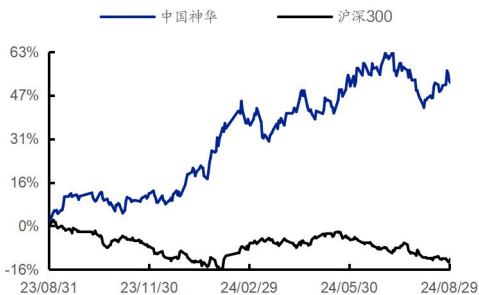


研究所:  
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn

## 煤炭、电力产销稳中有增，价格下降影响盈利

### ——中国神华（601088）2024年中报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国神华	1.9%	-0.9%	51.0%
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

#### 市场数据

市场数据	2024/08/30
当前价格(元)	40.55
52周价格区间(元)	28.20-46.02
总市值(百万)	805,668.48
流通市值(百万)	668,711.59
总股本(万股)	1,986,852.00
流通股本(万股)	1,649,103.80
日均成交额(百万)	873.05
近一月换手(%)	0.10

#### 相关报告

《中国神华（601088）2024年一季报点评：煤炭产销平稳，电力、铁路增量增利（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2024-04-28

《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

#### 事件：

8月30日，中国神华发布2024年半年度报告：2024年上半年，公司实现营业收入1681亿元，同比-0.8%，归属于上市公司股东净利润295亿元，同比-11%，扣非后归属于上市公司股东净利润295亿元，同比-11%。

分季度来看，2024年第二季度，公司实现营业收入804亿元，环比-8.2%，同比-2.4%；归属于上市公司股东净利润136亿元，环比-14.3%，同比-7.1%，扣非后归属于上市公司股东净利润130亿元，环比-20.9%，同比-9.8%。

#### 投资要点：

■ **煤炭：产销增长，价格下跌，人工成本增长明显。**2024年上半年公司实现商品煤产量1.63亿吨，同比+1.6%；煤炭销量2.30亿吨，同比+5.4%，其中自产煤销量1.63亿吨，同比+2.2%，贸易煤销量0.67亿吨，同比+14.2%。自产煤产销仍有小幅增长，贸易煤规模提升较多。2024年上半年煤炭平均售价566元/吨，同比-5.8%，其中自产煤均价533元/吨，同比-4.8%。从销售结构来看，年度长协销售1.25亿吨，占比54.4%，平均售价490元/吨，同比-2.0%。2024年上半年自产煤单位生产成本191.7元/吨，同比+2%，主要由于人工成本增加（人工成本为56.3元/吨，同比+18.3%，主因社保缴费政策性增长，以及按进度计提的员工薪酬增长），而原材料、燃料及动力、折旧及摊销、其他成本略有下降。2024年上半年煤炭板块实现利润总额260.4亿元，同比-18.1%。煤价整体下降，煤炭板块盈利能力有所减弱。另外，公司补连塔煤矿、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；新街三井、新街四井探矿权，并获得相关煤炭资源勘探勘查许可证。未来随着核增及新建项目落地，公司煤炭板块仍将继续壮大。

■ **电力：发电量提升，盈利下滑。**2024年上半年公司总发电量为104.04十亿千瓦时，同比+3.8%；总售电量为97.89十亿千瓦时，同比+3.9%；平均售电价格404元/兆瓦时，同比-3.3%。由于售电量增长以及燃煤采购价格下降，上半年公司单位售电成本为362.2元/兆瓦时，同比-1.5%。上半年公司燃煤机组平均利用小时数2354小时，同比减少155小时，同时公司68台具备资格的燃煤机组上半年共获得容量电费24.9亿元（含税）。从装机容量来看，上半年福建能源

采\*陈晨, 王璇》——2023-10-29

《中国神华(601088)2023年中报点评报告:电力业务量价齐升,煤价下跌影响盈利(买入)\*煤炭开采\*陈晨,王璇》——2023-08-27

所属国能神福(晋江)热电有限公司3号机组(超高温亚临界背压式热电机组)投运新增装机容量50兆瓦;台山电力煤电机组改造扩容30兆瓦;位于广东、福建等地的光伏电站投运并对外商业运营,新增装机容量合计108兆瓦,共计新增发电装机容量188兆瓦。上半年电力板块实现利润总额52.51亿元,同比-9.5%,盈利有所下滑。

- 其他业务: 铁路业务规模增长, 煤化工业务盈利下滑。**2024上半年公司实现自有铁路运输周转量161.4十亿吨公里,同比+7.3%,主因自有铁路沿线煤源充足且煤炭销量增长;自有港口装船量(黄骅港及天津煤码头)131.9百万吨,同比+7.1%,主因到港资源增加及去年同期基数较低;航运货运量65.5百万吨,同比-9.3%,航运周转量75十亿吨海里,同比-4.8%;聚烯烃销量28.74万吨,同比-18.2%,主因设备检修。铁路、港口、航运、煤化工板块分别实现利润总额69.23、12.12、2.22、0.01亿元,同比分别+1.9%、+0.2%、+88.1%、-96.9%。另外,公司港口分部项目持续推进,黄骅港五期工程获得核准批复,工程投运后黄骅港将新增煤炭装船能力5,000万吨/年;黄骅港油品码头开工建设,计划建设1个8万吨级油品泊位,设计年通过能力606万吨;天津港二期工程前期工作有序开展;珠海高栏港散货码头工程开工建设。
- 盈利预测与估值:**预计公司2024-2026年营业收入分别为3496/3672/3830亿元,归母净利润分别为584.4/610.5/641.2亿元,同比-2%/+4%/+5%;EPS分别为2.94/3.07/3.23元,对应当前股价PE为13.79/13.20/12.56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	349584	367198	383010
增长率(%)	0	2	5	4
归母净利润(百万元)	59694	58436	61046	64121
增长率(%)	-14	-2	4	5
摊薄每股收益(元)	3.00	2.94	3.07	3.23
ROE(%)	15	14	14	14
P/E	10.44	13.79	13.20	12.56
P/B	1.52	1.90	1.84	1.77
P/S	1.82	2.30	2.19	2.10
EV/EBITDA	4.46	6.26	5.71	5.21

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

证券代码:	601088				股价:	40.55		投资评级:	买入		日期:	2024/08/30	
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	2.94	3.07	3.23				
毛利率	36%	35%	35%	35%	BVPS	20.57	21.31	22.07	22.88				
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	13.79	13.20	12.56				
<b>成长能力</b>					P/B	1.52	1.90	1.84	1.77				
收入增长率	0%	2%	5%	4%	P/S	1.82	2.30	2.19	2.10				
利润增长率	-14%	-2%	4%	5%									
<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	0.54	0.54	0.54	营业收入	343074	349584	367198	383010				
应收账款周转率	28.89	28.25	25.88	28.16	营业成本	219922	228734	240289	250681				
存货周转率	26.71	27.81	25.99	27.91	营业税金及附加	18385	20975	22032	22981				
<b>偿债能力</b>					销售费用	425	433	455	474				
资产负债率	24%	22%	22%	21%	管理费用	9812	9998	10502	10954				
流动比	2.17	2.49	2.70	3.01	财务费用	501	138	-302	-831				
速动比	1.89	2.19	2.40	2.71	其他费用/(-收入)	3007	3496	3672	3830				
<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	86936	91909	96489				
现金及现金等价物	149986	169327	198626	228991	营业外净收支	-4191	-1000	-1000	-1000				
应收款项	19858	21869	25091	26105	利润总额	87176	85936	90909	95489				
存货净额	12846	12569	14130	13724	所得税费用	17578	17187	19091	20053				
其他流动资产	16261	17584	17877	18539	净利润	69598	68748	71818	75436				
<b>流动资产合计</b>	<b>198951</b>	<b>221349</b>	<b>255724</b>	<b>287359</b>	少数股东损益	9904	10312	10773	11315				
固定资产	256933	251734	245652	238778	归属于母公司净利润	59694	58436	61046	64121				
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	85361	94415	97008				
长期股权投资	55571	58571	61571	64571	净利润	59694	58436	61046	64121				
<b>资产总计</b>	<b>630131</b>	<b>648462</b>	<b>678229</b>	<b>704719</b>	少数股东损益	9904	10312	10773	11315				
短期借款	2927	1927	1427	927	折旧摊销	24859	20568	21108	21644				
应付款项	38901	38614	42817	42136	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	-5647	157	-1125				
其他流动负债	49757	48453	50483	52309	投资活动现金流	-36974	-15805	-15594	-15404				
<b>流动负债合计</b>	<b>91585</b>	<b>88994</b>	<b>94727</b>	<b>95372</b>	资本支出	-35583	-16650	-16633	-16617				
长期借款及应付债券	32608	28608	26608	25108	长期投资	-2868	-3000	-3000	-3000				
其他长期负债	27568	27568	27568	27568	其他	1477	3845	4039	4213				
<b>长期负债合计</b>	<b>60176</b>	<b>56176</b>	<b>54176</b>	<b>52676</b>	筹资活动现金流	-76131	-50215	-49522	-51239				
<b>负债合计</b>	<b>151761</b>	<b>145170</b>	<b>148903</b>	<b>148048</b>	债务融资	-17362	-5000	-2500	-2000				
股本	19869	19869	19869	19869	权益融资	574	0	0	0				
股东权益	478370	503291	529325	556671	其它	-59343	-45215	-47022	-49239				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>630131</b>	<b>648462</b>	<b>678229</b>	<b>704719</b>	现金净增加额	-23284	19341	29299	30365				

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，8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

## 【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。