

中国神华(601088)

报告日期: 2025 年 04 月 03 日

煤电一体业绩稳健，高比例分红提升长期价值 ——中国神华年报点评报告

事件

- 近日，公司发布 2024 年年度报告，中国神华 2024 年实现营业收入 3383.75 亿元，同比减少 1.4%；归母净利润 586.71 亿元，同比下降 1.7%；扣非后归母净利润 601.25 亿元，同比减少 4.4%，基本每股收益 2.95 元，同比减少 1.7%。资产负债率为 23.4%，同比下降 0.7 个百分点。

投资要点

煤炭业务：产销量增长，毛利微降

产销量方面。2024 年公司商品煤产量达 3.27 亿吨，同比增长 0.8%；煤炭销量 4.59 亿吨，同比增长 2.1%。其中外购煤销量 1.32 亿吨，同比增长 6.2%。

价格方面。煤炭销售平均价格 564 元/吨（不含税），同比下降 3.4%。分结构看，年度长协价 491 元/吨，同比减少 1.8%、月度长协价 705 元/吨，同比减少 12.7%、现货价 627 元/吨，同比减少 2%，价格下降主要受市场供需关系影响。自产煤生产成本 179 元/吨，同比持平；吨煤销售成本 392.86 元/吨，微降 0.61%。

利润方面。煤炭业务毛利润为 805.52 亿元，同比减少 8%，毛利率为 30.0%，同比下降 2 个百分点。

电力业务：发电量保持增长，盈利略有下降

发/售电量方面。全年发电量 2232.1 亿千瓦时，同比增加 5.2%；售电量 2102.8 亿千瓦时，同比增加 5.3%。新增燃煤、燃气及光伏装机 1630 兆瓦，清洁能源占比提升至 6.7%。

电价与成本方面。2024 年平均售电价 0.403 元/千瓦时，同比减少 2.7%，售电成本 357.2 元/兆瓦时，同比下降 1.6%，主要系燃煤采购价格下降。

利润方面。2024 年公司电力业务实现毛利润 153.85 亿元，同比下降 1.52%，毛利率为 16.33%，同比下降 0.6 个百分点。

运输板块：维持高毛利，为一体化运营提供支撑

运输网络效能提升。铁路运输周转量 312.1 十亿吨公里，同比增加 0.9%，黄骅港完成装船量 214.4 百万吨，同比增长 2.3%，连续 6 年位居“北煤南运”港口首位；散杂货吞吐量完成 8.2 百万吨。天津煤码头完成装船量 4400 万吨，同比下降 3.9%。物流板块毛利率维持在 30%以上，持续为一体化运营提供支撑。

利润方面。运输业务实现营收 549.53 亿元，同比增加 0.75%；成本 353.34 亿元，同比减少 0.21%；毛利润 196.19 亿元，同比增加 2.51%。其中铁路业务实现毛利润 162.96 亿元，同比增加 2.48%；港口业务实现毛利润 27.84 亿元，同比减少 7.05%；航运业务毛利润 5.39 亿元，同比增加 122.73%，航运业务利润上升，主要因为平均海运价格上升以及航运周转量下降导致的成本下降。

煤化工板块：销量和毛利率略有下降

受设备检修影响，聚乙烯/聚丙烯销量分别下降 8.8%/8.2%，毛利润为 3.28 亿元，毛利率下降至 5.8%，其中营业收入 56.33 亿元，同比减少 7.6%，营业成本 53.05 亿元，同比减少 2%。

财务质量与股东回报：现金流充沛，分红比例创新高

现金流表现亮眼。经营活动现金净流入 933.48 亿元，同比增加 4.08%，自由现金流 598.15 亿元，同比保持稳定。充裕现金流支撑资本开支与高分红并行。

投资评级：增持(维持)

分析师：樊金璐

执业证书号：S1230525030002
fanjinlu@stocke.com.cn

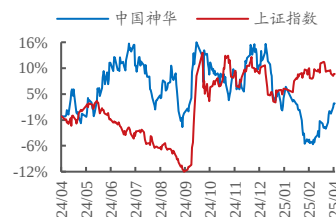
分析师：程懿

执业证书号：S1230524100002
chengyi02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 38.65
总市值(百万元)	767,918.30
总股本(百万股)	19,868.52

股票走势图



相关报告

- 《业绩环比改善明显，煤炭板块业绩超预期》 2024.10.30
- 《资源接续有序推进，分红比例维持高位》 2024.04.09
- 《电力板块实现利润弥补，新项目投入助力未来发展》 2023.11.08

最低分红比例提高。拟派发末期股息 2.26 元/股，总额 449.03 亿元，分红比例达 76.5%。公司制定 2025-2027 年股东回报规划，最低分红比例提升至 65%。

□ 2025 年公司战略与展望

资本开支方面。2025 年资本开支计划总额为 417.93 亿元（不含矿业权支出），同比增加 26.57%，其中用于煤炭业务资本开支为 96.81 亿元，占比 23.16%，同比减少 23.09%；用于电力业务资本开支为 174.11 亿元，占比 41.64%，同比增加 33.90%。电力业务资本开支中，新能源业务资本开支 24.39 亿元，主要用于光伏发电项目。

经营计划方面。2025 年，公司计划商品煤生产 3.35 亿吨，同比预计增加 2.4%，自产煤单位生产成本预计增加 6% 左右。公司计划发电量 2271 亿千瓦时，同比预计增加 1.7%。2025 年全年营收预计微降至 3200 亿元，同比减少 5.4%。

□ 盈利预测与估值

结合公司 2024 年经营情况和近期的煤炭市场变化，我们下调 2025 和 2026 年盈利预测，同时增加 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 543.35/559.76/560.59 亿元，基于 2025 年 4 月 2 日股价，对应 PE 分别为 14.13/13.72/13.7 倍，由于煤电运一体化运营，业绩韧性强，最低分红比例进一步提高，因此维持“增持”评级。

□ 风险提示

国家行政干预不确定性风险，绿色能源替代风险，煤炭价格下跌风险，经济恢复不及预期风险

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	338,375	333,283	342,904	350,639
(+/-) (%)	-1.37%	-1.50%	2.89%	2.26%
归母净利润	58,671	54,335	55,976	56,059
(+/-) (%)	-1.71%	-7.39%	3.02%	0.15%
每股收益(元)	2.95	2.73	2.82	2.82
P/E	13.09	14.13	13.72	13.70

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 煤炭：产销量增长，毛利微降	5
2 电力业务：发电量保持增长，盈利略有下降	6
3 运输板块：维持高毛利，为一体化运营提供支撑	6
4 煤化工板块：销量和毛利率略有下降	7
5 盈利预测与估值	8
5.1 盈利预测假设	8
5.2 盈利预测	9
6 风险提示	9

图表目录

图 1: 中国神华煤炭产量 (百万吨)	5
图 2: 中国神华煤炭销量 (百万吨)	5
图 3: 中国神华煤炭销售平均价格	5
图 4: 中国神华煤炭销售毛利润 (亿元)	5
图 5: 发电业务总装机容量 (万千瓦时)	6
图 6: 总发电量 (十亿千瓦时)	6
图 7: 发电业务毛利润 (亿元)	6
图 8: 发电业务收入 (亿元)	6
图 9: 运输业务总营收 (亿元)	7
图 10: 营收业务毛利润 (亿元)	7
图 11: 煤化工业务收入 (亿元)	7
图 12: 煤化工业务毛利润 (亿元)	7
表 1: 煤炭与电力业务预测假设	8
表附录: 三大报表预测值	10

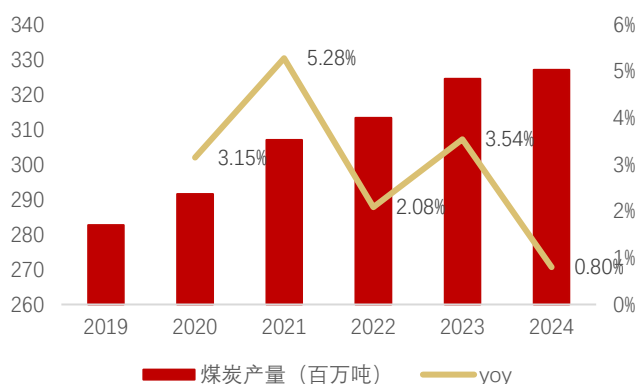
1 煤炭：产销量增长，毛利微降

产销量方面。2024 年公司商品煤产量达 3.27 亿吨，同比增长 0.8%；煤炭销量 4.59 亿吨，同比增长 2.1%。其中外购煤销量 1.32 亿吨，同比增长 6.2%。

价格方面。煤炭销售平均价格 564 元/吨（不含税），同比下降 3.4%。分结构看，年度长协价 491 元/吨，同比减少 1.8%、月度长协价 705 元/吨，同比减少 12.7%、现货价 627 元/吨，同比减少-2%，价格下降主要受市场供需关系影响。自产煤生产成本 179 元/吨，同比持平；吨煤销售成本 392.86 元/吨，微降 0.61%。

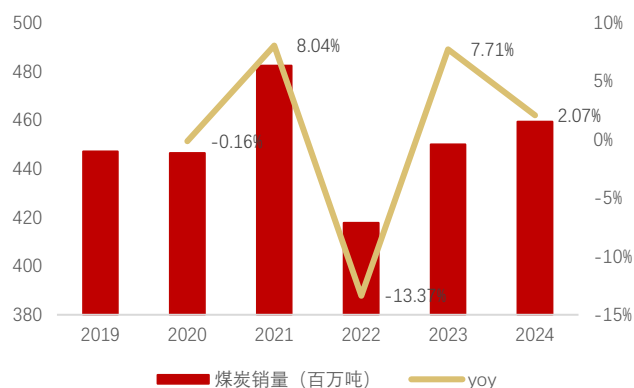
利润方面。**煤炭业务**毛利润为 805.52 亿元，同比减少 8%，毛利率为 30.0%，同比下降 2 个百分点。

图1：中国神华煤炭产量（百万吨）



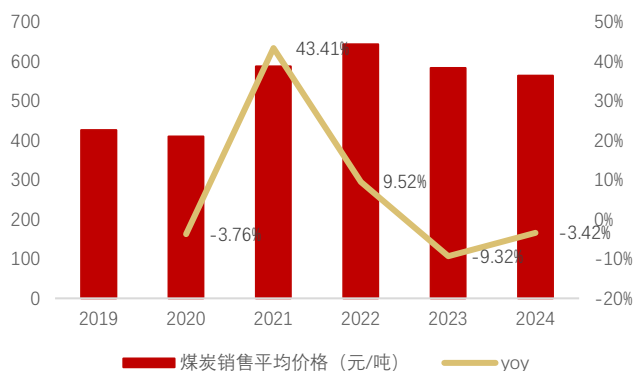
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图2：中国神华煤炭销量（百万吨）



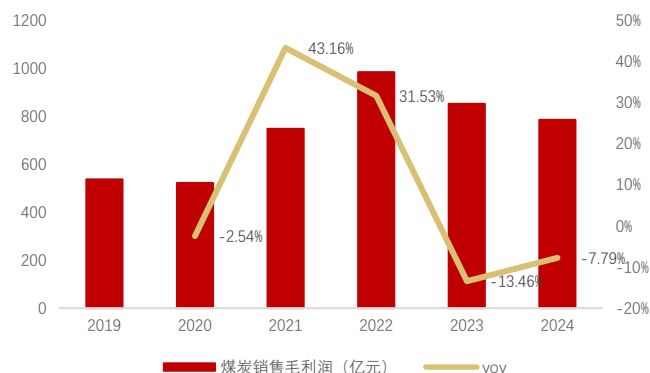
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图3：中国神华煤炭销售平均价格



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图4：中国神华煤炭销售毛利润（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

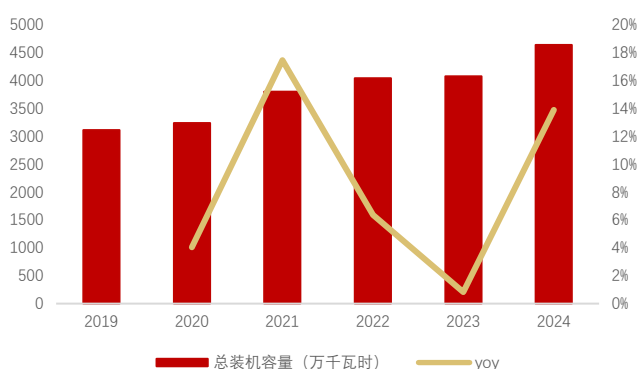
2 电力业务：发电量保持增长，盈利略有下降

发/售电量方面。全年发电量 2232.1 亿千瓦时，同比增加 5.2%；售电量 2102.8 亿千瓦时，同比增加 5.3%。新增燃煤、燃气及光伏装机 1630 兆瓦，清洁能源占比提升至 6.7%。

电价与成本方面。2024 年平均售电价 0.403 元/千瓦时，同比减少 2.7%，售电成本 357.2 元/兆瓦时，同比下降 1.6%，主要系燃煤采购价格下降。

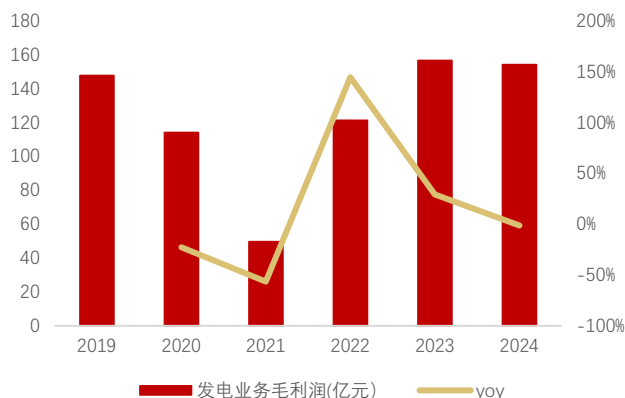
利润方面。2024 年公司电力业务实现毛利润 153.85 亿元，同比下降 1.52%，毛利率为 16.33%，同比下降 0.6 个百分点。

图5：发电业务总装机容量（万千瓦时）



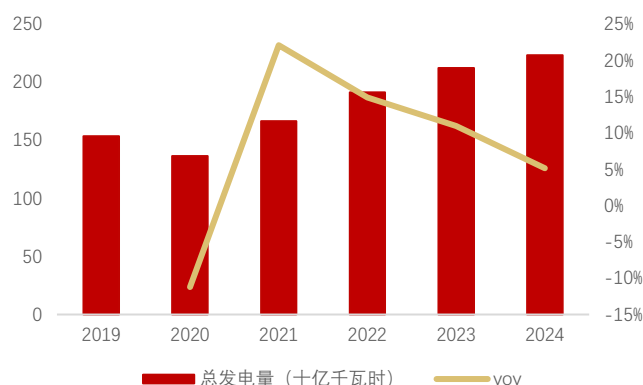
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图7：发电业务毛利润（亿元）



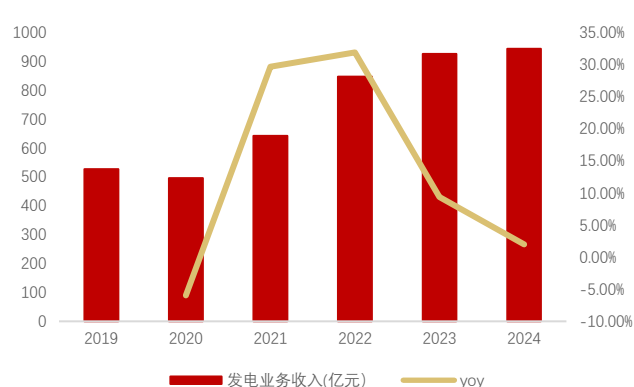
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图6：总发电量（十亿千瓦时）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图8：发电业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

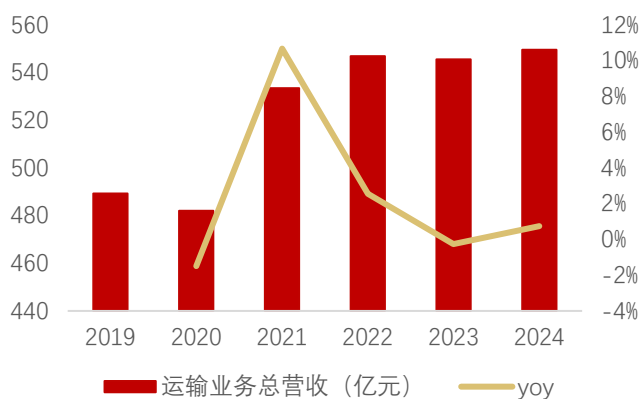
3 运输板块：维持高毛利，为一体化运营提供支撑

运输网络。铁路运输周转量 312.1 十亿吨公里，同比增加 0.9%，黄骅港完成装船量 214.4 百万吨，同比增长 2.3%，连续 6 年位居“北煤南运”港口首位；散杂货吞吐量完成

8.2 百万吨。天津煤码头完成装船量 4400 万吨，同比下降 3.9%。物流板块毛利率维持在 30%以上，持续为一体化运营提供支撑。

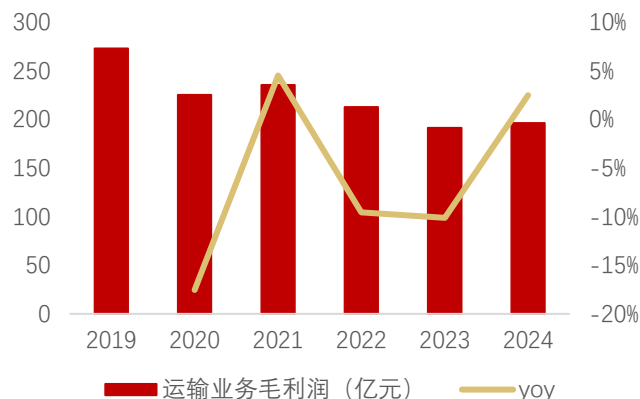
利润方面。运输业务实现营收 549.53 亿元，同比增加 0.75%；成本 353.34 亿元，同比减少 0.21%；毛利润 196.19 亿元，同比增加 2.51%。其中铁路业务实现毛利润 162.96 亿元，同比增加 2.48%；港口业务实现毛利润 27.84 亿元，同比减少 7.05%；航运业务毛利润 5.39 亿元，同比增加 122.73%，航运业务利润上升，主要因为平均海运价格上升以及航运周转量下降导致的成本下降。

图9：运输业务总营收（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图10：营收业务毛利润（亿元）

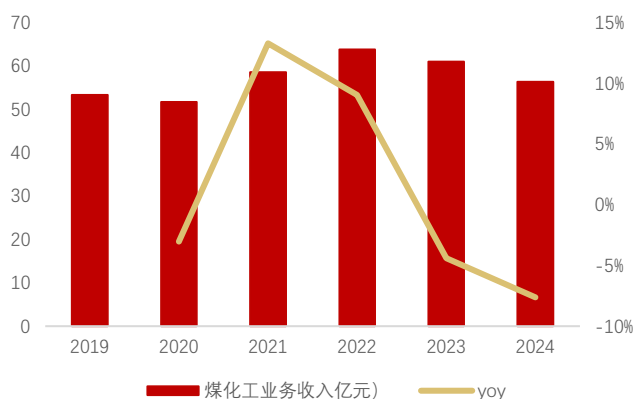


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4 煤化工板块：销量和毛利率略有下降

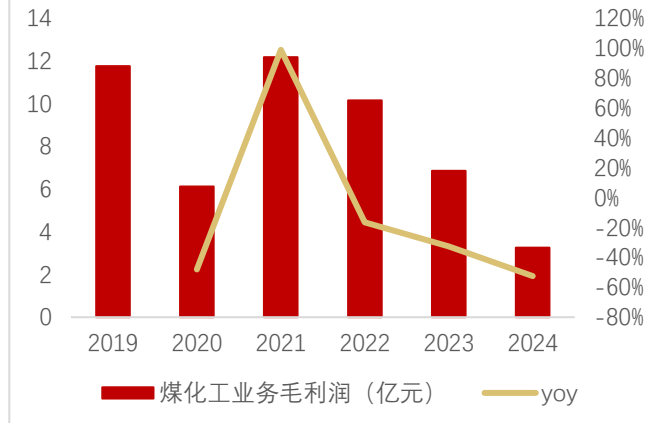
受设备检修影响，聚乙烯/聚丙烯销量分别下降 8.8%/8.2%，毛利润为 3.28 亿元，毛利率下降至 5.8%，其中营业收入 56.33 亿元，同比减少 7.6%，营业成本 53.05 亿元，同比减少 2%。

图11：煤化工业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图12：煤化工业务毛利润（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测假设

煤炭方面，在建煤矿井有：新街台格庙矿区新街一井（800万吨/年）、二井（800万吨/年）、杭锦能源塔然高勒矿井（1000万吨/年）。总计新增产能2600万吨/年，由于矿井建设周期为3-5年，因此我们假设2027年开始在建矿井逐步放量。

因此，产量方面，2025年-2026年，在不新增产能情况下，煤矿产量增加有限，2027年开始逐步放量，因此我们假设自产煤增量+2.3%/+1.5%/+4%。煤炭价格方面，由于2025年一季度动力煤价格同比有所下降，且后期我们预计会企稳回升，因此，我们假设2025年-2027年煤炭单位销售价格-3%/+0.2%/+0.5%。

电力方面，在建火电项目有：江西九江电厂二期（水电装机容量：2×1,000兆瓦）、广东清远电厂二期（火电装机容量：2×1,000兆瓦）、广西北海电厂二期（火电装机容量：2×1,000兆瓦）、河北沧东电厂三期扩建工程（火电装机容量：2×660兆瓦）、河北定州电厂三期扩建工程（火电装机容量：2×660兆瓦）。水电新增2000兆瓦，火电新增6640兆瓦。

因此，由于以上项目均已逐步建设过程中，我们假设：火电装机容量，2025年-2027年，每年新增+4.81%/+4.59%/+4.59%。水电装机容量保持不变。火电/水电/燃气/光伏发电利用小时数方面，2025年-2027年预计维持2024年水平。电价方面，我们假设未来略有上涨，2025年-2027年电价上浮-0.6%/+2%/+2%。

表1：煤炭与电力业务预测假设

煤炭+电力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
【原煤】煤炭产量（百万吨）	325	327	335	340	353
yoy	3.54%	0.80%	2.30%	1.50%	4.00%
煤炭单位价格（元/吨）	584	563	547	548	550
yoy	-9.27%	-3.54%	-3.00%	0.20%	0.50%
【煤电】装机容量-煤电（兆瓦）	39164	43184	45261	47339	49511
yoy	0.00%	10.26%	4.81%	4.59%	4.59%
【煤电】平均利用小时数-煤电	5221	5030	5030	5030	5030
yoy	5.45%	-3.66%	0.00%	0.00%	0.00%
【燃气】装机容量-煤气（兆瓦）	950	2194	2194	2194	2194
yoy	0.00%	130.95%	0.00%	0.00%	0.00%
【燃气】平均利用小时数-煤气	4152	4151	4151	4151	4151
yoy	2.42%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
【水电】装机容量-水电（兆瓦）	125	125	125	125	125
yoy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
【水电】平均利用小时数-水电	5228	5097	5097	5097	5097
yoy	-2.10%	-2.51%	0.00%	0.00%	0.00%
【光伏】装机容量-光伏发电（兆瓦）	395	761	989	1187	1425
yoy	537.10%	92.66%	30.00%	20.00%	20.00%
【光伏】平均利用小时数-光伏发电	905	1317	1317	1317	1317
yoy	24.83%	45.52%	0.00%	0.00%	0.00%

售电单位价格（元/兆瓦时）	414	403	400	408	416
yoy	-0.96%	-2.74%	-0.60%	2.00%	2.00%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5.2 盈利预测

结合公司 2024 年经营情况和近期的煤炭市场变化，我们下调 2025 和 2026 年盈利预测，同时增加 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 543.35/559.76/560.59 亿元，基于 2025 年 4 月 2 日股价，对应 PE 分别为 14.13/13.72/13.7 倍，由于煤电运一体化运营，业绩韧性强，最低分红比例进一步提高，因此维持“增持”评级。

6 风险提示

国家行政干预不确定性风险

绿色能源替代风险

煤炭价格下跌风险

经济恢复不及预期风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	205,125	218,623	228,326	243,473
现金	142,415	155,441	162,949	177,890
交易性金融资产	17,302	17,302	17,302	17,302
应收账款	15,502	16,051	17,839	17,469
其它应收款	2,378	2,432	2,547	2,542
预付账款	6,232	6,669	6,609	6,878
存货	12,482	13,087	13,440	13,751
其他	8,814	7,640	7,640	7,640
非流动资产	452,943	468,339	481,759	491,135
金融资产类	2,847	2,847	2,847	2,847
长期投资	59,840	63,158	66,913	69,946
固定资产	257,149	266,135	271,771	275,379
无形资产	64,776	72,662	81,391	89,373
在建工程	27,575	22,808	18,210	12,958
其他	40,756	40,728	40,627	40,632
资产总计	658,068	686,961	710,085	734,608
流动负债	92,620	99,394	99,857	101,606
短期借款	1,037	1,037	1,037	1,037
应付款项	38,205	40,618	41,180	42,301
预收账款	73	24	33	45
其他	53,305	57,715	57,607	58,223
非流动负债	61,496	61,496	61,496	61,496
长期借款	28,932	28,932	28,932	28,932
其他	32,564	32,564	32,564	32,564
负债合计	154,116	160,890	161,353	163,102
少数股东权益	77,086	86,370	95,896	105,515
归属母公司股东权	426,866	439,701	452,836	465,991
负债和股东权益	658,068	686,961	710,085	734,608

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	93,348	86,761	83,230	89,488
净利润	68,865	63,620	65,501	65,679
折旧摊销	24,456	18,726	21,900	25,133
财务费用	91	0	0	0
投资损失	(4,871)	(3,615)	(4,156)	(4,367)
营运资金变动	4,146	6,303	(1,732)	1,542
其它	661	1,727	1,718	1,501
投资活动现金流	(85,359)	(32,233)	(32,882)	(31,643)
资本支出	(35,790)	(32,531)	(33,283)	(32,977)
长期投资	(17,675)	(3,318)	(3,755)	(3,033)
其他	(31,894)	3,615	4,156	4,367
筹资活动现金流	(51,173)	(41,585)	(42,840)	(42,904)
短期借款	(1,890)	0	0	0
长期借款	(704)	0	0	0
其他	(48,579)	(41,585)	(42,840)	(42,904)
现金净增加额	(43,100)	13,026	7,508	14,941

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	338,375	333,283	342,904	350,639
营业成本	223,192	228,368	234,899	242,023
营业税金及附加	17,784	18,232	18,385	18,803
营业费用	491	431	455	476
管理费用	10,340	9,774	10,114	10,447
研发费用	2,727	3,069	2,976	3,033
财务费用	129	0	0	0
资产减值损失	(535)	(1,873)	(1,832)	(1,628)
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	4,871	3,615	4,156	4,367
其他经营收益	333	441	405	407
营业利润	88,362	75,738	78,917	79,131
营业外收支	(2,569)	0	0	0
利润总额	85,793	75,738	78,917	79,131
所得税	16,928	12,118	13,416	13,452
净利润	68,865	63,620	65,501	65,679
少数股东损益	10,194	9,284	9,525	9,619
归属母公司净利润	58,671	54,335	55,976	56,059
EBITDA	108,336	94,464	100,817	104,264
EPS（最新摊薄）	2.95	2.73	2.82	2.82

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.37%	-1.50%	2.89%	2.26%
营业利润	-3.29%	-14.29%	4.20%	0.27%
归属母公司净利润	-1.71%	-7.39%	3.02%	0.15%
获利能力				
毛利率	34.04%	31.48%	31.50%	30.98%
净利率	17.34%	16.30%	16.32%	15.99%
ROE	13.74%	12.36%	12.36%	12.03%
ROIC	12.30%	11.17%	11.06%	10.68%
偿债能力				
资产负债率	23.42%	23.42%	22.72%	22.20%
净负债比率	-19.65%	-21.30%	-21.79%	-23.54%
流动比率	2.21	2.20	2.29	2.40
速动比率	1.93	1.92	2.01	2.12
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.50	0.49	0.49
应收账款周转率	27.80	27.84	29.09	28.56
应付账款周转率	5.84	5.85	5.82	5.86
每股指标(元)				
每股收益	2.95	2.73	2.82	2.82
每股经营现金	4.70	4.37	4.19	4.50
每股净资产	21.48	22.13	22.79	23.45
估值比率				
P/E	13.09	14.13	13.72	13.70
P/B	1.80	1.75	1.70	1.65
EV/EBITDA	7.06	6.94	6.43	6.07

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>