

煤炭

2024 年 10 月 28 日

中国神华 (601088)

——业绩略超预期，成本端优化推动自产煤单吨毛利改善

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司于 10 月 26 日发布 2024 年第三季度报告，24Q1-3 实现营收 2538.99 亿元，同比增长 0.6%；归母净利润 460.74 亿元，同比减少 4.5%；基本每股收益 2.319 元。24Q3 单季度实现营收 858.21 亿元，环比 24Q2 增长 6.7%，同比增长 3.37%；归母净利润 165.7 亿元，环比 24Q2 增长 21.66%，同比增长 10.54%。业绩略超预期。
- **Q3 单季自产煤售价上涨且成本下降，毛利率增长。**24Q1-3，公司商品煤产量 244.4 百万吨，同比增长 1%；销量 345.3 百万吨，同比增长 3.8%。**自产煤方面**，销量 244.9 百万吨，同比增长 0.9%；售价 531 元/吨，同比下跌 2.8%；成本 300 元/吨，同比降 1.7%；毛利 231 元/吨，毛利率 43.5%，同比降 0.7pct。若取合并抵销前的数据，24Q1-3 煤炭分部实现营收 2013.19 亿元，同比增 0.6%；利润总额 411.04 亿元，因煤炭平均销售价格下降且营业成本上升，煤炭毛利率 29.3%，同比减少 1.1pct。24Q3 单季度，商品煤产量 81.9 百万吨，同比增 1.61%。**自产煤方面**，销量 81.2 百万吨，同比降 0.12%；售价 528 元/吨，同比涨 1.31%；成本 283 元/吨，同比降 10.83%；毛利率 46.3%，同比增 7.3pct。
- **24Q3 单季发、售电量，及利用小时数同比增长。**24Q1-3，公司发电量 168.14 十亿千瓦时，同比增长 7.6%，售电量 158.27 十亿千瓦时，同比增长 7.8%，发电业务收入 703.67 亿元，同比增长 3.4%，成本 591.84 亿元，同比增长 5.9%，利润总额 84.35 亿元，同比下降 12.7%。售电价 0.401 元/千瓦时，同比下降 3.6%。截至 24 年 9 月底，公司总装机容量 4493.9 万千瓦，报告期内新增装机容量 305 兆瓦；24Q1-3 平均利用小时数 3745 小时，同比下降 3.1%。24Q3 单季，发电量 64.1 十亿千瓦时，同比增 14.4%，售电量 60.38 十亿千瓦时，同比增 14.9%。平均利用小时数 1428 小时，同比增 3%。
- **销售费用、管理费用增长，期间费用同比增加。**24 年前三季度公司期间费用 91.83 亿元，同比增加 3.4%。其中销售费用 3.36 亿元，同比增 10.16%；管理费用 69.63 亿元，同比增 1.04%；财务费用 1.44 亿元，同比下降 49.1%，主要因利息收入增加；研发费用 17.4 亿元，同比增 24.37%，主要受研发投入和进度影响。
- **投资分析意见：**截至 24 年 9 月底，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1741.97 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 13 倍、13 倍、13 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

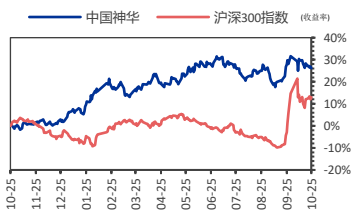
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	343,074	253,899	342,470	342,135	343,020
同比增长率 (%)	-0.4	0.6	-0.2	-0.1	0.3
归母净利润 (百万元)	59,694	46,074	60,937	61,392	63,671
同比增长率 (%)	-14.3	-4.6	2.1	0.7	3.7
每股收益 (元/股)	3.00	2.32	3.07	3.09	3.20
毛利率 (%)	35.9	33.7	35.5	36.1	36.2
ROE (%)	14.6	11.1	15.0	14.5	14.4
市盈率	14		13	13	13

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 10 月 25 日
收盘价 (元) 40.93
一年内最高/最低 (元) 47.50/29.30
市净率 2.0
息率 (分红/股价) 5.52
流通 A 股市值 (百万元) 674,978
上证指数/深证成指 3,299.70/10,619.85
注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 20.89
资产负债率% 24.10
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

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

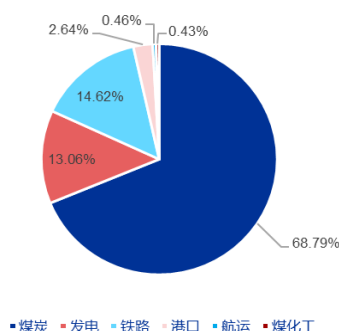
1. 公司平稳运行，煤炭业务毛利率高位运行

公司于 10 月 26 日发布 2024 年第三季度报告，24Q1-3 实现营收 2538.99 亿元，同比增长 0.6%；归母净利润 460.74 亿元，同比减少 4.5%；基本每股收益 2.319 元。24Q3 单季度实现营收 858.21 亿元，环比 24Q2 增长 6.7%，同比增长 3.37%；归母净利润 165.7 亿元，环比 24Q2 增长 21.66%，同比增长 10.54%。

从各个业务分部来看，若取合并抵销前的数据，2024 年前三季度，煤炭分部实现营收 2013.19 亿元，同比增长 0.6%；实现毛利额 589.28 亿元，因煤炭平均销售价格下降且营业成本上升，煤炭毛利率 29.3%，同比减少 1.1pct。发电业务收入 703.67 亿元，同比增长 3.4%，主要是由于售电量增长；分部营业成本 591.84 亿元，同比增长 5.9%。公司发电毛利率同比下降 2.0pct 至 15.9%。发电分部实现毛利 111.83 亿元，同比下降 8.1%，主要是由于平均售电价格下降。

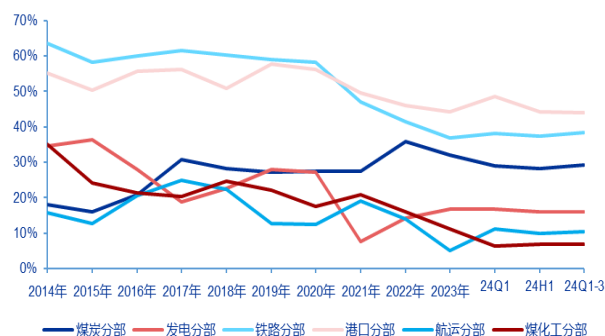
运输板块的铁路分部、港口分部、航运分部报告期内录得营收合计达 415.76 亿元，同比下降 0.05%，实现毛利 151.78 亿元，同比下降 0.08%；煤化工业务贡献营收 40.99 亿元，毛利润 2.81 亿元，毛利率 6.9%，同比下降 1.2pct，煤化工分部毛利同比下降是因为煤制烯烃生产设备按计划检修，聚烯烃产品产量及销售下降。

图 1：2024Q1-3 各业务板块毛利占比 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：各业务分部毛利率 (%)



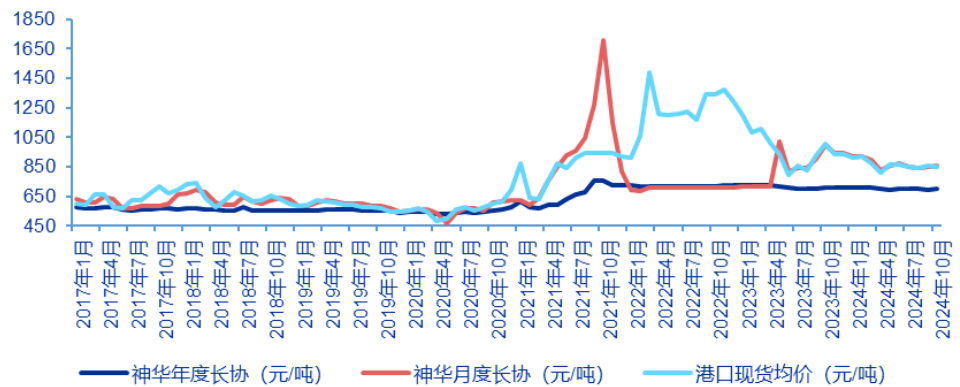
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 自产煤产量增长，但售价下跌带来毛利率下降

公司煤炭产量小幅增长。24 年 1-9 月，公司商品煤产量 244.4 百万吨，同比去年的 242 百万吨增长 1%；自产煤销量 244.9 百万吨，同比去年的 242.7 百万吨，增加了 0.9%。内蒙古自治区新街台格庙矿区新街一井、新街二井项目获得国家发展改革委核准批复，目前处于开工前准备阶段；新街三井、新街四井项目获得探矿权证，目前正在积极推进煤炭资源勘探和相关权证申办工作。

报告期内，公司煤炭长协比例较之于 2023Q1-3 增加，2024 年前三季度公司月度长协和年度长协合计占比 85.6%，较 2023 年前三季度的 84.1% 增长 1.5pct，长协比例基本平稳。年度长协销量占自产煤销量的 74.97%，较 2023 年同期的 82.49% 下降 7.52pct。价格方面，2024 年前三季度年度长协销售均价为 492 元/吨（不含税），同比下降 2.6%

图 3：中国神华煤炭销售高比例长协定价（元/吨）



资料来源：煤炭市场网，公司公告，申万宏源研究

表 1：中国神华煤炭销售价格（元/吨）

销售价格 (不含税)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1-3
一、年度长协	381	381	380	456	515	500	492
二、月度长协	511	480	465	765	873	808	713
三、现货	401	426	418	599	776	640	610
平均价格(不含税)	429	426	410	588	644	584	564

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司自产煤业务经营数据

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3 环比	24Q3 同比
产量 (百万吨)	80.10	80.60	81.30	82.50	81.30	81.90	81.20	-0.85%	-0.12%
销量 (百万吨)	79.40	79.90	83.40	82.70	80.30	82.50	82.10	-0.48%	-1.56%
收入 (亿元)	454.44	437.40	434.72	455.86	428.22	438.86	433.53	-1.21%	-0.27%
成本 (亿元)	229.89	246.18	265.01	211.42	238.41	264.01	232.63	-11.89%	-12.22%
毛利 (亿元)	224.55	191.22	169.71	244.44	189.81	174.85	200.90	14.90%	18.38%
吨售价 (元/吨)	559	547	521	551	533	532	528	-0.73%	1.31%
吨成本 (元/吨)	290	308	318	256	297	320	283	-11.46%	-10.83%
吨毛利 (元/吨)	283	239	203	296	236	212	245	15.46%	20.25%
毛利率 (%)	49.4%	43.7%	39.0%	53.6%	44.3%	39.8%	46.3%	6.50%	7.30%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：中国神华煤炭长协销售及占比（百万吨，%，元/吨）

	23Q1-3			24Q1-3			变动	
	销售量(百万吨)	占销售量合计比例(%)	价格(不含税, 元/吨)	销售量(百万吨)	占销售量合计比例(%)	价格 (不含税, 元/吨)	销售量(%)	价格 (不含税, %)
一、通过销售集团销售	315.6	94.9	597	326.7	94.6	579	3.5	-3.0
1、年度长协	200.2	60.2	505	183.6	53.2	492	-8.3	-2.6
2、月度长协	79.4	23.9	818	112.0	32.4	713	41.1	-12.8
3、现货	36.0	10.8	621	31.1	9.0	610	-13.6	-1.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. Q3 单季发、售电量，及利用小时数均增长、但售电价下降，带来分部利润同比下降

2024 年前三季度发电量 168.14 十亿千瓦时，同比增长 7.6%，售电量 158.27 十亿千瓦时，同比增长 7.8%。合并抵销前发电业务收入 703.67 亿元，同比增长 3.4%，成本 591.84 亿元，同比增长 5.9%，利润总额 84.35 亿元，同比下降 12.7%。

2024 年前三季度售电价 0.401 元/千瓦时，同比下降 3.6%。截至 24 年 9 月底，公司总装机容量 4493.9 万千瓦，报告期内，本集团新增装机容量 30.5 万千瓦。2024Q1-3 平均利用小时数 3745 小时，同比下降 3.1%；其中 Q3 单季度平均利用小时数 1428 小时，同比增长 3%。其中燃煤机组装机容量 4324.4 万千瓦，境内燃煤机组平均利用小时数 3801 小时，同比下降 2.6%。

表 4：公司发电业务经营数据（十亿千瓦时，亿，元/千瓦时，万千瓦，小时）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3 环比	24Q3 同比
发电量（十亿千瓦时）	51.71	48.49	56.03	56.03	55.35	48.69	64.1	31.65%	14.40%
售电量（十亿千瓦时）	48.75	45.51	52.57	52.92	52.16	45.73	60.38	32.04%	14.86%
收入（亿元）	228.73	213.17	238.59	243.58	240.75	202.79	260.13	28.28%	9.03%
成本（亿元）	191.83	175.87	191.08	209.07	200.02	172.7	219.12	26.88%	14.67%
毛利（亿元）	36.9	37.3	47.51	34.51	40.73	30.09	41.01	36.29%	-13.68%
售电价（元/千瓦时）	0.420	0.418	0.413	0.414	0.409	0.404	0.395	-2.23%	-4.36%
装机容量（万千瓦）	4032	4035	4052	4463	4480	4482	4494	0.26%	10.91%
平均利用小时（小时）	1283	1201	1386	1297	1236	1087	1428	31.37%	3.03%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 现金资产充裕

2024 年 9 月末，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1741.97 亿元，较 2023 年底的 1597.49 亿元增长 144 亿元，增幅 9.04%，公司现金规模非常充裕。

表 5：中国神华持有金融资产和货币资金规模（亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q3 末
货币资金	1274.57	1628.86	1705.03	1499.86	1651.32
其他流动资产	96.39	83.14	66.63	72.77	63.59
债权投资	4.00	4.00			
其他权益工具投资	18.45	21.74	23.86	24.86	27.06
合计	1393.41	1737.74	1795.52	1597.49	1741.97

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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 索取有关披露资料或登录 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	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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。

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。