

公司研究 | 点评报告 | 中国神华（601088.SH）

分红比例高位提升+瑞众人寿举牌中国神华 H 股，龙头中长期价值凸显

报告要点

公司发布 2024 年报：公司 2024 年度实现归母净利润 586.71 亿元，同比-1.7%；单四季度实现归母净利润 125.97 亿元，同比+10%，环比-24%。现金分红金额 449.03 亿元，A 股分红比例 76.53%，同比+1.31pct，按 3/25 日收盘价计算股息率 6.0%。此外，3 月 25 日，香港交易所信息显示，瑞众人寿保险有限责任公司在中国神华的持股比例于 3 月 20 日从 4.97%升至 5.00%，平均股价为 31.9153 港元。险资举牌中国神华 H 股背后，反映了中长线资金对高股息资产的配置需求和价值认可，中国神华作为高股息煤炭龙头标杆，中长期价值凸显。

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003
SFC: BUT918



赵超

SAC: S0490519030001
SFC: BUY139



叶如祯

SAC: S0490517070008



庄越

SAC: S0490522090003



韦思宇

SAC: S0490524120007

中国神华 (601088.SH)

分红比例高位提升+瑞众人寿举牌中国神华 H 股，龙头中长期价值凸显

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2024 年报：公司 2024 年度实现归母净利润 586.71 亿元，同比-1.7%；单四季度实现归母净利润 125.97 亿元，同比+10%，环比-24%。现金分红金额 449.03 亿元，A 股分红比例 76.53%，同比+1.31pct，按 3/25 日收盘价计算股息率 6.0%。

此外，3 月 25 日，香港交易所信息显示，瑞众人寿保险有限责任公司在中国神华的持股比例于 3 月 20 日从 4.97% 升至 5.00%，平均股价为 31.9153 港元。

事件评论

- 煤炭：量增价跌控本得当。1)量：**受益外购煤增加，2024 年实现商品煤销量 45930 万吨，同比+2.1%(+930 万吨)；商品煤产量 32710 万吨，同比+0.8%(+260 万吨)。具体来看，2024 年销量长协比例(年协+月协)达 87.3%，较 2023 年提升 5.4pct。**2)价：**受供需较为宽松影响，2024 年公司不含税煤炭售价 564 元/吨，同比-3.4%(-20 元/吨)。**3)成本：**2024 年公司自产煤单位生产成本 179 元/吨，同比持平；不过外购煤增加致总成本同比+1.2%。**4)利润：**最终公司 2024 年煤炭业务毛利率同比下降 2pct 至 30%，利润总额同比-7.1%。
- 电力：量增&减值减少致 2024 年电力业务利润同比提升。1)量：**受益于新机组投产(同比+1.63GW)，公司实现发/售电量分别为 2232.1/2102.8 亿 kWh，分别同比+5.2%/+5.3%。截至 2024 年底，公司电力装机 46.26GW。**2)价：**2024 年公司电价 0.403 元/千瓦时，同比-2.7%(-0.01 元/千瓦时)。**3)业绩：**虽然电价下滑，但受益于资产减值损失同比减少，公司电力业务利润总额同比+4.7%。
- 其他业务：铁路&航运业绩同比改善对冲港口&化工业绩下降影响。1)铁路：**受益于自有铁路运输周转量同比+0.9%&修理费同比减少&减值同比减少，铁路业务毛利率同比+0.8pct，利润总额同比+13.8%。**2)港口：**虽然港口装船量同比提升，但受航道疏浚费等增长，港口业务利润总额同比-7.8%。**3)航运：**受益海运价提升，航运分部毛利率同+5.8pct，利润总额同比+160%。**4)化工：**受烯烃设备检修影响销量下降，利润总额同比-80.5%。
- 资源扩张+煤电运化一体化，着眼中长期成长。**考虑到公司新街一井、二井合计 1600 万吨/年新建项目预计 27-28 年投产，叠加收购杭锦能源 100%股权未来煤炭产能增长强劲。此外，煤电&煤化工&铁路港口项目均稳步推进扩张，公司中长期成长可期。
- 承诺分红提升&实施中期分红，瑞众人寿举牌中国神华港股，高股息龙头中长期价值凸显。**公司发布《2025-2027 年度股东回报规划》，2025-2027 年度期间，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%，并考虑实施中期利润分配。此外，险资举牌中国神华 H 股背后，反映了中长线资金对高股息资产的配置需求和价值认可，中国神华作为高股息煤炭龙头标杆，中长期价值凸显。
- 投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 517/527/537 亿元，对应 3 月 25 日收盘价计算 PE 为 14.50x/14.24x/13.96x，按公司 2024 年计划分红比例 76.5%计算股息率分别为 5.3%/5.4%/5.5%。

风险提示

- 经济承压影响下游需求风险；
- 外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险。

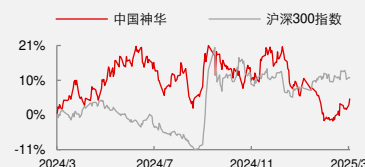
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	37.75
总股本(万股)	1,986,852
流通A股/B股(万股)	1,649,104/0
每股净资产(元)	21.48
近12月最高/最低价(元)	47.50/34.78

注：股价为 2025 年 3 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《煤炭成本回落明显叠加发电高增加持盈利，龙头 Q3 业绩表现超预期》2024-11-17
- 《盈利稳健分红率提升，重视“现金牛”资产稀缺性》2024-03-25
- 《电力盈利扩大缓解煤炭成本抬升，Q3 业绩环比改善》2023-11-01


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、经济承压影响下游需求风险：若后期地产复苏较弱，钢铁需求承压下双焦市场价格存在下行风险，公司长协价可能随着市场价出现下调，对业绩影响可能较大。
- 2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险：如海外流动性危机导致气价跌幅较大，可能一定程度压制国内煤价和板块情绪，进一步使得煤炭板块估值存在调整风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338375	318992	320584	323268	货币资金	142415	165276	190781	216950
营业成本	223192	215212	215207	216133	交易性金融资产	17302	17302	17302	17302
毛利	115183	103780	105377	107135	应收账款	12466	11752	11811	11909
%营业收入	34%	33%	33%	33%	存货	12482	12036	12035	12087
营业税金及附加	17784	16765	16849	16990	预付账款	6232	6009	6009	6035
%营业收入	5%	5%	5%	5%	其他流动资产	14228	13918	13943	13986
销售费用	491	463	465	469	流动资产合计	205125	226292	251882	278270
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	59840	59840	59840	59840
管理费用	10340	9748	9796	9878	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	257149	246901	236653	226405
研发费用	2727	2571	2584	2605	无形资产	64776	67930	71084	74238
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	129	395	494	526	递延所得税资产	6165	6165	6165	6165
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	65013	70013	75013	80013
加: 资产减值损失	-535	-500	-500	-500	资产总计	658068	677141	700637	724931
信用减值损失	-128	-128	-128	-128	短期贷款	1037	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	38059	36698	36697	36855
投资收益	4871	4592	4615	4654	预收账款	73	69	69	70
营业利润	88362	78218	79592	81111	应付职工薪酬	7831	7551	7551	7583
%营业收入	26%	25%	25%	25%	应交税费	8966	8452	8495	8566
营业外收支	-2569	-2569	-2569	-2569	其他流动负债	36654	35915	35914	36000
利润总额	85793	75649	77023	78542	流动负债合计	92620	88685	88726	89074
%营业收入	25%	24%	24%	24%	长期借款	28932	26932	24932	22932
所得税费用	16928	14926	15198	15497	应付债券	0	0	0	0
净利润	68865	60722	61826	63045	递延所得税负债	1348	1348	1348	1348
归属于母公司所有者的净利润	58671	51734	52674	53713	其他非流动负债	31216	31216	31216	31216
少数股东损益	10194	8989	9152	9332	负债合计	154116	148181	146222	144570
EPS (元)	2.95	2.60	2.65	2.70	归属于母公司所有者权益	426866	442886	459188	475802
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	77086	86075	95227	104559
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	503952	528960	554414	580361
经营活动现金流净额	93348	75801	77965	79256	负债及股东权益	658068	677141	700637	724931
取得投资收益收回现金	3488	4592	4615	4654	基本指标				
长期股权投资	-4269	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3362	-9957	-9957	-9957	每股收益	2.95	2.60	2.65	2.70
其他	-81216	-7468	-7468	-7467	每股经营现金流	4.70	3.82	3.92	3.99
投资活动现金流净额	-85359	-12833	-12810	-12770	市盈率	12.78	14.50	14.24	13.96
债券融资	-2972	0	0	0	市净率	1.76	1.69	1.63	1.58
股权融资	1015	0	0	0	EV/EBITDA	6.01	6.85	6.44	6.04
银行贷款增加 (减少)	-2594	-3037	-2000	-2000	总资产收益率	8.9%	7.6%	7.5%	7.4%
筹资成本	-53778	-37070	-37650	-38317	净资产收益率	13.7%	11.7%	11.5%	11.3%
其他	7156	0	0	0	净利率	17.3%	16.2%	16.4%	16.6%
筹资活动现金流净额	-51173	-40107	-39650	-40317	资产负债率	23.4%	21.9%	20.9%	19.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-43184	22861	25505	26169	总资产周转率	0.51	0.47	0.46	0.45

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。