

动力煤

中国神华（601088.SH）

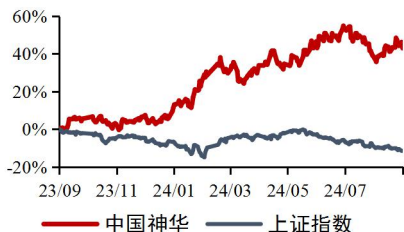
买入-A(维持)

煤、电产销同增，全产业链优势继续凸显

2024年9月4日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年9月3日

收盘价(元)：	40.18
年内最高/最低(元)：	46.02/28.91
流通A股/总股本(亿股)：	164.91/198.69
流通A股市值(亿元)：	6,626.10
总市值(亿元)：	7,983.17

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元)：	1.49
摊薄每股收益(元)：	1.49
每股净资产(元)：	23.77
净资产收益率(%)：	7.33

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2024年半年度报告：报告期内公司实现营业收入1680.78亿元，同比-0.8%；实现归母净利润295.04亿元，同比-11.3%；扣非后归母净利润294.81亿元，同比-10.6%；基本每股收益1.485元/股，加权平均净资产收益率7.32%，同比减少1.27个百分点。经营活动产生的现金流量净额526.68亿元，同比+13.6%。截至2024年6月30日，公司总资产6727.58亿元，同比+6.8%，净资产3971.16亿元，同比-2.8%。

事件点评

➢ **煤、电受价格影响利润下滑，业绩符合预期。**报告期内公司延续煤电路港航化的纵向一体化经营模式；上半年，煤炭、发电、运输（铁路、港口+航运）及煤化工分部的利润总额（合并抵销前）分别为260.39、52.51、83.57和0.01亿元，同比分别变化-57.4亿元（-18.1%）、-5.49亿元（-9.5%）、2.36亿元（+2.9%）和-0.31亿元（-96.9%）。上半年国内煤炭价格回调、水电发力下火电电价下降是公司业绩下滑的主要原因，但公司煤炭产销量及受之影响的物流货运量、增加，运输分别盈利改善，部分弥补煤电分部业绩下滑。公司三费基本稳定，投资净收益增加，主要是转让鄂尔多斯房地产股权及利得5.22亿元。

➢ **煤炭产销同增，售价小幅下行。**上半年公司商品煤产量163.2百万吨（+1.6%），销售量为229.7百万吨（+5.4%），其中自产煤销售162.8万吨（+2.2%）、外购煤销售66.9百万吨（+14.2%）。煤炭平均售价566元/吨（自产煤533元/吨，外购煤648元/吨），同比变化-5.8%（自产煤-4.8%，外购煤-9.1%）。煤炭销售定价机制中年度长协、月度长协及现货分别占比54.4%、31.7%和8.6%，长协合计占比86.1%，是售价相对市场煤波动较小的主要原因。成本方面，单位销售成本458元/吨，同比-5.4%，主要受外购煤采购价格下行影响。但因外购煤量的增加，合并抵销前煤炭分部整体营业成本增加，实现962.76亿元（+4.4%），营收收入1343.28亿元（-0.7%），毛利率28.3%，同比下降3.5pct。

➢ **电力量增价减，装机继续增加。**受2023年下半年岳阳电力和清远电力4000兆瓦火电机组投运影响，虽然报告期内公司发电设备加权平均利用小时数下降，实现2323h（-6.5%），其中燃煤机组2354h（-6.2%），但发、售电量实现增长，分别实现104.04十亿千瓦时（+3.8%）、97.89十亿千瓦时（+3.9%），其中煤电发、售电量分别101.8十亿千瓦时（+3.6%）、95.69十亿千瓦时（+3.6%）。上半年电价有所下降，公司平均度电电价404元/兆



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



瓦时（-3.3%），其中煤电平均 403 元/兆瓦时（-3.1%）。利用小时数降低对成本有所影响，合并抵销前发电分部实现营业成本 372.72 亿元（+1.4%），营业收入 443.54 亿元（+0.4%），毛利率 16.0%，同比下降 0.8pct。报告期内公司燃煤机组新增 80 兆瓦装机，光伏发电装机新增 108 兆瓦，截至 6 月底，公司发电总装机 44822 兆瓦，其中燃煤机组 43244 兆瓦，占比 96.5%。

➤ **货运增量运输分部业绩增长，煤化工分部因检修业绩下滑。**受公司本身煤炭产销量增加及陕煤区域货运量增长影响，公司铁路运输周转量为 161.4 十亿吨公里（+7.3%）、港口煤炭装船量合计 131.9 百万吨（+7.1%）、非煤货物运量 6.8 百万吨（+11.5%）。合并抵销前铁路、港口及航运合计实现利润总额 83.57 亿元（+2.9%）。受煤制烯烃生产设备按计划检修影响，聚乙烯、聚丙烯销售量分别下降 18.3%和 18.2%，合并抵销前煤化工分部利润总额 0.01 亿元（-96.9%），但影响不大。

#### 投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.92\2.93\2.99 元，对应公司 9 月 3 日收盘价 40.18 元，2024-2026 年 PE 分别为 13.8\13.7\13.4 倍，考虑到下半年煤、电量价有回升可能，公司经营业绩稳健股息率仍具备较高吸引力，且央企市值管理纳入考核有助于提振公司估值，维持公司“买入-A”投资评级。

#### 风险提示

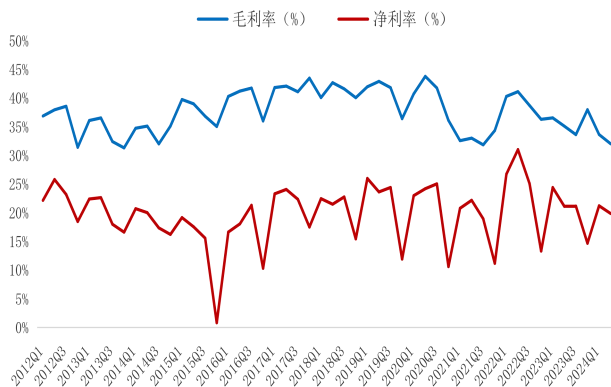
➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	342,071	348,775	353,171
YoY(%)	2.8	-0.4	-0.3	2.0	1.3
净利润(百万元)	69,626	59,694	58,016	58,255	59,413
YoY(%)	38.5	-14.3	-2.8	0.4	2.0
毛利率(%)	39.0	35.9	34.3	34.5	34.2
EPS(摊薄/元)	3.50	3.00	2.92	2.93	2.99
ROE(%)	17.8	14.5	13.5	13.1	12.8
P/E(倍)	11.5	13.4	13.8	13.7	13.4
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
净利率(%)	20.2	17.4	17.0	16.7	16.8

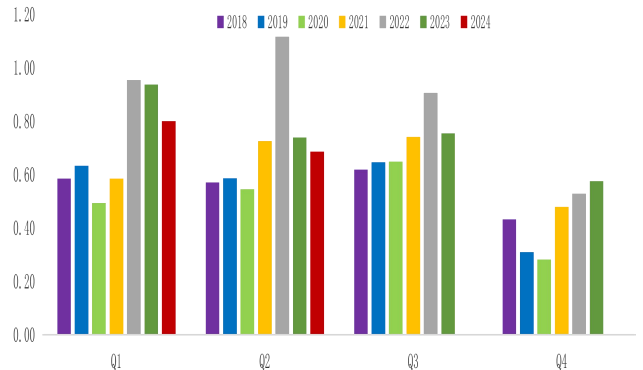
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2012-2024Q2 公司分季度毛利率和净利率



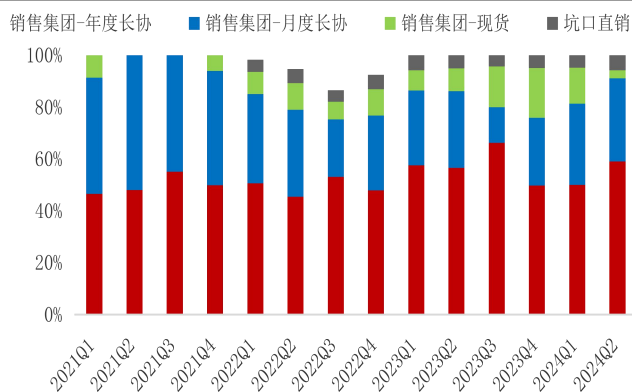
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2024Q2 公司分季度 EPS



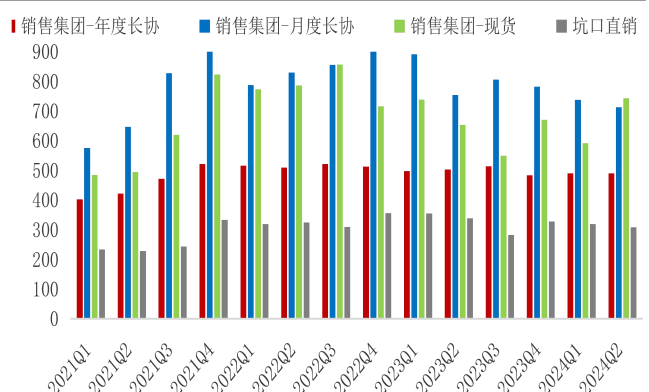
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2021-2024Q2 分季度不同销售模式销量（单位：百万吨）



资料来源：wind、山西证券研究所

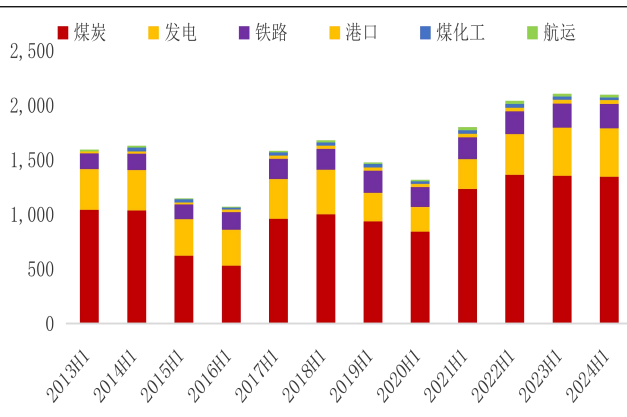
图 4：2021-2024Q2 分季度不同销售模式售价（单位：元/吨）



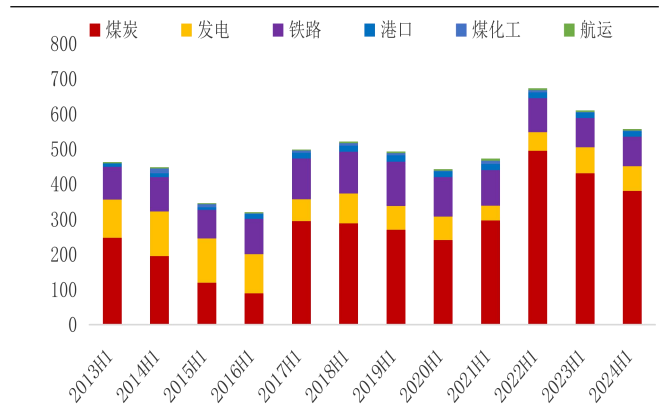
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2013H1-2024H1 分板块收入（单位：亿元）

图 6：2013H1-2024H1 分板块毛利（单位：亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本（单位：百万吨、元/吨）

单季度销量	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H2	H1oH1
一、国内销售	105.9	108.2	115.5	110	9.07%	1.66%	214.1	225.5	5.32%
（一）自产煤及采购煤	102.1	103.9	110.1	/	/	/	206	/	/
1、直达	50.8	48.6	51.2	/	/	/	99.4	/	/
2、下水	51.3	55.3	58.9	/	/	/	106.6	/	/
（二）国内贸易煤销售	2.4	3.1	4.1	/	/	/	5.5	/	/
（三）进口煤销售	1.4	1.2	1.3	1.3	-7.14%	8.33%	2.6	2.6	0.00%
二、出口销售	1.7	2.1	1.6	2.6	-5.88%	23.81%	3.8	4.2	10.53%
三、境外销售	107.6	110.3	117.1	112.6	8.83%	2.09%	217.9	229.7	5.42%
<b>销售量合计</b>	<b>105.9</b>	<b>108.2</b>	<b>115.5</b>	<b>110</b>	<b>9.07%</b>	<b>1.66%</b>	<b>214.1</b>	<b>225.5</b>	<b>5.32%</b>
吨煤售价/成本(不含税)	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H2	H1oH1
一、国内销售	615	579	572	558	-6.99%	-3.75%	597	565	-5.36%
（一）自产煤及采购煤	611	577	573	/	/	/	594	/	/
1、直达	463	447	444	/	/	/	455	/	/
2、下水	758	692	685	/	/	/	724	/	/
（二）国内贸易煤销售	631	574	513	/	/	/	599	/	/
（三）进口煤销售	875	743	631	673	-27.89%	-9.40%	814	652	-19.90%
二、出口销售	967	730	673	612	-30.40%	-16.21%	836	635	-24.04%
三、境外销售	621	581	573	559	-7.73%	-3.92%	601	566	-5.82%
<b>平均销售价格</b>	<b>169.4</b>	<b>206</b>	<b>191</b>	<b>193</b>	<b>12.51%</b>	<b>-6.63%</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>1.97%</b>
<b>自产煤单位生产成本</b>	<b>216</b>	<b>180</b>	<b>171</b>	<b>160</b>	<b>-20.84%</b>	<b>-10.89%</b>	<b>198</b>	<b>166</b>	<b>-16.17%</b>

资料来源：公司 2023 年一季报、半年度报告；2024 年一季报、半年度报告；山西证券研究所

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前）（单位：百万元）

煤炭	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
----	--------	--------	--------	--------	-------	-------	--------	--------	-------

煤炭	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
收入	68925	66319	69285	65043	0.52%	-1.92%	135244	134328	-0.68%
成本	45672	46511	49252	47024	7.84%	1.10%	92183	96276	4.44%
毛利	23253	19808	20033	18019	-13.85%	-9.03%	43061	38052	-11.63%
毛利率(%)	33.74	29.87	28.91	27.70	-14.30%	-7.25%	31.84	28.33	-11.03%
利润总额	17416	14377	13406	12633	-23.02%	-12.13%	31793	26039	-18.10%
发电	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
收入	22873	21317	24075	20279	5.26%	-4.87%	44190	44354	0.37%
成本	19183	17587	20002	17270	4.27%	-1.80%	36770	37272	1.37%
毛利	3690	3730	4073	3009	10.38%	-19.33%	7420	7082	-4.56%
毛利率(%)	16.10	17.50	16.90	14.84	4.97%	-15.20%	16.79	15.97	-4.91%
利润总额	2869	2931	3188	2063	11.12%	-29.61%	5800	5251	-9.47%
铁路	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
收入	11109	11014	11763	10679	5.89%	-3.04%	22123	22442	1.44%
成本	7106	6642	7282	6755	2.48%	1.70%	13748	14037	2.10%
毛利	4003	4372	4481	3924	11.94%	-10.25%	8375	8405	0.36%
毛利率(%)	36.00	39.69	38.10	36.75	5.83%	-7.43%	37.86	37.45	-1.07%
利润总额	3237	3556	3777	3146	16.68%	-11.53%	6793	6923	1.91%
港口	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
收入	1608	1679	1698	1745	5.60%	3.93%	3287	3443	4.75%
成本	914	891	873	1048	-4.49%	17.62%	1805	1921	6.43%
毛利	694	788	825	697	18.88%	-11.55%	1482	1522	2.70%
毛利率(%)	43.20	46.93	48.60	39.94	12.50%	-14.89%	45.09	44.21	-1.95%
利润总额	568	642	655	557	15.32%	-13.24%	1210	1212	0.17%
航运	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
收入	1130	1449	1214	1274	7.43%	-12.08%	2579	2488	-3.53%
成本	1027	1319	1078	1166	4.97%	-11.60%	2346	2244	-4.35%
毛利	103	130	136	108	32.04%	-16.92%	233	244	4.72%
毛利率(%)	9.10	8.97	11.20	8.48	23.08%	-5.51%	9.03	9.81	8.55%
利润总额	46	72	102	120	121.74%	66.67%	118	222	88.14%
煤化工	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	Q1oQ1	Q2oQ2	2023H1	2024H1	H1oH1
收入	1522	1480	1506	1032	-1.05%	-30.27%	3002	2538	-15.46%
成本	1412	1374	1411	951	-0.07%	-30.79%	2786	2362	-15.22%
毛利	110	106	95	81	-13.64%	-23.58%	216	176	-18.52%
毛利率(%)	7.20	7.16	6.30	7.85	-12.50%	9.59%	7.20	6.93	-3.62%
利润总额	17	15	16	-15	-5.88%	-200.00%	32	1	-96.88%

资料来源：公司 2023 年一季报、半年度报告；2024 年一季报、半年度报告；山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	211050	198951	216954	239830	270291
现金	170503	149986	175169	189698	227312
应收票据及应收账款	12100	19858	12007	20482	12416
预付账款	6809	5999	6772	6249	6936
存货	12096	12846	13114	13039	13669
其他流动资产	9542	10262	9893	10362	9959
<b>非流动资产</b>	410651	431180	439580	432820	425699
长期投资	49650	55571	58465	61695	64756
固定资产	248381	256933	258665	252430	244649
无形资产	52589	61630	68560	68432	68245
其他非流动资产	60031	57046	53890	50263	48049
<b>资产总计</b>	621701	630131	656533	672649	695990
<b>流动负债</b>	98404	91585	95865	95940	102274
短期借款	5216	2927	3654	4218	4052
应付票据及应付账款	38972	38901	37566	41698	38625
其他流动负债	54216	49757	54645	50025	59597
<b>非流动负债</b>	64052	60176	59236	55936	51603
长期借款	41891	32608	30086	26565	22043
其他非流动负债	22161	27568	29150	29371	29560
<b>负债合计</b>	162456	151761	155227	152003	154004
少数股东权益	65391	69678	79502	89266	99276
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68309	68309	68309
留存收益	290894	299924	313731	324621	336836
归属母公司股东权益	393854	408692	421804	431380	442710
<b>负债和股东权益</b>	621701	630131	656533	672649	695990

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	109734	89687	98507	79793	105164
净利润	81655	69598	67840	68020	69422
折旧摊销	22557	24641	22642	25024	26510
财务费用	877	501	354	118	-214
投资损失	-2420	-3815	-3039	-3427	-3259
营运资金变动	-1012	-11690	10390	-9835	12652
其他经营现金流	8077	10452	321	-108	54
<b>投资活动现金流</b>	-56585	-36974	-28217	-14730	-16184
<b>筹资活动现金流</b>	-78734	-76131	-45108	-50534	-51366
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.50	3.00	2.92	2.93	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	4.96	4.02	5.29
每股净资产(最新摊薄)	19.82	20.57	21.23	21.71	22.28

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	344533	343074	342071	348775	353171
营业成本	210059	219922	224705	228482	232252
营业税金及附加	19972	18385	18333	19200	19099
营业费用	410	425	424	432	438
管理费用	9930	9812	9646	9954	10046
研发费用	3722	3007	2998	3057	3095
财务费用	877	501	354	118	-214
资产减值损失	-4709	-3976	-3964	-4042	-4093
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	3039	3427	3259
<b>营业利润</b>	98138	91367	85199	87384	88112
营业外收入	443	912	912	912	912
营业外支出	2334	5103	3719	4411	4065
<b>利润总额</b>	96247	87176	82392	83885	84959
所得税	14592	17578	14552	15865	15537
<b>税后利润</b>	81655	69598	67840	68020	69422
少数股东损益	12029	9904	9824	9765	10009
<b>归属母公司净利润</b>	69626	59694	58016	58255	59413
EBITDA	119443	112159	105230	108867	111091

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.8	-0.4	-0.3	2.0	1.3
营业利润(%)	25.4	-6.9	-6.8	2.6	0.8
归属于母公司净利润(%)	38.5	-14.3	-2.8	0.4	2.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.0	35.9	34.3	34.5	34.2
净利率(%)	20.2	17.4	17.0	16.7	16.8
ROE(%)	17.8	14.5	13.5	13.1	12.8
ROIC(%)	17.9	14.9	14.1	13.9	13.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.1	24.1	23.6	22.6	22.1
流动比率	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.2	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	26.8	21.5	21.5	21.5	21.5
应付账款周转率	5.7	5.6	5.9	5.8	5.8
<b>估值比率</b>					
P/E	11.5	13.4	13.8	13.7	13.4
P/B	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.4	6.9	7.2	6.9	6.5

资料来源：最闻、山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

