

信义山证汇通天下

证券研究报告

动力煤

中国神华（601088.SH）

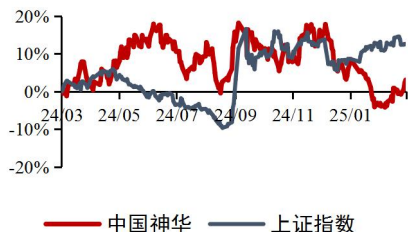
买入-A(维持)

运输板块部分弥补煤价下行，业绩稳健分红可期

2025 年 3 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 3 月 26 日

收盘价（元）：	38.03
年内最高/最低（元）：	47.50/34.78
流通 A 股/总股本（亿股）：	164.91/198.69
流通 A 股市值（亿元）：	6,271.54
总市值（亿元）：	7,556.00

基础数据：2024 年 12 月 31 日

基本每股收益(元)：	2.95
摊薄每股收益(元)：	2.95
每股净资产(元)：	25.36
净资产收益率(%)：	13.66

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年度报告：报告期内公司实现营业收入 3383.75 亿元，同比-1.4%；实现归母净利润 586.71 亿元，同比-1.7%；扣非后归母净利润 601.25 亿元，同比-4.4%；基本每股收益 2.953 元/股，加权平均净资产收益率 14.04%，同比减少 0.84 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 933.48 亿元，同比+4.1%。截至 2024 年底，公司总资产 6580.68 亿元，同比+4.4%，净资产 4268.66 亿元，同比+4.4%。

事件点评

➢ 非煤产业部分弥补煤炭价格下降影响，业绩符合预期。报告期内公司延续煤电路港航化的纵向一体化经营模式；2024 年公司煤炭、发电、运输及煤化工分部利润总额（合并抵销前）占比为 67%、14%、19%和 0%，与 2023 年同比分别变化-4、+1、+3、0 个百分点，非煤板块对稳定公司业绩发挥了一定作用。

➢ 煤炭产、销同增，售价小幅下行。2024 年公司商品煤产量 327.1 百万吨（+0.8%），销售量为 459.3 百万吨（+2.1%），其中自产煤销售 327.0 万吨（+0.5%）、外购煤销售 132.3 百万吨（+6.2%）。煤炭平均售价 564 元/吨（自产煤 527 元/吨，外购煤 653 元/吨），同比变化-3.4%（自产煤-3.8%，外购煤-3.8%）。煤炭销售定价机制中年度长协、月度长协及现货分别占比 53.6%、33.7%和 7.9%，现货占比减少 5.1 个百分点，是售价相对市场煤波动较小的主要原因。成本方面，吨煤单位销售成本 393 元/吨，同比-0.6%，其中：自产煤 292 元/吨，同比-0.1%；外购煤 641 元/吨，同比-3.3%。合并抵销前，煤炭分部毛利率 30.0%，同比下降 2.0pct。

➢ 电力量增价减，装机规模继续增长。2024 年，公司总发电量 223.21 十亿千瓦时，同比+5.2%；总售电量 210.28 十亿千瓦时，同比+5.3%，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，同比-2.7%（其中：燃煤发电 401 元/兆瓦时，同比-2.7%）。2024 年公司燃煤发电利用小时数 5030 小时，同比-3.7%；但仍比全国 6,000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数高 402 小时。截至 2024 年底，公司发电总装机 46264 兆瓦，其中燃煤机组 43184 兆瓦，占比 93.3%，同比降低 3.4 个百分点。新增的 1630 兆瓦装机容量中，燃气发电 1244 兆瓦，占比 76.3%；光伏发电 366 兆瓦，占比 22.5%；燃煤发电 20 兆瓦，占比 1.2%。

➢ 运输分部业绩整体增长，煤化工分部因检修业绩下滑。公司煤炭产销量



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

增加及陕煤区域货运量增长，2024 年公司铁路运输周转量合计为 312.1 十亿吨公里（+0.9%）；但受下水需求影响及业务结构调整影响，航运周转量 149.4 十亿吨海里，同比-9.3%。合并抵销前铁路、港口及航运分别实现利润总额 125.62 亿元（+13.8%）、21.22 亿元（-7.8%）、2.6 亿元（+160%）。煤化工分部方面，受生产设备按计划检修影响，2024 年公司聚乙烯、聚丙烯销售量分别下降 8.8%和 8.2%，合并抵销前煤化工分部利润总额 0.37 亿元（-80.5%），但因为占比较小，对公司整体业绩影响不大。

➤ **高比例分红延续，持续优化分红政策。**2024 年度公司拟分配股息 2.26 元/股（含税），合计 449.03 亿元（含税），分红比例 76.5%，同比提高 1.3 个百分点。根据公司《2025-2027 年度股东回报规划》（尚待股东大会批准），公司承诺近三年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%，并考虑实施中期利润分配。以 3 月 26 日收盘价 38.03 元计算，公司股息率 5.94%，在当前低利率环境下仍具备一定投资优势。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.74\2.89\2.97 元，对应公司 3 月 26 日收盘价 38.03 元，2025-2027 年 PE 分别为 13.9\13.2\12.8 倍，考虑到公司煤炭长协占比高，电力装机布局优越，预计公司经营业绩继续保持稳健，股息率仍具备较高吸引力，且央企市值管理纳入考核有助于提振公司估值，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示

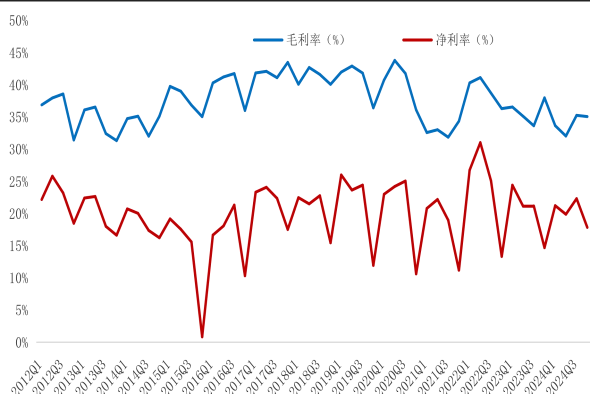
➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	320,542	324,627	337,107
YoY(%)	-0.4	-1.4	-5.3	1.3	3.8
净利润(百万元)	59,694	58,671	54,494	57,411	58,923
YoY(%)	-14.3	-1.7	-7.1	5.4	2.6
毛利率(%)	35.9	34.0	33.8	34.4	34.2
EPS(摊薄/元)	3.00	2.95	2.74	2.89	2.97
ROE(%)	14.5	13.7	11.2	11.4	11.3
P/E(倍)	12.7	12.9	13.9	13.2	12.8
P/B(倍)	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5
净利率(%)	17.4	17.3	17.0	17.7	17.5

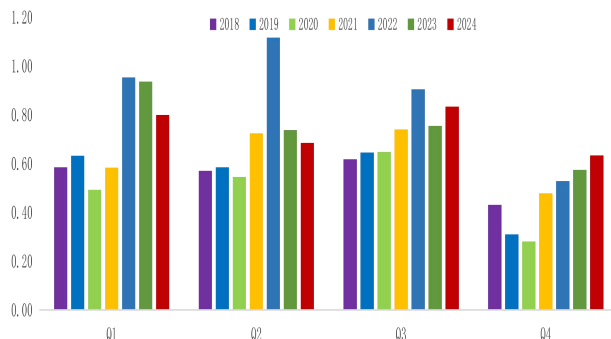
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2012-2024 年公司分季度毛利率和净利率



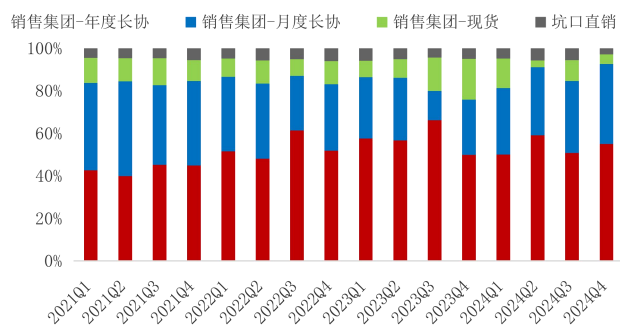
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2024 年公司分季度 EPS



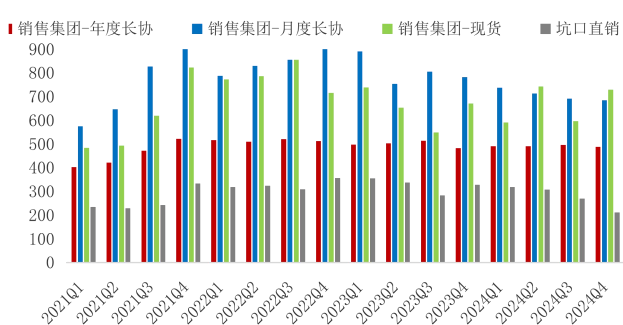
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2021-2024 年分季度不同销售模式销量占比
(单位：%)



资料来源：wind、山西证券研究所

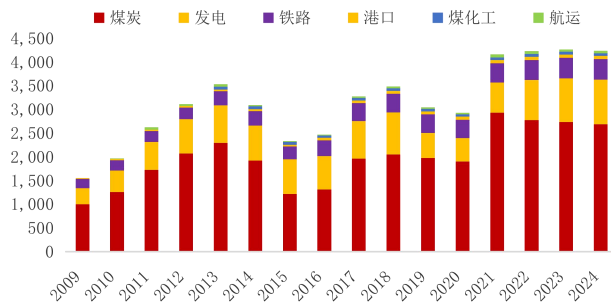
图 4：2021-2024 年分季度不同销售模式售价（单位：元/吨）



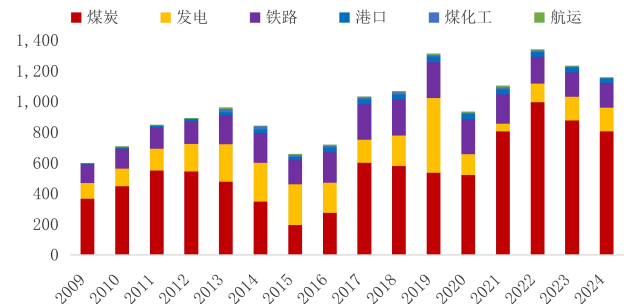
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2013-2024 分板块收入（单位：亿元）

图 6：2013-2024 分板块毛利（单位：亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本（单位：百万吨、元/吨）

单季度销量	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
一、国内销售	115.5	110	111.5	111.5	0.0%	442.5	448.5	1.4%
其中：进口煤销售	1.3	1.3	2.2	2.1	-4.5%	5.7	6.9	21.1%
二、出口及境外销售	1.6	2.6	4.1	2.5	-39.0%	7.5	10.8	44.0%
销售量合计	117.1	112.6	115.6	114	-1.4%	450	459.3	2.1%
吨煤售价/成本(不含税)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
一、国内销售	572	558	556	562	1.1%	638	562	-11.9%
其中：进口煤销售	631	673	628	579	-7.9%	920	622	-32.4%
二、出口及境外销售	673	612	667	616	-7.6%	1035	643	-37.9%
平均销售价格	573	559	560	564	0.7%	644	564	-12.4%
自产煤单位生产成本	190.6	193	175	157	-10.3%	176.3	179	1.5%
吨煤综合毛利	171	345	181	190	5.0%	195	175	-9.9%

资料来源：公司 2023 年度报告；2024 年第一、三季度公告；2024 年半年度、年度报告；山西证券研究所

表 2：公司分板块分季度收入、成本与毛利（合并抵消前）（单位：百万元）

煤炭	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
收入	69285	132034	66991	67299	0.5%	273306	268618	-1.7%
成本	49252	93139	46115	45675	-1.0%	185752	188066	1.2%
毛利	20033	38895	20876	21624	3.6%	87554	80552	-8.0%
毛利率	28.9%	29.5%	31.2%	32.1%	3.1%	32.0%	30.0%	-6.4%
发电	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
收入	24075	46292	26013	23850	-8.3%	92407	94217	2.0%
成本	20002	39182	21912	19648	-10.3%	76785	78832	2.7%
毛利	4073	7110	4101	4202	2.5%	15622	15385	-1.5%
毛利率	16.9%	15.4%	15.8%	17.6%	11.8%	16.9%	16.3%	-3.4%
铁路	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
收入	11763	20909	10230	10443	2.1%	42961	43115	0.4%

成本	7282	12871	6116	6666	9.0%	27059	26819	-0.9%
毛利	4481	8038	4114	3777	-8.2%	15902	16296	2.5%
毛利率	38.1%	38.4%	40.2%	36.2%	-10.1%	37.0%	37.8%	2.1%
港口	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
收入	1698	3435	1690	1709	1.1%	6749	6842	1.4%
成本	873	1998	950	1187	24.9%	3754	4058	8.1%
毛利	825	1437	740	522	-29.5%	2995	2784	-7.0%
毛利率	48.6%	41.8%	43.8%	30.5%	-30.2%	44.4%	40.7%	-8.3%
航运	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
收入	1214	2557	1283	1225	-4.5%	4836	4996	3.3%
成本	1078	2296	1130	1083	-4.2%	4594	4457	-3.0%
毛利	136	261	153	142	-7.2%	242	539	122.7%
毛利率	11.2%	10.2%	11.9%	11.6%	-2.8%	5.0%	10.8%	115.6%
煤化工	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	QoQ	2023	2024	YoY
收入	1506	2593	1561	1534	-1.7%	6098	5633	-7.6%
成本	1411	2407	1456	1487	2.1%	5412	5305	-2.0%
毛利	95	186	105	47	-55.2%	686	328	-52.2%
毛利率	6.3%	7.2%	6.7%	3.1%	-54.5%	11.2%	5.8%	-48.2%

资料来源：公司 2023 年度报告；2024 年第一、三季度公告；2024 年半年度、年度报告；山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

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
流动资产	198951	205125	286437	338440	371461	营业收入	343074	338375	320542	324627	337107
现金	149986	142415	222904	275024	304986	营业成本	219922	223192	212332	212919	221728
应收票据及应收账款	19858	15502	17994	15929	19299	营业税金及附加	18385	17784	17535	17406	18078
预付账款	5999	6232	5354	6380	5805	营业费用	425	491	465	471	489
存货	12846	12482	11606	12552	12604	管理费用	9812	10340	9400	9575	10043
其他流动资产	10262	28494	28578	28556	28766	研发费用	3007	2727	2583	2616	2717
非流动资产	431180	452943	438262	425706	416362	财务费用	501	129	-83	-307	-358
长期投资	55571	59840	63795	67944	71996	资产减值损失	-3976	-663	0	0	0
固定资产	256933	257149	245937	233517	219773	公允价值变动收益	0	2	1	2	1
无形资产	61630	64776	68847	71312	74360	投资净收益	3815	4871	4279	4516	4458
其他非流动资产	57046	71178	59684	52933	50233	营业利润	91367	88362	83063	86922	89334
资产总计	630131	658068	724699	764146	787822	营业外收入	912	813	813	813	813
流动负债	91585	92620	86276	100504	94802	营业外支出	5103	3382	4243	3812	4027
短期借款	2927	1037	3694	3424	3260	利润总额	87176	85793	79634	83923	86119
应付票据及应付账款	38901	38205	36022	38274	39013	所得税	17578	16928	15885	16650	17132
其他流动负债	49757	53378	46560	58806	52529	税后利润	69598	68865	63749	67273	68987
非流动负债	60176	61496	70596	75366	81302	少数股东损益	9904	10194	9254	9862	10064
长期借款	32608	28932	31146	39359	43573	归属母公司净利润	59694	58671	54494	57411	58923
其他非流动负债	27568	32564	39451	36007	37729	EBITDA	112159	110156	102191	107118	107958
负债合计	151761	154116	156999	175997	176231	主要财务比率					
少数股东权益	69678	77086	86340	96202	106266	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	19869	19869	19869	19869	19869	成长能力					
资本公积	68182	68296	68423	68423	68423	营业收入(%)	-0.4	-1.4	-5.3	1.3	3.8
留存收益	299924	313685	324289	336628	351867	营业利润(%)	-6.9	-3.3	-6.0	4.6	2.8
归属母公司股东权益	408692	426866	481360	491947	505326	归属于母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-7.1	5.4	2.6
负债和股东权益	630131	658068	724699	764146	787822	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	35.9	34.0	33.8	34.4	34.2
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	17.4	17.3	17.0	17.7	17.5
经营活动现金流	89687	93348	76894	96274	73676	ROE(%)	14.5	13.7	11.2	11.4	11.3
净利润	69598	68865	63749	67273	68987	ROIC(%)	14.9	14.1	11.5	11.7	11.6
折旧摊销	24641	24172	22581	23442	22134	偿债能力					
财务费用	501	129	-83	-307	-358	资产负债率(%)	24.1	23.4	21.7	23.0	22.4
投资损失	-3815	-4871	-4279	-4516	-4458	流动比率	2.2	2.2	3.3	3.4	3.9
营运资金变动	-11690	512	-5238	10615	-12595	速动比率	1.9	1.9	3.0	3.1	3.6
其他经营现金流	10452	4541	165	-233	-34	营运能力					
投资活动现金流	-36974	-85359	-3891	-6084	-8324	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
筹资活动现金流	-76131	-51173	7487	-38070	-35389	应收账款周转率	21.5	19.1	19.1	19.1	19.1
应付账款周转率						应付账款周转率	5.6	5.8	5.7	5.7	5.7
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.74	2.89	2.97	P/E	12.7	12.9	13.9	13.2	12.8
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	3.87	4.85	3.71	P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	24.23	24.76	25.43	EV/EBITDA	6.6	6.7	6.6	6.0	5.8

资料来源：最闻、山西证券研究所



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

