

公司研究

一体化布局的能源巨头，高比例分红的“现金奶牛”

——中国神华（601088.SH）投资价值分析报告

要点

煤炭上下游全产业链布局的能源巨头，煤炭业务竞争优势突出。（1）公司实控人为国务院国资委，具有国资央企背景，是国内市值最大的上市煤企，截至 2023 年末，国家能源集团持股比例为 69.52%；（2）公司 2023 年煤炭产量 3.25 亿吨、位于上市煤企第一；（3）公司 2023 年自产煤吨煤成本 179 元/吨，位于上市煤企最低水平；（4）公司深耕煤炭上下游产业链，2023 年煤炭、电力、运输、煤化工业务占营收比例分别为 64%、22%、13%、1%，占利润比例分别为 72%、12%、16%、1%。

公司长协煤占比高，煤价下行对公司盈利影响有限。（1）公司 2023 年年度长协煤销量占自产煤总销量的 79.5%；（2）根据港口长协指数定价公式，现货价格对长协价格的影响权重在 5%-14%，现货价格下降 100 元/吨，长协价仅下降 5-14 元/吨；（3）实际情况来看，公司 2023 年长协销售价格为 500 元/吨，同比下降 15 元/吨，作为对比，2023 现货销售价格为 640 元/吨，同比下降 136 元/吨；（4）根据发改委发布的《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，煤炭企业长协任务量不应低于自有资源量的 80%。

公司盈利、分红均有保障。（1）我们认为 2024 年煤炭供需仍将维持基本平衡，港口价格（5500 大卡）在边际因素（疆煤外运、长协价格）的支撑下仍将维持在 800 元/吨以上；（2）根据国能集团技术经济院的研究，煤炭需求在 2028 年达峰，2029-2037 年为峰值平台期，在这个基础上公司的产销量有保障；（3）公司 2020 年起分红比例始终大于 70%，2023 年分红比例为 75%，未来公司资本开支有限，分红比例有望进一步提高；（4）在产销量、价格、分红比例均有保障的背景下，公司未来几年盈利、分红均有保障。

盈利预测、估值与评级：我们认为中国神华作为综合性的能源龙头，具有盈利稳健、规模优势突出、一体化运营的特点，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 583.8 亿元、608.3 亿元、638.1 亿元，折合 EPS 为 2.94 元、3.06 元、3.21 元，当前股价对应 PE 为 14、14、13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,533	343,074	334,625	345,115	355,665
营业收入增长率	2.78%	-0.42%	-2.46%	3.13%	3.06%
归母净利润（百万元）	69,626	59,694	58,381	60,825	63,810
归母净利润增长率	38.51%	-14.26%	-2.20%	4.19%	4.91%
EPS（元）	3.50	3.00	2.94	3.06	3.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.68%	14.61%	13.83%	13.94%	14.13%
P/E	12	14	14	14	13
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-18

增持（首次）

当前价：41.43 元

作者

分析师：李晓渊

执业证书编号：S0930523100002

021-52523881

lixiaoyuan@ebscn.com

分析师：蒋山

执业证书编号：S0930524050002

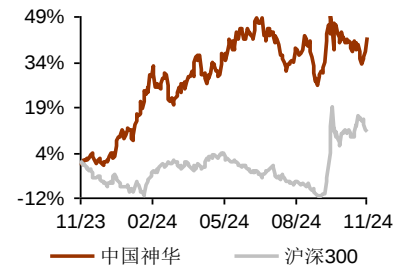
021-52523815

jiangshan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	198.69
总市值(亿元):	8231.53
一年最低/最高(元):	28.56/47.50
近 3 月换手率:	8.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.12	-15.00	31.52
绝对	0.27	2.68	41.98

资料来源：Wind

相关研报

煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告（2022-09-01）

供给篇：供给有顶，价格有底——煤炭行业深度报告（2023-06-21）

投资聚焦

关键假设

(1) 煤炭产销量: 2023 年在保供背景下, 公司自产煤产量 3.25 亿吨, 不考虑集团资产的注入, 随着新街矿井的投产以及保供压力缓解, 预计 2024-2026 年公司自产煤产量分别为 3.20、3.25、3.30 亿吨 (公司自产煤产销平衡, 销量与产量基本一致); 2023 年公司外购煤采购量为 1.26 亿吨, 假设 2024-2026 年公司外购煤采购量维持在 1.2 亿吨。

(2) 煤炭销售结构: 预计 2024-2026 年公司年度长协仍占自产煤产量的 80%, 现货销量占外购煤销量的 40%, 坑口销量维持在 2280 万吨, 剩余部分为月度长协销量。

(3) 煤炭售价: 预计 2024-2026 年年度长协价格分别为 495、500、505 元/吨、月度长协价格为 790、800、810 元/吨、现货价格为 576、586、596 元/吨, 坑口价格维持 328 元/吨。

我们区别于市场的观点

市场主要观点: 市场担忧动力煤供需持续宽松, 价格持续下跌, 导致公司盈利明显下滑、股价回落。

我们的观点: (1) 我们认为 2024 年煤炭供需仍将维持基本平衡, 港口价格 (5500 大卡) 在边际因素 (疆煤外运、长协价格) 的支撑下仍将维持在 800 元/吨以上;

(2) 公司一体化的经营模式以及高比例长协的煤炭销售模式将保障公司盈利。

股价上涨的催化因素

(1) 煤炭价格、电力价格上涨; (2) 公司煤炭业务收购进展超预期; (3) 公司宣布超预期的利润分配方案。

估值与目标价

我们认为中国神华作为综合性的能源龙头企业, 具有盈利稳健、规模优势突出、一体化运营的特点, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 583.8 亿元、608.3 亿元、638.1 亿元, 折合 EPS 为 2.94 元、3.06 元、3.21 元, 当前股价对应 PE 为 14、14、13 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

1、全产业链布局的能源巨头	6
1.1 央企背景、产业链一体化运营	6
1.2 低负债高分红、三项费用率处于行业较低水平	7
2、长协助力，穿越周期	9
2.1 公司自产煤售价跟随长协价格变动	9
2.2 长协政策能够平抑煤价波动	10
2.3 煤炭供需维持基本平衡，价格底部有支撑	11
3、资源、规模、一体化构筑坚固护城河	14
3.1 资源禀赋优越，吨煤成本处于行业最低水平	14
3.2 公司煤炭产能仍有增长潜力	15
3.3 新项目推进支撑公司发电量增长	16
3.4 公司铁路、港口业务量稳步增长	18
4、盈利预测	19
4.1 关键假设	19
4.2 预测结果	23
5、估值分析	24
5.1 相对估值	24
5.2 绝对估值	25
6、投资建议	26
7、风险分析	26

图目录

图 1：中国神华股权结构（截至 2024Q3）	6
图 2：中国神华资产注入历程	6
图 3：中国神华一体化运营方式.....	7
图 4：中国神华 2015-2023 年各业务营收（亿元）	7
图 5：中国神华 2015-2023 年各业务利润总额（亿元）	7
图 6：中国神华资产负债率为行业最低.....	8
图 7：中国神华 2021-2023 年平均分红率处于行业第二.....	8
图 8：2013-2023 年管理费用率对比	8
图 9：2013-2023 年销售费用率对比	8
图 10：2013-2023 年财务费用率对比	8
图 11：2013-2023 年三项费用率对比	8
图 12：公司煤炭销售示意图（百万吨）	10
图 13：公司年度长协与规定的长协价格走势相近（元/吨）	10
图 14：公司年度长协价格比月度长协、现货价格稳定（元/吨）	10
图 15：长协定价机制详解.....	11
图 16：全国煤炭生产矿井产能预测（亿吨）	12
图 17：中国火电发电量可能在 2028 年达峰	13
图 18：国能集团技术研究院预测煤炭需求	13
图 19：港口煤价与疆煤外运成本线（元/吨）	14
图 20：新疆原煤产量具有季节性（万吨）	14
图 21：公司煤炭保有储量位于上市公司第二（亿吨）	14
图 22：公司 2023 年煤炭产量位于上市煤企第一（亿吨）	14
图 23：公司自产煤吨煤成本处于上市煤企第一低（元/吨）	15
图 24：公司吨煤成本变化（元/吨，扣除运输费用调整影响）	15
图 25：中国神华总装机容量变化.....	17
图 26：中国神华新增装机容量（万千瓦）	17
图 27：中国神华总发电量变化	17
图 28：中国神华发电业务资本开支（亿元）	17
图 29：公司铁路周转量稳步上升（十亿吨公里）	18
图 30：2023 年铁路分部对外收入占比约 30%	18
图 31：公司三大港口下水煤量（百万吨）	19
图 32：2023 年港口分部对外收入占比约 30%	19

表目录

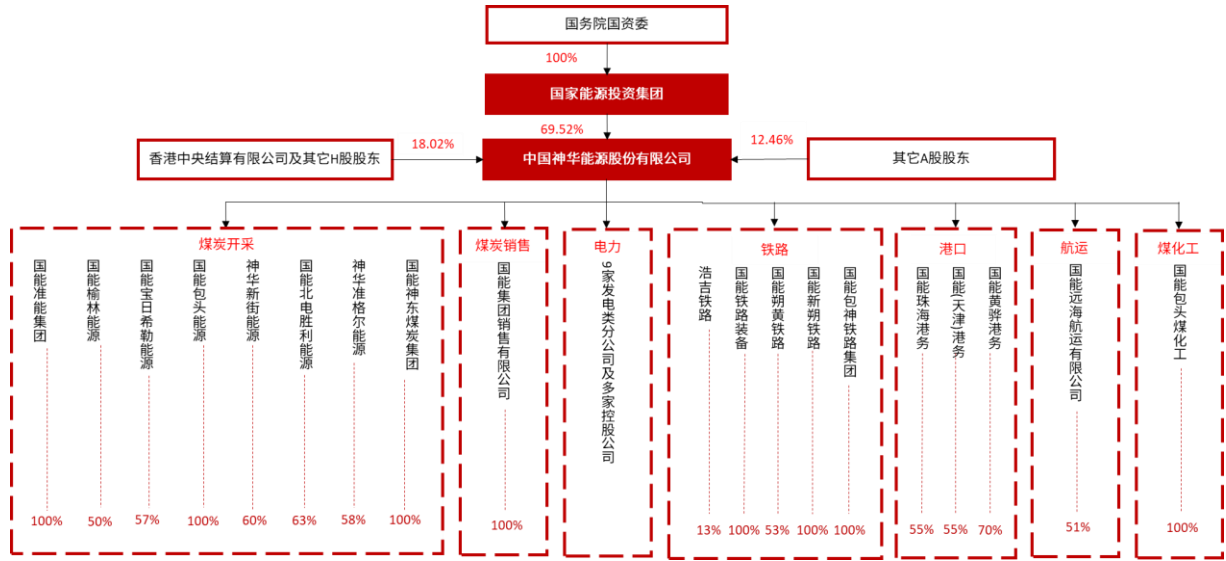
表 1: 煤炭定价机制变化历程	9
表 2: 原煤产量分省份预测 (亿吨)	12
表 3: 煤炭需求增速预测.....	13
表 4: 煤炭供需平衡预测.....	13
表 5: 截至 2023 年底公司矿井产能情况 (万吨)	15
表 6: 中国神华可以行使优先交易及选择权的集团资产 (截至 2023 年末)	16
表 7: 中国神华发电分部装机梳理 (兆瓦)	18
表 8: 煤炭业务关键假设.....	20
表 9: 电力业务关键假设.....	21
表 10: 其它业务关键假设.....	22
表 11: 中国神华收入拆分	23
表 12: 各板块可比公司估值表	24
表 13: 中国神华分部估值表 (亿元)	24
表 14: 绝对估值核心假设表	25
表 15: DDM 估值表.....	25
表 16: 敏感性分析表 (针对不同 K_e 和长期增长率) (元)	25
表 17: 中国神华盈利预测与估值简表.....	26

1、全产业链布局的能源巨头

1.1 央企背景、产业链一体化运营

公司具有国资央企背景，是 A+H 股上市公司。中国神华能源股份有限公司（简称中国神华或公司）成立于 2004 年 11 月 8 日，是国家能源投资集团有限责任公司（简称国家能源集团）旗下 A+H 股旗舰上市公司，H 股和 A 股股票分别于 2005 年 6 月 15 日、2007 年 10 月 9 日在香港联交所、上海证交所上市。截至 2024 年 Q3，国家能源集团持股 69.52%，公司实控人为国务院国资委。

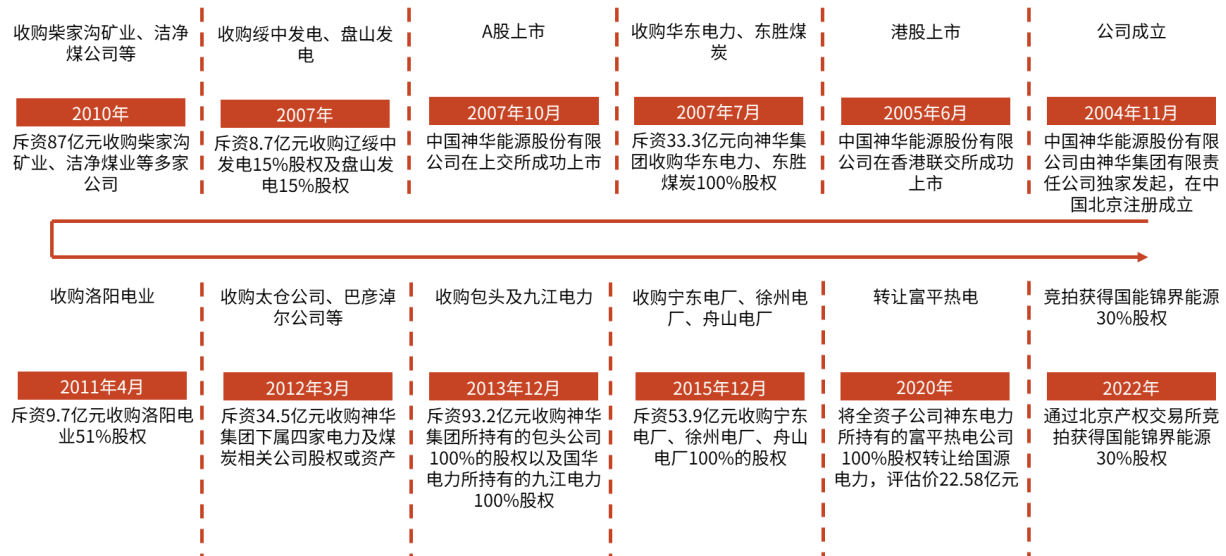
图 1：中国神华股权结构（截至 2024Q3）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

母公司优质资产持续注入。自成立以来，公司持续整合母公司国家能源集团在煤炭、电力、运输等领域的优质资产，以及集团外相关的优质标的，积极布局上下游产业，通过资产注入、兼并收购等方式壮大公司的业务规模，逐步发展为全产业链运营的综合能源巨头。

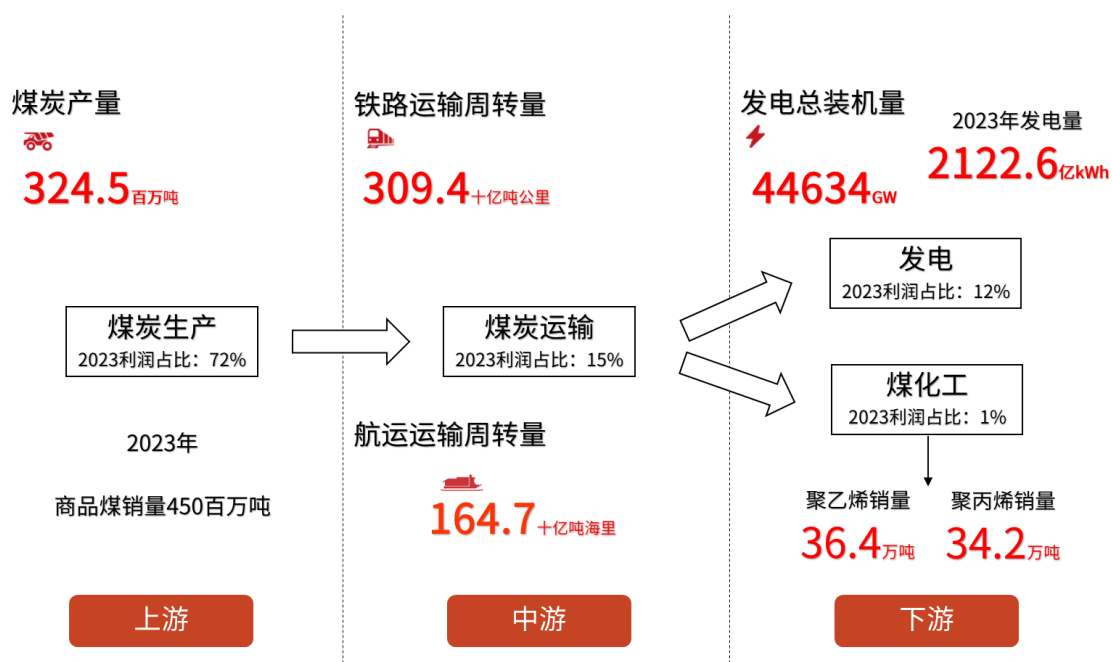
图 2：中国神华资产注入历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司深耕煤炭上下游产业链。当前公司主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，利用自有运输和销售网络，以及下游电力、煤化工和新能源产业，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。

图 3：中国神华一体化运营方式

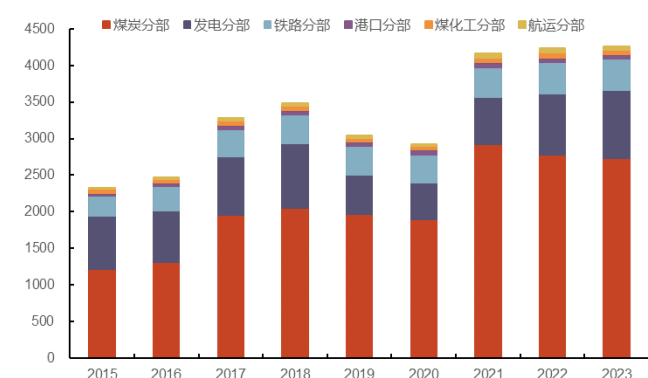


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2 低负债高分红、三项费用率处于行业较低水平

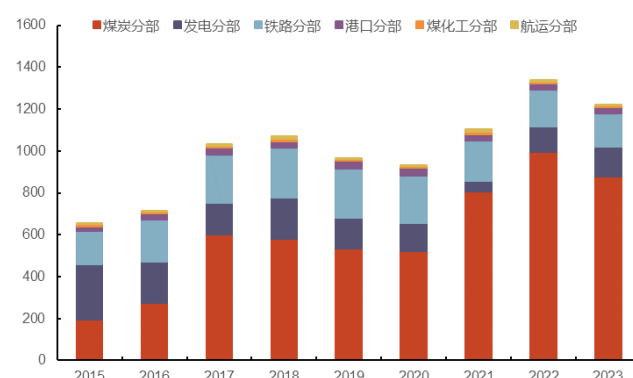
煤炭、电力、铁路业务是公司主要利润来源。2023 年公司煤炭、电力、运输、煤化工业务占营收（未扣除内部抵消）比例分别为 64%、22%、13%、1%；2023 年公司煤炭、电力、运输、煤化工业务占利润（未扣除内部抵消）比例分别为 72%、12%、16%、1%。

图 4：中国神华 2015-2023 年各业务营收（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

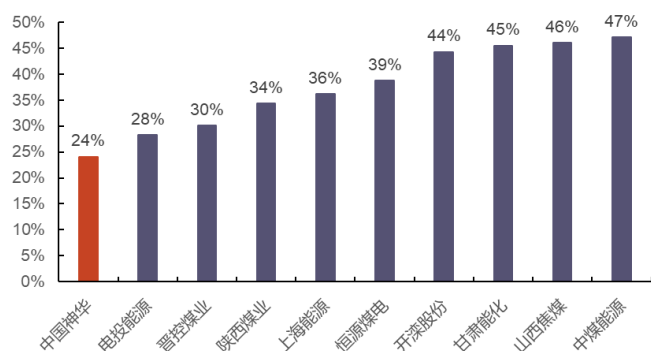
图 5：中国神华 2015-2023 年各业务利润总额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

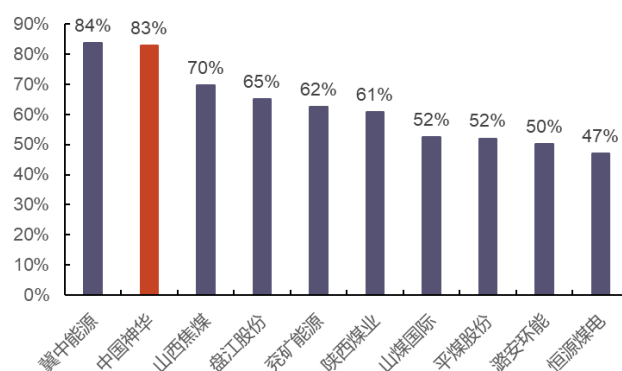
公司资产负债率处于行业最低、分红率处于行业第二。中国神华资产负债率保持在较低水平，2024Q3 的资产负债率为 24%，在煤炭为主业的上市公司中处于最低的水平；2021-2023 年分红率分别为 100%、73%和 75%，平均分红率为 83%，处于煤炭上市公司第二，公司规定 2022-2024 年现金分红比例不低于当年归母净利润的 60%。

图 6：中国神华资产负债率为行业最低



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2024 年 Q3，注：图中仅显示该指标较低的 10 家企业

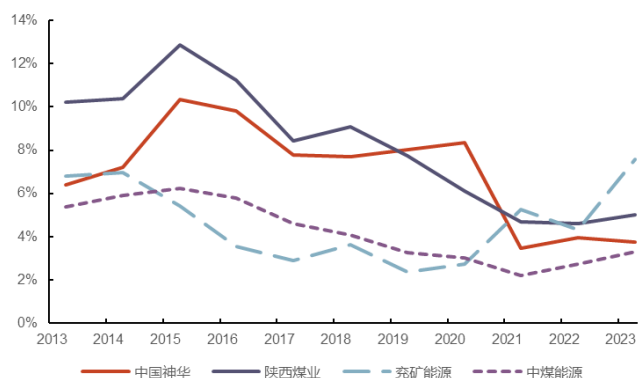
图 7：中国神华 2021-2023 年平均分红率处于行业第二



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：图中仅显示该指标较高的 10 家企业

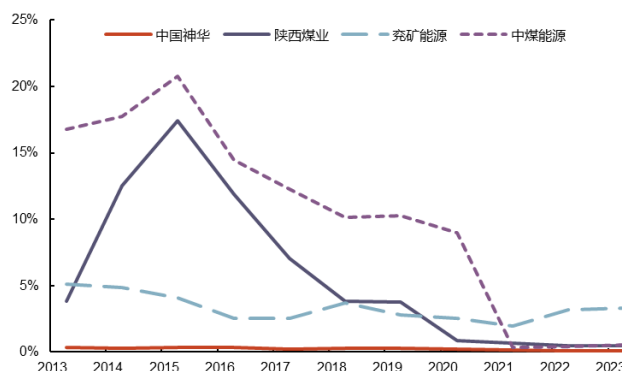
公司三项费用率处于行业较低水平。对比市值在千亿以上的其他 3 家煤炭龙头企业（陕西煤业、中煤能源、兖矿能源），中国神华的管理费用率、销售费用率、财务费用率均处于较低水平，体现出公司费用管控能力较强。

图 8：2013-2023 年管理费用率对比



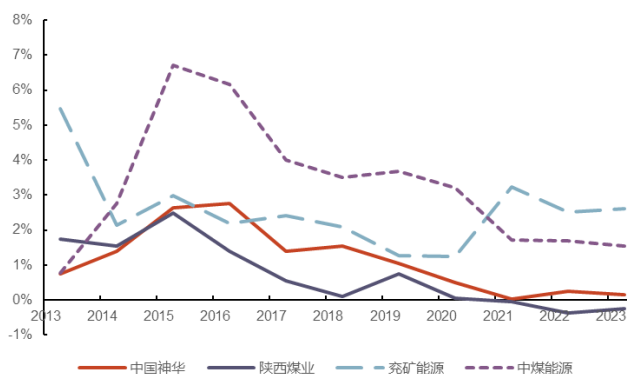
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：管理费用含研发费用

图 9：2013-2023 年销售费用率对比



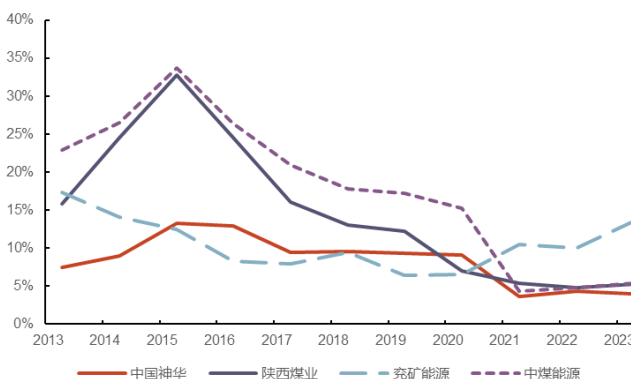
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2013-2023 年财务费用率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2013-2023 年三项费用率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、长协助力，穿越周期

2.1 公司自产煤售价跟随长协价格变动

当前国有大型煤企多采用长协价格销售。煤炭定价机制从 1953 年至今分为 7 个阶段：（1）1953-1978 年的计划定价；（2）1979-1984 年的价格调整阶段；（3）1985-1992 年的调放结合阶段；（4）1993-2002 年的半市场化定价阶段；（5）2002-2012 年的市场化改革阶段；（6）2013-2015 年的市场化定价阶段；（7）2016 年以后的“长协+现货”定价阶段：2016 年 11 月，我国确定了“基准价+浮动价”的长协定价机制，2022 年将基准价从 535 元/吨上调至 675 元/吨。

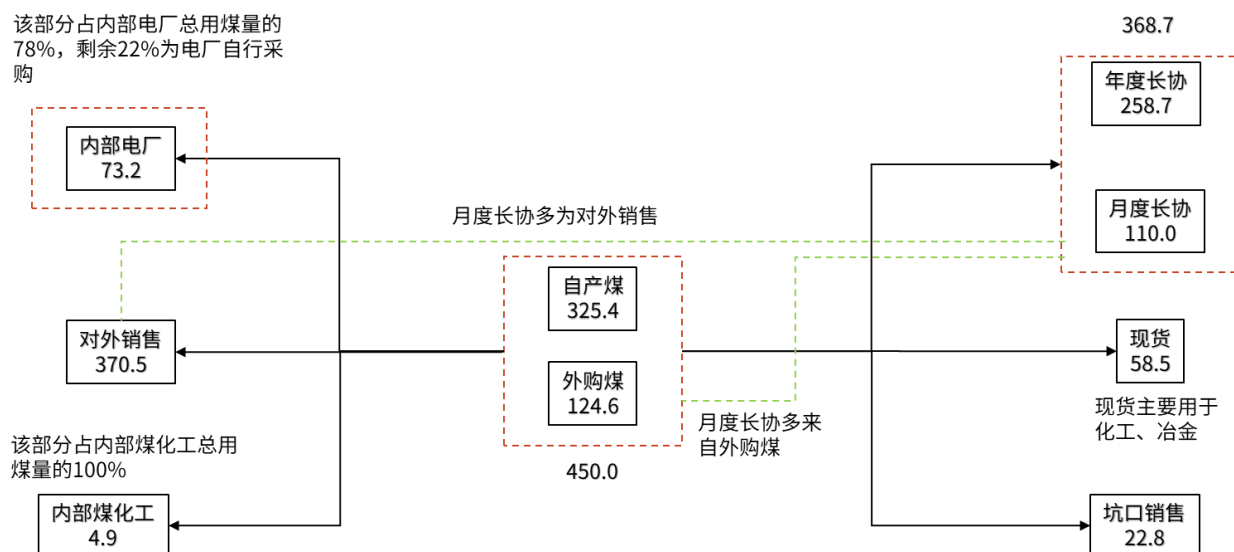
表 1：煤炭定价机制变化历程

阶段	时间	煤炭定价机制
统购统销阶段	1953-1978 年	这一阶段，煤炭是国家的一级统配物资，实行统购、统销政策，煤炭产品价格的唯一功能是用于煤炭企业内部结算和核算，煤炭定价根据是与其他主要生产资料的比价。
价格调整阶段	1979-1984 年	国务院从 1979 年 5 月 1 日起在全国范围内调整煤炭价格，但这次煤炭价格调整与 1958 年和 1965 年价格调整相似，均属行政性调价，没有与市场相联系。自 1983 年 1 月起，我国开始对全国 22 个部属统配矿试行超产煤炭加价办法，打破了煤炭价格长期不变的僵局。
调放结合阶段	1985-1992 年	1984 年 11 月 28 日，国家进一步批准地方煤矿计划外生产的煤炭可以自销，自销煤炭可以随行就市，自定价格，议价出售。1985 年煤炭价格改革进入实施阶段，全国统配矿实行投入产出总承包，形成了煤炭价格双轨制，实行多形式的煤炭价格形式，政府定价范围缩小。
半市场化定价阶段	1993-2002 年	1993 年，煤炭价格改革进入新的阶段，国家确立以市场形成价格为主的价格机制。1994 年 1 月，全国煤炭市场煤炭价格全部放开，计划内煤炭价格与计划外煤炭价格无区别，全国改变过去一煤多价的价格形式。为避免电煤价格纠纷，维护正常的社会秩序，1996 年国家又开始对电煤实行国家指导价格。
市场化改革阶段	2002 年-2012 年	2002 年中国煤炭价格开始采用完全市场定价制度，但是由于运输瓶颈的制约和煤炭终端用户价格的高涨，为了维护国民经济的平稳运行，国家发改委曾对电煤市场价格和运输进行干预；2009 年 12 月 14 日，国家发改委下发《关于完善煤炭产运需衔接工作的指导意见》，全国煤炭订货会（全国煤炭产运需衔接合同汇总会）取消，电煤合同签订改为供需企业自主谈判。
市场化定价阶段	2013-2015 年	2012 年 12 月国务院发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，指出从 2013 年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，实现电煤价格并轨。从目前的市场运行情况看，由于当前煤炭市场处于供过于求的状态，动力煤市场化改革进展良好，价格并轨平稳。
“长协+现货”定价阶段	2016-至今	2016 年 11 月开始推行电煤年度长协定价机制，采取“基准价+浮动价”的模式，基准价为 550 元/吨，浮动价采用环渤海动力煤价格指数、CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数以及中国沿海电煤采购价格综合指数进行取平均值计算；2022 年长协基准价提升至 675 元/吨。

资料来源：中关村绿色矿山产业联盟，中国政府网，光大证券研究所

公司自产煤主要采用年度长协方式销售。公司煤炭销售方式：1）自产煤绝大部分以年度长协方式销售，少量为月度长协、现货、坑口销售，2023 年度长协占自产煤总销量的 79.5%。2）外购煤主要以月度长协方式销售。2023 年公司电厂来自内部销售的耗煤（包括自产煤和外购煤）占电厂发电燃煤消耗量的 78.0%。

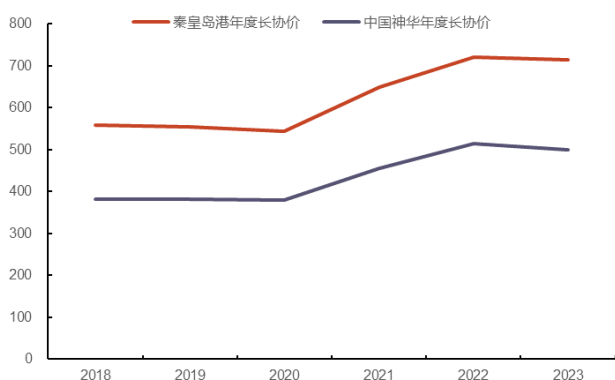
图 12：公司煤炭销售示意图（百万吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：取 2023 年数据

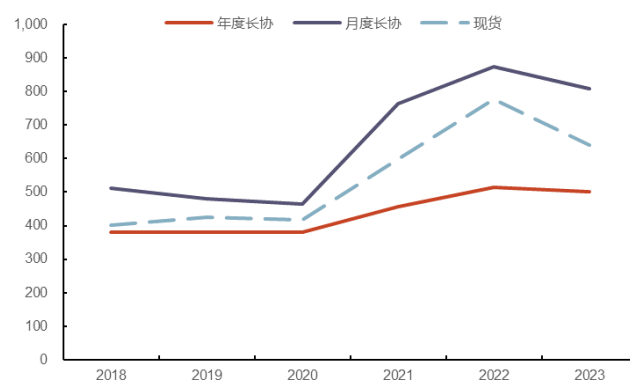
公司年度长协销售价格与规定的长协销售价格走势基本一致。2017 年“基准价+浮动价”机制实施以来，公司年度长协销售价格与秦皇岛港 5500 大卡动力煤长协价格走势基本一致，月度长协、现货价格与秦皇岛港口 5500 大卡动力煤现货价格走势相近。

图 13：公司年度长协与规定的长协价格走势相近（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：公司年度长协价格比月度长协、现货价格稳定（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2 长协政策能够平抑煤价波动

长协定价机制决定长协价格无法大幅变动。在当前长协定价公式下，现货价格对指数价格的影响权重在 10%-28% 之间，而指数价格对长协价格的影响权重为 50%，因此，综合来看，现货价格对长协价格的影响权重在 5%-14%，即：现货价格下降 100 元/吨，长协指导价仅下降 5-14 元/吨。

图 15：长协定价机制详解

时间	计算公式	合理区间
2016年 -2021年	$\text{本期长协价格} = \text{基准价} \times 50\% + \text{浮动价} \times 50\%$ $\downarrow$ 535元/吨 $\downarrow$ (BSPI+CCTD+CECI)/3	470-600元/吨
2022年 -目前	$\text{本期长协价格} = \text{基准价} \times 50\% + \text{浮动价} \times 50\%$ $\downarrow$ 675元/吨 $\downarrow$ (BSPI+CCTD+NCEI)/3	570-770元/吨

BSPI：上月最后一期环渤海动力煤价格指数（长协占比90%）

CCTD：上月最后一期CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格指数（长协占比82%）

CECI：上月最后一期中国沿海电煤采购价格指数

NCEI：上月最后一期全国煤炭交易中心综合价格指数（长协占比不低于72%）

综合测算下来，现货价格对长协的影响5%-14%

资料来源：CCTD，秦皇岛煤炭市场网，全国煤炭交易中心，光大证券研究所

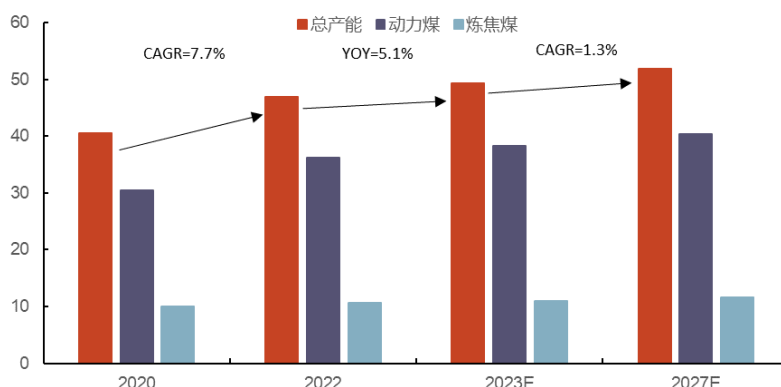
当前国内电煤销售中，长协合同占据主导地位。根据国家能源局在全国能源工作会议上的介绍，2022 年国内电煤中长期合同实际兑现量约 20 亿吨，2023 年电煤中长协供应量目标为 26 亿吨。根据发改委下发的《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，煤炭生产企业签订任务量不应低于自有资源量的 80%，与 2023 年要求一致，预计 2024 年煤炭企业长协量不会有明显变化，整体以保持稳定为主。

2.3 煤炭供需维持基本平衡，价格底部有支撑

供给侧改革后，大型企业投资新建矿井意愿较弱。煤炭上市企业普遍经历过 2015-2016 年的全行业亏损阶段，2018 年供给侧改革以来，尽管煤炭行业供需格局由过剩转向紧张，但煤炭上市企业为了预防再次出现供给过剩带来亏损，当前新建产能意愿普遍较弱。

煤炭供给有顶，未来进一步增长弹性较弱。根据汾渭信息数据，2021 年全国煤炭产能新增 4.25 亿吨，2022 年新增 3.01 亿吨，2021-2022 年累计退出 0.83 亿吨。在“碳达峰、碳中和”大背景下，全国新增煤炭产能在 2021-2022 年达峰后开始放缓，汾渭信息预计 2023-2027 年全国新增煤炭产能共计 50318 万吨，预计 2023-2027 年总产能的 CAGR 为 1.3%。**值得注意的是，这里可能并未考虑退出产能，且增产产能未必能实现 100%的产能利用率，因此实际的产量增长大概率会小于预测的产能增量。**

图 16：全国煤炭生产矿井产能预测（亿吨）



资料来源：汾渭信息预测，光大证券研究所

2024 年原煤产量预计较 2023 年+0.8%。根据各省份原煤生产的规划，2024 年原煤产量预计较 2023 年+0.8%，主要的增量集中在陕西（+0.19 亿吨）、新疆（+0.43 亿吨）；2024 年 2 月 8 日，山西省应急管理厅、国家矿山安全监察局山西局、山西省能源局印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》（以下简称“通知”），决定立即在全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，预计 2024 年山西省原煤产量将下降 0.50 亿吨以上。

表 2：原煤产量分省份预测（亿吨）

	2021	2022	2023	2024E	备注
山西	11.93	13.07	13.57	13.07	查“三超”，可能按 13 亿吨制定生产计划（与 2022 年一致）
内蒙古	10.39	11.74	12.11	12.21	煤炭产量稳定在 12 亿吨左右
陕西	7.00	7.46	7.61	7.80	2024 年煤炭产量目标 7.8 亿吨
新疆	3.20	4.13	4.57	5.00	2024 年力争原煤产量达到 5 亿吨
宁夏	0.86	0.94	0.99	1.09	新增 1000 万吨煤炭产能
山东	0.93	0.88	0.87	0.87	根据 2024 年 1 月披露数据，在产/建设矿井产能没变化
贵州	1.31	1.28	1.31	1.30	近几年增产困难
云南	0.58	0.67	0.74	0.80	力争每年释放煤炭产能 1000 万吨左右，2024 年原煤产量达到 8000 万吨
甘肃	0.42	0.54	0.60	0.60	没有给煤炭产量目标，中煤集团在甘肃的资源暂时还没开始建设
其它	4.09	4.26	4.21	4.20	
总计	40.71	44.96	46.58	46.94	
增速 (%)		10.5%	2.9%	0.8%	

资料来源：ifind，各省 2024 年政府工作报告，光大证券研究所

2024 年煤炭需求预计有韧性。煤炭的直接下游是火电、生铁、水泥、化工，2023 年这四个领域的需求占煤炭总需求的 85%。

对 2024-2025 年的供需平衡预测假设：2024 年原煤产量、火电发电量、水泥产量、煤炭进口数量均按 1-9 月增速预测，化工耗煤量按 9-12 月与 2023 年持平预测，生铁产量按 10-12 月与 2023 年持平预测；假设 2025 年火电增速与 2024 年接近，生铁、水泥产量在地产触底企稳的预期下预计同比持平，化工用煤需求增速预计有所放缓，煤炭进口量在高基数的基础上假设与今年基本持平。

表 3：煤炭需求增速预测

	2023 年需求占比	2018 同比	2019 同比	2020 同比	2021 同比	2022 同比	2023 同比	2024E 同比
全社会用电量	-	8.5%	6.4%	3.1%	10.7%	3.9%	6.2%	8.0%
火电发电量	56%	8.0%	3.7%	2.2%	9.3%	1.4%	6.5%	2.2%
生铁产量	17%	8.5%	5.0%	9.7%	-2.1%	-0.5%	0.8%	-4.3%
水泥产量	6%	-6.0%	7.1%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.5%	-11.3%
化工品	7%	1.4%	3.6%	0.0%	6.9%	3.2%	6.3%	12.0%
煤炭需求增速		5.6%	3.6%	3.0%	5.2%	0.3%	3.9%	0.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：2024 年全社会用电量、火电发电量、水泥产量均按 1-9 月增速预测，化工耗煤量按 9-12 月与 2023 年持平预测，生铁产量按 10-12 月与 2023 年持平预测

2024 年煤炭供需状况较 2023 年更宽松。根据上文预测的煤炭需求增速以及原煤产量的增速，预计 2024 年煤炭供需状况较 2023 年更宽松。

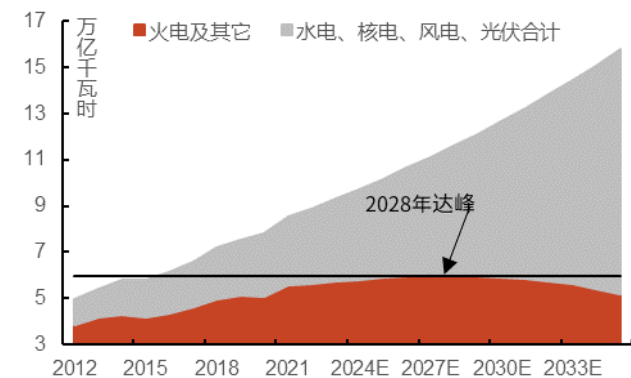
表 4：煤炭供需平衡预测

	2018 同比	2019 同比	2020 同比	2021 同比	2022 同比	2023 同比	2024E 同比
煤炭需求增速	5.5%	3.6%	3.2%	5.1%	0.4%	3.5%	0.6%
原煤产量增速	5.0%	4.0%	1.5%	5.7%	10.5%	4.9%	1.0%
商品煤产量增速	3.2%	2.4%	-2.7%	5.2%	2.5%	4.6%	1.0%
煤炭进口增速	3.8%	6.6%	1.4%	6.3%	-9.3%	61.8%	11.9%
总供给增速	3.3%	2.7%	-2.4%	5.3%	1.6%	8.4%	1.9%
总供给增速-需求增速	-2.2pct	-0.9pct	-5.6pct	0.2pct	1.2pct	4.9pct	1.2pct
备注：	供给侧改革背景下，供需逐渐由过剩->紧缺			保供背景下，供需紧张程度逐渐下降			供需进一步宽松

资料来源：CCTD，秦皇岛煤炭市场网，全国煤炭交易中心，光大证券研究所，注：2024 年原煤产量、煤炭进口数量均按 1-9 月增速预测

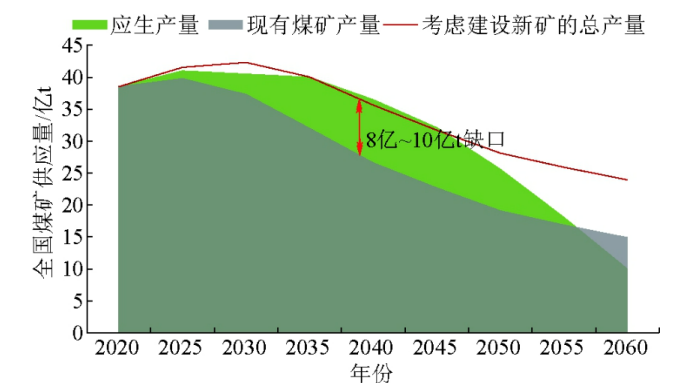
2037 年以前，煤炭需求将维持高位水平。根据我们 2022 年 9 月 1 日外发的《煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告》，预计煤炭需求在 2028 年达峰，达峰后将进入峰值平台期；国能集团技术经济研究院发布的《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》也指出，煤炭需求将在 2028 年达峰，2029-2037 年将处于峰值平台期，这意味着 2037 年以前，煤炭需求大概率不会出现大幅下滑。

图 17：中国火电发电量可能在 2028 年达峰



资料来源：Wind，中电联，CPA，CWEA，《我国电力发展与改革形势分析（2022）》，光大证券研究所预测，截至 2035 年

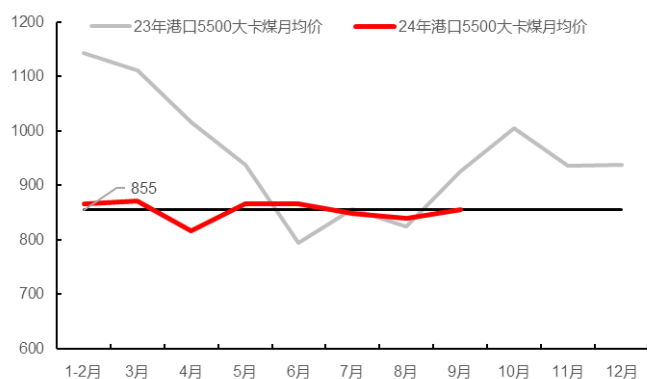
图 18：国能集团技术研究院预测煤炭需求



资料来源：《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》——国能集团技术经济研究院，光大证券研究所

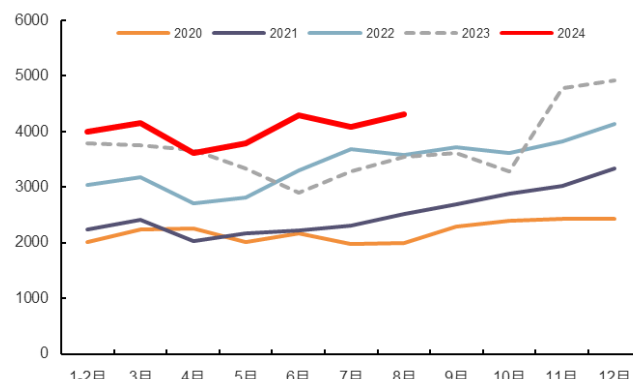
新疆煤外运成本对煤价有一定支撑。（1）2023 年全国原煤产量 46.6 亿吨，同比+2.9%，新疆原煤产量 4.6 亿吨，同比+0.44 亿吨（+10.6%），贡献 9.8% 的产量和 33.6% 的增量；（2）港口煤价低于 855 元/吨时，新疆煤辐射范围减小；（3）2023 年 6-8 月港口煤价回落至 855 元/吨以下，明显影响了新疆地区煤炭产量。

图 19: 港口煤价与疆煤外运成本线 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 新疆原煤产量具有季节性 (万吨)



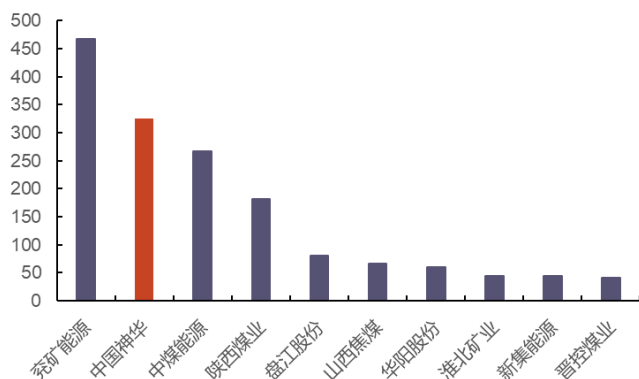
资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、资源、规模、一体化构筑坚固护城河

3.1 资源禀赋优越，吨煤成本处于行业最低水平

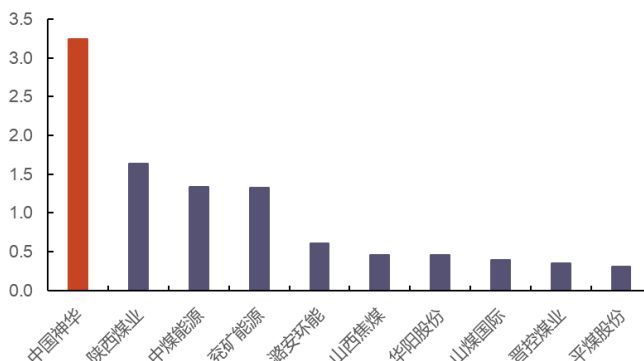
公司煤炭产量位于上市煤企第一，储量位于第二。2023 年中国神华煤炭产量 3.25 亿吨，居所有煤炭上市公司第一；公司保有储量 326 亿吨、可采储量 134 亿吨，公司保有储量及可采储量在上市公司中居于第二位，按可采储量与 2023 年产量计算，公司煤炭平均可采年限为 41 年。

图 21: 公司煤炭保有储量位于上市公司第二 (亿吨)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 截至 2023 年末

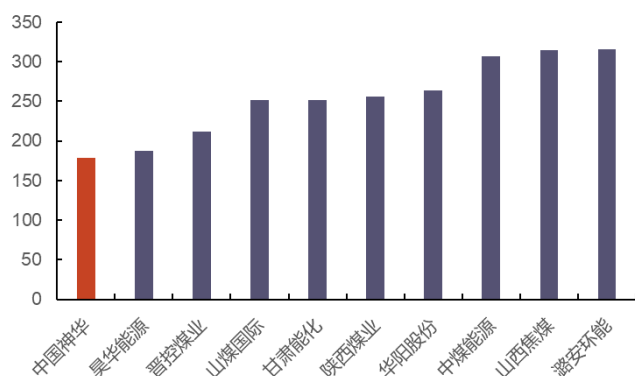
图 22: 公司 2023 年煤炭产量位于上市煤企第一 (亿吨)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

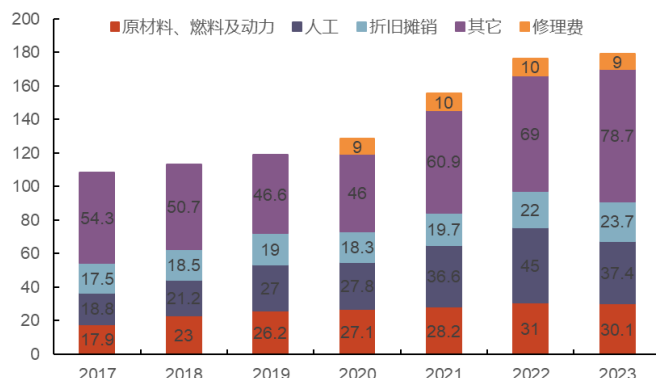
公司自产煤吨煤成本处于上市煤企第一低。根据各公司 2023 年年报披露的产量及煤炭业务营业成本，中国神华自产煤吨煤成本为 179 元/吨，位于 24 家上市煤企第一低（不考虑煤种为褐煤的电投能源）。公司 2017 年以来吨煤成本较为稳定，2021 年由于环境、安全生产要求趋严，公司吨煤其它成本（主要是维简费、安全生产费、矿山地质环境治理恢复与土地复垦基金）显著上升，同时燃料、人工成本也有一定程度的提高，导致 2021 年公司吨煤成本显著提升。

图 23: 公司自产煤吨煤成本处于上市煤企第一低 (元/吨)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 注: 按 2023 年年报口径计算

图 24: 公司吨煤成本变化 (元/吨, 扣除运输费用调整影响)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 注: 2017-2019 年公司披露吨煤成本不含修理费

3.2 公司煤炭产能仍有增长潜力

截至 2023 年底,公司矿井总产能 3.52 亿吨, 权益产能 3.00 亿吨。国内煤矿资产方面, 截至 2023 年底, 公司拥有处于在产状态的煤矿 25 家, 煤矿核定产能共计 3.52 亿吨, 权益产能达到 3.00 亿吨。其中产能 800 万吨/年及以上的特大型矿井 17 座, 占总产能的 94%, 表明公司产能结构中先进产能占主导地位。

公司全资持有的矿井中, 3 座于 2022 年核增产能、1 座于 2023 年核增产能。2022 年 4 月, 神山、青龙寺、黄玉川三处煤矿分别获批核增 60 万吨、100 万吨、300 万吨; 增幅分别为 100%、33.33%和 30%。2023 年, 李家壕煤矿产能由 600 万吨/年核增至 800 万吨/年, 增幅 33.33%。

表 5: 截至 2023 年底公司矿井产能情况 (万吨)

煤矿名称	产能 (万吨)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨)	2022 年产量 (万吨)
神东矿区	19720	97%	19121	19050
补连塔煤矿	2800	100%	2800	
大柳塔煤矿活鸡兔井	1500	100%	1500	
榆家梁煤矿	800	100%	800	
上湾煤矿	1600	100%	1600	
哈拉沟煤矿	1600	100%	1600	
大柳塔煤矿	1800	100%	1800	
石圪台煤矿	1200	100%	1200	
乌兰木伦煤矿	510	100%	510	
布尔台煤矿	2000	100%	2000	
万利一矿	1000	100%	1000	
柳塔煤矿	300	100%	300	
寸草塔一矿	450	100%	450	
寸草塔二矿	240	100%	240	
神山露天煤矿	120	100%	120	
锦界煤矿	1800	100%	1800	
李家壕矿	800	100%	800	
郭家湾煤矿	800	50%	401	
青龙寺煤矿	400	50%	200	
准格尔矿区	9000	77%	6927	7290

哈尔乌素露天矿	3500	100%	3500	
黑岱沟露天矿	3400	58%	1964	
康家滩（保德）煤矿	800	100%	800	
黄玉川煤矿	1300	51%	663	
胜利矿区	2800	63%	1759	2830
胜利一号露天矿	2800	63%	1759	
宝日希勒矿区	3500	57%	1981	3100
宝日希勒能源露天煤矿	3500	57%	1981	
包头矿区	210	100%	210	180
水泉露天矿	120	100%	120	
阿刀亥露天矿	90	100%	90	
总计	35230	85%	29998	32450

资料来源：公司公告，自然资源部，光大证券研究所，注：产能参照自然资源部信息公示数据，数据更新可能存在滞后性

集团未上市产能存在注入预期，叠加公司新项目进展顺利，公司远期仍有增产潜力。公司 2004 年与控股股东国能集团签订《避免同业竞争协议》，2018 年 3 月签订《避免同业竞争协议之补充协议》，2023 年 4 月再签订《避免同业竞争协议之补充协议（二）》。根据协议内容，中国神华可以优先对原神华集团及其附属企业的 14 项资产启动收购工作。

表 6：中国神华可以行使优先交易及选择权的集团资产（截至 2023 年末）

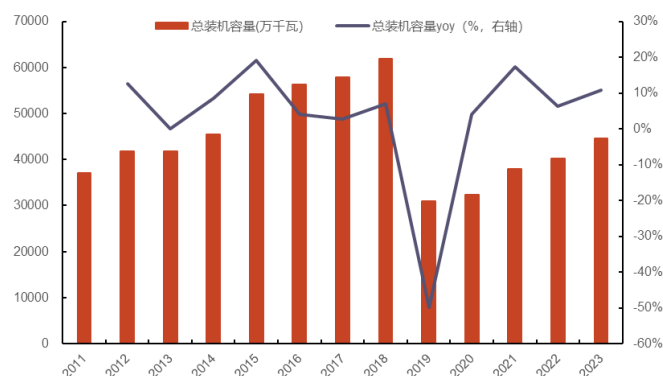
资产（只包括除常规能源发电业务以外的资产）		收购状态	煤炭产能（万吨/年）
资产一	原神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51%股权	未启动收购	6000
资产二	原神华集团所持神华国能集团有限公司 100%股权	未启动收购	-
资产三	原神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100%股权	未启动收购	-
资产四	原神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100%股权	未启动收购	9690
资产五	原神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100%股权	未启动收购	
资产六	原神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100%股权	未启动收购	1500
资产七	原神华集团所持神华集团包头矿业有限责任公司 100%股权	未启动收购	-
资产八	原神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51%股权	未启动收购	1000
资产九	原神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100%股权	已启动收购	1000
资产十	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持国华徐州发电有限公司 100%股权	已收购	-
资产十一	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持宁夏国华宁东发电有限公司 100%股权	已收购	-
资产十二	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持神华国华（舟山）发电有限责任公司 51%股权	已收购	-
资产十三	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持江苏国华高资发电有限公司 45%股权	未启动收购	-
资产十四	原神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49%股权	未启动收购	-
其他	原国电集团持有的与中国神华主营业务直接或间接构成竞争的非上市业务（但不包括内蒙古平庄能源股份有限公司的相关资产）	未启动收购	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3 新项目推进支撑公司发电量增长

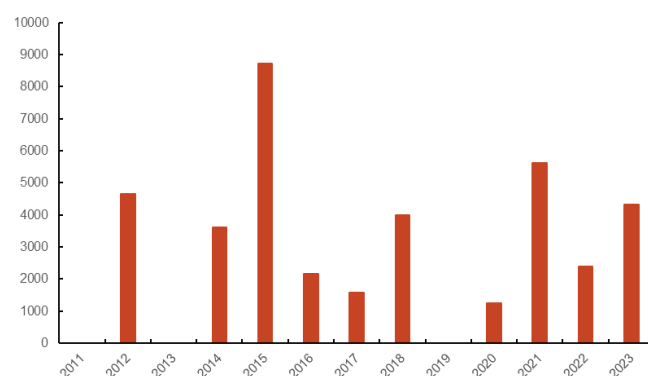
公司自建和收购并举，发电装机容量稳步提升。2011-2018 年公司总装机容量持续增长，八年间通过自建和并购实现装机规模复合增速 66.47%。2015 年，公司实现装机规模的大幅增长，新增装机容量高达 8730 万千瓦。2019 年公司与国电电力组建合资公司的交易完成，部分电厂不再并表导致装机容量明显下降。

图 25：中国神华总装机容量变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

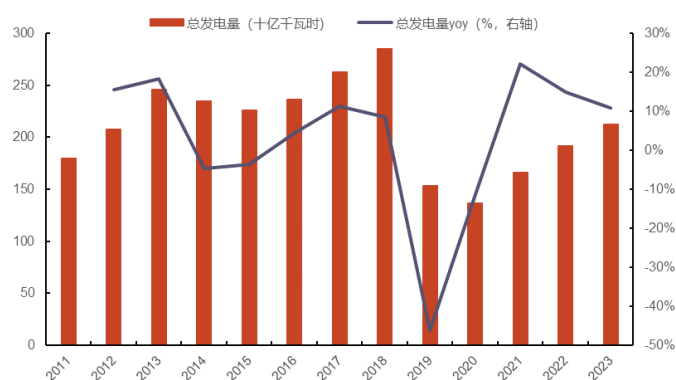
图 26：中国神华新增装机容量（万千瓦）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

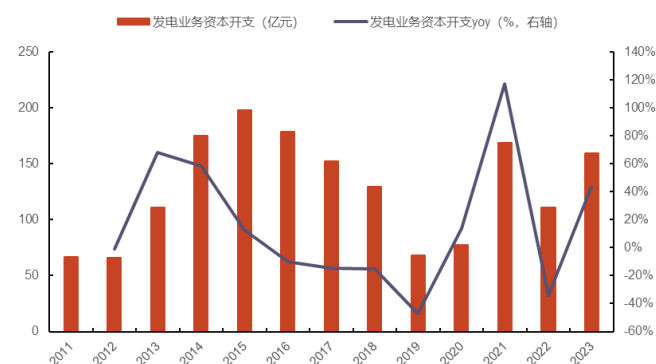
公司发电业务维持较高资本开支水平，未来电力装机容量有望稳步增加。2023年，公司资本开支总额为 419.59 亿元。主要用于矿业权获取、煤矿生产设备购置；湖南岳阳电厂、广东清远电厂一期等发电项目；铁路扩能改造工程建设、铁路电气化改造工程建设、机车购置；以及煤制烯烃升级示范项目等。未来公司电力业务仍将有较大规模的增长，根据公司资本开支计划，未来主要资本开支将投向电力业务，2024 年资本开支计划 368 亿元，其中电力业务占 172 亿元，煤炭业务占 98 亿元，运输业务占 68 亿元，煤化工业务占 24 亿元。

图 27：中国神华总发电量变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 28：中国神华发电业务资本开支（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前公司发电分部以火电为主、清洁能源为辅，大力推进新能源项目发展。截至2023年底，神华集团已投运光伏发电项目 77 个，发电机组装机容量 4463.4 万千瓦，较 22 年底新增 433.3 万千瓦。其中燃煤发电机组总装机容量 4316 万千瓦，同比增长 10.21%，占公司总发电机组装机容量的 96.71%。公司已规划、在建、投运新能源项目合计约 361 万千瓦，完成光伏、风电、氢能装备制造等 37 个新能源项目的并购投资，公司累计收到项目退出收益 0.98 亿元。

表 7：中国神华发电分部装机梳理（兆瓦）

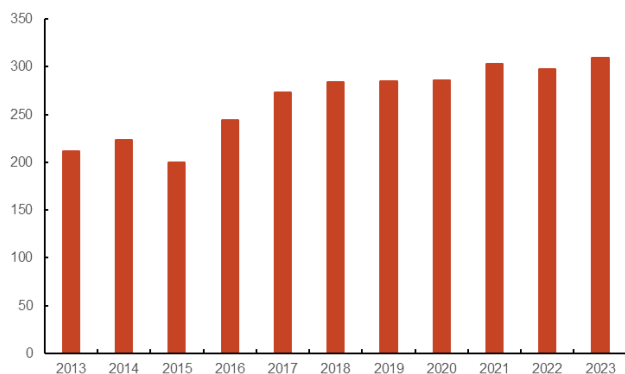
燃煤电厂	地理位置	截至 23 年底总装机容量	权益占比	截至 23 年底权益装机容量
准能电力	内蒙古	660	58%	381
神东电力	内蒙古	5014	90%	4528
胜利能源	内蒙古	1320	100%	1320
沧东电力	河北	2520	51%	1285
定州电力	河北	2520	41%	1021
台山电力	广东	5120	80%	4096
惠州热电	广东	660	100%	660
清远电力	广东	2000	51%	1020
福建能源	福建	4810	71%	3406
锦界能源	陕西	3720	100%	3720
寿光电力	山东	2020	60%	1212
九江电力	江西	2000	100%	2000
孟津电力	河南	1200	51%	612
四川能源	四川	2600	64%	1666
柳州电力	广西	700	70%	490
北海电力	广西	2000	100%	2000
永州电力	湖南	2000	80%	1600
岳阳电力	湖南	2000	95%	1900
南苏 EMM	印尼	300	70%	210
燃煤电厂合计		43164		33127
燃气发电		950		950
水电		125	100%	125
光伏发电		395	100%	395

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.4 公司铁路、港口业务量稳步增长

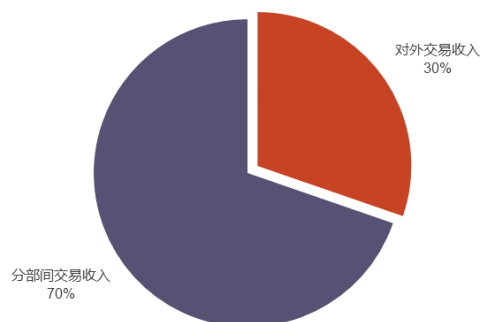
公司铁路周转量稳步上升，积极拓展对外运输服务。2023 年铁路货运周转量达到 3094 亿吨公里，较 2022 年增长 4.0%。同时，公司铁路毛利率持续维持高位水平，2023 年公司铁路业务毛利率为 37%，在六大分部中排名第二，仅次于港口业务（44%）。按照合并抵消前口径，铁路业务 2023 年毛利达到 159 亿元，在公司总毛利中占比 13%，在六大分部中居于第二。

图 29：公司铁路周转量稳步上升（十亿吨公里）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

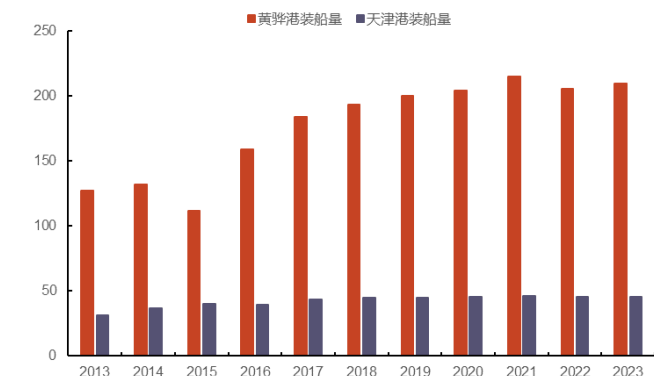
图 30：2023 年铁路分部对外收入占比约 30%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

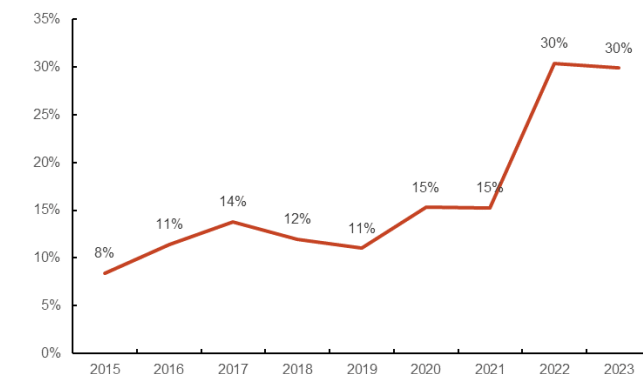
公司拥有三大自有港口，港口分部对外交易收入占比不断提升。公司港口资产主要包括黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头三个港口，2023 年自有港口总下水量约 1.99 亿吨（黄骅港 1.56 亿吨、天津港煤码头 0.43 亿吨）。港口分部外部客户收入占比从 2015 年的 8% 提升至 2022 年的 30%，2023 年对外交易收入额达 20.17 亿元。港口分部外部客户收入占比的提升，有助于调配闲置产能，进一步完善公司“大物流”战略。

图 31：公司三大港口下水煤量（百万吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 32：2023 年港口分部对外收入占比约 30%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、盈利预测

4.1 关键假设

煤炭业务关键假设：

(1) 煤炭产量：2023 年在保供背景下，公司自产煤产量 3.25 亿吨，不考虑集团资产的注入，随着新街矿井的投产以及保供压力缓解预计 2024-2026 年公司自产煤产量分别为 3.20、3.25、3.30 亿吨（公司自产煤产销平衡，销量与产量基本一致）；2023 年公司外购煤采购量为 1.26 亿吨，假设 2024-2026 年公司外购煤采购量维持在 1.2 亿吨。

(2) 煤炭销售结构：预计 2024-2026 年公司年度长协仍占自产煤产量的 80%，现货销量占外购煤销量的 40%，坑口销量维持在 2280 万吨，剩余部分为月度长协销量。

(3) 煤炭售价：在供需维持紧平衡的预测下，预计 2024 年煤价同比小幅下降（2023 年基数高），2025-2026 年煤价稳中微涨，预计 2024-2026 年年度长协价格分别为 495、500、505 元/吨、月度长协价格为 790、800、810 元/吨、现货价格为 576、586、596 元/吨，坑口价格维持 328 元/吨。

表 8：煤炭业务关键假设

煤炭业务	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
自产煤产量 (万吨)	29160	30700	31340	32450	32000	32500	33000
自产煤单位成本 (元/吨)	119	156	176	179	200	205	205
自产煤总成本 (亿元)	348	477	553	581	640	666	677
煤炭总销量 (万吨)	44640	48230	41780	45000	44000	44500	45000
外购煤采购量 (万吨)	15480	17530	10440	12550	12000	12000	12000
外购煤单位成本 (元/吨)	315	587	623	541	487	487	487
外购煤成本 (亿元)	1031	1643	1226	1277	584	584	584
内部抵消项 (亿元)	544	614	575	598	600	600	600
外购煤成本 (亿元)	487	1029	651	679	584	584	584
煤炭业务总成本 (亿元)	1379	2120	1778	1858	1824	1850	1861
年度长协占自产煤比例 (%)	65%	68%	71%	80%	80%	80%	80%
年度长协销量 (万吨)	19000	20790	22150	25870	25600	26000	26400
年度长协单价 (元/吨)	380	456	515	500	495	500	505
年度长协收入 (亿元)	722	948	1141	1294	1267	1300	1333
月度长协销量 (万吨)	16350	19620	13350	11000	11320	11420	11520
月度长协单价 (元/吨)	465	765	873	808	790	800	810
月度长协收入 (亿元)	760	1501	1165	889	894	914	933
现货占采购煤比例 (%)	49%	31%	38%	47%	40%	40%	40%
现货销量 (万吨)	7660	5460	4000	5850	4800	4800	4800
现货单价 (元/吨)	418	599	776	640	576	586	596
现货收入 (亿元)	320	327	310	374	276	281	286
坑口销量 (万吨)	1630	2360	2280	2280	2280	2280	2280
坑口单价 (元/吨)	176	263	329	328	328	328	328
坑口收入 (亿元)	29	62	75	75	75	75	75
煤炭业务总收入 (亿元)	1831	2838	2692	2631	2513	2570	2627
误差 (亿元)	69	89	83	102	80	80	80
测算长协煤利润 (亿元)	495	625	749	830	755	767	792
测算其余煤利润 (亿元)	26	181	247	45	13	32	54
报表披露总收入 (亿元)	1900	2927	2775	2733	2593	2650	2707
煤炭业务总利润 (亿元)	522	806	997	876	769	799	846

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，注：因煤炭单价与销量保留小数位数有限，在计算收入后与实际披露的收入存在误差，2020-2023 年该误差在 69-102 亿元之间，为便于计算，我们取 80 亿元作为 2024-2026 年的预测误差项

电力业务关键假设：

(1) **发电装机容量**：截至 2023 年末，公司投入运营的发电装机容量 44634 兆瓦，公司在建及待建发电装机容量 10800 兆瓦，预计 2024 岳阳电厂、清远电厂一期投入运营，装机容量增长 2000 兆瓦，2025-2026 年装机容量每年再增加 2000 兆瓦。

(2) **发电量及售电量**：2023 年公司煤电利用小时数为 4805 小时，在国内持续推进“双碳”的背景下，假设 2024-2026 年煤电利用小时数分别为 4700、4600、4500 小时，境外燃煤利用小时数维持在 4700 小时左右（较 2023 年小幅下降），其余发电利用小时数均维持 2023 年水平；煤电售电比例维持 2023 年水平，其余发电售电比例假设为 100%。

(3) **度电售价**：预计 2024-2026 各发电方式度电售价维持 2023 年水平。

表 9：电力业务关键假设

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
平均售电成本 (元/千瓦时)	0.28	0.38	0.40	0.38	0.36	0.36	0.36
售电量 (亿千瓦时)	1277	1561	1798	1998	2043	1913	1913
总成本 (亿元)	360	592	724	768	735	689	689
燃煤装机量 (亿千瓦)	309	365	389	429	449	469	489
利用小时数 (小时)	4215	4383	4765	4805	4700	4600	4500
燃煤发电量 (亿千瓦时)	1303	1601	1852	2060	2109	2156	2199
燃煤售电量 (亿千瓦时)	1219	1501	1740	1938	1982	1852	1852
售电比例 (%)	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
单价 (元/千瓦时)	0.33	0.34	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42
煤电收入 (亿元)	397	503	720	807	825	771	771
燃气装机量 (亿千瓦)	10	10	10	10	10	10	10
利用小时数 (小时)	4042	4053	4053	4147	4147	4147	4147
燃气发电量 (亿千瓦时)	38	39	39	39	39	39	39
燃气售电量 (亿千瓦时)	38	38	38	39	39	39	39
单价 (元/千瓦时)	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
气电收入 (亿元)	21	21	21	22	22	22	22
水电装机量 (亿千瓦)	1	1	1	1	1	1	1
利用小时数 (小时)	5120	5920	5360	5280	5280	5280	5280
水电发电量 (亿千瓦时)	6	7	7	7	7	7	7
水电售电量 (亿千瓦时)	6	7	7	6	7	7	7
单价 (元/千瓦时)	0.23	0.23	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
水电收入 (亿元)	1	2	1	1	1	1	1
境外燃煤装机量 (亿千瓦)	3	3	3	3	3	3	3
利用小时数 (小时)	5267	5867	5133	4767	4700	4700	4700
境外发电量 (亿千瓦时)	16	18	15	14	14	14	14
境外售电量 (亿千瓦时)	14	16	13	12	14	14	14
单价 (元/千瓦时)	0.45	0.41	0.44	0.41	0.41	0.41	0.41
境外煤电收入 (亿元)	7	7	7	6	6	6	6
光伏装机量 (亿千瓦)			1	4	4	4	4
利用小时数 (小时)	0	0	180	419	419	419	419
光伏发电量 (亿千瓦时)	0	0	0	3	2	2	2
光伏售电量 (亿千瓦时)	0	0	0	3	2	2	2
单价 (元/千瓦时)			0.45	0.39	0.39	0.39	0.39
光伏发电收入 (亿元)	0	0	0	1	1	1	1
发电业务测算收入 (亿元)	427	533	750	836	855	800	800
误差 (亿元)	68	108	96	88	80	80	80
发电业务总收入 (亿元)	495	641	845	924	935	880	880
毛利润 (亿元)	135	50	121	156	199	192	192

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，注：因售电单价与发电量保留小数位数有限，在计算收入后与实际披露的收入存在误差，2020-2023 年该误差在 68-108 亿元之间，考虑到近两年该值有下降趋势，我们取 80 亿元作为 2024-2026 年的预测误差项

其它业务关键假设：

(1) 铁路、港口、航运业务量预计维持小幅增长态势：考虑到这几项业务总体维持增长态势，假设 2024-2026 年铁路、港口、航运业务量延续小幅增长态势，单价、毛利率维持 2023 年水平。

(2) **煤化工业务收入、毛利基本维持 2023 年水平**：煤化工业务对营收、利润贡献均较小，且均采用公司自产煤（成本稳定），假设 2024-2026 年煤化工业务量小幅增长，价格、毛利率较 2023 年小幅下降。

表 10：其它业务关键假设

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
铁路业务							
运输周转量（十亿吨公里）	286	303	298	309	315	320	325
单价（吨公里）	13.6	13.4	14.2	13.9	13.9	13.9	13.9
毛利率（%）	58%	47%	41%	37%	37%	37%	37%
总成本（亿元）	162	215	247	271	275	280	284
总收入（亿元）	387	407	422	430	437	444	451
毛利润（亿元）	225	192	175	159	162	164	167
港口业务							
黄骅港装船量（百万吨）	204	215	205	210	215	220	225
神华天津码头装船量（百万吨）	45	46	45	46	46	46	46
单价（吨）	25	25	26	26	26	26	26
毛利率（%）	56%	50%	46%	44%	44%	44%	44%
总成本（亿元）	28	32	35	38	38	39	40
总收入（亿元）	63	64	64	67	69	70	72
毛利润（亿元）	36	32	30	30	31	31	32
航运业务							
航运周转量（十亿吨海里）	93	112	134	165	175	185	195
单价（吨海里）	3	6	5	3	3	3	3
毛利率（%）	12%	19%	14%	5%	5%	5%	5%
总成本（亿元）	27	50	52	46	49	52	54
总收入（亿元）	31	62	61	48	51	54	57
毛利润（亿元）	4	12	8	2	3	3	3
煤化工业务							
聚乙烯销售量（千吨）	357	333	358	364	366	368	370
聚丙烯销售量（千吨）	331	316	341	342	342	342	342
毛利率（%）	18%	21%	16%	11%	9%	9%	9%
总成本（亿元）	43	46	54	54	56	56	56
总收入（亿元）	52	59	64	61	61	61	61
毛利润（亿元）	9	12	10	7	5	5	5

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

其它关键假设：

(1) **三项费用率**：公司 2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.1%、2.9%、0.9%，我们预计公司 2024-2026 年销售/管理维持 2023 年水平，研发费用率预计维持 0.8%-0.9%的水平。

(2) **投资收益、公允价值变动的净收益、资产处置收益**：假设公司 2024-2026 年投资收益为 20 亿（主要是产业投资），公允价值变动的净收益、资产处置收益均为 0。

4.2 预测结果

根据上述假设，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 3346.25、3451.15、3556.65 亿元，总毛利率分别为 34.9%、35.0%、35.5%，公司归母净利润为 583.8 亿元、608.3 亿元、638.1 亿元，折合 EPS 分别为 2.94、3.06、3.21 元。

表 11：中国神华收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入（亿元）	3445	3431	3346	3451	3557
总营业成本（亿元）	2101	2199	2178	2244	2294
合并抵消项（亿元）	785	833	800	800	800
总毛利润（亿元）	1345	1232	1168	1207	1263
总毛利率（%）	39.0%	35.9%	34.9%	35.0%	35.5%
煤炭业务					
煤炭业务收入（亿元）	2775	2733	2593	2650	2707
煤炭业务成本（亿元）	1778	1858	1824	1850	1861
煤炭业务毛利润（亿元）	997	876	769	799	846
煤炭业务毛利率（%）	35.9%	32.0%	29.6%	30.2%	31.3%
电力业务					
电力业务收入（亿元）	845	924	935	971	1008
电力业务成本（亿元）	724	768	735	767	799
电力业务毛利润（亿元）	121	156	199	204	209
电力业务毛利率（%）	14.3%	16.9%	21.3%	21.0%	20.7%
铁路业务					
铁路业务收入（亿元）	422	430	437	444	451
铁路业务成本（亿元）	247	271	275	280	284
铁路业务毛利润（亿元）	175	159	162	164	167
铁路业务毛利率（%）	41.4%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
港口业务					
港口业务收入（亿元）	64	67	69	70	72
港口业务成本（亿元）	35	38	38	39	40
港口业务毛利润（亿元）	30	30	31	31	32
港口业务毛利率（%）	46.0%	44.4%	44.4%	44.4%	44.4%
航运业务					
航运业务收入（亿元）	61	48	51	54	57
航运业务成本（亿元）	52	46	49	52	54
航运业务毛利润（亿元）	8	2	3	3	3
航运业务毛利率（%）	14.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
煤化工业务					
煤化工业务收入（亿元）	64	61	61	61	61
煤化工业务成本（亿元）	54	54	56	56	56
煤化工业务毛利润（亿元）	10	7	5	5	5
煤化工业务毛利率（%）	15.9%	11.2%	8.6%	8.6%	8.6%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

5、估值分析

5.1 相对估值

公司一体化运营，业务涉及煤炭、电力、运输、煤化工板块，我们使用分部估值法对公司进行估值，选取各板块市值规模较大的企业作为可比公司，以 2024 年 11 月 18 日收盘价计算，考虑到公司煤炭业务具有低成本运营和规模优势，给予 13 倍 PE，其余电力、铁路、港口、航运和煤化工业务参考同业水平，分别给予 15 倍、15 倍、14 倍、12 倍、14 倍 PE，对应当前公司总市值为 7973.6 亿元，折合股价 40.13 元，考虑到公司各业务间具备较强的协同效应，我们认为公司合理估值应高于分部估值的加总。

表 12：各板块可比公司估值表

代码	可比公司	总市值（亿元）	2024EPS (Wind 一致预期)	股价 (2024/11/18)	PE
601225	陕西煤业	2313	2.24	23.9	11
600188	兖矿能源	1283	1.59	15.5	10
煤炭公司平均 PE					10
000600	建投能源	95	0.34	5.3	16
600886	国投电力	1167	1.03	15.7	15
600795	国电电力	226	0.28	4.7	17
601991	大唐发电	443	0.24	2.9	12
电力公司平均 PE					15
601333	广深铁路	224	0.20	3.5	18
601006	大秦铁路	1245	0.53	6.8	13
陆运公司平均 PE					15
600717	天津港	149	0.35	5.2	15
601000	唐山港	267	0.34	4.5	13
港口公司平均 PE					14
600026	中远海能	530	0.99	13.0	13
603565	中谷物流	196	0.81	9.3	11
航运公司平均 PE					12
600989	宝丰能源	1167	0.99	15.9	16
600426	华鲁恒升	482	1.97	22.7	12
化工公司平均 PE				2.24	14

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 13：中国神华分部估值表（亿元）

	煤炭	电力	铁路	港口	航运	煤化工	合计
业务毛利利润	768.5	199.2	161.9	30.0	2.6	5.3	1167.4
归母净利润占毛利润	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
测算净利润	384.3	99.6	80.9	15.0	1.3	2.6	583.7
板块对应 PE	13	15	15	14	12	14	14
板块市值	4995.5	1488.6	1228.2	209.4	15.8	36.2	7973.6

资料来源：光大证券研究所预测，注：2024 年预计公司归母净利润/毛利润的值为 50%，假设各板块业务的归母净利润/毛利润比例均与总归母净利润/毛利润一致（为 50%）

5.2 绝对估值

1、长期增长率：煤炭需求将在 2028 年达峰，2029-2037 年将处于峰值平台期，公司是煤炭行业龙头，后续仍有产能扩张潜力，假设其长期增长率为 1%。

2、β值选取：我们采用申万二级行业分类-煤炭开采行业的β作为公司无杠杆β的近似。

3、分红比例：公司自从 2020 年起分红比例始终大于 70%，2023 年分红比例为 75.22%，考虑到未来公司资本开支有限，预计公司分红比例将达到 80%。

表 14：绝对估值核心假设表

假设	数值
第二阶段(2029-2036)年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	2.30%
β	0.80
Rm-Rf	6.40%
Ke(levered)	7.41%

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：DDM 估值表

DDM 估值	股利现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	221,219.58	24.89%
第二阶段	259,470.32	29.20%
第三阶段 (终值)	407,958.04	45.91%
股利现值	888,647.94	100.00%
股本 (百万股)	19,869.00	
每股价值 (元)	44.73	

资料来源：光大证券研究所预测

表 16：敏感性分析表（针对不同 Ke 和长期增长率）（元）

Ke/长期增长率	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
4.91%	63.00	67.21	72.49	79.32	88.50
5.41%	57.18	60.43	64.42	69.42	75.90
5.91%	52.34	54.90	57.99	61.77	66.52
6.41%	48.27	50.32	52.75	55.67	59.26
6.91%	44.79	46.45	48.40	50.70	53.48
7.41%	41.78	43.15	44.73	46.57	48.76
7.91%	39.15	40.29	41.59	43.09	44.84
8.41%	36.85	37.79	38.87	40.10	41.53
8.91%	34.80	35.60	36.50	37.52	38.69
9.41%	32.97	33.65	34.41	35.27	36.24
9.91%	31.33	31.91	32.56	33.28	34.09

资料来源：光大证券研究所预测

根据 DDM 估值法，取贴现率±1%、长期增长率±1%作为估值参考，对应公司股价合理区间为 36.85~59.26 元/股。

6、投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 583.8 亿元、608.3 亿元、638.1 亿元，折合 EPS 为 2.94 元、3.06 元、3.21 元，当前股价对应 PE 为 14、14、13 倍。我们认为中国神华作为综合性的能源龙头企业，具有盈利稳健、规模优势突出、一体化运营的特点，结合相对估值与绝对估值，首次覆盖给予“增持”评级。

表 17：中国神华盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	344,533	343,074	334,625	345,115	355,665
营业收入增长率	2.78%	-0.42%	-2.46%	3.13%	3.06%
归母净利润（百万元）	69,626	59,694	58,381	60,825	63,810
归母净利润增长率	38.51%	-14.26%	-2.20%	4.19%	4.91%
EPS（元）	3.50	3.00	2.94	3.06	3.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.68%	14.61%	13.83%	13.94%	14.13%
P/E	12	14	14	14	13
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-18

7、风险分析

- （1）中国经济增速下滑的风险：若中国经济增速大幅下滑，煤炭需求将显著下降。
- （2）政府调控的风险：政府可能对大宗商品价格进一步调控，不利于煤炭价格维持较高水平。
- （3）公司产量不及预期的风险：若发生安全事故，可能导致公司产能利用率不及预期。
- （4）海外煤炭价格大幅下跌的风险：如果欧美对俄罗斯的制裁力度减弱，可能造成俄罗斯天然气出口量大增，海外煤炭价格可能大幅下跌导致公司自产煤售价下降。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	344,533	343,074	334,625	345,115	355,665
营业成本	210,059	219,922	217,817	224,412	229,408
折旧和摊销	21,270	21,860	23,979	25,039	26,158
税金及附加	19,972	18,385	17,521	18,105	18,939
销售费用	410	425	415	428	441
管理费用	9,930	9,812	9,570	9,870	10,172
研发费用	3,722	3,007	3,000	3,000	3,000
财务费用	877	501	489	504	519
投资收益	2,420	3,815	2,000	2,000	2,000
营业利润	98,138	91,367	86,455	90,049	94,439
利润总额	96,247	87,176	85,855	89,449	93,839
所得税	14,592	17,578	17,171	17,890	18,768
净利润	81,655	69,598	68,684	71,559	75,071
少数股东损益	12,029	9,904	10,303	10,734	11,261
归属母公司净利润	69,626	59,694	58,381	60,825	63,810
EPS(元)	3.50	3.00	2.94	3.06	3.21

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	109,734	89,687	90,775	96,558	101,490
净利润	69,626	59,694	58,381	60,825	63,810
折旧摊销	21,270	21,860	23,979	25,039	26,158
净营运资金增加	-4,604	11,027	-2,458	4,449	4,283
其他	23,442	-2,894	10,872	6,246	7,239
投资活动产生现金流	-56,585	-36,974	-29,332	-28,000	-28,000
净资本支出	-27,154	-35,583	-30,000	-30,000	-30,000
长期投资变化	49,650	55,571	0	0	0
其他资产变化	-79,081	-56,962	668	2,000	2,000
融资活动现金流	-78,734	-76,131	-47,462	-47,282	-49,481
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-8,404	-12,778	-2,071	-73	-301
无息负债变化	9,484	2,083	-9,583	1,695	1,702
净现金流	-25,248	-23,284	13,980	21,277	24,010

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	39.0%	35.9%	34.9%	35.0%	35.5%
EBITDA 率	36.9%	35.1%	33.4%	33.5%	34.1%
EBIT 率	30.3%	27.9%	26.2%	26.3%	26.7%
税前净利润率	27.9%	25.4%	25.7%	25.9%	26.4%
归母净利润率	20.2%	17.4%	17.4%	17.6%	17.9%
ROA	13.1%	11.0%	10.7%	10.7%	10.8%
ROE (摊薄)	17.7%	14.6%	13.8%	13.9%	14.1%
经营性 ROIC	19.2%	15.9%	14.5%	14.7%	15.2%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	26%	24%	22%	21%	21%
流动比率	2.14	2.17	2.55	2.77	3.01
速动比率	2.02	2.03	2.39	2.61	2.86
归母权益/有息债务	7.10	9.57	10.39	10.75	11.21
有形资产/有息债务	10.10	13.10	14.11	14.81	15.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	621,701	630,131	642,259	668,735	696,547
货币资金	170,503	149,986	163,966	185,243	209,253
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	10,968	11,875	12,047	12,424	12,804
应收票据	1,132	7,983	1,104	1,139	1,174
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	12,096	12,846	12,516	12,878	13,128
其他流动资产	9,542	10,262	10,262	10,262	10,262
流动资产合计	211,050	198,951	206,430	228,678	253,502
其他权益工具	2,386	2,486	2,486	2,486	2,486
长期股权投资	49,650	55,571	55,571	55,571	55,571
固定资产	248,381	256,933	257,384	258,254	259,107
在建工程	22,061	20,474	26,506	31,029	34,422
无形资产	52,589	61,630	60,347	59,090	57,859
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	25,286	23,437	23,437	23,437	23,437
非流动资产合计	410,651	431,180	435,829	440,057	443,045
总负债	162,456	151,761	140,108	141,730	143,131
短期借款	5,216	2,927	193	0	0
应付账款	37,871	38,320	39,207	40,394	41,293
应付票据	1,101	581	2,178	2,244	2,294
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8,040	8,781	8,781	8,781	8,781
流动负债合计	98,404	91,585	81,104	82,685	84,167
长期借款	38,438	29,636	29,636	29,636	29,636
应付债券	3,453	2,972	3,199	3,208	3,126
其他非流动负债	19,618	25,099	25,099	25,099	25,099
非流动负债合计	64,052	60,176	59,004	59,045	58,964
股东权益	459,245	478,370	502,151	527,005	553,416
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
公积金	79,447	79,615	79,615	79,615	79,615
未分配利润	279,461	288,491	301,970	316,090	331,240
归属母公司权益	393,854	408,692	422,171	436,291	451,441
少数股东权益	65,391	69,678	79,981	90,714	101,975

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
管理费用率	2.88%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
财务费用率	0.25%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
研发费用率	1.08%	0.88%	0.90%	0.87%	0.84%
所得税率	15%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	2.55	2.26	2.35	2.45	2.57
每股经营现金流	5.52	4.51	4.57	4.86	5.11
每股净资产	19.82	20.57	21.25	21.96	22.72
每股销售收入	17.34	17.27	16.84	17.37	17.90

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	12	14	14	14	13
PB	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	7.6	8.2	8.7	8.4	8.1
股息率	6.2%	5.5%	5.7%	5.9%	6.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP