

煤炭

报告日期：2024 年 10 月 30 日

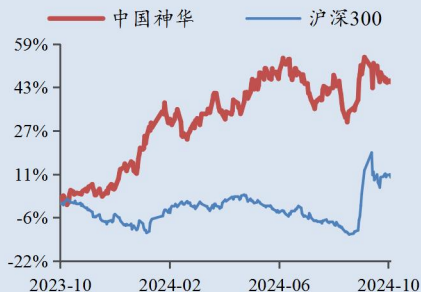
三季度业绩同环比改善，自产煤单吨毛利提升

——中国神华（601088.SH）2024 年三季报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024 年 10 月 29 日

当前价格（元）	40.98
52 周价格区间（元）	29.30-47.50
总市值（百万元）	814,211.95
流通市值（百万元）	675,802.74
总股本（万股）	1,986,852.00
流通股（万股）	1,649,103.80
近一月换手（%）	4.46

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzqgs.com

联系人：彭越

执业证书编号：S0230124010004

邮箱：pengy@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

中国神华发布 2024 年三季报：前三季度，公司实现营收 2538.99 亿元，同比增长 0.57%，归母净利 460.74 亿元，同比下降 4.55%。单季度实现营收 858.21 亿元，同比增长 3.37%，环比增长 6.70%，归母净利 165.70 亿元，同比增长 10.54%，环比增长 21.66%。

观点：

- 公司煤炭产销稳定增长，单三季度自产煤毛利率环比提升。**产销方面，前三季度，公司实现商品煤产量 2.44 亿吨，同比增长 1.0%；煤炭销售量 3.45 亿吨，同比增长 3.8%。其中，自产煤销量 2.45 亿吨，同比增长 0.9%；外购煤销量 1.0 亿吨，同比增长 11.8%。**价格方面**，前三季度，公司综合售价为 564 元/吨，同比下降 3.3%。其中，年度长协售价 492 元/吨，同比下降 2.6%；月度长协售价 713 元/吨，同比下降 12.8%；现货售价 610 元/吨，同比下降 1.8%。**成本方面**，前三季度，自产煤吨煤生产成本 186.3 元/吨，同比下降 2.5%；吨煤销售成本 300 元/吨，同比下降 1.7%。主要得益于原材料和修理费的下降。**毛利率方面**，单三季度，自产煤毛利率为 46.3%，环比提升 6.5 个百分点。
- 发售电量同环比增长，总装机容量再次提高。**前三季度，公司总发电量达到 1681.4 亿千瓦时，同比增长 7.6%；总售电量为 1582.7 亿千瓦时，同比增长 7.8%。这一增长主要得益于新机组的投产和季节性需求的增加，单三季度，公司发电量和售电量分别达到 641.0 亿千瓦时和 603.8 亿千瓦时，同比分别增长 14.4%和 14.9%，环比分别增长 31.6%和 32.0%。截至 2024 年 9 月 30 日，公司对外商业运营的发电机组总装机容量 44,939 兆瓦，新增 80 兆瓦燃煤机组和 225 兆瓦光伏机组。
- 盈利预测及投资评级：**公司资源储量丰富，经营稳健，具备长期成长性，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 600.18/617.00/628.46 亿元，当前股价对应 PE 为 13.6/13.2/13.0 倍，我们选取陕西煤业、中煤能源、电投能源、山煤国际作为可比公司，中国神华作为行业龙头估值高于行业平均水平，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- 风险提示：**供给端扰动超预期，下游需求大幅下滑，在建矿井未能顺利投产，宏观经济波动风险，国际煤价大幅波动，数据的引

用风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,533	343,074	346,194	354,176	362,398
增长率（%）	2.78	-0.42	0.91	2.31	2.32
归母净利润（百万元）	69,626	59,694	60,018	61,700	62,846
增长率（%）	38.51	-14.26	0.54	2.80	1.86
ROE（%）	17.78	14.55	14.06	13.68	13.23
每股收益/EPS（摊薄/元）	3.50	3.00	3.02	3.11	3.16
市盈率（P/E）	7.5	9.6	13.6	13.2	13.0
市净率（P/B）	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值

证券代码	可比公司	2024/10/29	EPS（元）					PE				
		收盘价(元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
601225.SH	陕西煤业	25.00	3.62	2.19	2.25	2.39	2.48	5.1	9.5	11.1	10.5	10.1
601898.SH	中煤能源	13.17	1.38	1.47	1.46	1.54	1.56	5.8	6.4	9.0	8.6	8.4
002128.SZ	电投能源	20.26	2.07	2.11	2.44	2.60	2.81	5.9	7.0	8.3	7.8	7.2
601918.SH	山煤国际	7.98	0.80	0.81	0.88	0.95	1.11	5.3	6.5	9.1	8.4	7.2
可比公司平均值		16.60	1.97	1.65	1.76	1.87	1.99	5.5	7.3	9.4	8.8	8.2
601088.SH	中国神华	40.98	3.50	3.00	3.02	3.11	3.16	7.5	9.6	13.6	13.2	13.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所（中煤能源、中国神华业绩为华龙证券研究所预测，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

表 2：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211,050	198,951	225,867	253,446	277,010	营业收入	344,533	343,074	346,194	354,176	362,398
现金	170,503	149,986	185,218	203,843	234,813	营业成本	210,059	219,922	224,907	228,382	231,646
应收票据及应收账款	12,100	19,858	10,281	20,299	10,586	税金及附加	19,972	18,385	18,521	20,188	22,469
其他应收款	2,377	2,731	2,189	2,961	2,248	销售费用	410	425	426	453	489
预付账款	6,809	5,999	7,788	5,861	8,334	管理费用	9,930	9,812	9,832	10,271	10,582
存货	12,096	12,846	13,137	13,004	13,634	研发费用	3,722	3,007	3,047	3,258	3,370
其他流动资产	7,165	7,531	7,253	7,477	7,395	财务费用	877	501	354	421	432
非流动资产	410,651	431,180	421,409	414,798	409,017	资产和信用减值损失	-4,709	-3,976	-2,751	-2,994	-3,136
长期股权投资	49,650	55,571	58,689	61,955	65,173	其他收益	603	423	483	463	470
固定资产	248,381	256,933	245,747	237,034	227,035	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	52,589	61,630	64,183	67,404	71,724	投资净收益	2,420	3,815	3,350	3,505	3,453
其他非流动资产	60,031	57,046	52,790	48,405	45,086	资产处置收益	261	83	142	123	129
资产总计	621,701	630,131	647,275	668,244	686,028	营业利润	98,138	91,367	90,332	92,299	94,326
流动负债	98,404	91,585	93,591	95,348	93,855	营业外收入	443	912	756	808	790
短期借款	5,216	2,927	4,072	3,499	3,785	营业外支出	2,334	5,103	3,537	3,859	3,959
应付票据及应付账款	38,972	38,901	40,520	40,218	41,622	利润总额	96,247	87,176	87,550	89,248	91,158
其他流动负债	54,216	49,757	49,000	51,630	48,448	所得税	14,592	17,578	16,649	16,739	17,391
非流动负债	64,052	60,176	49,317	42,845	34,538	净利润	81,655	69,598	70,901	72,508	73,767
长期借款	41,891	32,608	24,452	16,629	8,998	少数股东损益	12,029	9,904	10,884	10,808	10,921
其他非流动负债	22,161	27,568	24,865	26,216	25,540	归属母公司净利润	69,626	59,694	60,018	61,700	62,846
负债合计	162,456	151,761	142,908	138,193	128,394	EBITDA	125,091	117,291	114,640	117,262	120,241
少数股东权益	65,391	69,678	80,562	91,370	102,291	EPS（元）	3.50	3.00	3.02	3.11	3.16
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	主要财务比率					
资本公积	68,014	68,182	68,182	68,182	68,182	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	290,894	299,924	318,071	336,432	355,178	成长能力					
归属母公司股东权益	393,854	408,692	423,806	438,681	455,343	营业收入同比增速(%)	2.78	-0.42	0.91	2.31	2.32
负债和股东权益	621,701	630,131	647,275	668,244	686,028	营业利润同比增速(%)	25.43	-6.90	-1.13	2.18	2.20
						归属于母公司净利润同比增速(%)	38.51	-14.26	0.54	2.80	1.86
						获利能力					
						毛利率(%)	39.03	35.90	35.03	35.52	36.08
						净利率(%)	23.70	20.29	20.48	20.47	20.36
						ROE(%)	17.78	14.55	14.06	13.68	13.23
						ROIC(%)	18.98	15.83	15.99	16.08	16.08
						偿债能力					
						资产负债率(%)	26.13	24.08	22.08	20.68	18.72
						净负债比率(%)	-23.12	-19.11	-27.33	-30.77	-36.27
						流动比率	2.14	2.17	2.41	2.66	2.95
						速动比率	1.88	1.89	2.12	2.39	2.64
						营运能力					
						总资产周转率	0.56	0.55	0.54	0.54	0.54
						应收账款周转率	32.46	30.04	31.25	30.64	30.95
						应付账款周转率	5.86	5.77	5.82	5.80	5.81
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	3.50	3.00	3.02	3.11	3.16
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	5.00	4.28	5.01
						每股净资产(最新摊薄)	19.82	20.57	21.33	22.08	22.92
						估值比率					
						P/E	7.5	9.6	13.6	13.2	13.0
						P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
						EV/EBITDA	6.18	6.76	6.60	6.33	5.94

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046