

煤炭

2024 年 09 月 18 日

## 中国神华 (601088)

——公司 2024 年 8 月份主要运营数据点评

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **煤炭业务方面：**8 月单月商品煤产量 2780 万吨，同比去年的 2730 万吨增长 1.8%，环比 7 月的 2680 万吨增长 3.7%；1-8 月累计生产 2.178 亿吨，同比去年的 2.148 亿吨增长 1.4%。8 月单月商品煤销量 3870 万吨，同比去年持平，环比 7 月的 4000 万吨减少 3.3%；1-8 月累计销售商品煤 3.084 亿吨，同比去年的 2.946 亿吨增长 4.7%。
- **发电板块：**公司 8 月单月发电量 220.9 亿千瓦时，同比去年的 191.6 亿千瓦时增长 15.3%，环比 7 月的 200.3 亿千瓦时增长 10.3%；1-8 月累计发电量为 1461.6 亿千瓦时，同比增长 4.6%。8 月单月售电量 207.9 亿千瓦时，同比去年的 179.5 亿千瓦时增长 15.8%，环比 7 月的 188.2 亿千瓦时增长 10.5%；1-8 月累计售电量为 1375 亿千瓦时，同比增长 4.7%。由于 2024 和 2023 年半年报至 7、8 月运营数据公告期间，公司均没有公告新的发电机组的投运，我们假设 2024 年 7、8 月和 23 年 7、8 月的装机容量与 24 年半年报、23 年半年报公告的装机容量持平，经计算，24 年 8 月发电分部利用小时数为 493 小时，同比 23 年 8 月的 475 小时增长 3.8%，环比 7 月的 447 小时增长 10.28%；1-8 月累计的利用小时数为 3263 小时，同比去年的 3463 小时下降 5.77%。由于近期长江流域来水减少、水电出力下降，8 月以来火电发电量有改善，公司 8 月单月发电量及利用小时数环比改善。
- **运输分部有望成为未来新的盈利增长点。**据公司半年报披露，朔黄铁路 3 万吨级重载列车成功开行，东月铁路列入国家重大建设项目清单，黄骅港五期工程（新增煤炭下水能力约 5000 万吨/年）取得核准批复。公司一体化运营优势将不断巩固和提升。
- **高股息奠定公司长期投资价值。**公司承诺 2022-2024 年最低分红比例 60%，2023 年实际分红比例为 75.22%，根据我们模型测算的公司 24 年业绩 609.37 亿元，假设 24 年维持 23 年的分红比例，参考 9 月 13 日收盘价，预计公司 A 股股息率高达 6.1%。
- **投资分析意见：**截至 24 年 6 月底，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1959.09 亿元，现金规模充裕。公司自产煤年度长协占比高、且一体化运营，业绩相对稳健，我们维持公司 24-26 年业绩预测，eps 分别为 3.07、3.09 和 3.20 元，对应公司 PE 估值 12 倍、12 倍、12 倍，由于公司业绩稳健、高股息属性凸显，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济下滑致下游需求下滑，产品价格超预期下跌；电厂建设大幅不及预期。

## 财务数据及盈利预测

|             | 2023    | 2024H1  | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 343,074 | 168,078 | 342,470 | 342,135 | 343,020 |
| 同比增长率 (%)   | -0.4    | -0.8    | -0.2    | -0.1    | 0.3     |
| 归母净利润 (百万元) | 59,694  | 29,504  | 60,937  | 61,392  | 63,671  |
| 同比增长率 (%)   | -14.3   | -11.3   | 2.1     | 0.7     | 3.7     |
| 每股收益 (元/股)  | 3.00    | 1.49    | 3.07    | 3.09    | 3.20    |
| 毛利率 (%)     | 35.9    | 32.9    | 35.5    | 36.1    | 36.2    |
| ROE (%)     | 14.6    | 7.4     | 15.0    | 14.5    | 14.4    |
| 市盈率         | 13      |         | 12      | 12      | 12      |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2024 年 09 月 13 日

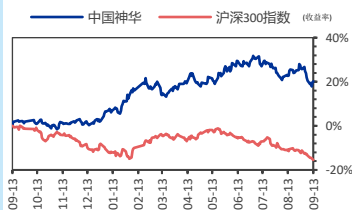
收盘价 (元) 37.85  
一年内最高/最低 (元) 46.02/29.30  
市净率 1.9  
息率 (分红/股价) 5.97  
流通 A 股市场值 (百万元) 624,186  
上证指数/深证成指 2,704.09/7,983.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元) 19.99  
资产负债率% 29.79  
总股本/流通 A 股 (百万) 19,869/16,491  
流通 B 股/H 股 (百万) -/3,377

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com  
施佳瑜 A0230521040004  
shijy@swsresearch.com

## 研究支持

严天鹏 A0230122090007  
yantp@swsresearch.com

## 联系人

严天鹏  
(8621)23297818×  
yantp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入                  | 344,533 | 343,074 | 342,470 | 342,135 | 343,020 |
| 其中: 营业收入               | 344,533 | 343,074 | 342,470 | 342,135 | 343,020 |
| 减: 营业成本                | 210,059 | 219,922 | 220,886 | 218,632 | 218,837 |
| 减: 税金及附加               | 19,972  | 18,385  | 18,353  | 18,335  | 18,382  |
| 主营业务利润                 | 114,502 | 104,767 | 103,231 | 105,168 | 105,801 |
| 减: 销售费用                | 410     | 425     | 424     | 411     | 377     |
| 减: 管理费用                | 9,930   | 9,812   | 9,932   | 9,067   | 8,747   |
| 减: 研发费用                | 3,722   | 3,007   | 2,911   | 2,737   | 2,401   |
| 减: 财务费用                | 877     | 501     | 452     | 239     | 204     |
| 经营性利润                  | 99,563  | 91,022  | 89,512  | 92,714  | 94,072  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -1,337  | -285    | -200    | -200    | -150    |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -3,372  | -3,691  | -2,065  | -1,750  | -1,000  |
| 加: 投资收益及其他             | 3,023   | 4,238   | 3,815   | 2,000   | 3,210   |
| 营业利润                   | 98,138  | 91,367  | 91,329  | 92,969  | 96,316  |
| 加: 营业外净收入              | -1,891  | -4,191  | -2,316  | -2,799  | -3,102  |
| 利润总额                   | 96,247  | 87,176  | 89,012  | 90,169  | 93,214  |
| 减: 所得税                 | 14,592  | 17,578  | 17,965  | 18,592  | 18,979  |
| 净利润                    | 81,655  | 69,598  | 71,047  | 71,577  | 74,235  |
| 少数股东损益                 | 12,029  | 9,904   | 10,110  | 10,186  | 10,564  |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 69,626  | 59,694  | 60,937  | 61,392  | 63,671  |
| 全面摊薄总股本                | 19,869  | 19,869  | 19,869  | 19,869  | 19,869  |
| 每股收益 (元)               | 3.50    | 3.00    | 3.07    | 3.09    | 3.20    |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                           |
|--------|-----|---------------|---------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488  | maojiong@swsresearch.com  |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245  | liqing3@swsresearch.com   |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628  | xiaoxia@swsresearch.com   |
| 华南组    | 李昇  | 0755-82990609 | lisheng5@swsresearch.com  |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860  | zhuxiaoyi@swsresearch.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123   | panyeming@swsresearch.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。