

2025 年 01 月 26 日

## 中国神华 (601088. SH)

投资评级：买入（维持）

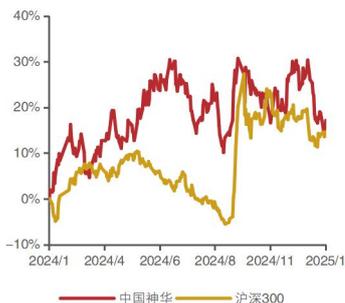
——四季度业绩平稳落地 继续看好长久期属性

## 证券分析师

邹佩轩  
SAC: S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com  
刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 01 月 24 日

收盘价 (元)	39.08
一年内最高/最低 (元)	47.50/34.90
总市值 (百万元)	776,461.76
流通市值 (百万元)	776,461.76
总股本 (百万股)	19,868.52
资产负债率 (%)	24.10
每股净资产 (元/股)	20.89

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 事件：公司发布 2024 年业绩预告。按中国企业会计准则，预计 2024 年度实现归属于本公司股东的净利润为 570 亿元至 600 亿元，同比减少 27 亿元至增加 3 亿元，下降 4.5% 至增长 0.5%。预计 2024 年度实现归属于本公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 585 亿元至 615 亿元，同比减少 44 亿元至 14 亿元，下降 7.0% 至 2.2%。
- 对比公司预估的扣非业绩与最终业绩，预计营业外支出大幅减少，资产减值仍有计提。由于资产减值损失的定义是资产未来现金流的现值小于当前账面价值的部分，与经营活动有关且涉及对资产未来经营情况的判断，因此通常不视为“非经常性”损益。公司预计 2024 年归母净利润 570-600 亿元，扣非归母净利润为 585-615 亿元，由此可以初步推算公司 2024 年全年营业外收支净额约-15 亿元，而前三季度已经确认营业外收支净额约-6 亿元，由此倒算四季度确认营业外净支出约 9 亿元（营业外支出-营业外收入，下同），远小于 2023 年四季度的 45 亿元（主要系煤炭资源领域专项整治）。但是 2023 年四季度计提资产减值损失和信用减值损失合计近 40 亿元，考虑到公司 2024 年四季度整体业绩，预计减值损失仍有所计提。
- 从经营数据来看，公司 2024 年商品煤产量基本持平，预计经营业绩整体稳定。公司 2024 年累计实现商品煤产量 3.271 亿吨，同比增长 0.8%，与上年同期大致持平。从前三季度业绩来看，公司煤炭销售价格基本平稳，考虑到公司长协比例较高，预计四季度经营业绩整体稳定。
- 发布 2025-2027 年度股东回报规划的公告，提高分红承诺下限，提升大小股东利益一致性。公司近日发布公告，提出 2025-2027 年度期间每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于股东的净利润的 65%。该承诺较 2022-2024 年度提高 5 个百分点。考虑到公司 2022-2023 年度实际分红率分别为 72.8%、75.2%，均高于承诺值，预计此次承诺对实际分红影响有限。但是承诺提升了分红下限，有助于减少小股东对大小股东利益一致性的担忧。
- 完成杭锦能源收购，扩大煤炭产能。公司近日公告国家能源集团将所持有的杭锦能源 100% 股权转让给公司，转让对价为人民币 8.53 亿元。交易涉及煤炭保有资源量 38.41 亿吨（评估利用口径，下同）、可采储量 20.87 亿吨。交易完成后，公司煤炭产能将合计增加 2570 万吨/年，含在建产能 1000 万吨/年。国家能源集团承诺，杭锦能源 2024 年 9-12 月及 2025-2029 年度扣非归母净利润累计不低于 3.83 亿元。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 596.6、610.6 和 621.1 亿元，对应 PE 13、13 和 13 倍。我们认为非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，公司对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平，市场并没有给予公司的长久期属性充分定价，维持“买入”评级。

风险提示：煤价波动超出预期，新能源转型速度加快，储能技术重大突破。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	344,533	343,074	355,014	359,973	369,415
同比增长率 (%)	2.78%	-0.42%	3.48%	1.40%	2.62%
归母净利润 (百万元)	69,626	59,694	59,663	61,059	62,114
同比增长率 (%)	38.51%	-14.26%	-0.05%	2.34%	1.73%
每股收益 (元/股)	3.50	3.00	3.00	3.07	3.13
ROE (%)	17.68%	14.61%	13.99%	13.72%	13.40%
市盈率 (P/E)	11.15	13.01	13.01	12.72	12.50

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	156,898	163,004	169,623
应收票据及账款	20,112	20,138	20,420	20,955
预付账款	5,999	7,194	7,295	7,486
其他应收款	2,731	2,573	2,609	2,677
存货	12,846	13,402	13,561	13,979
其他流动资产	7,277	7,837	7,947	8,155
<b>流动资产总计</b>	<b>198,951</b>	<b>208,043</b>	<b>214,836</b>	<b>222,876</b>
长期股权投资	55,571	59,136	62,701	66,266
固定资产	258,516	250,626	250,007	256,356
在建工程	20,474	49,062	69,649	82,237
无形资产	61,630	57,382	53,135	48,887
长期待摊费用	3,633	1,817	0	0
其他非流动资产	31,356	31,356	31,356	31,356
<b>非流动资产合计</b>	<b>431,180</b>	<b>449,379</b>	<b>466,848</b>	<b>485,102</b>
<b>资产总计</b>	<b>630,131</b>	<b>657,421</b>	<b>681,684</b>	<b>707,978</b>
短期借款	2,927	0	0	0
应付票据及账款	38,901	40,397	40,879	42,137
其他流动负债	49,757	55,608	56,286	57,984
<b>流动负债合计</b>	<b>91,585</b>	<b>96,005</b>	<b>97,165</b>	<b>100,121</b>
长期借款	33,940	28,582	22,795	16,745
其他非流动负债	26,236	26,236	26,236	26,236
<b>非流动负债合计</b>	<b>60,176</b>	<b>54,818</b>	<b>49,031</b>	<b>42,981</b>
<b>负债合计</b>	<b>151,761</b>	<b>150,823</b>	<b>146,196</b>	<b>143,102</b>
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	68,182	68,182	68,182	68,182
留存收益	320,641	338,540	356,858	375,492
归属母公司权益	408,692	426,591	444,909	463,543
少数股东权益	69,678	80,008	90,579	101,334
<b>股东权益合计</b>	<b>478,370</b>	<b>506,599</b>	<b>535,488</b>	<b>564,876</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>630,131</b>	<b>657,421</b>	<b>681,684</b>	<b>707,978</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	69,598	68,150	69,788	71,025
折旧与摊销	24,859	25,366	26,096	25,310
财务费用	501	1,043	686	377
投资损失	-3,815	-3,815	-3,815	-3,815
营运资金变动	-11,690	5,168	473	1,535
其他经营现金流	10,234	2,024	2,024	2,024
<b>经营性现金净流量</b>	<b>89,687</b>	<b>97,935</b>	<b>95,252</b>	<b>96,456</b>
投资性现金净流量	-36,974	-39,931	-39,931	-39,931
筹资性现金净流量	-76,131	-51,092	-49,215	-49,906
<b>现金流量净额</b>	<b>-23,284</b>	<b>6,912</b>	<b>6,106</b>	<b>6,619</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>343,074</b>	<b>355,014</b>	<b>359,973</b>	<b>369,415</b>
<b>营业成本</b>	<b>219,922</b>	<b>233,371</b>	<b>236,153</b>	<b>243,420</b>
税金及附加	18,385	19,027	19,293	19,799
销售费用	425	493	499	513
管理费用	9,812	10,014	10,154	10,421
研发费用	3,007	3,198	3,242	3,328
财务费用	501	1,043	686	377
资产减值损失	-3,691	-2,887	-2,928	-3,005
信用减值损失	-285	-285	-285	-285
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3,815	3,815	3,815	3,815
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	83	266	266	266
其他收益	423	526	526	526
<b>营业利润</b>	<b>91,367</b>	<b>89,303</b>	<b>91,339</b>	<b>92,876</b>
营业外收入	912	578	578	578
营业外支出	5,103	2,895	2,895	2,895
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>87,176</b>	<b>86,986</b>	<b>89,023</b>	<b>90,560</b>
所得税	17,578	16,994	17,392	17,692
<b>净利润</b>	<b>69,598</b>	<b>69,992</b>	<b>71,631</b>	<b>72,868</b>
少数股东损益	9,904	10,330	10,572	10,754
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>59,694</b>	<b>59,663</b>	<b>61,059</b>	<b>62,114</b>
EPS(元)	3.00	3.00	3.07	3.13

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-0.42%	3.48%	1.40%	2.62%
营业利润增长率	-6.90%	-2.26%	2.28%	1.68%
归母净利润增长率	-14.26%	-0.05%	2.34%	1.73%
经营现金流增长率	-18.27%	9.20%	-2.74%	1.26%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.90%	34.26%	34.40%	34.11%
净利率	20.29%	19.72%	19.90%	19.73%
ROE	14.61%	13.99%	13.72%	13.40%
ROA	9.47%	9.08%	8.96%	8.77%
<b>估值倍数</b>				
P/E	13.01	13.01	12.72	12.50
P/S	2.26	2.19	2.16	2.10
P/B	1.90	1.82	1.75	1.68
股息率	4.80%	5.38%	5.50%	5.60%
EV/EBITDA	5	7	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。