

中国神华 (601088) / 煤炭开采行业

证券研究报告/公司点评

2024年9月2日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 41.08 元

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

电话:

Email: duchong@zts.com.cn

联系人: 鲁昊

电话:

Email: luhao@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	344,533	343,074	344,076	353,298	358,869
增长率 yoy%	3%	0%	0%	3%	2%
净利润 (百万元)	69,626	59,694	63,520	65,090	67,029
增长率 yoy%	39%	-14%	6%	2%	3%
每股收益 (元)	3.50	3.00	3.20	3.28	3.37
每股现金流量	5.52	4.51	4.65	4.81	4.94
净资产收益率	15%	12%	13%	13%	13%
P/E	11.7	13.7	12.8	12.5	12.2
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

备注: 股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	19,869
流通股本(百万股)	16,491
市价(元)	41.08
市值(百万元)	816,199
流通市值(百万元)	677,452

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、中国神华 (601088.SH) 2022 年业绩点评: 高分红持续兑现, 配置价值不断提升
- 2、中国神华 (601088.SH) 2022 年三季度报点评: 煤电持续放量, 经营业绩稳健
- 3、中国神华 (601088.SH) 2022 年中报点评: 煤电皆向好, 业绩高增长
- 4、中国神华 (601088.SH) 研究简报: 估值抬升, 价值发现

投资要点

- 中国神华于 2024 年 8 月 30 日发布 2024 年半年报:
 - 2024 上半年公司实现营业收入 1680.78 亿元, 同比减少 0.81%; 归母净利润 295.04 亿元, 同比减少 11.34%; 扣非归母净利润 294.81 亿元, 同比减少 10.60%; 经营活动产生的现金流量净额为 526.68 亿元, 同比增长 13.63%; 基本每股收益为 1.49 元, 同比减少 11.34%。
 - 2024Q2 实现营业收入 804.31 亿元 (同比-2.39%, 环比-8.23%), 归母净利润 136.20 亿元 (同比-7.14%, 环比-14.25%), 扣非归母净利润 130.21 亿元 (同比-9.83%, 环比-20.89%)。二季度业绩基本符合预期, 下滑主因是煤炭价格下滑, 同时叠加捐赠内蒙古生态综合治理资金共计 7.18 亿元等营业外支出影响。
- 煤炭: 产销量同比双增, 盈利小幅下滑。
 - 产销量方面, Q2 年度长协占比提高, 产销量环比继续增长。2024 上半年中国神华商品煤产量达 1.63 亿吨, 同比上涨 1.56%; 销量达 2.30 亿吨, 同比上涨 5.42%, 其中年度长协占比为 54.4% (同比-2.64pct), 月度长协占比为 31.70% (同比+2.50pct), 现货占比为 8.60% (同比+0.30pct); 自产煤销量 1.63 亿吨, 同比上涨 2.20%; 外购煤销量 0.67 亿吨, 同比上涨 14.16%。2024Q2 商品煤产量为 0.82 亿吨 (同比+1.61%, 环比+0.74%); 销量为 1.13 亿吨 (同比+2.09%, 环比-3.84%), 其中年度长协、月度长协、现货占比分别为 59.06% (同比+2.49pct, 环比+9.06pct)、32.06% (同比+2.50pct, 环比+0.76pct)、3.11% (同比-5.69pct, 环比-10.69pct); 自产煤销量为 0.83 亿吨 (同比+3.25%, 环比+2.74%)。
 - 价格方面, Q2 煤价下滑。2024 上半年中国神华平均价格为 566 元/吨, 同比下降 5.82%; 年度长协售价 490 元/吨, 同比下降 2.00%; 月度长协售价 725 元/吨, 同比下降 11.69%; 现货销售价格为 618 元/吨, 同比下降 10.82%; 自产煤销售价格为 539 元/吨, 同比下降 3.77%。2024Q2 平均价格为 559 元/吨 (同比-3.92%, 环比-2.49%), 年度长协售价为 490 元/吨 (同比-2.58%, 环比持平), 月度长协售价 713 元/吨 (同比-5.49%, 环比-3.28%), 现货售价为 743 元/吨 (同比+13.67%, 环比+25.71%)。
 - 成本与利润方面, Q2 成本环比上涨, 吨煤盈利下滑。2024 上半年自产煤单位生产成本为 191.7 元/吨, 同比上涨 1.97%, 其中原材料成本为 30.8 元/吨 (同比-1.28%), 人工成本为 56.3 元/吨 (同比+18.28%), 修理费为 10.5 元/吨 (同比+1.94%), 折旧及摊销为 18.4 元/吨 (同比-4.17%), 其他为 75.7 元/吨 (同比-5.02%); 自产煤单位销售成本为 308.61 元/吨, 同比上涨 3.27%; 自产煤单位销售毛利润 230.14 元/吨, 同比下降 11.82%。2024Q2 自产煤单位生产成本为 192.8 元/吨 (同比-6.64%, 环比+1.14%), 自产煤单位销售成本为 320.0 元/吨 (同比+3.86%, 环比+7.78%), 自产煤单位销售毛利润为 224.06 元/吨 (同比-6.38%, 环比-5.21%)。
- 电力: 发电量维持增长趋势, 电价下滑盈利承压。
 - 2024 上半年实现总发电量 1040.4 亿千瓦时, 同比上涨 5.89%; 总售电量 978.9 亿千瓦时, 同比上涨 6.00%。中国神华售电价格为 404 元/兆瓦时, 同比下降 3.35%; 售电成本为 362.2 元/兆瓦时, 同比下降 1.50%; 售电毛利润 41.8 元/兆瓦时, 同比下降 16.90%。
 - 2024Q2 实现总发电量 486.9 亿千瓦时 (同比+4.62%, 环比-12.03%), 总售电量 457.3 亿千瓦时 (同比+4.89%, 环比-12.33%), 售电价格为 398.3 元/兆瓦时 (同比-4.20%, 环比-2.62%), 售电成本为 359.2 元/兆瓦时 (同比+0.29%, 环比-1.53%), 售电毛利

润为 39.06 元/兆瓦时（同比-32.15%，环比-11.62%）。

- **煤炭资源接续，产量增长可期。**中国神华上半年煤炭资源接续，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。
- **盈利预测、估值及投资评级：**预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3440.76、3532.98、3588.69 亿元，实现归母净利润分别为 635.20、650.90、670.29 亿元，每股收益分别为 3.20、3.28、3.37 元，当前股价 41.08 元，对应 PE 分别为 12.8X/12.5X/12.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤矿产能释放受限、资本开支和现金分红风险、煤炭价格大幅下跌。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	164,331	182,805	195,791	营业收入	343,074	344,076	353,298	358,869
应收票据	7,983	8,006	8,221	8,351	营业成本	219,922	221,438	226,360	228,435
应收账款	11,875	11,910	12,229	12,422	税金及附加	18,385	19,268	19,785	20,097
预付账款	5,999	6,040	6,175	6,231	销售费用	425	413	424	431
存货	12,846	12,935	13,222	13,343	管理费用	9,812	9,978	10,246	10,407
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,007	2,436	3,480	3,535
其他流动资产	10,262	10,292	10,568	10,734	财务费用	501	-249	-654	-783
流动资产合计	198,951	213,514	233,219	246,873	信用减值损失	-285	6	6	6
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3,691	-4	-4	-4
长期股权投资	55,571	55,571	55,571	55,571	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	256,933	262,813	268,232	273,227	投资收益	3,815	3,600	3,600	3,600
在建工程	20,474	11,474	3,474	2,474	其他收益	423	513	468	491
无形资产	61,630	60,576	59,556	58,571	营业利润	91,367	95,080	97,855	100,989
其他非流动资产	36,572	37,644	39,000	39,835	营业外收入	912	578	645	712
非流动资产合计	431,180	428,077	425,833	429,678	营业外支出	5,103	2,895	3,444	3,814
资产合计	630,131	641,591	659,052	676,551	利润总额	87,176	92,763	95,056	97,887
短期借款	2,927	3,811	3,811	3,811	所得税	17,578	18,704	19,167	19,738
应付票据	581	585	598	603	净利润	69,598	74,059	75,889	78,149
应付账款	38,320	38,584	39,442	39,803	少数股东损益	9,904	10,539	10,799	11,121
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	59,694	63,520	65,090	67,029
合同负债	7,208	7,229	7,423	7,540	NOPLAT	69,998	73,860	75,367	77,525
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	3.00	3.20	3.28	3.37
一年内到期的非流动负债	7,179	7,179	7,179	7,179					
其他流动负债	35,370	35,620	36,226	36,518					
流动负债合计	91,585	93,008	94,678	95,455					
长期借款	29,636	29,836	30,036	30,236					
应付债券	2,972	3,312	3,312	3,312					
其他非流动负债	27,568	27,568	27,568	27,568					
非流动负债合计	60,176	60,716	60,916	61,116					
负债合计	151,761	153,724	155,594	156,571					
归属母公司所有者权益	408,692	420,605	435,227	451,788					
少数股东权益	69,678	67,262	68,231	68,192					
所有者权益合计	478,370	487,867	503,458	519,980					
负债和股东权益	630,131	641,591	659,052	676,551					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	89,687	92,292	95,615	98,080	营业收入增长率	-0.4%	0.3%	2.7%	1.6%
现金收益	94,740	96,710	98,776	101,569	EBIT增长率	-9.7%	5.5%	2.0%	2.9%
存货影响	-750	-89	-288	-121	归母公司净利润增长率	-14.3%	6.4%	2.5%	3.0%
经营性应收影响	-3,257	-95	-664	-375	获利能力				
经营性应付影响	-71	268	871	367	毛利率	35.9%	35.6%	35.9%	36.3%
其他影响	-975	-4,503	-3,080	-3,360	净利率	20.3%	21.5%	21.5%	21.8%
投资活动现金流	-36,974	-34,577	-33,085	-41,331	ROE	12.5%	13.0%	12.9%	12.9%
资本支出	-40,647	-18,727	-19,941	-27,212	ROIC	20.0%	20.1%	20.0%	19.9%
股权投资	-5,921	0	0	0	偿债能力				
其他长期资产变化	9,594	-15,850	-13,144	-14,119	资产负债率	24.1%	24.0%	23.6%	23.1%
融资活动现金流	-76,131	-43,370	-44,056	-43,762	债务权益比	14.7%	14.7%	14.3%	13.9%
借款增加	-12,778	1,424	200	200	流动比率	2.2	2.3	2.5	2.6
股利及利息支付	-59,900	-46,194	-47,328	-48,695	速动比率	2.0	2.2	2.3	2.4
股东融资	574	1,122	848	985	营运能力				
其他影响	-4,027	278	2,224	3,748	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	12	12	12	12
					应付账款周转天数	62	63	62	62
					存货周转天数	20	21	21	21
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.00	3.20	3.28	3.37
					每股经营现金流	4.51	4.65	4.81	4.94
					每股净资产	20.57	21.17	21.91	22.74
					估值比率				
					P/E	13.7	12.8	12.5	12.2
					P/B	2.0	1.9	1.9	1.8
					EV/EBITDA	10.1	9.8	9.6	9.4

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。