

# 中国神华 (601088.SH)

## 煤电路港航化一体化经营，业绩稳健

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2024 年半年报：**2024H1 公司实现营收 1680.8 亿元（-0.8%），归母净利润 295.0 亿元（-11.3%）；其中 2024Q2 公司实现营收 804.3 亿元（-2.4%），归母净利润 136.2 亿元（-7.1%）。

**煤炭：产/销量增长，煤价下行、成本增加致毛利降低。**2024H1 商品煤产量 163.2 百万吨，同比+1.6%；煤炭销量 229.7 百万吨，同比+5.4%，其中自产商品煤销量 162.8 百万吨，同比+2.2%。2024H1 自产煤、外购煤销售均价分别为 533 元/吨、648 元/吨，分别同比下降 27 元/吨、65 元/吨；年度长协/月度长协/现货/坑口直销价格分别为 490/725/618/313 元/吨，分别同比 -2.0%/-11.7%/-10.8%/-9.8%，销售占比分别为 54.4%/31.7%/8.6%/5.3%。上半年自产煤单位生产成本 191.7 元/吨，同比+3.7 元/吨，主要系人工成本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同比增加 8.7 元/吨。最终，自产煤、外购煤分别实现毛利 364.7 亿元、8.2 亿元，分别同比-12.3%、+5.9%。上半年新街台格庙矿区新街一井、二井取得采矿许可证。

**电力：发/售电量持续增长，煤价下行成本改善。**2024H1 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%；平均利用小时数 2354 小时，同比减少 155 小时；平均售电价格 404 元/兆瓦时，同比-3.3%；单位售电成本 362.2 元/兆瓦时，同比-1.5%，主要系售电量增长及燃煤采购价格下降。2024H1 新增发电机组装机容量 188 兆瓦，其中新增燃煤/光伏发电机组装机容量分别为 80/108 兆瓦。2024H1 电力毛利 70.8 亿元，同比-4.6%。

**运输：营收、利润同步增长。**2024H1 铁路、港口、航运分部分别实现营收 224.4/34.4/24.9 亿元，分别同比+1.4%/+4.8%/-3.5%，毛利润分别同比 +0.4%/+2.7%/+4.7%。上半年运输经营稳健，自有铁路运输周转量为 161.4 十亿吨公里，同比+7.3%；黄骅港煤炭装船量 110.0 百万吨，同比+9.3%，煤炭装船量持续位居全国煤炭港口首位；航运货运量 65.5 百万吨，同比-9.3%。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于公司上半年煤炭平均售价低于此前预期，下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 548/557/558 亿元（前值为 602/611/615 亿元），对应 PE 为 14.3/14.1/14.1。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	339,372	346,789	351,875
(+/-%)	2.8%	-0.4%	-1.1%	2.2%	1.5%
净利润(百万元)	69626	59694	54771	55651	55767
(+/-%)	38.5%	-14.3%	-8.2%	1.6%	0.2%
每股收益(元)	3.50	3.00	2.76	2.80	2.81
EBIT Margin	29.2%	26.7%	23.8%	23.5%	23.3%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	14.6%	13.0%	12.8%	12.4%
市盈率 (PE)	11.3	13.2	14.3	14.1	14.1
EV/EBITDA	7.8	8.3	9.3	9.1	8.9
市净率 (PB)	2.00	1.92	1.86	1.80	1.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

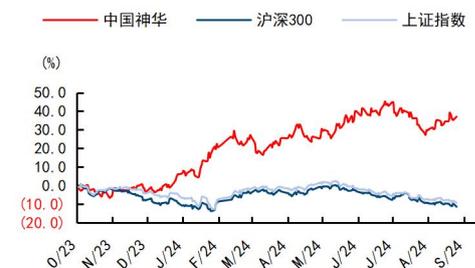
#### 煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001  
 证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002

#### 基础数据

投资评级 合理估值 41.08 元  
 收盘价 816199/816199 百万元  
 总市值/流通市值 46.02/28.91 元  
 52 周最高价/最低价 893.29 百万元  
 近 3 个月日均成交额 优于大市(维持)

#### 市场走势



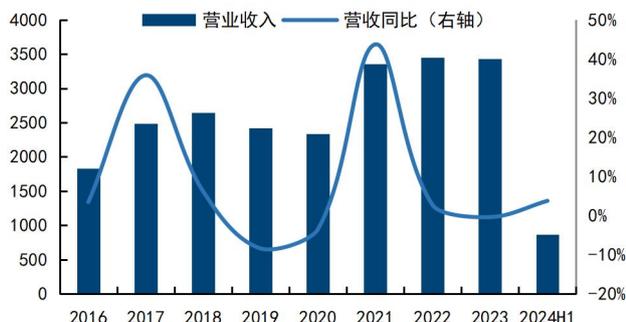
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国神华 (601088.SH) -煤价下行拖累业绩，产运销一体化经营稳健》——2024-04-29
- 《中国神华 (601088.SH) -煤电一体业绩稳健增长，高分红彰显投资价值》——2024-03-28
- 《中国神华 (601088.SH) -产运销协同一体，高长协高股息价值重塑》——2023-11-12

**公司发布 2024 年半年报：**2024H1 公司实现营收 1680.8 亿元（-0.8%），归母净利润 295.0 亿元（-11.3%）；其中 2024Q2 公司实现营收 804.3 亿元（-2.4%），归母净利润 136.2 亿元（-7.1%）。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

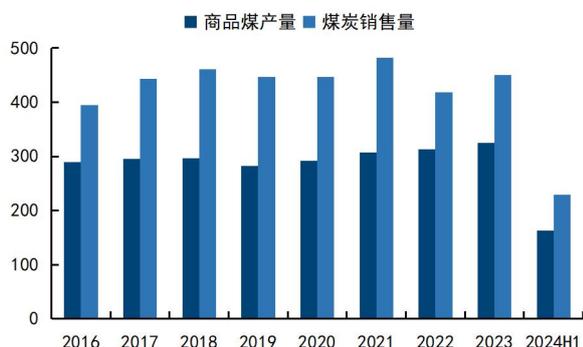
图2：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**煤炭：产/销量增长，煤价下行、成本增加致毛利降低。**2024H1 商品煤产量 163.2 百万吨，同比+1.6%；煤炭销量 229.7 百万吨，同比+5.4%，其中自产商品煤销量 162.8 百万吨，同比+2.2%。2024H1 自产煤、外购煤销售均价分别为 533 元/吨、648 元/吨，分别同比下降 27 元/吨、65 元/吨；年度长协/月度长协/现货/坑口直销价格分别为 490/725/618/313 元/吨，分别同比-2.0/-11.7/-10.8/-9.8%，销售占比分别为 54.4%/31.7%/8.6%/5.3%。上半年自产煤单位生产成本 191.7 元/吨，同比+3.7 元/吨，主要系人工成本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同比增加 8.7 元/吨。最终，自产煤、外购煤分别实现毛利 364.7 亿元、8.2 亿元，分别同比-12.3%、+5.9%。上半年新街台格庙矿区新街一井、二井取得采矿许可证。

图3：公司商品煤产销量情况（百万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司自产煤单位生产成本（元/吨）

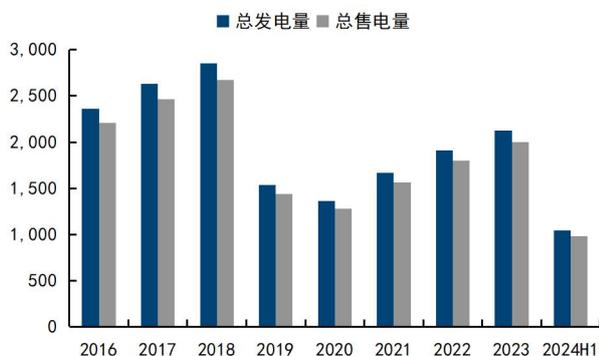


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**电力：发/售电量持续增长，煤价下行成本改善。**2024H1 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%；平均利用小时数 2354 小时，同比减少 155 小时；平均售电价格 404 元/兆瓦时，同比-3.3%；单位售电成本 362.2 元/兆瓦时，同比-1.5%，主要系售电量增长及燃煤采购价格下降。2024H1 新增发电机组装机容量 188 兆瓦，其中新增燃煤/光伏发电机组装机容量分别为 80/108 兆瓦。2024H1 电力毛利 70.8 亿元，同比-4.6%。

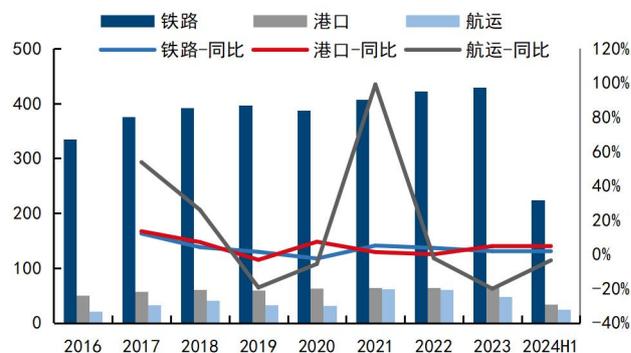
**运输：营收、利润同步增长。**2024H1 铁路、港口、航运分部分别实现营收 224.4/34.4/24.9 亿元，分别同比+1.4%/+4.8%/-3.5%，毛利润分别同比+0.4%/+2.7%/+4.7%。上半年运输经营稳健，自有铁路运输周转量为 161.4 十亿吨公里，同比+7.3%；黄骅港煤炭装船量 110.0 百万吨，同比+9.3%，煤炭装船量持续位居全国煤炭港口首位；航运货运量 65.5 百万吨，同比-9.3%。

图5：公司发/售电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司运输板块营收（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于公司上半年煤炭平均售价低于此前预期，下调盈利预测，预计 2024-2026 年煤炭平均售价为 567/563/563 元/吨（前值为 582/578/573 元/吨），为归母净利润为 548/557/558 亿元（前值为 602/611/615 亿元），对应 PE 为 14.3/14.1/14.1。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司核增产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	170503	149986	165534	178974	193444	营业收入	344533	343074	339372	346789	351875
应收款项	12100	19858	18596	19002	19281	营业成本	210059	219922	226932	232875	236974
存货净额	12096	12846	13034	13294	13460	营业税金及附加	19972	18385	17987	18380	18649
其他流动资产	16351	16261	15950	16299	16538	销售费用	410	425	407	416	422
<b>流动资产合计</b>	<b>211050</b>	<b>198951</b>	<b>213114</b>	<b>227569</b>	<b>242724</b>	管理费用	9930	9812	10271	10441	10558
固定资产	270442	277407	285138	289708	290876	研发费用	3722	3007	3054	3121	3167
无形资产及其他	52589	61630	59165	56700	54234	财务费用	877	501	108	(321)	(744)
投资性房地产	37970	36572	36572	36572	36572	投资收益	2420	3815	5000	5000	4500
长期股权投资	49650	55571	57597	60915	64670	资产减值及公允价值变动	(3372)	(3691)	(3500)	(3000)	(3000)
<b>资产总计</b>	<b>621701</b>	<b>630131</b>	<b>651586</b>	<b>671464</b>	<b>689077</b>	其他收入	(4195)	(2786)	(3054)	(3121)	(3167)
短期借款及交易性金融负债	13601	10106	10308	10514	10725	营业利润	98138	91367	82112	83877	84349
应付款项	38972	38901	39323	41337	41388	营业外净收支	(1891)	(4191)	(2316)	(2799)	(3102)
其他流动负债	45831	42578	46950	47892	48494	<b>利润总额</b>	<b>96247</b>	<b>87176</b>	<b>79796</b>	<b>81077</b>	<b>81247</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>98404</b>	<b>91585</b>	<b>96581</b>	<b>99744</b>	<b>100607</b>	所得税费用	14592	17578	15959	16215	16249
长期借款及应付债券	41891	32608	27608	22608	17608	少数股东损益	12029	9904	9066	9211	9230
其他长期负债	22161	27568	33068	38568	44068	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>69626</b>	<b>59694</b>	<b>54771</b>	<b>55651</b>	<b>55767</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>64052</b>	<b>60176</b>	<b>60676</b>	<b>61176</b>	<b>61676</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>162456</b>	<b>151761</b>	<b>157257</b>	<b>160920</b>	<b>162283</b>	净利润	69626	59694	54771	55651	55767
少数股东权益	65391	69678	71944	74247	76555	资产减值准备	2080	319	262	121	41
股东权益	393854	408692	422385	436297	450239	折旧摊销	21270	21860	20849	22652	24133
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>621701</b>	<b>630131</b>	<b>651586</b>	<b>671464</b>	<b>689077</b>	公允价值变动损失	3372	3691	3500	3000	3000
						财务费用	877	501	108	(321)	(744)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	14434	(4618)	11941	7562	5510
每股收益	3.50	3.00	2.76	2.80	2.81	其它	(816)	2137	2005	2182	2267
每股红利	3.14	3.01	2.07	2.10	2.11	<b>经营活动现金流</b>	<b>109966</b>	<b>83083</b>	<b>93327</b>	<b>91167</b>	<b>90718</b>
每股净资产	19.82	20.57	21.26	21.96	22.66	资本开支	0	(23647)	(29877)	(27877)	(25877)
ROIC	18.60%	15.93%	14%	15%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	17.68%	14.61%	13%	13%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2006)</b>	<b>(29568)</b>	<b>(31903)</b>	<b>(31195)</b>	<b>(29632)</b>
毛利率	39%	36%	33%	33%	33%	权益性融资	337	574	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	24%	24%	23%	负债净变化	(10755)	(8802)	(5000)	(5000)	(5000)
EBITDA Margin	35%	33%	30%	30%	30%	支付股利、利息	(62310)	(59900)	(41078)	(41738)	(41825)
收入增长	3%	-0%	-1%	2%	1%	其它融资现金流	45450	62798	202	206	210
净利润增长率	39%	-14%	-8%	2%	0%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(100343)</b>	<b>(74032)</b>	<b>(45876)</b>	<b>(46532)</b>	<b>(46615)</b>
资产负债率	37%	35%	35%	35%	35%	<b>现金净变动</b>	<b>7617</b>	<b>(20517)</b>	<b>15548</b>	<b>13440</b>	<b>14471</b>
股息率	7.9%	7.6%	5.2%	5.3%	5.3%	货币资金的期初余额	162886	170503	149986	165534	178974
P/E	11.3	13.2	14.3	14.1	14.1	货币资金的期末余额	170503	149986	165534	178974	193444
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	0	66663	67489	67580	69450
EV/EBITDA	7.8	8.3	9.3	9.1	8.9	权益自由现金流	0	120659	62605	63044	65255

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032