

中国神华（601088.SH）

业绩大超预期，行业龙头行稳致远

2024 年 10 月 25 日，公司发布 2024 年三季度业绩公告。24Q1-3 公司实现营业收入 2538.99 亿元，同比+0.57%；归母净利润 460.74 亿元，同比-4.55%。24Q3 单季度公司实现营业收入 858.21 亿元，同比+3.37%；归母净利润 165.70 亿元，同比+10.54%，环比+21.66%。

销售结构调整&自产煤成本下滑，自产煤毛利率大幅提升。24Q1-3 公司实现商品煤产量 2.44 亿吨，同比+1.0%；商品煤销售量 3.45 亿吨，同比+3.8%。单三季度，商品煤产量 0.81 亿吨，同比-0.1%，环比-0.9%；商品煤销售量 1.16 亿吨，同比+0.9%，环比+2.7%。24Q3 煤价变动不大，公司综合售价 560 元/吨，同比+2.1%，环比+0.2%，而自产煤毛利率 46.3%，环比提升 6.5pct，主要系销售结构调整&自产煤成本下滑。

- (1) **销售结构调整：**Q3 年度长协销量环比-790 万吨，月度长协销量环比+310 万吨，现货销量环比+790 万吨。
- (2) **自产煤成本下滑：**24Q3 公司自产煤成本 175.4 元/吨，同比-10.9%，环比-9.0%。其中原料成本同比-12.6%，主要系部分露天矿剥离量减少导致原材料等成本下降；修理费同比-26.1%，主要受检修计划影响。

综合来看，24Q3 公司煤炭分部业绩超预期。若取合并抵消前按煤源分类的数据，24Q3 煤炭分部实现营收 646.38 亿元，同比+2.9%，环比+6.38%；实现毛利 205.52 亿元，同比+17.7%，环比+19.1；煤炭分部毛利率 31.8%，环比提升 3.4pct。

发、售电量大幅提升，毛利率改善，电力业绩表现亮眼。24Q3，受季节性影响及机组投产，公司发电量 641 亿千瓦时，同比+14.4%，环比+31.6%；售电量 603.8 亿千瓦时，同比+14.9%，环比 32.0%；售电价 0.395 元/千瓦时，同比-4.4%，环比-0.8%；售电成本 346.5 元/兆瓦时，同比+1.1%，环比-3.6%。在售价相对平稳背景下，受益于售电成本下滑，公司发电毛利率环比提升 0.9pct 至 15.8%；实现毛利 41.01 亿元，同比-13.7%，环比+36.3%。

截至 2024 年 9 月底，公司总装机容量 4493.9 万千瓦，较 23 年底新增 30.5 万千瓦；平均利用小时数 3745 小时，同比-3.1%。其中燃煤机组装机容量 4324.4 万千瓦，占总装机容量 96.2%；境内燃煤发电平均利用 3801 小时，同比增加-2.6%。

盈利预测与投资评级：公司属于较为稀缺的偏资源型煤电一体化运营公司，公司经营平稳，且稳定成长，兼具稳定分红特征。考虑到公司煤炭、电力业务成本控制良好，煤炭销售结构优化调整叠加电力业务稳定增长，我们上调公司 24-26 年盈利预测，我们预测 24-26 年归母净利润分别为 599/623/645 亿元，对应公司 PE13.6/13.1/12.6 倍。考虑公司兼具稳定成长和高股息避险属性，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,533	343,074	342,748	358,024	373,613
增长率 yoy（%）	2.6	-0.4	-0.1	4.5	4.4
归母净利润（百万元）	69,648	59,694	59,942	62,270	64,543
增长率 yoy（%）	39.1	-14.3	0.4	3.9	3.7
EPS 最新摊薄（元/股）	3.51	3.00	3.02	3.13	3.25
净资产收益率（%）	17.7	14.6	12.7	12.8	13.0
P/E（倍）	11.7	13.6	13.6	13.1	12.6
P/B（倍）	2.1	2.0	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
10 月 25 日收盘价（元）	40.93
总市值（百万元）	813,218.52
总股本（百万股）	19,868.52
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	33.76

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号：S0680124070012

邮箱：liaolanqi@gszq.com

相关研究

- 《中国神华（601088.SH）：业绩稳健依旧，尽显龙头风范》 2024-09-01
- 《中国神华（601088.SH）：行稳致远，高股息的硬核心资产价值凸显》 2024-04-27
- 《中国神华（601088.SH）：行稳致远，龙头风范尽显》 2024-03-23

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211050	198951	243287	256288	266403
现金	170503	149986	196372	209748	219416
应收票据及应收账款	12100	19858	19183	19526	19756
其他应收款	2377	2731	2856	2984	3113
预付账款	6809	5999	6690	7007	7333
存货	12096	12846	11615	11056	11075
其他流动资产	7165	7531	6572	5968	5711
非流动资产	410793	431180	459925	478283	496680
长期投资	49650	55571	60571	64880	69957
固定资产	248381	256933	267210	274908	281060
无形资产	52589	61630	69239	75190	82724
其他非流动资产	60173	57046	62906	63305	62940
资产总计	621843	630131	703213	734571	763084
流动负债	98404	91585	94382	99810	104551
短期借款	5216	2927	522	2147	3170
应付票据及应付账款	38972	38901	38093	39903	41760
其他流动负债	54216	49757	55767	57760	59621
非流动负债	64120	60176	56542	61762	64991
长期借款	38438	29636	21636	27175	30930
其他非流动负债	25682	30540	34906	34586	34061
负债合计	162524	151761	150924	161572	169542
少数股东权益	65419	69678	78635	87940	97584
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68396	68396	68396
留存收益	290940	299924	359802	371209	382107
归属母公司股东权益	393900	408692	473653	485060	495958
负债和股东权益	621843	630131	703213	734571	763084

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	109734	89687	100932	107488	110230
净利润	81696	69598	68899	71574	74187
折旧摊销	22874	24859	22585	23610	24515
财务费用	849	459	1382	1291	1536
投资损失	-2420	-3815	-2399	-2506	-2615
营运资金变动	2215	-5291	642	2453	1975
其他经营现金流	4520	3877	9822	11065	10632
投资活动现金流	-56585	-36974	-56483	-48802	-49634
资本支出	-27154	-35583	-51276	-46978	-47053
长期投资	-519	-2868	-5214	-4484	-5240
其他投资现金流	-28912	1477	6	2660	2658
筹资活动现金流	-78734	-76131	2001	-45309	-50929
短期借款	968	-2289	-2405	1625	1023
长期借款	-10755	-8802	-8000	5539	3754
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6653	168	214	0	0
其他筹资现金流	-62294	-65208	12192	-52474	-55706
现金净增加额	-25248	-23284	46386	13376	9668

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	342748	358024	373613
营业成本	210059	219922	222985	233577	244446
营业税金及附加	19972	18385	16311	16648	17410
营业费用	410	425	411	430	448
管理费用	9930	9812	9254	9667	10088
研发费用	3722	3007	2742	2864	2989
财务费用	877	501	-868	-1655	-1610
资产减值损失	-3372	-3691	-2360	-3368	-2529
其他收益	603	423	411	430	448
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	2399	2506	2615
资产处置收益	261	83	69	72	75
营业利润	98138	91367	91621	95584	99771
营业外收入	443	912	1094	816	941
营业外支出	2334	5103	7655	8037	8439
利润总额	96247	87176	85061	88363	92273
所得税	14551	17578	16162	16789	18085
净利润	81696	69598	68899	71574	74187
少数股东损益	12048	9904	8957	9305	9644
归属母公司净利润	69648	59694	59942	62270	64543
EBITDA	122091	115832	106778	110319	115178
EPS (元/股)	3.51	3.00	3.02	3.13	3.25

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.6	-0.4	-0.1	4.5	4.4
营业利润(%)	25.8	-6.9	0.3	4.3	4.4
归属母公司净利润(%)	39.1	-14.3	0.4	3.9	3.7
获利能力					
毛利率(%)	39.0	35.9	34.9	34.8	34.6
净利率(%)	20.2	17.4	17.5	17.4	17.3
ROE(%)	17.7	14.6	12.7	12.8	13.0
ROIC(%)	16.3	13.9	11.6	11.4	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.1	24.1	21.5	22.0	22.2
净负债比率(%)	-24.7	-22.1	-28.8	-28.9	-28.8
流动比率	2.1	2.2	2.6	2.6	2.5
速动比率	1.9	1.9	2.3	2.3	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	32.5	30.0	29.2	30.9	32.5
应付账款周转率	5.9	5.8	5.9	6.1	6.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.51	3.00	3.02	3.13	3.25
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	5.08	5.41	5.55
每股净资产(最新摊薄)	19.83	20.57	23.84	24.41	24.96
估值比率					
P/E	11.7	13.6	13.6	13.1	12.6
P/B	2.1	2.0	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.6	4.5	6.1	5.9	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com