



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009  
邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011  
邮箱：lihang@mszq.com

分析师：王姗姗

执业证号：S0100524070004  
邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

研究助理：卢佳琪

执业证号：S0100123070003  
邮箱：lujiaqi@mszq.com

➤ **事件：**2025 年 3 月 21 日，公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营业收入 3383.75 亿元，同比下降 1.37%；归母净利润 586.71 亿元，同比下降 1.71%；扣非归母净利润 601.25 亿元，同比下降 4.36%。国际企业会计准则下，2024 年公司实现归母净利润 624.21 亿元，同比下降 3.41%。

➤ **非经项目捐赠支出影响业绩，24Q4 盈利同比增长、环比下降。**2024 年公司非经常性损益中对外捐赠支出 25.07 亿元，影响业绩释放。2024 年四季度，公司实现营业收入 844.76 亿元，同环比-6.77%/-1.57%；归母净利润 125.97 亿元，同环比+10.26%/-23.98%；扣非归母净利润 140.91 亿元，同环比-6.42%/-14.87%。国际企业会计准则下，24Q4 公司实现归母净利润 118.52 亿元，同环比-2.24%/-33.41%。

➤ **2024 年分红比例 76.5%，A 股股息率 6.2%，H 股股息率 7.8%，2025-2027 年承诺分红比例下限提升 5pct 至 65%。**公司拟派发 2024 年度股息每股 2.26 元（含税），合计派发 449.03 亿元（含税），分红比例 76.5%，高于 2023 年的 75.2%和承诺分红比例 60%，以 2025 年 3 月 21 日 A 股和 H 股收盘价分别计算，股息率分别为 6.2%/7.8%。截至 2024 年末，公司可供分派予股东的储备为 1990.17 亿元，2025-2027 年度公司拟进一步提升承诺分红比例下限至 65%，并综合考虑公司经营情况、资金需求等因素实施中期利润分配，发展信心及股息价值凸显。

➤ **煤炭产销同比增长，毛利率小幅下滑。**2024 年公司商品煤产量 3.271 亿吨，同比+0.8%；煤炭销售量 4.593 亿吨，同比+2.1%；综合售价 578 元/吨，同比-3.3%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 491/705/627/285 元/吨，同比-1.8%/-12.7%/-2.0%/-13.1%，销量占比 53.6%/33.7%/7.9%/4.8%，同比-3.9%/+9.3%/-5.1%/-0.3pct。2024 年煤炭业务毛利率 30.0%，同比下滑 2.0pct，实现利润总额 543.65 亿元，同比下降 7.1%。其中：**1) 自产煤：**2024 年公司自产煤销量 3.27 亿吨，同比+0.5%；吨煤售价 527 元/吨，同比-3.7%；吨煤销售成本 292 元/吨，同比-0.1%；单位生产成本 179.0 元/吨，同比持平；自产煤毛利率 44.5%，同比下滑 2.0pct。**2) 外购煤：**2024 年公司外购煤销量 1.323 亿吨，同比+6.2%；外购煤毛利率 1.8%，同比下滑 0.5pct。

➤ **新街矿区接力资源接续，新街一井、二井完成开工备案，有序推进开工建设。**据年报，公司神东矿区 800 万吨/年榆家梁煤矿和 240 万吨/年寸草塔煤矿剩余服务年限低于 20 年，分别约为 3.5 年和 9.9 年。近年公司积极开展现有矿井产能核增、收购杭锦能源、推进新街矿区批复建设，从而保障资源储备和接续，截至 2024 年末，公司煤炭保有可采储量为 150.9 亿吨，较 2023 年末增加 17.1 亿吨。据公司 3 月 7 日公告，公司持有 60%股权的新街一井、新街二井项目完成开工备案，将有序推进开工建设。新街一井和新街二井是新街台格庙矿区的首开

推荐

维持评级

当前价格：

36.62 元

相关研究

- 中国神华 (601088.SH) 2024 年业绩预告点评：业绩亮眼，分红再提升，龙头引领风向-2025/01/23
- 中国神华 (601088.SH) 事件点评：收购分红并行，股息价值再提升-2025/01/21
- 中国神华 (601088.SH) 2024 年三季报点评：业绩超预期，龙头优势持续释放-2024/10/26
- 中国神华 (601088.SH) 2024 年半年报点评：业绩表现稳健，持续看好龙头优势-2024/09/01
- 中国神华 (601088.SH) 2024 年一季报点评：业绩表现稳健，发电运输业务盈利提升-2024/04/27

井, 煤种均为不黏煤, 属低瓦斯矿井, 资源储量 13.74/11.59 亿吨, 可采储量 7.19/6.84 亿吨, 服务年限 64.8 年/75.5 年, 设计规模均为 800 万吨/年。按三年建设期估算, 两矿井有望于 28H1 投产, 投产后公司权益产能增加 960 万吨/年。此外, 新街三井、四井已取得探矿权证和相关煤炭资源勘探勘察许可证, 配套铁路即公司持股 65% 的东胜东至台格庙铁路项目取得内蒙古自治区发展改革委核准批复。

➤ **发售电量同比增长, 毛利率微降。** 2024 年公司总发电量 2232.1 亿千瓦时, 同比+5.2%; 总售电量 2102.8 亿千瓦时, 同比+5.3%。截至 2024 年末公司总装机容量达到 46264MW, 其中燃煤发电装机容量 43184MW, 24Q4 新增装机容量 1325MW。2024 年公司售电价格为 403 元/兆瓦时, 同比-2.7%; 平均售电成本为 357.2 元/兆瓦时, 同比-1.6%; 机组平均利用小时数 4960 小时, 同比-207 小时, 降幅 4.0%; 毛利率 16.3%, 同比-0.6pct, 实现利润总额 111.47 亿元, 同比+4.7%。截至 2024 年末, 公司在建及已核准装机容量达到 10640MW, 2025 年公司发电业务计划资本开支 174.11 亿元, 较 2024 年完成增加 44.08 亿元, 未来公司发电业务有望持续增长。

➤ **运输业务盈利能力同比提升, 运能持续扩张。** 1) **铁路:** 2024 年公司自有铁路周转量 3121 亿吨公里, 同比+0.9%; 毛利率 37.8%, 同比+0.8pct, 实现利润总额 125.62 亿元, 同比+13.8%。2) **港口:** 2024 年公司黄骅港装船量 2.144 亿吨, 同比+2.3%; 天津煤码头装船量 0.44 亿吨, 同比-3.9%; 毛利率 40.7%, 同比-3.7pct, 实现利润总额 21.22 亿元, 同比-7.8%。3) **航运:** 2024 年公司航运货运量 1.299 亿吨, 同比-15.0%; 航运周转量 1494 亿吨海里, 同比-9.3%; 毛利率 10.8%, 同比+5.8pct, 实现利润总额 2.60 亿元, 同比+160.0%。公司神朔铁路 3 亿吨扩能改造工程有序推进; 巴准铁路暖水集运站铁路专用线、三道渠铁路专用线顺利开通, 设计装车能力 2000 万吨/年; 东月铁路列入国家重大建设项目清单, 并获得核准批复; 黄骅港五期工程 (规划煤炭下水量 5000 万吨/年)、天津港务二期工程 (设计年通过能力煤炭 3500 万吨、矿石 1800 万吨) 获得核准批复; 黄骅港油品码头工程、珠海港高栏港区国能散货码头工程开工建设; 未来公司运能有望持续提升。

➤ **煤化工产品销量同比下降, 盈利同比下滑。** 2024 年, 受设备检修影响, 公司聚乙烯销量 33.22 万吨, 同比-8.8%; 聚丙烯销量 31.36 万吨, 同比-8.2%; 毛利率 5.8%, 同比-5.4pct, 实现利润总额 0.37 亿元, 同比-80.5%。公司包头煤化工煤制烯烃升级示范项目 (生产能力 75 万吨/年) 建设有序推进, 2025 年公司煤化工业务计划资本开支 54.46 亿元, 较 2024 年完成增加 47.62 亿元。

➤ **投资建议:** 公司经营稳健, 考虑煤价、电价下移, 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 551.23/583.43/590.62 亿元, 对应 EPS 分别为 2.77/2.94/2.97 元/股, 对应 2025 年 3 月 21 日的 PE 分别为 13/12/12 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 煤炭价格大幅下降; 火电需求不及预期; 项目建设慢于预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	338,375	330,700	348,541	361,568
增长率 (%)	-1.4	-2.3	5.4	3.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	58,671	55,123	58,343	59,062
增长率 (%)	-1.7	-6.0	5.8	1.2
每股收益 (元)	2.95	2.77	2.94	2.97
PE	12	13	12	12
PB	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338,375	330,700	348,541	361,568
营业成本	223,192	220,872	232,447	243,396
营业税金及附加	17,784	17,381	18,318	19,003
销售费用	491	480	506	525
管理费用	10,340	9,921	10,456	10,847
研发费用	2,727	2,665	2,809	2,914
EBIT	83,880	79,582	84,216	85,102
财务费用	129	287	924	922
资产减值损失	-535	-1,382	-1,453	-1,520
投资收益	4,871	4,761	5,017	5,205
营业利润	88,362	82,778	86,967	87,980
营业外收支	-2,569	-2,173	-1,653	-1,616
利润总额	85,793	80,605	85,314	86,364
所得税	16,928	15,904	16,834	17,041
净利润	68,865	64,701	68,481	69,324
归属于母公司净利润	58,671	55,123	58,343	59,062
EBITDA	108,336	104,705	110,700	112,256

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	146,056	158,982	170,561
应收账款及票据	15,502	15,025	15,836	16,428
预付款项	6,232	6,167	6,490	6,796
存货	12,482	11,614	12,223	12,798
其他流动资产	28,494	28,878	29,553	30,200
流动资产合计	205,125	207,741	223,084	236,784
长期股权投资	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	257,149	272,088	286,322	299,808
无形资产	64,776	65,776	66,776	67,776
非流动资产合计	452,943	470,667	487,067	503,124
资产合计	658,068	678,407	710,151	739,908
短期借款	1,037	1,537	2,037	2,537
应付账款及票据	38,205	37,808	39,789	41,663
其他流动负债	53,378	52,817	54,768	56,460
流动负债合计	92,620	92,162	96,594	100,660
长期借款	28,932	29,932	30,932	31,932
其他长期负债	32,564	32,564	32,564	32,564
非流动负债合计	61,496	62,496	63,496	64,496
负债合计	154,116	154,658	160,090	165,156
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	77,086	86,664	96,801	107,063
股东权益合计	503,952	523,750	550,061	574,752
负债和股东权益合计	658,068	678,407	710,151	739,908

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.37	-2.27	5.39	3.74
EBIT 增长率	-7.80	-5.12	5.82	1.05
净利润增长率	-1.71	-6.05	5.84	1.23
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	34.04	33.21	33.31	32.68
净利润率	17.34	16.67	16.74	16.33
总资产收益率 ROA	8.92	8.13	8.22	7.98
净资产收益率 ROE	13.74	12.61	12.87	12.63
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.21	2.25	2.31	2.35
速动比率	1.92	1.96	2.01	2.05
现金比率	1.54	1.58	1.65	1.69
资产负债率 (%)	23.42	22.80	22.54	22.32
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	12.95	13.35	12.79	12.89
存货周转天数	20.43	19.64	18.46	18.50
总资产周转率	0.53	0.49	0.50	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.95	2.77	2.94	2.97
每股净资产	21.48	22.00	22.81	23.54
每股经营现金流	4.70	4.54	4.84	4.91
每股股利	2.26	2.12	2.25	2.27
<b>估值分析</b>				
PE	12	13	12	12
PB	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	5.80	6.00	5.68	5.60
股息收益率 (%)	6.17	5.80	6.13	6.21

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	68,865	64,701	68,481	69,324
折旧和摊销	24,456	25,123	26,484	27,154
营运资金变动	4,146	-797	607	495
经营活动现金流	93,348	90,265	96,197	97,532
资本开支	-35,790	-45,304	-44,850	-45,165
投资	-17,675	0	0	0
投资活动现金流	-85,359	-40,544	-39,832	-39,960
股权募资	1,015	0	0	0
债务募资	-584	1,500	1,500	1,500
筹资活动现金流	-51,173	-46,080	-43,438	-45,993
现金净流量	-43,100	3,641	12,926	11,579

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048