王璇》——2023-10-29  
 《中国神华 (601088) 2023 年中报点评报告: 电

#### 事件:

4 月 26 日, 中国神华发布 2024 年一季度报告: 2024 年第一季度, 公司实现营业收入 876.5 亿元, 环比-3.3%, 同比+0.7%; 归母净利润 158.8 亿元, 环比+39.0%, 同比-14.7%; 扣非后归母净利润 164.6 亿元, 环比+9.3%, 同比-11.2%。

#### 投资要点:

- Q1 电力、铁路业务量增长, 带动营业收入增加, 对冲了煤价下跌的影响; 另外投资收益和对外捐赠都有一定增加。
- 煤炭: 自产煤产销微增, 价格下跌。2024Q1 公司实现商品煤产量 8130 万吨, 环比-1.5%, 同比+1.5%; 煤炭销量 1.17 亿吨, 环比-0.3%, 同比+8.8%, 其中自产煤销量 8030 万吨, 同比+1.1%, 贸易煤销量 3680 万吨, 同比+30.5%。自产煤产销微增, 贸易煤规模提升较多。2024Q1 煤炭平均售价 573 元/吨, 同比-7.7%, 其中自产煤均价 533 元/吨, 同比-6.8%。年度长协销售 5850 万吨, 占比 50.0%, 平均售价 490 元/吨, 同比-1.4%。2024Q1 自产煤单位生产成本 190.6 元/吨, 同比+12.5%, 主要由于人工成本增加 (人工成本为 59 元/吨, 同比+106.3%, 主因上年同期基数较低, 以及本报告期按进度计提人工成本的影响), 其他成本均有一定下降。2024Q1 煤炭板块实现利润总额 134.1 亿元, 同比-23.0%。自产煤盈利有所下降, 对业绩有一定影响。
- 电力: 发电量提升, 盈利改善。2024Q1 公司总发电量为 55.35 十亿千瓦时, 同比+7%; 总售电量为 52.16 十亿千瓦时, 同比+7%; 平均售电价格 409 元/兆瓦时, 同比-2.6%。由于发、售电量增长, 公司电力板块营业收入和成本同比分别增长 5.3%、4.3%, 电力板块实现利润总额 31.88 亿元, 同比+11.1%, 盈利改善。
- 其他业务: 铁路业务增量增利。2024Q1 公司实现自有铁路运输周转量 82 十亿吨公里, 同比+10.1%; 自有港口装船量 (黄骅港及天津煤码头) 65 百万吨, 同比+8.2%; 航运货运量 33.7 百万吨, 同比-1.2%, 航运周转量 36.3 十亿吨海里, 同比+3.1%; 聚烯烃销量 17.2 万吨, 同比-3%。铁路、港口、航运、煤化工板块分别实现利润总额 37.77、

力业务量价齐升，煤价下跌影响盈利（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2023-08-27

《中国神华（601088）2023年中报预告点评：电力、煤炭规模增长，煤价回落及税费基数等因素影响业绩（买入）\*煤炭开采\*陈晨》——2023-07-16

6.55、1.02、0.16 亿元，同比分别+16.7%、+15.3%、+121.7%、-5.9%。另外，公司拟在黄骅港新建 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。

- **盈利预测与估值：**考虑煤价变化，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3635/3765/3908 亿元，归母净利润分别为 608.36/632.62/652.80 亿元（基于审慎性原则，暂不考虑收购事项对公司的影响），同比+2%/+4%/+3%；EPS 分别为 3.06/3.18/3.29 元，对应当前股价 PE 为 12.92/12.42/12.04 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，央企市值考核推动下，估值有望进一步提升，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	343074	363451	376501	390787
增长率(%)	0	6	4	4
归母净利润（百万元）	59694	60836	63262	65280
增长率(%)	-14	2	4	3
摊薄每股收益（元）	3.00	3.06	3.18	3.29
ROE(%)	15	14	14	14
P/E	10.44	12.92	12.42	12.04
P/B	1.52	1.85	1.79	1.72
P/S	1.82	2.16	2.09	2.01
EV/EBITDA	4.46	5.59	5.27	4.86

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（暂不考虑收购事项对公司的影响）

证券代码:	601088				股价:	39.55		投资评级:	买入	日期:	2024/04/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E			
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	15%	14%	14%	14%	EPS	3.00	3.06	3.18	3.29			
毛利率	36%	36%	35%	35%	BVPS	20.57	21.34	22.13	22.95			
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>							
销售净利率	17%	17%	17%	17%	P/E	10.44	12.92	12.42	12.04			
<b>成长能力</b>					P/B	1.52	1.85	1.79	1.72			
收入增长率	0%	6%	4%	4%	P/S	1.82	2.16	2.09	2.01			
利润增长率	-14%	2%	4%	3%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>			
总资产周转率	0.54	0.56	0.56	0.56	营业收入	343074	363451	376501	390787			
应收账款周转率	28.89	54.11	32.46	48.18	营业成本	219922	233714	243143	253603			
存货周转率	26.71	27.70	27.10	27.36	营业税金及附加	18385	21807	22590	23447			
<b>偿债能力</b>					销售费用	425	450	466	484			
资产负债率	24%	22%	21%	19%	管理费用	9812	10395	10768	11177			
流动比	2.17	2.64	2.83	3.44	财务费用	501	472	-88	-548			
速动比	1.89	2.29	2.50	3.06	其他费用/（-收入）	3007	3635	3765	3908			
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	91367	92598	96210	99215			
现金及现金等价物	149986	177085	200270	232463	营业外净收支	-4191	-2000	-2000	-2000			
应收款项	19858	6810	19873	8522	利润总额	87176	90598	94210	97215			
存货净额	12846	13122	13894	14284	所得税费用	17578	19026	19784	20415			
其他流动资产	16261	19147	19112	20109	净利润	69598	71572	74426	76800			
<b>流动资产合计</b>	<b>198951</b>	<b>216164</b>	<b>253149</b>	<b>275378</b>	少数股东损益	9904	10736	11164	11520			
固定资产	256933	251734	245652	238778	归属于母公司净利润	59694	60836	63262	65280			
在建工程	20474	19106	18079	17309	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>			
无形资产及其他	98202	97702	97202	96702	经营活动现金流	89687	95877	92311	102092			
长期股权投资	55571	58571	61571	64571	净利润	59694	60836	63262	65280			
<b>资产总计</b>	<b>630131</b>	<b>643277</b>	<b>675653</b>	<b>692738</b>	少数股东损益	9904	10736	11164	11520			
短期借款	2927	2427	1927	1427	折旧摊销	24859	20568	21108	21644			
应付款项	38901	28616	34871	24303	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-5291	-814	-6902	209			
其他流动负债	49757	50942	52585	54398	投资活动现金流	-36974	-17729	-17611	-17483			
<b>流动负债合计</b>	<b>91585</b>	<b>81986</b>	<b>89383</b>	<b>80128</b>	资本支出	-35583	-17637	-17623	-17609			
长期借款及应付债券	32608	29408	27408	25908	长期投资	-2868	-3000	-3000	-3000			
其他长期负债	27568	27568	27568	27568	其他	1477	2908	3012	3126			
<b>长期负债合计</b>	<b>60176</b>	<b>56976</b>	<b>54976</b>	<b>53476</b>	筹资活动现金流	-76131	-51049	-51515	-52416			
<b>负债合计</b>	<b>151761</b>	<b>138962</b>	<b>144359</b>	<b>133604</b>	债务融资	-17362	-3700	-2500	-2000			
股本	19869	19869	19869	19869	权益融资	574	0	0	0			
股东权益	478370	504315	531294	559134	其它	-59343	-47349	-49015	-50416			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>630131</b>	<b>643277</b>	<b>675653</b>	<b>692738</b>	现金净增加额	-23284	27099	23185	32193			

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，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，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视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。