

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

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

## 煤炭电力板块产量稳健增长，价格波动小幅影响盈利

2024 年 8 月 31 日

**事件:** 2024 年 8 月 30 日，中国神华发布半年度报告，2024 年上半年公司实现营业收入 1680.78 亿元，同比下降 0.80%，实现归母净利润 295.04 亿元，同比下降 11.34%；扣非后净利润 294.81 亿元，同比下降 10.58%。经营活动现金流量净额 526.68 亿元，同比上涨 14%；基本每股收益 1.49 元/股，同比下降 11.34%。资产负债率为 29.79%，同比下降 2.00pct。

2024 年第二季度，公司单季度营业收入 804.31 亿元，同比下降 2.39%，环比下降 8.23%；单季度归母净利润 136.20 亿元，同比下降 7.14%，环比下降 14.25%；单季度扣非后净利润 130.21 亿元，同比下降 9.83%，环比下降 20.89%。

### 点评:

#### ➤ 煤炭板块：销量微增价格下降，成本有所上升，盈利同比下降

2024H1 公司实现煤炭产量 1.632 亿吨，同比增长 1.6%，煤炭销售量 2.297 亿吨，同比提升 5.4%，主要由于外购煤量同比提升 14.2%。从销售结构来看，上半年年度长协、月度长协、现货销售占比为 54.4%、31.7%、8.6%，公司积极落实能源保供任务，年度长协占比同比下降 2.6 个 pct，月度长协占比同比增长 2.5 个 pct。从销售价格来看，上半年公司年度长协价格 490 元/吨，同比下降 2.0%；月度长协价格 725 元/吨，同比下降 11.7%；煤炭平均售价 566 元/吨，同比下降 5.8%。成本端看，上半年自产煤单吨成本为 191.7 元/吨，同比增长 2.0%，主要由于社保缴费政策性增长以及按进度计提的员工薪酬增长带来人工成本上涨 (+18.3%)。煤炭板块价格下降叠加成本上涨，利润空间收窄。煤炭板块实现利润总额 260.39 亿元，同比下降 18.1%，毛利率下降 3.5 个 pct 至 28.3%。

#### ➤ 电力板块：强化运营与新增装机带动发电量增长，价格下降影响利润

2024H1 公司实现总发电量 1040.4 亿千瓦时，同比增加 3.8%，总售电量 978.9 亿千瓦时，同比增加 3.9%，发电量及售电量齐增长主要由于公司强化机组运行。上半年，燃煤发电的平均利用小时数 2354 小时，同比下降 6.2%，燃煤电价 404 元/兆瓦时，同比下降 3.3%，平均售电成本 362.2 元/兆瓦时，同比下降 1.5%，主要由于售电量增长以及燃煤采购价格下降。截止上半年发电装机容量为 44822 兆瓦，新增装机容量 188 兆瓦。燃煤电量增长带动电力板块营业收入达到 443.54 亿元，同比增长 0.4%，但由于折旧及摊销、人工成本等费用增长拉动成本上涨 1.4%。2024H1 利润总额 82.51 亿元，同比下降 9.5%，毛利率下降 0.8 个 pct。电力板块实现利润总额 82.51 亿元，同比下降 9.5%，毛利率下降 0.8 个 pct。

#### ➤ 运输与煤化工板块：运输业务板块利润增长，煤化工板块盈利下降明显

2024H1 公司铁路分部营业收入达到 224.42 亿元，同比增长 1.4%，实现利润总额 69.23 亿元，同比增长 1.9%；港口分部营业收入同比增长 4.7%，

而由于航道疏浚费用、人工成本等费用有所增长，利润总额同比仅小幅上涨 0.2%；航运分部由于航运周转量下降，营业收入下降 3.5%，同时营业成本也下降 4.3%，导致利润总额水平上涨 88.1%；煤化工分部受到设备检修影响，聚烯烃产品产量及销售量下降，营业收入与营业成本同时下降 15.2%，利润总额同比下降 96.9%。

- **公司持续围绕煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工发展一体化经营模式。**公司拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区及新街台格庙矿区等优质煤炭资源，于 2024 年 6 月 30 日，中国标准下煤炭保有资源量 336.9 亿吨、煤炭保有可采储量 153.6 亿吨。公司控制并运营大容量、高参数的清洁燃煤机组，于 2024 年 6 月 30 日公司控制并运营的发电机组装机容量 44,822 兆瓦。公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络及“神朔—朔黄线”西煤东运大通道，以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达 2,408 公里。公司还控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约 2.7 亿吨/年），拥有约 2.13 百万载重吨自有船舶的航运船队，以及运营生产能力约 60 万吨/年的煤制烯烃项目。2024 年上半年，集团煤炭、发电、运输及煤化工分部的利润总额（合并抵销前）占比为 66%、13%、21%和 0%（2023 年上半年：69%、13%、18%和 0%）。
- **持续推进煤炭资源接续，持续提升安全管理水平。**公司 2024 上半年煤炭证照办理和产能核增工作取得积极进展。补连塔煤矿、上湾煤矿、万利一矿、金烽寸草塔煤矿、哈尔乌素露天煤矿完成采矿许可证变更；神山煤矿产能核增完成现场核验；新街一井、二井完成“探转采”，取得采矿许可证，项目核准工作有序推进。此外，上半年公司安全生产形势保持平稳，全面落实《煤矿安全生产条例》等系列法规，扎实开展安全生产治本攻坚三年行动，有序推进专项行动和专项整治，上半年集团原煤生产百万吨死亡率为 0。
- **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，从而支撑盈利能力提高。公司高长协比例及一体化运营使得经营业绩具有较高稳定性，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 598.40/628.37/655.52 亿元，EPS 为 3.01/3.16/3.30 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	330,809	345,419	363,509
同比(%)	2.6%	-0.4%	-3.6%	4.4%	5.2%
归属母公司净利润	69,648	59,694	59,840	62,837	65,552
同比(%)	39.1%	-14.3%	0.2%	5.0%	4.3%
毛利率(%)	39.0%	35.9%	35.9%	35.5%	35.3%
ROE(%)	17.7%	14.6%	14.2%	14.5%	14.7%
EPS (摊薄)(元)	3.51	3.00	3.01	3.16	3.30
P/E	11.57	13.50	13.46	12.82	12.29
P/B	2.05	1.97	1.91	1.86	1.80
EV/EBITDA	3.56	4.46	6.02	5.72	5.38

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 30 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	220,132	233,988	242,426	营业总收入	344,533	343,074	330,809	345,419	363,509
货币资金	170,503	149,986	172,172	180,825	189,462	营业成本	210,059	219,922	212,076	222,704	235,104
应收票据	1,132	7,983	6,720	6,713	7,423	营业税金及附加	19,972	18,385	16,210	16,580	17,448
应收账款	10,968	11,875	11,017	14,349	14,943	销售费用	410	425	496	518	545
预付账款	6,809	5,999	8,483	7,401	7,877	管理费用	9,930	9,812	8,932	9,326	9,451
存货	12,096	12,846	11,465	14,203	12,701	研发费用	3,722	3,007	2,899	3,028	3,186
其他	9,542	10,262	10,275	10,497	10,020	财务费用	877	501	515	484	435
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	3,679	3,841	2,545
固定资产(合计)	248,381	256,933	257,331	266,827	275,530	其他	-473	221	-325	-306	-312
无形资产	52,589	61,630	69,369	78,708	87,813	营业利润	98,138	91,367	90,035	94,514	98,572
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	657,548	688,640	713,328	利润总额	96,247	87,176	89,447	93,926	97,984
流动负债	98,404	91,585	91,909	98,008	99,710	所得税	14,551	17,578	19,678	20,664	21,556
短期借款	5,216	2,927	3,552	3,320	3,870	净利润	81,696	69,598	69,768	73,262	76,428
应付票据	1,101	581	1,351	569	1,496	少数股东损益	12,048	9,904	9,928	10,425	10,876
应付账款	37,871	38,320	35,153	41,609	39,704	归属母公司净利润	69,648	59,694	59,840	62,837	65,552
其他	54,216	49,757	51,853	52,510	54,640	EBITDA	122,091	115,832	113,393	118,317	123,951
非流动负债	64,120	60,176	65,176	67,176	66,176	EPS(当年)(元)	3.51	3.00	3.01	3.16	3.30
长期借款	38,438	29,636	34,636	36,636	35,636	<b>现金流量表</b>					
其他	25,682	30,540	30,540	30,540	30,540			单位: 百万元			
负债合计	162,524	151,761	157,085	165,184	165,886	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	65,419	69,678	79,606	90,032	100,908	经营活动现金流	109,734	89,687	93,919	98,502	103,554
归属母公司股东权益	393,900	408,692	420,857	433,424	446,535	净利润	81,696	69,598	69,768	73,262	76,428
负债和股东权益	621,843	630,131	657,548	688,640	713,328	折旧摊销	22,874	24,859	21,602	23,503	24,597
						财务费用	849	459	2,015	2,205	2,243
						投资损失	-2,420	-3,815	-3,679	-3,841	-2,545
						营运资金变动	2,215	-5,291	-295	127	351
						其它	4,520	3,877	4,508	3,245	2,479
						投资活动现金流	-56,585	-36,974	-27,668	-39,143	-39,783
						资本支出	-27,154	-35,583	-31,347	-43,484	-42,828
						长期投资	-519	-2,868	500	500	500
						其他	-28,912	1,477	3,179	3,841	2,545
						筹资活动现金流	-78,734	-76,131	-44,065	-50,707	-55,134
						吸收投资	1,669	574	197	0	0
						借款	-9,787	-11,091	5,625	1,768	-450
						支付利息或股息	-62,310	-59,900	-49,887	-52,475	-54,684
						现金净增加额	-25,248	-23,284	22,186	8,653	8,636

## 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客户的当然客户。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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。