

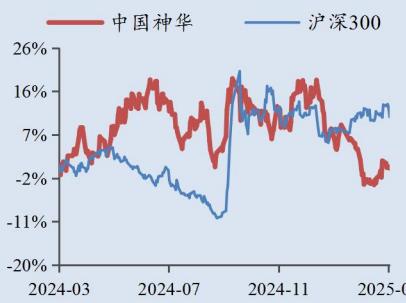
## 分红政策持续优化，行业龙头配置价值凸显

## ——中国神华（601088.SH）2024年报点评报告

## 华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

## 最近一年走势



## 市场数据

## 2025年03月21日

当前价格（元）	36.62
52周价格区间（元）	34.78-47.50
总市值（百万元）	727,585.20
流通市值（百万元）	603,901.81
总股本（万股）	1,986,852.00
流通股（万股）	1,649,103.80
近一月换手（%）	4.87

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

联系人：彭越

执业证书编号：S0230124010004

邮箱：pengy@hlzq.com

## 相关阅读

《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》2024.10.31

## 事件：

中国神华发布2024年报：公司实现总营业收入3,383.75亿元，同比减少1.37%；实现归母净利润586.71亿元，同比减少1.71%。

## 观点：

- 公司煤炭产销稳定增长，自产煤毛利率小幅下降。产销量方面，2024年公司实现商品煤产量3.27亿吨，同比增长0.8%；煤炭销售量4.59亿吨，同比增长2.1%。其中，自产煤销售量3.27亿吨，同比增长0.5%；外购煤销售量1.32亿吨，同比增长6.2%。价格方面，2024年公司综合售价为564元/吨，同比下降3.4%。其中，年度长协售价491元/吨，同比下降1.8%；月度长协售价705元/吨，同比下降12.7%；现货售价627元/吨，同比下降2%。成本方面，2024年自产煤单位生产成本179元/吨，同比持平；自产煤吨煤销售成本292.48元/吨，同比下降0.08%。毛利率方面，2024年自产煤毛利率为44.5%，同比下降2.1个百分点。
- 发售电量同比增长，总装机容量再次提高。2024年，公司总发电量达到2232.1亿千瓦时，同比增长5.2%；总售电量为2102.8亿千瓦时，同比增长5.3%。2024年，集团发电机组总装机容量为46,264兆瓦，其中，燃煤发电机组总装机容量43,184兆瓦，约占全国煤电发电装机容量11.9亿千瓦的3.6%。集团新增装机容量合计1,630兆瓦，其中燃气及光伏发电装机增量显著，惠州热电二期燃气热电联产机组、国能（清远）清洁能源有限公司天然气分布式能源机组建成投运，新增装机容量合计1,244兆瓦；位于江西、广东等地的光伏发电站投运并对外商业运营，新增装机容量366兆瓦。
- 公司坚持高比例分红，持续优化分红政策。董事会建议派发2024年度末期股息2.26元/股（含税），合计44,903百万元（含税），占2024年中国企业会计准则下归属于本公司股东净利润的76.5%。2025年1月22日，为积极响应投资者诉求，本公司主动披露2025-2027年度股东回报规划（尚待股东大会批准），承诺每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现归属于本公司股东净利润的65%，在此期间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。自上市以来，中国神华累计现金分红金额（含2024年度末期股息）已达4,919.35亿元（含税），分红规模与持续性位居行业前列。

- **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2025-2027年归母净利润分别为537.98/551.51/572.50亿元（2025/2026前值为：617.00/628.46亿元），当前股价对应2025、2026年PE为7.6/7.2倍，我们选取中煤能源、陕西煤业、电投能源作为可比公司，中国神华作为行业龙头估值高于行业平均水平，维持公司“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	329,776	335,582	344,963
增长率（%）	-0.42	-1.37	-2.54	1.76	2.80
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	53,798	55,151	57,250
增长率（%）	-14.26	-1.71	-8.31	2.52	3.81
ROE（%）	14.55	13.66	12.07	11.93	11.89
每股收益/EPS（摊薄/元）	3.00	2.95	2.71	2.78	2.88
市盈率（P/E）	9.6	13.8	13.5	13.2	12.7
市净率（P/B）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

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	2025/3/21	EPS（元）				PE			
		收盘价(元)	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024 A/E	2025E	2026E
601898.SH	中煤能源	10.23	1.47	1.46	1.44	1.53	6.4	8.9	7.1	6.7
601225.SH	陕西煤业	19.90	2.19	2.24	2.38	2.47	9.5	8.9	8.4	8.1
002128.SZ	电投能源	19.14	2.11	2.49	2.63	2.84	7.0	7.7	7.3	6.7
可比公司平均值		16.42	1.92	2.06	2.15	2.28	7.6	8.5	7.6	7.2
601088.SH	中国神华	36.62	3.00	2.95	2.71	2.78	9.6	13.8	13.5	13.2

数据来源：Wind，华龙证券研究所（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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	198,951	205,125	219,566	242,934	265,977	<b>营业收入</b>	343,074	338,375	329,776	335,582	344,963
现金	149,986	142,415	156,876	179,520	201,140	营业成本	219,922	223,192	221,544	224,624	229,811
应收票据及应收账款	19,858	15,502	16,254	16,271	17,163	税金及附加	18,385	17,784	17,446	17,714	18,223
其他应收款	2,731	2,378	2,566	2,483	2,698	销售费用	425	491	406	430	466
预付账款	5,999	6,232	5,881	6,347	6,273	管理费用	9,812	10,340	9,862	10,109	10,366
存货	12,846	12,482	12,651	12,835	13,238	研发费用	3,007	2,727	2,886	2,860	2,940
其他流动资产	7,531	26,116	25,337	25,478	25,464	财务费用	501	129	84	241	523
<b>非流动资产</b>	431,180	452,943	448,198	447,197	448,060	资产和信用减值损失	-3,976	-663	-1,705	-1,376	-1,537
长期股权投资	55,571	59,840	63,924	68,095	72,237	其他收益	423	333	363	353	356
固定资产	256,933	257,149	255,463	255,566	255,551	公允价值变动收益	0	2	1	2	1
无形资产	61,630	64,776	65,595	65,341	65,014	投资净收益	3,815	4,871	4,519	4,636	4,597
其他非流动资产	57,046	71,178	63,215	58,195	55,258	资产处置收益	83	107	99	102	101
<b>资产总计</b>	630,131	658,068	667,764	690,131	714,037	<b>营业利润</b>	91,367	88,362	80,827	83,322	86,153
<b>流动负债</b>	91,585	92,620	88,501	90,272	94,613	营业外收入	912	813	846	835	839
短期借款	2,927	1,037	1,045	1,057	1,201	营业外支出	5,103	3,382	3,781	3,868	3,758
应付票据及应付账款	38,901	38,205	38,405	39,338	40,386	<b>利润总额</b>	87,176	85,793	77,892	80,289	83,233
其他流动负债	49,757	53,378	49,051	49,877	53,026	所得税	17,578	16,928	14,888	15,652	16,153
<b>非流动负债</b>	60,176	61,496	57,212	58,074	55,463	<b>净利润</b>	69,598	68,865	63,004	64,637	67,080
长期借款	32,608	28,932	27,146	26,759	24,773	少数股东损益	9,904	10,194	9,206	9,486	9,830
其他非流动负债	27,568	32,564	30,066	31,315	30,691	<b>归属母公司净利润</b>	59,694	58,671	53,798	55,151	57,250
<b>负债合计</b>	151,761	154,116	145,712	148,346	150,076	EBITDA	117,291	115,445	105,176	109,217	112,597
少数股东权益	69,678	77,086	86,292	95,778	105,608	EPS（元）	3.00	2.95	2.71	2.78	2.88
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869						
资本公积	68,182	68,296	68,296	68,296	68,296						
留存收益	299,924	313,685	328,744	344,099	360,068						
归属母公司股东权益	408,692	426,866	435,760	446,007	458,353						
<b>负债和股东权益</b>	630,131	658,068	667,764	690,131	714,037						

现金流量表（百万元）						主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	89,687	93,348	82,359	82,945	87,669	<b>成长能力</b>					
净利润	69,598	68,865	63,004	64,637	67,080	营业收入同比增速(%)	-0.42	-1.37	-2.54	1.76	2.80
折旧摊销	24,641	24,202	22,150	23,502	23,526	营业利润同比增速(%)	-6.90	-3.29	-8.53	3.09	3.40
财务费用	501	129	84	241	523	归属于母公司净利润同比增速(%)	-14.26	-1.71	-8.31	2.52	3.81
投资损失	-3,815	-4,871	-4,519	-4,636	-4,597	<b>盈利能力</b>					
营运资金变动	-11,690	512	-225	-1,940	-363	毛利率(%)	35.90	34.04	32.82	33.06	33.38
其他经营现金流	10,452	4,511	1,865	1,142	1,500	净利率(%)	20.29	20.35	19.11	19.26	19.45
<b>投资活动现金流</b>	-36,974	-85,359	-13,152	-17,579	-19,781	ROE(%)	14.55	13.66	12.07	11.93	11.89
资本支出	37,084	37,032	14,190	17,896	20,464	ROIC(%)	15.83	14.97	13.74	13.77	14.00
长期投资	-2,887	-17,675	-4,084	-4,171	-4,142	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	2,997	-30,652	5,122	4,488	4,825	资产负债率(%)	24.08	23.42	21.82	21.50	21.02
<b>筹资活动现金流</b>	-76,131	-51,173	-54,745	-42,723	-46,268	净负债比率(%)	-19.11	-15.86	-19.90	-22.94	-26.01
短期借款	-2,289	-1,890	8	12	144	流动比率	2.17	2.21	2.48	2.69	2.81
长期借款	-9,283	-3,676	-1,786	-386	-1,986	速动比率	1.89	1.93	2.19	2.40	2.53
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	168	114	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.53	0.50	0.49	0.49
其他筹资现金流	-64,727	-45,721	-52,967	-42,348	-44,425	应收账款周转率	30.04	27.80	27.00	26.00	26.00
<b>现金净增加额</b>	-23,284	-43,100	14,461	22,644	21,620	应付账款周转率	5.77	5.84	5.84	5.84	5.84

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，在自己所知情的范围内本公司、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受到任何形式的补偿。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