

中国神华（601088.SH）

煤炭业务降本增效业绩改善，能源航母高盈利性凸显

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,533	343,074	336,117	347,390	362,596
增长率 yoy（%）	2.6	-0.4	-2.0	3.4	4.4
归母净利润（百万元）	69,648	59,694	60,925	62,927	64,242
增长率 yoy（%）	39.1	-14.3	2.1	3.3	2.1
ROE（%）	17.8	14.5	14.1	13.8	13.4
EPS 最新摊薄（元）	3.51	3.00	3.07	3.17	3.23
P/E（倍）	11.7	13.6	13.3	12.9	12.7
P/B（倍）	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：中国神华发布 2024 年三季报：2024 年前三季度公司实现营业收入 **2538.99 亿元**，同比增长 **0.6%**，归母净利润为 **460.74 亿元**，同比减少 **4.5%**，扣非后的归母净利润为 **460.34 亿元**，同比减少 **3.7%**。基本每股收益为 **2.319 元**，同比减少 **4.5%**，加权平均净资产收益率为 **11.19%**，同比减少 **1.02pct**。

分季度看，2024 年第三季度，公司实现营业收入 **858.21 亿元**，环比增长 **6.70%**，同比增长 **3.4%**；实现归母净利润 **165.70 亿元**，环比增长 **21.66%**，同比增长 **10.5%**；实现扣非后的归母净利润 **165.53 亿元**，环比增长 **27.13%**，同比增长 **11.5%**。

点评：

煤炭业务：自产煤吨煤成本环比下降明显，煤炭业务盈利大幅改善。1) 产销量：根据公司 2024 年三季报，2024 年 Q3 公司商品煤产量 0.81 亿吨（环比-1.22%），商品煤销量 1.16 亿吨（环比+2.65%），其中自产煤销售量为 0.82 亿吨（环比-1.20%），外购煤销售量为 0.34 亿吨（环比+13.33%）。

2) 售价与成本：2024 年 Q3 公司平均售价为 559.15 元/吨（同比+2.05%，环比+3.62%），自产煤售价为 528.05 元/吨（同比+1.31%，环比-0.73%）。2024 年 Q3 公司平均成本为 429.34 元/吨（同比+17.77%，环比+2.81%）；其中自产煤吨煤成本为 283.35 元/吨（同比-10.83%，环比-11.46%）。

3) 盈利：2024 年 1-9 月公司吨煤毛利为 167.50 元/吨（同比-6.90%），其中自产煤毛利为 230.94 元/吨（同比-4.27%），外购煤毛利为 12.77 元/吨（同比-9.78%）。2024 年 Q3 吨煤毛利 177.79 元/吨（同比-3.03%，环比+45.74%），其中自产煤毛利为 244.70 元/吨（同比+20.25%，环比+15.46%）。

总体来看，2024 年 1-9 月公司煤炭业务实现营业收入 2013.19 亿元（同比+0.6%），营业成本为 1423.91 亿元（同比+2.3%），分部毛利 589.28 亿元（同比-3.3%）。

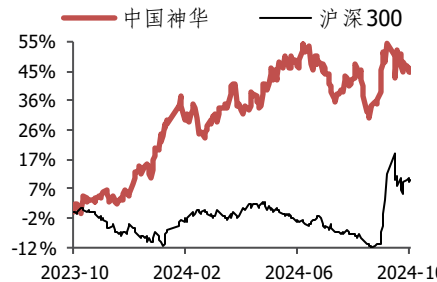
发电业务：惠州二期顺利投产，发电量再攀新高。1) 发电量：根据公司 2024

增持（维持评级）

股票信息

行业	煤炭
2024 年 10 月 25 日收盘价（元）	40.93
总市值（百万元）	813,218.52
流通市值（百万元）	674,978.18
总股本（百万股）	19,868.52
流通股本（百万股）	16,491.04
近 3 月日均成交额（百万元）	1,035.95

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 武克

执业证书编号：S1070123070016

邮箱：wuke@cgws.com

相关研究

- 《24H1 业绩符合预期，一体化能源巨头经营稳健》
2024-09-04
- 《一体化能源巨头业绩符合预期，仍具高分红属性》
2024-03-25
- 《煤价下跌影响公司盈利，一体化经营彰显业绩韧性——2023 年业绩预告点评》2024-02-01

年三季报, 2024 年 1-9 月份公司总发电量为 1681.4 亿千瓦时(同比+7.6%), 售电量为 1582.7 亿千瓦时(同比+7.8%)。10 月 18 日, 根据公司关于惠州二期第四套机组通过 168 小时试运行的公告, 公司全资子公司国能(惠州)热电二期燃气热电联产两套机组(装机容量合计 1000MW)全部建成投运, 将有效缓解粤港澳大湾区电、热供应压力。**2) 售价:** 2024 年 1-9 月公司平均燃煤售电价格 399.50 元/兆瓦时(同比-3.38%)。

总体来看, 2024 年 1-9 月公司发电业务实现营业收入 703.67 亿元(同比+3.4%), 营业成本 591.84 亿元(同比+5.9%), 分部利润 111.83 亿元(同比-8.1%), 毛利率为 15.9%(同比-2.0pct)。

其他板块: 运输业务稳健增长, 煤化工业务盈利下降。**1) 铁路分部:** 根据公司 2024 年三季报, 2024 年 1-9 月公司铁路板块实现营业收入 326.72 亿元(同比-1.0%), 营业成本 201.53 亿元(同比-1.1%), 分部利润 125.19 亿元(同比-0.8%), 毛利率 38.3%(同比持平)。**2) 港口分部:** 2024 年 1-9 月公司港口分部实现营业收入 51.33 亿元(同比+3.1%), 营业成本 28.71 亿元(同比+7.6%), 分部利润 22.62 亿元(同比-2.0%), 毛利率 44.1%(同比-2.3pct)。**3) 航运分部:** 2024 年 1-9 月, 航运分部实现营业收入 37.71 亿元(同比+3.9%), 营业成本 33.74 亿元(同比+0.1%), 分部利润 3.97 亿元(同比+52.7%), 毛利率 10.5%(同比+3.3pct)。**4) 煤化工分部:** 2024 年 1-9 月公司煤化工分部实现营业收入 40.99 亿元(同比-9.9%), 营业成本 38.18 亿元(同比-8.7%), 分部利润 2.81 亿元(同比-23.8%), 毛利率 6.9%(同比-1.2pct)。

在建项目: 新街一井、新街二井项目获核准, 公司煤炭产能有望进一步释放。9 月 3 日, 根据关于子公司取得内蒙古新街台格庙矿区新街一井、新街二井项目核准批复的公告, 公司控股子公司神华新街能源(控股 60%)下新街一井、新街二井项目获得国家发展改革委核准批复, 建设规模均为 800 万吨/年。

盈利预测与投资建议。我们推荐中国神华基于以下三个方面: 1) 作为中国最大的煤炭开采企业, 公司煤炭资源禀赋较优, 长协销售比例高业绩韧性强。2) 公司拥有发电、运输和煤化工业务, 产业链相对完整, 一体化经营可以平抑周期波动影响。3) 公司持续维持高分红比例, 股东回报有保证。我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 3361.17 亿元、3473.90 亿元和 3625.96 亿元, 归母净利润为 609.25 亿元、629.27 亿元和 642.42 亿元, EPS(摊薄)为 3.07 元、3.17 元和 3.23, 以 2024 年 10 月 25 日收盘价 40.93 元对应 PE 为 13.3x/12.9x/12.7x, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 在建项目进度不及预期、煤价超预期下跌、当地环保安监政策趋严、下游需求不及预期。

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	202372	217372	214194
现金	170503	149986	165014	165732	172241
应收票据及应收账款	12100	19858	9389	20968	11956
其他应收款	2377	2731	2273	2899	2500
预付账款	6809	5999	6549	6420	7117
存货	12096	12846	11614	13822	12849
其他流动资产	7165	7531	7531	7531	7531
非流动资产	410793	431180	449560	468302	486036
长期股权投资	49650	55571	61000	67537	74202
固定资产	248381	256933	272274	284721	294431
无形资产	52589	61630	64183	67404	71724
其他非流动资产	60173	57046	52103	48640	45680
资产总计	621843	630131	651932	685674	700230
流动负债	98404	91585	91180	100786	91556
短期借款	5216	2927	19776	7287	16227
应付票据及应付账款	38972	38901	29727	40493	32010
其他流动负债	54216	49757	41677	53006	43319
非流动负债	64120	60176	53654	47133	40611
长期借款	41891	32608	26086	19565	13043
其他非流动负债	22229	27568	27568	27568	27568
负债合计	162524	151761	144834	147919	132167
少数股东权益	65419	69678	79786	90227	100885
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68182	68182	68182
留存收益	290940	299924	310465	322589	338205
归属母公司股东权益	393900	408692	427311	447529	467178
负债和股东权益	621843	630131	651932	685674	700230

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	88022	105952	93344
净利润	81696	69598	71033	73368	74901
折旧摊销	22557	24641	22526	25078	27647
财务费用	877	501	-821	-976	-1257
投资损失	-2420	-3815	-2132	-1871	-2559
营运资金变动	-1012	-11690	-6008	6588	-9853
其他经营现金流	8036	10452	3424	3766	4465
投资活动现金流	-56585	-36974	-38580	-41701	-42625
资本支出	28684	37084	35477	37283	38716
长期投资	-519	-2887	-5429	-6537	-6665
其他投资现金流	-27382	2997	2326	2119	2756
筹资活动现金流	-78734	-76131	-54189	-51045	-53149
短期借款	968	-2289	16849	-12489	8939
长期借款	-10474	-9283	-6522	-6522	-6522
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6653	168	0	0	0
其他筹资现金流	-62575	-64727	-64516	-32035	-55567
现金净增加额	-25248	-23284	-4748	13206	-2430

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	336117	347390	362596
营业成本	210059	219922	215676	224286	235172
营业税金及附加	19972	18385	18150	18238	18855
销售费用	410	425	408	426	443
管理费用	9930	9812	9650	9955	10400
研发费用	3722	3007	2017	2084	2176
财务费用	877	501	-821	-976	-1257
资产和信用减值损失	-4709	-3976	-3618	-4014	-4662
其他收益	603	423	489	516	508
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	2132	1871	2559
资产处置收益	261	83	194	248	197
营业利润	98138	91367	90233	91998	95409
营业外收入	443	912	544	570	617
营业外支出	2334	5103	2488	2793	3179
利润总额	96247	87176	88289	89774	92846
所得税	14551	17578	17256	16407	17945
净利润	81696	69598	71033	73368	74901
少数股东损益	12048	9904	10108	10440	10659
归属母公司净利润	69648	59694	60925	62927	64242
EBITDA	118985	112059	109763	113578	118845
EPS (元/股)	3.51	3.00	3.07	3.17	3.23

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	-2.0	3.4	4.4
营业利润 (%)	25.8	-6.9	-1.2	2.0	3.7
归属母公司净利润 (%)	39.1	-14.3	2.1	3.3	2.1
获利能力					
毛利率 (%)	39.0	35.9	35.8	35.4	35.1
净利率 (%)	23.7	20.3	21.1	21.1	20.7
ROE (%)	17.8	14.5	14.1	13.8	13.4
ROIC (%)	17.9	14.9	14.2	14.7	14.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.1	24.1	22.2	21.6	18.9
净负债比率 (%)	-23.1	-19.1	-19.2	-21.9	-21.6
流动比率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0
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	31.6	29.3	27.7
应付账款周转率	5.9	5.8	6.5	6.6	6.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.51	3.00	3.07	3.17	3.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.52	4.51	4.43	5.33	4.70
每股净资产 (最新摊薄)	19.83	20.57	21.38	22.25	23.08
估值比率					
P/E	11.7	13.6	13.3	12.9	12.7
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	6.5	7.1	7.3	6.9	6.7

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686