

中国神华 (601088.SH)

煤电业务运行稳健，高分红凸显长期投资价值

买入 (上调评级)

当前价格: 39.89元

投资要点:

➤ **事件:** 公司近期发布 2024 年一季报及 2023 年报: 2024 年 Q1 公司实现营业收入 876.47 亿元, 同比+0.7%/环比-3.3%; 实现归母净利润 158.84 亿元, 同比-14.7%/环比+39.0%; 实现扣非归母净利润 164.6 亿元, 同比-11.2%/环比+9.3%。2023 年公司实现营业收入 3,430.74 亿元, 同比-0.4%; 实现归母净利润 596.94 亿元, 同比-14.3%; 实现扣非归母净利润 628.68 亿元, 同比-10.6%。

➤ 发挥资源禀赋优势, 24 年 Q1 煤炭产销实现增长

1) 量: 2024 年煤矿生产安监形势趋严, 在此背景下公司充分发挥自身资源禀赋优势, Q1 煤炭产销分别为 8,130/11,710 万吨, 同比+1.5%/+8.8%; 其中年度长协/月度长协/现货/坑口销售占比分别为 50%/31.3%/13.8%/4.9%, 分别同比-7.5pct/+2.4pct/+6.1pct/-1pct。2) 由于煤价运行偏弱, 公司 Q1 煤炭销售平均价格 (不含税) 为 573 元/吨, 同比下降 7.7%。3) 利: Q1 自产煤单位生产成本为 190.6 元/吨, 同比+12.5%; 煤炭业务毛利率为 28.9%, 同比-4.8pct。

➤ 发电业务持续扩张, 24 年 Q1 发电量继续上涨

1) 量: 2024 年 Q1 发电量/售电量分别为 553.5/521.6 亿千瓦时, 同比分别+7.0%/+7.0%; Q1 发电装机总容量达 44,801 兆瓦, Q1 新增装机容量 167 兆瓦, 其中光伏发电新增 87 兆瓦; 发电平均利用小时数为 1,236 小时, 同比-3.7%。2) 平均售电价 409 元/兆瓦时, 同比-2.6%。3) 利: 发电业务平均售电成本 364.8 元/兆瓦时, 同比-3.0%; 毛利率为 16.9%, 同比+0.8pct。

➤ 一体化优势凸显, 23 年煤炭业务保持稳健, 发电业务盈利提升

1) 量: 2023 年煤炭产/销量分别为 3.2/4.5 亿吨, 同比+3.5%/+7.7%; 其中年度长协/月度长协/现货/坑口销售占比分别为 57.5%/24.4%/13%/5.1%, 分别同比+4.5pct/-7.6pct/+3.5pct/-0.4pct; 发电量/售电量分别为 2,122.6/1,997.5 亿千瓦时, 同比+11.0%/+11.1%。2) 煤炭销售平均价格 (不含税) 为 584 元/吨, 同比下降 9.3%; 平均售电价 414 元/兆瓦时, 同比-1%。3) 煤炭业务毛利率为 32.04%, 同比-3.88pct; 发电业务毛利率为 16.91%, 同比+2.6pct。

➤ 持续稳定进行回报投资者, 高比例分红长期投资价值彰显

公司持续高水平回报投资者, 2023 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 22.6 元 (含税), 共计派发现金红利 449.03 亿元 (含税), 占归母净利润的 75.2%。2020-2022 年, 公司分红率分别为 91.88%、100.4%和 72.77%, 分红比例持续领先行业平均水平。

➤ 盈利预测与投资建议

由于公司一体化优势凸显, 盈利表现稳健, 煤炭业务实现低成本运营, 发电业务持续扩张, 上调公司 24-25 年、新增 26 年归母净利润预期分别为 614.59/640.73/666.3 亿元, 前值 24-25 年归母净利为 606.71/633.66 亿元, 对应 EPS 为 3.09/3.22/3.35 元/股。考虑到公司一体化运营, 拥有优越煤炭资源禀赋且煤炭业务具有低成本运营和规模优势; 且公司运营稳健资金充裕抗风险能力强, 持续稳定高比例分红彰显长期投资价值; 叠加市值管理考核有望推动包含公司在内的“中特估”央企估值进一步提升。上调公司盈利预期的同时, 考虑到公司估值正在重塑, 上调公司至“买入”评级。

➤ 风险提示

(1) 煤炭消费不及预期; (2) 煤炭进口超预期; (3) 市场电价不及预期。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	344,533	343,074	349,893	362,882	372,432
增长率	3%	0%	2%	4%	3%
净利润 (百万元)	69,626	59,694	61,459	64,073	66,630
增长率	39%	-14%	3%	4%	4%
EPS (元/股)	3.50	3.00	3.09	3.22	3.35
市盈率 (P/E)	11.4	13.3	12.9	12.4	11.9
市净率 (P/B)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

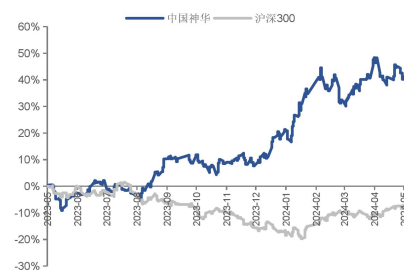
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	19869/16491
总市值/流通市值 (百万元)	792555/657828
每股净资产 (元)	21.46
资产负债率 (%)	23.57
一年内最高/最低 (元)	42.57/27

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn
 联系人 胡森皓
 邮箱: HSH3809@hfzq.com.cn

相关报告

1、《中国神华 (601088.SH) 2023 年年报点评: 一体化稳健经营无惧风浪, 现金奶牛持续高比例分红, 市值管理考核推动估值修复》2024-03-13

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	153,953	159,668	167,594	营业收入	343,074	349,893	362,882	372,432
应收票据及账款	19,858	18,947	19,931	20,562	营业成本	219,922	223,572	231,032	235,937
预付账款	5,999	7,081	7,308	7,255	税金及附加	18,385	18,162	19,295	20,171
存货	12,846	14,473	13,559	14,063	销售费用	425	433	450	461
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,812	10,497	10,886	11,173
其他流动资产	10,262	10,042	10,415	10,689	研发费用	3,007	3,499	3,992	4,469
流动资产合计	198,951	204,496	210,881	220,163	财务费用	501	878	24	-358
长期股权投资	55,571	55,571	55,571	55,571	信用减值损失	-285	-285	-285	-285
固定资产	256,933	259,368	262,581	270,372	资产减值损失	-3,691	-3,691	-3,691	-3,691
在建工程	20,244	32,244	41,744	45,744	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	61,630	65,864	67,605	70,702	投资收益	3,815	2,132	1,871	2,559
商誉	0	0	0	0	其他收益	423	423	423	423
其他非流动资产	36,802	37,610	38,421	39,078	营业利润	91,367	91,514	95,603	99,668
非流动资产合计	431,180	450,657	465,921	481,466	营业外收入	912	544	570	617
资产合计	630,131	655,153	676,803	701,629	营业外支出	5,103	2,488	2,793	3,179
短期借款	2,927	6,352	6,228	7,211	利润总额	87,176	89,570	93,380	97,105
应付票据及账款	38,901	41,484	42,729	43,553	所得税	17,578	17,914	18,676	19,421
预收款项	0	0	0	0	净利润	69,598	71,656	74,704	77,684
合同负债	7,208	6,998	7,258	7,449	少数股东损益	9,904	10,197	10,631	11,055
其他应付款	10,044	11,048	11,048	11,048	归属母公司净利润	59,694	61,459	64,073	66,630
其他流动负债	32,505	33,477	33,919	33,939	EPS (按最新股本摊)	3.00	3.09	3.22	3.35
流动负债合计	91,585	99,360	101,181	103,200					
长期借款	29,636	22,764	16,764	11,764					
应付债券	2,972	2,979	2,979	2,979					
其他非流动负债	27,568	26,590	27,387	27,182					
非流动负债合计	60,176	52,334	47,130	41,925					
负债合计	151,761	151,693	148,311	145,125					
归属母公司所有者	408,692	423,585	437,986	454,943					
少数股东权益	69,678	79,875	90,505	101,560					
所有者权益合计	478,370	503,460	528,491	556,503					
负债和股东权益	630,131	655,153	676,803	701,629					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	89,687	98,529	102,284	103,687
现金收益	94,740	99,900	102,873	106,064
存货影响	-750	-1,627	913	-503
经营性应收影响	-3,257	3,519	2,481	3,113
经营性应付影响	118	3,587	1,245	824
其他影响	-1,164	-6,852	-5,228	-5,811
投资活动现金流	-36,974	-44,800	-41,656	-42,005
资本支出	-40,417	-46,035	-42,599	-43,625
股权投资	-5,921	0	0	0
其他长期资产变化	9,364	1,236	943	1,620
融资活动现金流	-76,131	-49,762	-54,913	-53,756
借款增加	-12,778	-3,003	-6,013	-4,236
股利及利息支付	-59,900	-59,731	-59,411	-59,098
股东融资	574	0	0	0
其他影响	-4,027	12,972	10,511	9,579

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.4%	2.0%	3.7%	2.6%
EBIT 增长率	-9.7%	3.2%	3.3%	3.6%
归母公司净利润增	-14.3%	3.0%	4.3%	4.0%
获利能力				
毛利率	35.9%	36.1%	36.3%	36.6%
净利率	20.3%	20.5%	20.6%	20.9%
ROE	12.5%	12.2%	12.1%	12.0%
ROIC	20.1%	19.3%	19.2%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	24.1%	23.2%	21.9%	20.7%
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.1
速动比率	2.0	1.9	2.0	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	12	12	11	11
存货周转天数	20	22	22	21
每股指标 (元)				
每股收益	3.00	3.09	3.22	3.35
每股经营现金流	4.51	4.96	5.15	5.22
每股净资产	20.57	21.32	22.04	22.90
估值比率				
P/E	13	13	12	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	39	38	36	35

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn