

煤炭

2025 年 03 月 25 日

中国神华 (601088)

——2024 年年报点评：一体化运营业绩稳健，高分红凸显公司长期投资价值

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 25 日

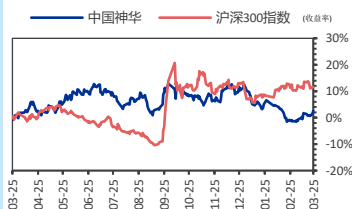
收盘价 (元)	37.75
一年内最高/最低 (元)	47.50/34.78
市净率	1.8
股息率% (分红/股价)	5.99
流通 A 股市场值 (百万元)	622,537
上证指数/深证成指	3,369.98/10,649.08

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	21.48
资产负债率%	23.42
总股本/流通 A 股 (百万)	19,869/16,491
流通 B 股/H 股 (百万)	-/3,377

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818x
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司于 3 月 22 日发布 2024 年年度报告，2024 年实现营收 3383.75 亿元，同比降低 1.37%；归母净利润 586.71 亿元，同比减少 1.71%；基本每股收益 2.95 元。24Q4 单季度实现营收 844.76 亿元，环比 24Q3 降低 1.57%，同比下降 6.77%；归母净利润 125.97 亿元，环比 24Q3 降低 23.98%，同比增长 10.26%。业绩符合市场预期。此外，**公司拟派发 24 年股息现金 2.26 元/股 (含税)，合计派发股息人民币 449.03 亿元 (含税)。**
- **自产煤售价降幅大于成本端，毛利率下降。**24 年商品煤产量 327.1 百万吨，同比增长 0.8%；销量 459.3 百万吨，同比增长 2.1%。自产煤方面：全年销量 327 百万吨，同比增长 0.5%；售价 527 元/吨，同比下跌 3.8%；吨营业成本 292 元/吨，同比降 0.1%；毛利 235 元/吨，毛利率 44.5%，同比降 2pct。24Q4 销量 82.1 百万吨，同比降 0.73%；售价 516 元/吨，同比降 6.35%；吨营业成本 270 元/吨，同比增 5.47%；毛利率 47.8%，同比跌 5.9pct。若取合并抵销前的数据，2024 年煤炭分部实现营收 2686.18 亿元，同比降 1.7%；利润总额 543.65 亿元。因煤炭平均销售价格下降且营业成本上升，煤炭毛利率 30%，同比降 2pct。
- **24 年发、售电量同比均增长，发电分部利润增长。**2024 年，公司发电量 223.21 十亿千瓦时，同比增长 5.2%，售电量 210.28 十亿千瓦时，同比增长 5.3%，发电业务收入 942.17 亿元，同比增长 2.0%，成本 788.32 亿元，同比增长 2.7%，利润总额 111.47 亿元，同比上升 4.7%。售电价 0.403 元/千瓦时，同比跌 2.7%。截至 24 年 12 月底，公司总装机容量 4626.4 万千瓦，报告期内新增装机容量 163 万千瓦；2024 年平均利用小时数 4960 小时，同比下降 4.0%。24Q4 单季，发电量 55.07 十亿千瓦时，同比减 1.71%，售电量 52.01 十亿千瓦时，同比减 1.72%。平均利用小时数 1209 小时，同比降 6.78%。
- **财务费用进一步压降，期间费用同比减少。**2024 年期间费用 136.87 亿元，同比减少 0.42%。其中销售费用 4.91 亿元，同比增 15.53%；管理费用 103.4 亿元，同比增 5.38%，主要是人工成本、外委服务费等增长；财务费用 1.29 亿元，同比下降 74.25%，是由于公司带息负债和融资成本压降；研发费用 27.27 亿元，同比减 9.31%，主要受研发投入和进度影响。
- **高股息奠定公司长期投资价值。**1 月 22 日公司公告 25-27 年分红规划，提出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本公司股东的净利润的 65%。根据 24 年分红预案，分红比率约 76.5%，参考 3 月 25 日收盘价，预计公司 A 股股息率高达 6%。
- **投资分析意见：**截至 24 年末公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1528.42 亿元，现金规模充裕。由于市场煤价下跌，我们下调公司 25-26 年业绩预测，由 554.54、560.28 亿元下调至 538.52、547.68 亿元，并且新增 27 年业绩预测 555.03 亿元，25-27 年 eps 分别为 2.71、2.76 和 2.79 元，对应 PE 估值 14、14、14 倍。公司一体化运营业绩稳健、且兼具高股息属性，我们维持公司“**买入**”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑致下游需求下滑，产品价格超预期下跌；电厂建设大幅不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	343,074	338,375	335,200	340,099	343,723
同比增长率 (%)	-0.4	-1.4	-0.9	1.5	1.1
归母净利润 (百万元)	59,694	58,671	53,852	54,768	55,503
同比增长率 (%)	-14.3	-1.7	-8.2	1.7	1.3
每股收益 (元/股)	3.00	2.95	2.71	2.76	2.79
毛利率 (%)	35.9	34.0	32.5	32.2	32.2
ROE (%)	14.6	13.7	13.1	12.9	12.6
市盈率	13	13	14	14	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

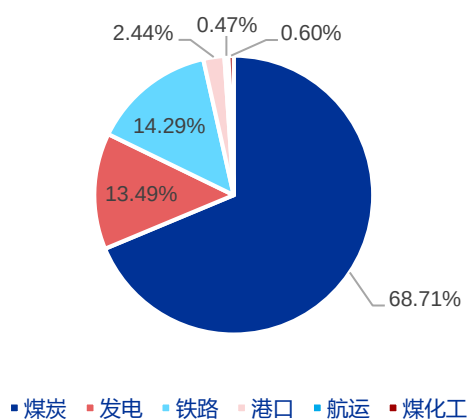
1. 公司平稳运行，煤炭业务毛利率高位运行

公司于3月22日发布2024年年度报告，2024年实现营收3383.75亿元，同比降低1.37%；归母净利润586.71亿元，同比减少1.71%；基本每股收益2.95元。24Q4单季度实现营收844.76亿元，环比24Q3降低1.57%，同比下降6.77%；归母净利润125.97亿元，环比24Q3降低23.98%，同比增长10.26%。

从各个业务分部来看，若取合并抵销前的数据，2024年，**煤炭分部**实现营收2686.18亿元，同比下降1.7%；实现毛利额783.76亿元，因煤炭平均销售价格下降使营业收入下降，而外购煤销售量及销售成本增长，煤炭业务毛利率30.3%，同比减少2pct。**发电业务**收入942.17亿元，同比增长2.0%，主要是由于售电量增长；分部营业成本788.32亿元，同比增长2.7%。公司发电毛利率同比下降0.6pct至16.3%。发电分部实现毛利153.85亿元，同比下降1.5%，主要是由于平均售电价格下降。

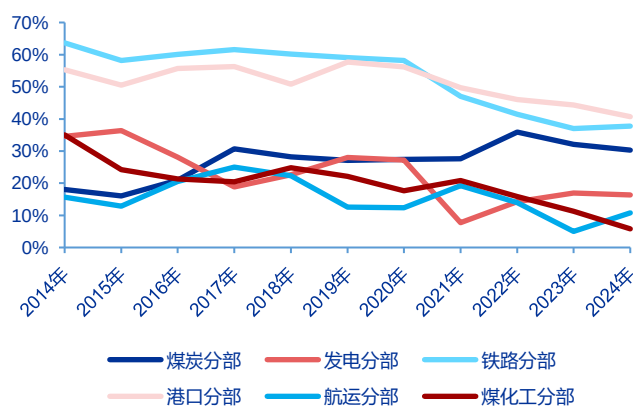
运输板块的铁路分部、港口分部、航运分部报告期内录得营收合计达549.53亿元，同比增长0.75%，实现毛利196.19亿元，同比上升2.51%；**煤化工业务**贡献营收56.33亿元，毛利润3.28亿元，毛利率5.8%，同比下降5.4pct，煤化工分部毛利同比下降是因为煤制烯烃生产设备按计划检修，聚烯烃产品产量及销售量下降。

图 1：2024 年各业务板块毛利占比（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：各业务分部毛利率（%）



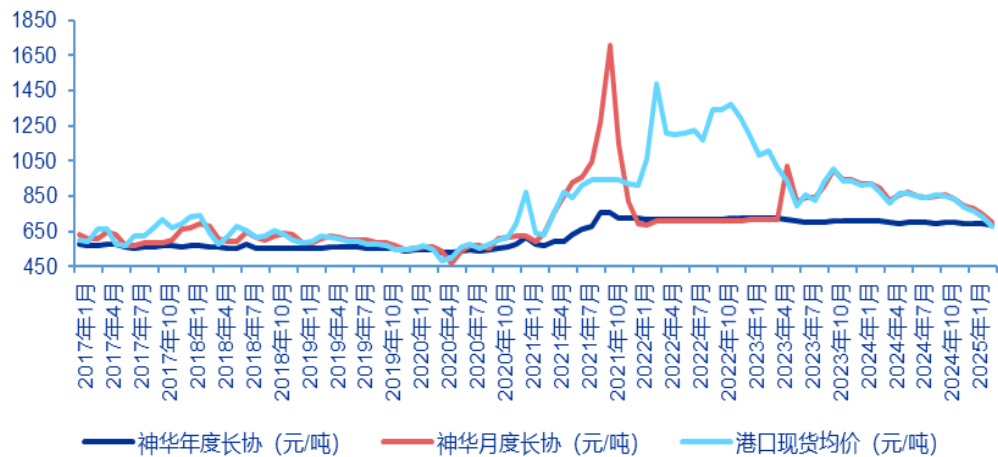
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 自产煤产量增长，但售价下跌带来毛利率下降

公司煤炭产量小幅增长。2024 年，公司商品煤产量 327.1 百万吨，同比去年的 324.5 百万吨增长 0.8%；自产煤销量 459.3 百万吨，同比去年的 450.0 百万吨，增加了 2.1%。内蒙古自治区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。杭锦能源塔然高勒矿井项目正在建设。

报告期内,公司煤炭长协比例较之于 2023 年增加、但年度长协占自产煤销量占比下降。2024 年公司月度长协和年度长协合计占比 87.3%, 较 2023 年的 81.9%增长 5.4pct, 长协比例基本平稳。**年度长协销量占自产煤销量的 75.35%**, 较 2023 年同期的 79.50%下降 4.15pct。**价格方面**, 2024 年年度长协销售均价为 491 元/吨 (不含税), 同比 23 年的 500 元/吨下降 1.8%。

图 3: 中国神华煤炭销售高比例长协定价 (元/吨)



资料来源: 煤炭市场网, 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 中国神华煤炭销售价格 (元/吨)

销售价格 (不含税)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
一、年度长协	381	381	380	456	515	500	491
二、月度长协	511	480	465	765	873	808	705
三、现货	401	426	418	599	776	640	627
平均价格(不含税)	429	426	410	588	644	584	564

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 2: 公司自产煤业务经营数据

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4 环比	24Q4 同比
产量 (百万吨)	80.10	80.60	81.30	82.50	81.30	81.90	81.20	82.70	1.85%	0.24%
销量 (百万吨)	79.40	79.90	83.40	82.70	80.30	82.50	82.10	82.10	0.00%	-0.73%
收入 (亿元)	454.44	437.40	434.72	455.86	428.22	438.86	433.53	423.81	-2.24%	-7.03%
成本 (亿元)	229.89	246.18	265.01	211.42	238.41	264.01	232.63	221.37	-4.84%	4.71%
毛利 (亿元)	224.55	191.22	169.71	244.44	189.81	174.85	200.90	202.44	0.77%	-17.18%
吨售价 (元/吨)	559	547	521	551	533	532	528	516	-2.24%	-6.35%
吨成本 (元/吨)	290	308	318	256	297	320	283	270	-4.84%	5.47%
吨毛利 (元/吨)	283	239	203	296	236	212	245	247	0.77%	-16.58%
毛利率 (%)	49.4%	43.7%	39.0%	53.6%	44.3%	39.8%	46.3%	47.8%	1.4%	-5.9%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 3：中国神华煤炭长协销售及占比（百万吨，%，元/吨）

	2023			2024			变动	
	销售量(百万吨)	占销售量合计比例(%)	价格(不含税, 元/吨)	销售量(百万吨)	占销售量合计比例(%)	价格(不含税, 元/吨)	销售量(%)	价格(不含税, %)
一、通过销售集团销售	427.2	94.9	598	437.4	95.2	578	2.4	-3.3
1、年度长协	258.7	57.5	500	246.4	53.6	491	-4.8	-1.8
2、月度长协	110.0	24.4	808	154.8	33.7	705	40.7	-12.7
3、现货	58.5	13.0	640	36.2	7.9	627	-38.1	-2.0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 发、售电量增长，发电分部利润同比上升

2024 年发电量 223.21 十亿千瓦时，同比增长 5.2%，售电量 210.28 十亿千瓦时，同比增长 5.3%。合并抵销前发电业务收入 942.17 亿元，同比增长 2.0%，成本 788.32 亿元，同比增长 2.7%，利润总额 111.47 亿元，同比上升 4.7%。

2024 年售电价 0.403 元/千瓦时，同比 2023 年的 0.414 元/千瓦时下降 2.7%。截至 24 年 12 月底，公司总装机容量 4626.4 万千瓦，报告期内，本集团新增装机容量 163 万千瓦。2024 年平均利用小时数 4960 小时，同比 23 年 5167 小时下降 4.0%。其中，燃煤机组装机容量 4316.4 万千瓦，燃煤机组平均利用小时数 5030 小时，同比下降 3.7%。

表 4：公司发电业务经营数据（十亿千瓦时，亿，元/千瓦时，万千瓦，小时）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4 环比	24Q4 同比
发电量（十亿千瓦时）	51.71	48.49	56.03	56.03	55.35	48.69	64.1	55.07	-14.09%	-1.71%
售电量（十亿千瓦时）	48.75	45.51	52.57	52.92	52.16	45.73	60.38	52.01	-13.86%	-1.72%
收入（亿元）	228.73	213.17	238.59	243.58	240.75	202.79	260	239	-8.32%	-2.09%
成本（亿元）	191.83	175.87	191.08	209.07	200.02	172.7	219.12	196.48	-10.33%	-6.02%
毛利（亿元）	36.9	37.3	47.51	34.51	40.73	30.09	41.01	42.02	2.46%	21.76%
售电价（元/千瓦时）	0.420	0.418	0.413	0.414	0.409	0.404	0.395	0.403	2.03%	-2.66%
装机容量（万千瓦）	4032	4035	4052	4463	4480	4482	4494	4626	2.95%	3.65%
平均利用小时（小时）	1283	1201	1386	1297	1236	1087	1428	1209	-15.34%	-6.78%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 现金资产充裕，24 年计划分红 76.5%

2025 年公司资本开支计划总额为 417.93 亿元，较 24 年实际的 330.19 亿元增长 87.74 亿元。根据公司年报，煤炭分部资本开支用于新建及改扩建项目的支出为 30.93 亿元，用于设备购置的支出为 32.43 亿元，其他支出 33.45 亿元。主要投资项目包括新街台格庙矿区新街一井、二井建设，杭锦能源塔然高勒矿井建设，绿色智能矿山建设等。

发电分部资本开支中，用于新建项目的支出 119.39 亿元，用于环保类技术改造的支出为 5.52 亿元，用于非环保类技术改造的支出为 23.11 亿元，其他支出 1.70 亿元。主要投资项目包括：江西九江电厂二期、广东清远电厂二期、广西北海电厂二期等在建火电项目。

铁路分部资本开支，主要用于东月铁路等煤炭外运专线建设、铁路机车购置、铁路扩能改造项目等。**港口**业务，主要用于黄骅港（煤炭港区）五期工程、黄骅港（煤炭港区）油品码头工程等。**煤化工**分部主要用于煤制烯烃升级示范项目等。**其他**资本开支主要用于信息化项目建设等。

表 5：2024 年计划资本支出（亿元）

	2024 年完成	2025 年计划
1. 煤炭业务	125.87	96.81
2. 发电业务	130.03	174.11
3. 运输业务	67.18	81.66
其中：铁路	56.05	47.58
港口	7.79	34.07
航运	3.34	0.01
4. 煤化工业务	6.84	54.46
5. 其他	0.27	10.89
合计	330.19	417.93

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024 年 12 月末，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1528.42 亿元，较 2023 年底的 1597.49 亿元减少 69 亿元，降幅 4.32%，公司现金规模充裕。

表 6：中国神华持有金融资产和货币资金规模（亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
货币资金	1274.57	1628.86	1705.03	1499.86	1,424.15
其他流动资产	96.39	83.14	66.63	72.77	76.4
债权投资	4.00	4.00			
其他权益工具投资	18.45	21.74	23.86	24.86	27.87
合计	1393.41	1737.74	1795.52	1597.49	1528.42

资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据 2024 年报，**公司计划每股派息 2.26 元，对应现金分红金额为 449.03 亿元人民币，分红率 76.5%，参考 3 月 25 日收盘价，A 股股息率为 6%，**公司的高股息避险属性凸显，奠定公司长期投资价值。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343,074	338,375	335,200	340,099	343,723
其中: 营业收入	343,074	338,375	335,200	340,099	343,723
减: 营业成本	219,922	223,192	226,385	230,550	233,070
减: 税金及附加	18,385	17,784	17,617	17,875	18,065
主营业务利润	104,767	97,399	91,198	91,674	92,588
减: 销售费用	425	491	486	494	499
减: 管理费用	9,812	10,340	10,056	9,863	9,968
减: 研发费用	3,007	2,727	2,682	2,381	2,234
减: 财务费用	501	129	111	167	162
经营性利润	91,022	83,712	77,863	78,769	79,725
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-285	-128	-120	-120	-120
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3,691	-535	-530	-530	-530
加: 投资收益及其他	4,238	5,204	4,155	4,532	4,630
营业利润	91,367	88,362	81,519	82,766	83,829
加: 营业外净收入	-4,191	-2,569	-2,569	-2,569	-2,569
利润总额	87,176	85,793	78,950	80,197	81,260
减: 所得税	17,578	16,928	15,741	15,913	16,113
净利润	69,598	68,865	63,209	64,284	65,147
少数股东损益	9,904	10,194	9,357	9,516	9,644
归属于母公司所有者的净利润	59,694	58,671	53,852	54,768	55,503

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。