中国神华（1088）

更新报告

买入

2024 年 9 月 25 日

一体化运营布局熨平周期波动，盈利稳定彰显龙头本色

- **上半年业绩符合预期：**公司 2024 年上半年实现收入 1681 亿元，同比下降 0.8%；实现归母净利润 328 亿元，同比下降 11.1%。经营现金净流入 527 亿元，同比增长 13.6%；其中二季度实现收入 804 亿元，同比下降 2.4%，实现归母净利润 150 亿元，同比下降 7.2%。
- **上半年煤价压力测试下展现盈利稳定性：**公司上半年煤炭业务实现产量 1.63 亿吨，同比增长 1.6%；销售量达到 2.3 亿吨，同比增长 5.4%；其中煤炭业务实现收入 1343 亿元，同比下降 0.7%；因煤炭价格下降，公司上半年煤炭板块税前利润同比下降 17.2%。上半年由于人工成本的上升，公司自产煤单位生产成本为 172 元/吨，同比增长 3.2%。从煤炭销售结构上看，公司上半年中长协占比达到 86%，与去年同期基本持平。上半年年度长协销售平均价格同比仅下降 2%，价格波动远小于市场现货价格，使得公司在上半年煤价压力测试中仍能稳定利润。新增产能方面，新街一井、二井项目正在积极推进预计在 2028 年开始陆续释放产能。三井、四井已获得探矿权，正努力进行项目前期工作。四个矿井预计全部达产之后将贡献 3000 万吨的年产能。
- **一体化运营布局应对周期波动：**公司上半年发电板块实现收入 444 亿元，同比增长 0.4%；税前利润同比下降 8.9%。受上半年水电恢复的影响，公司火电利用小时数下降 6.2%，叠加上半年售电价格同比下降 3.3%，公司发电业务毛利率下降 0.7pct。公司煤电一体化运营模式在煤价波动时期，极大缓解公司盈利压力。今年公司有 2 吉瓦新增煤电机组有望在下半年投产。在进入 8 月后水电对于火电的挤兑影响逐步消退，8 月公司售电量增速恢复至 15.8%，全年利用小时数影响有望收窄。公司煤炭+运输+发电的一体化运营模式极大地平滑了周期对盈利的影响。随着新增装机的不断投产，公司售电业务有望长期保持稳定的盈利规模。
- **目标价 40.45 港元，维持买入评级：**展望全年，公司产业一体化运营优势将持续体现，高长协煤销售结构稳定利润水平，发电以及运输业务应对周期波动，下半年随着火电的恢复煤价下降的影响逐步褪去，央企市值管理纳入考核有助于提振公司估值。考虑到当前煤价以及电价水平，我们调整 2024-2026 年公司归母净利润预测至 609/614/619 亿元，给予目标价 40.45 港元，对应 2024 年 12 倍 PE，较现价有 19%的上升空间，维持买入评级。
- **风险因素：**长协煤价格大幅下降、发电新增装机容量不及预期。

陈晓霞
+ 852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮
+ 852-25321539
david.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

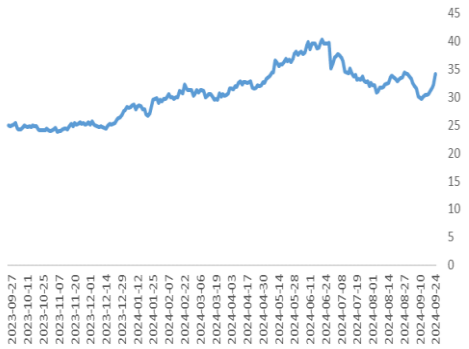
行业	煤炭
股价	34.10 港元
目标价	40.45 港元（+19%）
股票代码	1088.HK
已发行 H 股股本	33.77 亿股
H 股市值	1152 亿港元
52 周高/低	38.30/21.93 港元
每股净资产	20.12 元
主要股东	国家能源投资集团有限公司 69.52%

盈利摘要

截止12月31日	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
营业额（百万人民币）	344,533	343,074	334,699	338,634	342,537
变动（%）	2.6	(0.4)	(2.4)	1.2	1.2
净利润（百万人民币）	72,925	64,625	60,891	61,387	61,891
每股盈余（人民币）	3.67	3.25	3.06	3.09	3.11
变动（%）	41.8	(11.4)	(5.8)	0.8	0.8
市盈率@34.1港元（倍）	8.4	9.5	10.1	10.0	10.0
市净率@34.1港元（倍）	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
每股股息（人民币）	2.55	2.26	2.13	2.15	2.16
股息现价比率（%）	6.8	6.0	5.7	5.7	5.8

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	344,533	343,074	334,699	338,634	342,537
毛利	117,909	110,537	103,059	103,958	104,869
销售费用	(410)	(425)	(415)	(419)	(424)
管理费用	(9,930)	(9,812)	(9,572)	(9,685)	(9,797)
其他收入/开支	(9,279)	(10,606)	(8,814)	(8,849)	(8,883)
营业收入	98,290	89,694	84,257	85,004	85,765
财务开支	(859)	(483)	(407)	(443)	(478)
联营公司	2,223	3,565	3,565	3,565	3,565
税前盈利	99,654	92,776	87,415	88,127	88,852
所得税	(14,256)	(17,584)	(16,568)	(16,703)	(16,840)
少数股东应占利润	12,473	10,567	9,956	10,037	10,120
归母净利润	72,925	64,625	60,891	61,387	61,891
折旧及摊销	20,626	20,851	22,296	23,807	25,319
EBITDA	118,916	110,545	106,554	108,812	111,083
EPS (基本)	3.67	3.25	3.06	3.09	3.11
增长					
总收入（%）	2.6%	-0.4%	-2.4%	1.2%	1.2%
EBITDA（%）	19.9%	-7.0%	-3.6%	2.1%	2.1%
每股收益（%）	41.8%	-11.4%	-5.8%	0.8%	0.8%

财务分析

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率	34.5%	32.2%	31.8%	32.1%	32.4%
净利率	21.2%	18.8%	18.2%	18.1%	18.1%
ROE	16.0%	13.7%	12.0%	11.9%	11.8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
实际税率（%）	14.3%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
派息率（%）	69.5%	69.5%	69.5%	69.5%	69.5%
库存周转天数	18.9	20.4	20.4	20.4	20.4
应付账款天数	61.0	61.8	61.8	61.8	61.8
应收账款天数	13.0	21.1	21.1	21.1	21.1
财务状况					
净负债/股本	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
总资产/股本	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
盈利对利息倍数	114.4	185.7	207.1	192.0	179.4

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	131,458	108,174	122,801	129,061	143,579
应收账款	12,100	19,858	19,332	19,559	19,785
存货	12,096	12,846	12,961	13,131	13,299
其他流动资产	55,396	58,073	57,819	57,819	57,819
总流动资产	211,050	198,951	212,913	219,571	234,481
固定资产	274,103	290,839	299,396	309,012	316,915
无形资产	4,059	4,662	4,662	4,662	4,662
其他固定资产	136,108	138,960	138,960	138,960	138,960
总资产	625,320	633,412	655,931	672,205	695,018
应付帐款	38,972	38,901	39,250	39,764	40,271
短期银行贷款	12,630	4,622	8,626	6,624	7,625
其他短期负债	46,802	48,062	47,946	48,000	48,055
总流动负债	98,404	91,585	95,822	94,389	95,951
长期银行贷款	38,438	29,636	34,037	31,837	32,937
其他负债	25,682.0	30,540.0	30,540.0	30,540.0	30,540.0
总负债	162,524	151,761	160,399	156,765	159,428
少数股东权益	65,813	70,173	80,129	90,167	100,287
股东权益	396,983	411,478	415,403	425,273	435,304
每股净资产	23.29	24.24	24.94	25.94	26.96
营运资金	112,646	107,366	117,091	125,182	138,530

现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	118,916	110,545	106,554	108,812	111,083
融资成本	859	483	407	443	478
营运资金变化	2,879	(10,010)	760	117	114
所得税	(19,000)	(18,648)	(16,568)	(16,703)	(16,840)
其他营运活动	6,080	7,317	6,594	6,760	6,926
营运现金流	109,734	89,687	97,747	99,429	101,762
资本开支	(25,629)	(34,602)	(36,800)	(36,800)	(36,800)
其他投资活动	(30,956)	(2,372)	0	0	0
投资活动现金流	(56,585)	(36,974)	(36,800)	(36,800)	(36,800)
负债变化	(8,771)	(16,702)	8,405	(4,203)	2,101
股本变化	1,669	574	0	0	0
股息和利息	(53,391)	(53,119)	(47,944)	(45,385)	(45,765)
其他融资活动	(18,241)	(6,884)	(6,781)	(6,781)	(6,781)
融资活动现金流	(78,734)	(76,131)	(46,320)	(56,369)	(50,445)
现金变化	(25,585)	(23,418)	14,627	6,261	14,517
期初持有现金	156,706	131,458	108,174	122,801	129,061
汇率变动	337	134	0	0	0
期末持有现金	131,458	108,174	122,801	129,061	143,579

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。