

· 证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

高升: 煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号: S1500524100002

邮箱: gaosheng@cindasc.com

邮箱: gaosheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

中国神华：一体化战略夯实盈利根基，行业龙头彰显久期价值

2025年3月24日

事件：2025年3月21日，中国神华发布年度报告，2024年公司实现营业收入3383.75亿元，同比下降1.37%，实现归母净利润586.71亿元，同比下降1.71%；扣非后净利润601.25亿元，同比下降4.36%。经营活动现金流量净额933.48亿元，同比上涨4%；基本每股收益2.95元/股，同比下降1.70%。资产负债率为23.42%，同比下降0.66pct。

2024年第四季度，公司单季度营业收入844.76亿元，同比下降6.77%，环比下降1.57%；单季度归母净利润125.97亿元，同比上涨10.26%，环比下降23.98%；单季度扣非后净利润140.91亿元，同比下降6.42%，环比下降14.87%。

➤ 煤炭板块：销量增长价格下降，成本端控制良好，盈利较为稳定

2024年公司商品煤产量3.27亿吨，同比略有+0.5%；煤炭销售量4.593亿吨，同比+2.1%；综合售价578元/吨，同比下降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%。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-3.8%；单位生产成本179.0元/吨，同比持平。除人工成本同比增长26.5%增至47.3元/吨外，原料成本、折旧摊销、其它成本项均有所下降。在市场煤价波动下行的2024年，公司实现自产煤毛利率44.5%，同比下滑2.1pct，煤炭业务盈利比较稳定。

➤ 电力板块：煤电电量及销售电价一同增长，燃煤成本下降带动利润增长

2024年公司总发电量2232.1亿千瓦时，同比上升5.2%；总售电量2102.8亿千瓦时，同比上升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。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%，主要原因是平均燃煤采购价格下降；机组平均利用小时数4960小时，同比降幅4.0%。实现利润总额111.47亿元，同比+4.7%；毛利率16.3%，同比-0.6pct。

➤ 运输与煤化工板块：运输板块盈利提升，化工板块销量下降致使利润下滑

运输板块：2024年公司铁路分部实现铁路周转量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%。港口分部实现黄骅港装船量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%。航运分部实现航运货运量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%。

煤化工板块：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%；公司煤化工板块实现毛利率 5.8%，同比-5.4pct，实现利润总额 0.37 亿元，同比-80.5%。

- **有序推进煤炭资源接续工作，集团资源注入助力主业增长。**2024 年，新街台格庙矿区新街一井、新街二井获得国家发展改革委核准批复，有序推进建设准备工作。完成补连塔煤矿、上湾煤矿、万利一矿、黑岱沟露天煤矿、哈尔乌素露天煤矿等采矿权证整合工作，完成金烽寸草塔煤矿等采矿许可证变更；神山露天煤矿取得国家矿山安全监察局批复，生产能力由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年。此外，公司收购杭锦能源取得进展，已签署股权转让协议。本次交易涉及煤炭保有资源量 38.41 亿吨（评估利用口径）、可采储量 20.87 亿吨（评估利用口径），分别占 2024 年 6 月末中国神华保有资源量和可采储量的 11.40%和 13.59%。按 2024 年 6 月末的资源量计算，本次交易将使中国神华煤炭保有资源量增至约 375.3 亿吨、可采储量增至约 174.5 亿吨，显著提高中国神华煤炭资源储备。交易完成后，中国神华煤炭产能将合计增加 2,570 万吨/年（含在建产能 1,000 万吨/年），煤电发电机组装机容量将增加 1,200MW。塔然高勒井田 2029 年达产后，标的公司营业收入和盈利能力或将大幅提升。
- **深入推进煤电一体化布局，各发电业务稳步增长。**公司全年完成总售电量 210.28 十亿千瓦时，占同期全社会用电量 98,521 亿千瓦时 1 的 2.1%，其中市场交易电量达 205.20 十亿千瓦时，占总售电量的比例为 97.6%；平均售电价格 403 元/兆瓦时（2023 年：414 元/兆瓦时），同比下降 2.7%。公司享有获取容量电费资格的国内煤电机组共 68 台，约占本集团国内煤电机组总数的 94%，2024 年共获取容量电费约 50 亿元（含税）。此外，公司有序推进九江二期、北海二期、清远二期等在建项目建设，高标准开工定州三期、沧东三期等火电项目。深化煤电机组“三改联动”，完成沧东电力等电厂共计 6 台机组供热改造，新增供热能力 962 万千瓦；完成九江电力等电厂共计 9 台机组灵活性改造，新增调峰能力 74 万千瓦；完成台山电力等电厂共计 21 台机组节能降碳改造，本集团火电供电标准煤耗降至 292.9 克/千瓦时（2023 年：294.9 克/千瓦时），同比下降 2.0 克/千瓦时。
- **提质增效重回报，高分红回馈股东。**根据《中国神华 2024 年度利润分配方案公告》，公司向全体股东派发 2024 年度末期股息每股人民币 2.26 元（含税）。按截至 2024 年 12 月 31 日本公司总股本 19,868,519,955 股计算，拟派发现金红利人民币 44,903 百万元（含税），占 2024 年度中国企业会计准则下归属于本公司股东净利润的 76.5%，较 2023 年 75.2%进一步提升，对应 2025 年 3 月 21 日收盘价 36.62 元股息率为 6.2%。
- **盈利预测与投资评级：**回顾市场，我们认为动力煤价格调整是淡旺季切换的正常现象，而全年看 2025 年煤炭需求对于长协价格仍有较强支撑，市场价格也暂时不具备单边下行的条件，随宏观经济回暖或支撑煤价上行。同时全社会用电量有望持续增长，支撑盈利能力稳定提高。公司高长协比例及煤电港运一体化运营使得经营业绩具有较高稳定性，叠加高现金、高分红属性，长期投资价值值得关注。我们预计公司 2025-2027 年实现归

母净利润 568.35 /569.18/573.99 亿元，EPS 为 2.86/2.86/2.89 元/股，维持“买入”评级。

- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标				单位：	百万元
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343,074	338,375	328,397	332,783	345,505
同比(%)	-0.4%	-1.4%	-2.9%	1.3%	3.8%
归属母公司净利润	59,694	58,671	56,835	56,918	57,399
同比(%)	-14.3%	-1.7%	-3.1%	0.1%	0.8%
毛利率(%)	35.9%	34.0%	34.3%	33.4%	33.2%
ROE(%)	14.6%	13.7%	12.9%	12.5%	12.2%
EPS（摊薄）（元）	3.00	2.95	2.86	2.86	2.89
P/E	12.19	12.40	12.80	12.78	12.68
P/B	1.78	1.70	1.65	1.60	1.55
EV/EBITDA	4.47	7.06	5.73	5.68	5.42

资料来源：WIND，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价

资产负债表						单位:	百万元	利润表						单位:	百万元												
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	流动资产	198,951	205,125	224,921	238,005	245,003	营业总收入	343,074	338,375	328,397	332,783	345,505				
货币资金	149,986	142,415	153,276	173,623	176,578	营业成本	219,922	223,192	215,755	221,489	230,820	应收票据	7,983	3,036	11,559	1,382	12,054	营业税金及附加	18,385	17,784	16,091	15,974	16,584				
应收账款	11,875	12,466	10,252	14,432	13,661	销售费用	425	491	493	499	518	预付账款	5,999	6,232	8,630	7,029	700	管理费用	9,812	10,340	8,867	8,985	8,983				
存货	12,846	12,482	12,302	12,930	13,405	研发费用	3,007	2,727	2,647	2,682	2,784	其他	10,262	28,494	28,901	28,610	28,606	财务费用	501	129	255	-50	-259				
非流动资产	431,180	452,943	463,671	479,110	496,472	减值损失合计	-3,691	-535	-2,500	-1,800	-1,000	长期股权投资	55,571	59,840	58,840	57,840	56,840	投资净收益	3,815	4,871	4,727	4,791	2,419				
固定资产（合计）	256,933	257,149	262,038	269,739	279,552	其他	221	314	-305	143	-431	无形资产	61,630	64,776	72,515	81,854	90,959	营业利润	91,367	88,362	86,212	86,337	87,061				
其他	57,046	71,178	70,278	69,678	69,121	营业外收支	-4,191	-2,569	-687	-687	-687	其他	57,046	71,178	70,278	69,678	69,121	营业外收支	-4,191	-2,569	-687	-687	-687				
资产总计	630,131	658,068	688,592	717,116	741,475	利润总额	87,176	85,793	85,525	85,650	86,374	资产总计	630,131	658,068	688,592	717,116	741,475	利润总额	87,176	85,793	85,525	85,650	86,374				
流动负债	91,585	92,620	93,864	96,268	97,305	所得税	17,578	16,928	18,815	18,843	19,002	流动负债	91,585	92,620	93,864	96,268	97,305	所得税	17,578	16,928	18,815	18,843	19,002				
短期借款	2,927	1,037	1,662	477	1,027	净利润	69,598	68,865	66,709	66,807	67,372	短期借款	2,927	1,037	1,662	477	1,027	净利润	69,598	68,865	66,709	66,807	67,372				
应付票据	581	146	873	65	950	少数股东损益	9,904	10,194	9,875	9,889	9,973	应付票据	581	146	873	65	950	少数股东损益	9,904	10,194	9,875	9,889	9,973				
应付账款	38,320	38,059	35,775	40,334	38,764	归属母公司净利润	59,694	58,671	56,835	56,918	57,399	应付账款	38,320	38,059	35,775	40,334	38,764	归属母公司净利润	59,694	58,671	56,835	56,918	57,399				
其他	49,757	53,378	55,554	55,392	56,564	EBITDA	115,733	108,336	108,747	106,299	110,764	其他	49,757	53,378	55,554	55,392	56,564	EBITDA	115,733	108,336	108,747	106,299	110,764				
非流动负债	60,176	61,496	66,496	68,496	67,496	EPS（当年）（元）	3.00	2.95	2.86	2.86	2.89	非流动负债	60,176	61,496	66,496	68,496	67,496	EPS（当年）（元）	3.00	2.95	2.86	2.86	2.89				
长期借款	29,636	28,932	33,932	35,932	34,932							长期借款	29,636	28,932	33,932	35,932	34,932										
其他	30,540	32,564	32,564	32,564	32,564	现金流量表						其他	30,540	32,564	32,564	32,564	32,564	单位: 百万元									
负债合计	151,761	154,116	160,360	164,764	164,801	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	负债合计	151,761	154,116	160,360	164,764	164,801	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E				
少数股东权益	69,678	77,086	86,961	96,850	106,823	经营活动现金流	89,687	93,348	81,040	99,041	87,942	少数股东权益	69,678	77,086	86,961	96,850	106,823	经营活动现金流	89,687	93,348	81,040	99,041	87,942				
归属母公司股东权益	408,692	426,866	441,272	455,501	469,851	净利润	69,598	68,865	66,709	66,807	67,372	归属母公司股东权益	408,692	426,866	441,272	455,501	469,851	净利润	69,598	68,865	66,709	66,807	67,372				
负债和股东权益	630,131	658,068	688,592	717,116	741,475	折旧摊销	24,760	24,456	22,611	22,299	23,487	负债和股东权益	630,131	658,068	688,592	717,116	741,475	折旧摊销	24,760	24,456	22,611	22,299	23,487				
						财务费用	459	91	1,680	1,483	1,477							财务费用	459	91	1,680	1,483	1,477				
重要财务指标						单位:	百万元							重要财务指标						单位:	百万元						
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	投资损失	-3,815	-4,871	-4,727	-4,791	-2,419	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	投资损失	-3,815	-4,871	-4,727	-4,791	-2,419				
营业总收入	343,074	338,375	328,397	332,783	345,505	营运资金变动	-5,291	4,146	-9,316	10,452	-4,556	营业总收入	343,074	338,375	328,397	332,783	345,505	营运资金变动	-5,291	4,146	-9,316	10,452	-4,556				
同比(%)	-0.4%	-1.4%	-2.9%	1.3%	3.8%	其它	3,976	661	4,083	2,790	2,581	同比(%)	-0.4%	-1.4%	-2.9%	1.3%	3.8%	其它	3,976	661	4,083	2,790	2,581				
归属母公司净利润	59,694	58,671	56,835	56,918	57,399	投资活动现金流	-36,974	-85,359	-31,695	-35,338	-40,011	归属母公司净利润	59,694	58,671	56,835	56,918	57,399	投资活动现金流	-36,974	-85,359	-31,695	-35,338	-40,011				
同比(%)	-14.3%	-1.7%	-3.1%	0.1%	0.8%	资本支出	-35,583	-35,790	-36,422	-40,629	-42,929	同比(%)	-14.3%	-1.7%	-3.1%	0.1%	0.8%	资本支出	-35,583	-35,790	-36,422	-40,629	-42,929				
毛利率(%)	35.9%	34.0%	34.3%	33.4%	33.2%	长期投资	-2,868	-17,675	500	500	500	毛利率(%)	35.9%	34.0%	34.3%	33.4%	33.2%	长期投资	-2,868	-17,675	500	500	500				
ROE(%)	14.6%	13.7%	12.9%	12.5%	12.2%	其他	1,477	-31,894	4,227	4,791	2,419	ROE(%)	14.6%	13.7%	12.9%	12.5%	12.2%	其他	1,477	-31,894	4,227	4,791	2,419				
EPS（摊薄）（元）	3.00	2.95	2.86	2.86	2.89	筹资活动现金流	-76,131	-51,173	-38,483	-43,356	-44,977	EPS（摊薄）（元）	3.00	2.95	2.86	2.86	2.89	筹资活动现金流	-76,131	-51,173	-38,483	-43,356	-44,977				
P/E	12.19	12.40	12.80	12.78	12.68	吸收投资	574	1,015	197	0	0	P/E	12.19	12.40	12.80	12.78	12.68	吸收投资	574	1,015	197	0	0				
P/B	1.78	1.70	1.65	1.60	1.55	借款	-11,091	-2,594	5,625	815	-450	P/B	1.78	1.70	1.65	1.60	1.55	借款	-11,091	-2,594	5,625	815	-450				
EV/EBITDA	4.47	7.06	5.73	5.68	5.42	支付利息或股息	-59,900	-53,778	-44,305	-44,171	-44,527	EV/EBITDA	4.47	7.06	5.73	5.68	5.42	支付利息或股息	-59,900	-53,778	-44,305	-44,171	-44,527				
						现金净增加	-23,284	-43,100	10,861	20,347	2,955							现金净增加	-23,284	-43,100	10,861	20,347	2,955				

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术服务、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。