

中国神华(601088)

报告日期: 2024 年 10 月 29 日

业绩环比改善明显，煤炭板块业绩超预期

——中国神华 24 年 Q3 业绩点评

事件

- 近日，公司发布三季度财报，前三季度公司实现营业收入 2538.99 亿元，同比+0.6%；实现归母净利润 460.74 亿元，同比-4.5%；扣非后归母净利润 460.34 亿元，同比-3.7%。基本每股收益 2.32 元，同比-4.5%。Q3 公司实现营业收入 858.21 亿元，同比+3.4%；归属于上市公司股东净利润 165.7 亿元，同比+10.5%，扣非后归属于上市公司股东净利润 165.53 亿元，同比+11.5%。

投资要点

- 煤炭板块：外购煤增加推动板块业绩上涨，利润修复。**
2024 年前三季度公司煤炭板块实现营业收入 2013.19 亿元，同比+0.6%，主要原因是外购煤销售量增长；营业成本为 1423.91 亿元，同比+2.3%，主要原因是外购煤销售量及其采购成本、运输成本增长。

产量方面，公司前三季度商品煤产量为 2.44 亿吨，同比+1%，煤炭销售量为 3.45 亿吨，同比+3.8%。其中自产煤销量 2.45 亿吨，同比+0.9%，外购煤销量约 1 亿吨，同比+11.8%；单第三季度，公司实现商品煤产量 0.81 亿吨，同比-0.1%，实现煤炭销量 1.16 亿吨，同比+0.9%，其中自产煤销量 0.82 亿吨，同比-1.6%，外购煤销量 0.34 亿吨，同比+7.4%。**成本方面**，前三季度自产煤单位生产成本为 186.3 元/吨，同比-2.5%，主要原因是原材料、修理费等生产成本下降；

公司长协煤方面，前三季度公司年度长协煤销售量为 1.84 亿吨，占销售量合计比例 53.2%，同比-8.3%。月度长协煤销售量为 1.12 亿吨，同比+41.4%。现货煤销售量为 0.31 亿吨，销量占比由去年同期的 10.8%下降至今年前三季度的 9%。**在销售价格方面**，年度长协煤和现货煤销售价格为 492 元/吨和 610 元/吨，分别同比-2.6%和-1.8%；月度长协煤销售价格为 713 元/吨，同比减少 12.8%。

- 电力板块：整体发电量和售电量保持稳增长，毛利率微降。**
2024 年前三季度公司总发电量和总售电量分别为 1681.4 亿千瓦时和 1582.7 亿千瓦时，同比+7.6%和+7.8%。平均售电价为 401 元/兆瓦时，同比-3.6%。发电分部实现营收 703.67 亿元，得益于售电量增长，营业收入同比+3.4%；营业成本 591.84 亿元，同比增加+5.9%，主要原因售电量增长，燃煤采购成本增加；受新投运机组影响，折旧及摊销、人工成本等增长。由于平均售电价格下降，毛利率 15.9%，同比下降 2.0 个百分点。

- 运输及煤化工板块：运输规模持续提升，煤化工板块盈利下滑。**
2024 年前三季度公司实现自有铁路运输周转量 234.8 十亿吨公里，同比+3.4%；自有港口装船量（黄骅港及天津煤码头）160.2 百万吨，同比+3.6%。公司铁路分部实现营收 326.72 亿元，同比-1.0%，营业成本为 201.53 亿元，同比-1.1%。港口分部毛利率下降 2.3 个百分点；航运分部毛利率增长 3.3 个百分点；此外，**煤化工板块**，由于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，煤化工分部毛利率为 6.9%，同比下降 1.2 个百分点。

- 在建工程：工程稳步推进，未来业绩增量。**
中国神华三季度在建工程中，**煤炭板块**，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。**运输板块**，东胜东至台格庙铁路用地预审于 2024 年 7 月取得国家

投资评级：增持(维持)

分析师：程懿
执业证书号：S1230524100002
chengyi02@stocke.com.cn

分析师：程娇翼
执业证书号：S1230521020002
chengjiaoyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 40.98
总市值(百万元)	814,211.95
总股本(百万股)	19,868.52

股票走势图



相关报告

- 《资源接续有序推进，分红比例维持高位》 2024.04.09
- 《电力板块实现利润弥补，新项目投入助力未来发展》 2023.11.08
- 《电力利润提升弥补煤炭业绩压力，煤电运输一体格局优势凸显》 2023.09.02

自然资源部的审核意见，为项目核准奠定基础；黄骅港煤炭港区五期工程初步设计于2024年9月取得批复，目前各项开工准备工作正在积极推进，计划于2024年底前开工建设。**电力板块**，福建石狮鸿山热电厂三期1×1,000MW机组扩建工程项目获得核准。该项目位于福建省泉州市石狮市鸿山镇，规划建设1台1,000MW超超临界、一次再热燃煤发电机组，总投资估算约36.9亿元，项目单位为本公司全资子公司神华（福建）能源有限责任公司持股51%的国能神福（石狮）发电有限公司。

□ 盈利预测与估值

结合公司前三季度经营情况，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为638.01/647.23/655.06亿元，对应PE分别为12.76/12.58/12.43倍。维持“增持”评级。

□ 风险提示

国家行政干预不确定性风险，绿色能源替代风险，煤炭价格下跌风险，经济恢复不及预期风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	343,074	349,595	367,851	383,453
(+/-) (%)	-0.42%	1.90%	5.22%	4.24%
归母净利润	59,694	63,801	64,723	65,506
(+/-) (%)	-14.29%	6.88%	1.44%	1.21%
每股收益(元)	3.00	3.21	3.26	3.30
P/E	13.64	12.76	12.58	12.43

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	198,951	276,791	347,668	414,119
现金	149,986	226,875	295,148	359,466
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	19,858	19,826	21,077	22,066
其它应收款	2,731	2,533	2,710	2,885
预付账款	5,999	7,201	7,400	7,618
存货	12,846	13,079	14,055	14,808
其他	7,531	7,277	7,277	7,277
非流动资产	431,180	445,626	456,433	468,672
金融资产类	2,486	2,546	2,546	2,546
长期投资	55,571	57,597	60,915	64,670
固定资产	256,933	264,772	269,875	274,346
无形资产	61,630	70,131	76,539	84,522
在建工程	20,474	14,017	9,956	5,921
其他	34,086	36,562	36,602	36,666
资产总计	630,131	722,417	804,101	882,791
流动负债	91,585	98,975	104,890	106,944
短期借款	2,927	2,222	1,546	323
应付款项	38,901	39,428	43,403	45,071
预收账款	0	0	0	0
其他	49,757	57,325	59,940	61,550
非流动负债	60,176	65,203	65,203	65,203
长期借款	29,636	29,636	29,636	29,636
其他	30,540	35,567	35,567	35,567
负债合计	151,761	164,178	170,093	172,147
少数股东权益	69,678	80,726	91,773	102,903
归属母公司股东权	408,692	477,512	542,235	607,741
负债和股东权益	630,131	722,417	804,101	882,791

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	89,687	96,695	100,634	98,221
净利润	69,598	74,850	75,769	76,636
折旧摊销	24,859	22,036	23,121	23,005
财务费用	459	0	0	0
投资损失	(3,815)	(3,888)	(4,091)	(4,264)
营运资金变动	(5,291)	2,739	3,986	1,144
其它	3,877	959	1,849	1,701
投资活动现金流	(36,974)	(33,486)	(31,685)	(32,681)
资本支出	(35,583)	(32,964)	(32,458)	(33,190)
长期投资	(2,868)	(2,026)	(3,318)	(3,755)
其他	1,477	1,505	4,091	4,264
筹资活动现金流	(76,131)	13,744	(675)	(1,223)
短期借款	(2,289)	(705)	(675)	(1,223)
长期借款	(8,802)	0	0	0
其他	(65,040)	14,449	(0)	0
现金净增加额	(23,284)	76,889	68,273	64,317

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	343,074	349,595	367,851	383,453
营业成本	219,922	227,971	243,216	255,940
营业税金及附加	18,385	18,729	20,248	20,733
营业费用	425	485	468	498
管理费用	9,812	9,858	10,498	10,908
研发费用	3,007	3,148	3,503	3,489
财务费用	501	0	0	0
资产减值损失	(3,691)	(1,073)	(2,067)	(1,908)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3,815	3,888	4,091	4,264
其他经营收益	423	539	555	547
营业利润	91,367	93,033	92,713	94,997
营业外收支	(4,191)	0	0	0
利润总额	87,176	93,033	92,713	94,997
所得税	17,578	18,183	16,944	18,361
净利润	69,598	74,850	75,769	76,636
少数股东损益	9,904	11,048	11,047	11,130
归属母公司净利润	59,694	63,801	64,723	65,506
EBITDA	115,832	115,068	115,834	118,002
EPS (最新摊薄)	3.00	3.21	3.26	3.30

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-0.42%	1.90%	5.22%	4.24%
营业利润	-6.90%	1.82%	-0.34%	2.46%
归属母公司净利润	-14.29%	6.88%	1.44%	1.21%
获利能力				
毛利率	35.90%	34.79%	33.88%	33.25%
净利率	17.40%	18.25%	17.59%	17.08%
ROE	14.61%	13.36%	11.94%	10.78%
ROIC	13.90%	12.35%	11.12%	10.13%
偿债能力				
资产负债率	24.08%	22.73%	21.15%	19.50%
净负债比率	-22.15%	-32.09%	-39.13%	-44.13%
流动比率	2.17	2.80	3.31	3.87
速动比率	1.89	2.52	3.04	3.59
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.52	0.48	0.45
应收账款周转率	30.04	30.16	31.42	30.83
应付账款周转率	5.77	5.95	6.03	5.92
每股指标(元)				
每股收益	3.00	3.21	3.26	3.30
每股经营现金	4.51	4.87	5.06	4.94
每股净资产	20.57	24.03	27.29	30.59
估值比率				
P/E	13.64	12.76	12.58	12.43
P/B	1.99	1.71	1.50	1.34
EV/EBITDA	4.46	5.52	4.89	4.24

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>