



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：lihang@mszq.com

分析师：王姗姗

执业证号：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理：卢佳琪

执业证号：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

➤ **事件：**2024 年 8 月 30 日，公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现营业收入 1680.78 亿元，同比下降 0.80%；归母净利润 295.04 元，同比下降 11.34%；扣非归母净利润 294.81 亿元，同比下降 10.58%。国际企业会计准则下，2024 年上半年公司实现归母净利润 327.71 亿元，同比下降 11.10%。

➤ **24H1 捐赠支出影响业绩释放，税、费影响相抵。**24H1 公司捐赠内蒙古生态综合治理资金共计 7.18 亿元，四费同比增加 6.1 亿元、费率同比+0.39pct 至 3.55%，税金及附加主因煤炭销售收入下降从而资源税减少同比下降 6.1 亿元。

➤ **24Q2 盈利同环比下滑，四费环比增加。**2024 年二季度，公司实现营业收入 804.31 亿元，同环比-2.39%/-8.23%；归母净利润 136.20 亿元，同环比-7.14%/-14.25%；扣非归母净利润 130.21 亿元，同环比-9.83%/-20.89%。国际企业会计准则下，24Q2 公司实现归母净利润 150.11 亿元，同环比-7.25%/-15.48%。24Q2 四费环比增加 2.98 亿元、费率环比+0.66pct 至 3.89%。

➤ **24H1 煤炭产销同比增长，售价回落叠加成本抬升，毛利率下滑。**1) **商品煤：**24H1 商品煤产量 1.632 亿吨，同比+1.6%；煤炭销售量 2.297 亿吨，同比+5.4%；综合售价 566 元/吨，同比-5.8%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 490/725/618/313 元/吨，同比-2.0%/-11.7%/-10.8%/-9.8%，销量占比 54.4%/31.7%/8.6%/5.3%，同比-2.3/+2.5/+0.3/-0.2pct。2) **自产煤：**24H1 自产煤销量 1.628 亿吨，同比+2.2%；吨煤售价 533 元/吨，同比-4.9%；吨煤销售成本 309 元/吨，同比+3.3%；单位生产成本 191.7 元/吨，同比+2.0%，主要原因系人工成本因社保缴费、计提员工薪酬同比+18.3%。3) **外购煤：**24H1 外购煤销量 6690 万吨，同比+14.2%，业务毛利率同比持平为 1.9%。24H1 煤炭业务毛利率 28.3%，同比下降 3.5pct，实现利润总额 260.39 亿元，同比下降 18.1%。

➤ **24Q2 煤炭销量环比下降、成本抬升致毛利率环比下滑。**1) **商品煤：**24Q2 商品煤产量 8190 万吨，同环比+1.6%/+0.7%；煤炭销售量 1.126 亿吨，同环比+2.1%/-3.8%；综合售价 559 元/吨，同环比-3.9%/-2.4%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 490/713/743/308 元/吨，同比-2.6%/-5.5%/+13.7%/-9.0%，环比持平/-3.3%/+25.7%/-3.5%，销量占比环比+9.1/+0.7/-10.7/+0.9pct。2) **自产煤：**24Q2 自产煤销量 8250 万吨，同环比+3.25%/+2.74%；吨煤售价 532 元/吨，同环比-2.8%/-0.3%；吨煤销售成本 320 元/吨，同环比+3.9%/+7.8%。3) **外购煤：**24Q2 外购煤销量 3010 万吨，同环比-1.0%/-18.2%，业务毛利率 1.5%，环比下滑 0.7pct。24Q2 煤炭业务毛利率 27.7%，环比-1.2pct，实现利润总额 126.33 亿元，环比-5.8%。

推荐

维持评级

当前价格：

40.55 元

相关研究

1.中国神华 (601088.SH) 2024 年一季报点评：业绩表现稳健，发电运输业务盈利提升-2024/04/27

2.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

3.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

4.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

5.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

发售电量同比增长，电价及小时数下滑致毛利率受损。 24H1，公司总发电量 1040.4 亿千瓦时，同比+3.8%；总售电量 978.9 亿千瓦时，同比+3.9%。截至二季度末公司总装机容量达到 44822MW，其中燃煤发电装机容量 43244MW，24H1 新增燃煤装机 80MW，光伏装机 108MW。24H1 公司售电价格为 404 元/兆瓦时，同比-3.3%；平均售电成本为 362.2 元/兆瓦时，同比-1.5%。24H1 公司燃煤机组平均利用小时数 2354 小时，同比-155 小时，降幅 6.2%。电力业务毛利率 16.0%，同比-0.8pct，实现利润总额 52.51 亿元，同比-9.5%。2024 年二季度由于南方水电出力较好，以及公司安排设备检修，公司燃煤机组利用小时数下降，公司 24Q2 发电量 486.9 亿千瓦时，同环比+0.4%/-12.0%，售电量 457.3 亿千瓦时，同环比+0.5%/-12.3%。24H1 公司发电量完成全年经营目标的 48.1%，伴随 8 月开始水电挤压作用转弱并逐步进入秋冬用电高峰，公司发售电量有望环比提升。

运输业务盈利同比提升。 1) **铁路**：24H1，公司自有铁路周转量 161.4 十亿吨公里，同比+7.3%；单位运输成本 0.085 元/吨公里，同比增长 1.2%；铁路毛利率 37.5%，同比-0.4pct；利润总额 69.23 亿元，同比增长 1.9%。2) **港口**：24H1，公司黄骅港装船量 1.1 亿吨，同比+9.3%；天津煤码头装船量 2190 万吨，同比-3.1%；因航道疏浚费用、人工成本等增长，港口毛利率 44.2%，同比-0.9pct；利润总额 12.12 亿元，同比+0.2%。3) **航运**：24H1，公司航运货运量 6550 万吨，同比-9.3%；航运周转量 75.0 亿吨海里，同比-4.8%；单位运输成本 0.030 元/吨海里，同比持平；航运毛利率 9.8%，同比+0.8pct；利润总额 2.22 亿元，同比+88.1%。

烯烃产品产销因检修大幅下降，压缩盈利。 1) **聚乙烯**：24H1，公司销售聚乙烯 14.82 万吨，同比-18.3%；单吨售价 6585 元/吨，同比+2.0%；单位生产成本 5956 元/吨，同比+0.4%。2) **聚丙烯**：24H1，公司销售聚丙烯 13.92 万吨，同比-18.2%；单吨售价 5863 元/吨，同比-1.1%；单位生产成本 5750 元/吨，同比-2.4%。公司聚乙烯、聚丙烯销售量同比减少主因煤制烯烃生产设备按计划检修，导致聚烯烃产品产量减少，5 月 19 日生产设备已恢复生产。受聚烯烃产品销售量下降影响，煤化工业务毛利率 6.9%，同比-0.3pct，实现利润总额 1 百万元，同比-96.9%。公司包头煤制烯烃升级示范项目施工按计划推进，预计 2027 年左右建成。

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 619.45/652.86/679.63 亿元，对应 EPS 分别为 3.12/3.29/3.42 元/股，对应 2024 年 8 月 30 日的 PE 分别为 13/12/12 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	350,369	372,362	391,262
增长率 (%)	-0.4	2.1	6.3	5.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	59,694	61,945	65,286	67,963
增长率 (%)	-14.3	3.8	5.4	4.1
每股收益 (元)	3.00	3.12	3.29	3.42
PE	13	13	12	12
PB	2.0	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 8 月 30 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	350,369	372,362	391,262
营业成本	219,922	231,254	246,542	260,253
营业税金及附加	18,385	18,219	19,363	20,346
销售费用	425	452	481	505
管理费用	9,812	9,860	10,479	11,011
研发费用	3,007	2,102	2,234	2,348
EBIT	90,973	88,501	93,284	96,822
财务费用	501	395	434	211
资产减值损失	-3,691	-3,375	-3,556	-3,708
投资收益	3,815	5,182	5,508	5,787
营业利润	91,367	89,999	94,891	98,785
营业外收支	-4,191	-509	-576	-602
利润总额	87,176	89,490	94,315	98,183
所得税	17,578	16,801	17,707	18,433
净利润	69,598	72,689	76,608	79,750
归属于母公司净利润	59,694	61,945	65,286	67,963
EBITDA	115,832	116,284	121,842	127,851

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	140,228	152,498	164,776
应收账款及票据	19,858	19,989	21,244	22,322
预付款项	5,999	6,308	6,725	7,099
存货	12,846	12,343	13,159	13,891
其他流动资产	10,262	10,025	7,253	7,267
流动资产合计	198,951	188,894	200,879	215,355
长期股权投资	55,571	60,753	66,261	72,048
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	454,456	476,083	495,318
资产合计	630,131	643,350	676,962	710,673
短期借款	2,927	2,727	2,527	2,327
应付账款及票据	38,901	32,122	34,246	36,150
其他流动负债	49,757	42,572	45,281	47,687
流动负债合计	91,585	77,421	82,054	86,164
长期借款	29,636	28,636	27,636	26,636
其他长期负债	30,540	33,203	33,156	33,102
非流动负债合计	60,176	61,839	60,792	59,738
负债合计	151,761	139,260	142,846	145,902
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	69,678	80,421	91,744	103,531
股东权益合计	478,370	504,090	534,115	564,770
负债和股东权益合计	630,131	643,350	676,962	710,673

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.42	2.13	6.28	5.08
EBIT 增长率	-8.31	-2.72	5.40	3.79
净利润增长率	-14.29	3.77	5.39	4.10
盈利能力 (%)				
毛利率	35.90	34.00	33.79	33.48
净利润率	17.40	17.68	17.53	17.37
总资产收益率 ROA	9.47	9.63	9.64	9.56
净资产收益率 ROE	14.61	14.62	14.76	14.73
偿债能力				
流动比率	2.17	2.44	2.45	2.50
速动比率	1.89	2.11	2.12	2.17
现金比率	1.64	1.81	1.86	1.91
资产负债率 (%)	24.08	21.65	21.10	20.53
经营效率				
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	0.55	0.56	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	3.00	3.12	3.29	3.42
每股净资产	20.57	21.32	22.26	23.21
每股经营现金流	4.51	4.71	5.52	5.64
每股股利	2.55	2.34	2.47	2.57
估值分析				
PE	13	13	12	12
PB	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.72	5.69	5.43	5.18
股息收益率 (%)	6.29	5.78	6.09	6.34

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	69,598	72,689	76,608	79,750
折旧和摊销	24,859	27,783	28,559	31,029
营运资金变动	-5,291	-7,942	3,567	476
经营活动现金流	89,687	93,628	109,695	112,049
资本开支	-35,583	-45,648	-47,230	-47,085
投资	-2,868	-60	0	0
投资活动现金流	-36,974	-48,209	-47,230	-47,085
股权募资	574	0	0	0
债务募资	-17,362	-6,271	-1,200	-1,200
筹资活动现金流	-76,131	-55,176	-50,194	-52,685
现金净流量	-23,284	-9,758	12,270	12,278

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