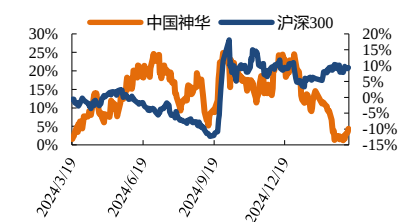


煤炭业务承压，发电业务改善

——二月运营数据点评

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-2.24	-16.49	-6.17
绝对收益	0.19	-14.82	5.05

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：王逸奇

证书编号：S0500524080002

Tel: (8621) 50293519

Email: wyq06893@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研
究所

核心要点：

□ 事件

3 月 14 日，中国神华发布 2024 年 2 月份主要运营数据公告，其中煤炭产量转增，销量继续下滑；发电业务产销改善。

□ 2 月份公司煤炭业务承压，发电业务改善

公司商品煤产量转增，煤炭销售量维持下滑。根据公司运营数据公告显示，2 月份公司实现商品煤产量 2.7 亿吨，同比增长 1.9%；商品煤销售量 3.43 亿吨，同比下降 11.4%。从 2 月份产销来看，公司煤炭业务承压，其中公司煤炭销售量同比下降的主要原因，是煤炭采购需求偏弱。但对比公司 1 月的产销同比分别下滑 8.5%和 21.6%，2 月煤炭产销情况已经出现边际改善。

公司发电业务实现产销双增，较 1 月数据出现明显改善。根据公司运营数据公告显示，2 月份公司总发电量为 160.3 亿千瓦时，同比增长 6.2%；总售电量为 151.1 亿千瓦时，同比增长 6.6%，较 1 月份的发、售电量同比分别下滑 26.3%和 26.5%出现明显改善。

□ 公司完成收购杭锦能源，增储上量巩固优势

公司完成收购杭锦能源，成为持有其 100%股权的股东。本次交易完成后，中国标准下公司煤炭保有资源量将增加 38.41 亿吨（评估利用口径）、可采储量将增加 20.87 亿吨（评估利用口径），分别占 2024 年 6 月末本公司保有资源量和可采储量的 11.40%和 13.59%。此外，公司将增加 1000 万吨在建煤矿、1570 万吨在产煤矿及 2×600MW 煤电发电机组，从而增加公司蒙西上游煤炭资源的未来供应、保障一体化产业链高位运行，提高公司在蒙东地区的能源保供能力和协同运营水平，从而巩固公司一体化核心竞争力和长期盈利能力。

□ 投资建议

公司煤炭长协占比高，煤炭盈利稳定性较强，2024 年公司业绩保持稳定。公司完成杭锦能源收购，利于新增产能不断推进，提高公司在蒙东地区的能源保供能力和协同运营水平，从而巩固公司一体化核心竞争力和长期盈利能力。此外，公司 2025-2027 年度分红有望进一步提升，由 2022-2024 年度归母净利润的 60%提升至 65%，高分红高股息凸显投资价值。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 571/569/580 亿元，EPS 分别为 2.88/2.87/2.92 元，截至 3 月 18 日股价对应 PE 分别为 13.76x/13.80x/13.56x，维持“增持”评级。

□ 风险提示

安全生产风险。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。

重要财务指标

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	343074	347160	355198	357898
同比(%)	-0.4%	1.2%	2.3%	0.8%
归属母公司净利润	59694	57127	56924	58037
同比(%)	-14.3%	-4.3%	-0.4%	2.0%
毛利率(%)	35.9%	33.9%	33.5%	33.6%
ROE(%)	14.6%	13.7%	13.2%	13.0%
每股收益(元)	3.00	2.88	2.87	2.92
P/E	12.21	12.76	12.80	12.56
P/B	1.78	1.75	1.69	1.63

资料来源：天软科技、Wind、湘财证券研究所

附表 1 中国神华财务报表以及相应指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	198951	205140	214973	225148	营业收入	343074	347160	355198	357898
货币资金	149986	158970	167747	176356	营业成本	219922	229354	236228	237485
应收账款	11875	11338	11771	11979	税金及附加	18385	18599	19551	19351
其他应收款	2731	2577	2671	2733	销售费用	425	481	452	465
预付账款	5999	7244	7187	7068	管理费用	9812	9789	10137	10181
存货	12846	12987	13513	13635	研发费用	3007	3126	3383	3256
其他流动资产	15514	12023	12083	13377	财务费用	501	527	171	-192
非流动资产	431180	437198	445957	452956	信用减值损失	-285	-285	-285	-285
长期股权投资	55571	52611	54091	53351	资产减值损失	-3691	-2357	-2447	-2632
固定资产	256933	260217	262026	262360	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	20474	20474	20474	20474	投资收益	3815	3118	3466	3292
无形资产	61630	66663	72584	79876	营业利润	91367	86368	86610	88299
其他非流动资产	36572	37233	36781	36896	营业外收入	912	578	644	712
资产总计	630131	642338	660929	678104	营业外支出	5103	2895	3444	3814
流动负债	91585	93695	96439	96093	利润总额	87176	84052	83810	85197
短期借款	2927	3654	4218	4052	所得税	17578	16948	16899	17179
应付账款	38320	38581	41162	40903	净利润	69598	67104	66911	68018
其他流动负债	50338	51460	51059	51137	少数股东损益	9904	9977	9987	9981
非流动负债	60176	53013	43828	35348	归属母公司净利润	59694	57127	56924	58037
长期借款	29636	21474	12666	4074	EBITDA	116727	112877	114336	117317
其他非流动负债	30540	31539	31162	31273	EPS (元)	3.00	2.88	2.87	2.92
负债合计	151761	146708	140267	131440	主要财务比率				
归属母公司股东权益	408692	415976	431021	447041	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	19869	19869	19869	19869	成长能力				
资本公积	68182	68182	68182	68182	营业收入	-0.4%	1.2%	2.3%	0.8%
留存收益	299924	312148	326808	342378	营业利润	-6.9%	-5.5%	0.3%	2.0%
少数股东权益	69678	79655	89642	99623	归属母公司净利润	-14.3%	-4.3%	-0.4%	2.0%
负债和股东权益	630131	642338	660929	678104	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	35.9%	35.9%	33.9%	33.5%
单位:百万元					净利率(%)	17.4%	16.5%	16.0%	16.2%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	14.6%	13.7%	13.2%	13.0%
经营活动现金流	89687	89771	92610	92317	ROIC(%)	26.2%	24.5%	23.8%	23.5%
净利润	69598	67104	66911	68018	偿债能力				
资产减值准备	3691	-78	183	67	资产负债率(%)	24.1%	22.8%	21.2%	19.4%
折旧摊销	24859	25982	27555	29209	流动比率	2.17	2.19	2.23	2.34
财务费用	459	527	171	-192	速动比率	2.03	2.05	2.09	2.20
投资损失	-3815	-3118	-3466	-3292	利息保障倍数	32.14	87.75	131.20	271.65
营运资金变动	-11690	5143	570	-1669	营运能力				
其他经营现金流	6585	-5789	685	176	总资产周转率	0.55	0.55	0.55	0.53
投资活动现金流	-36974	-28026	-33163	-32636	应收账款周转率	27.16	27.18	27.93	27.38
资本支出	37084	25800	25800	25800	存货周转率	14.76	14.74	14.80	14.52
长期投资	2887	-3011	1505	-753	每股指标 (元)				
其他投资现金流	2997	-5236	-5857	-7589	每股收益(最新摊薄)	3.00	2.88	2.87	2.92
筹资活动现金流	-76131	-52762	-50671	-51072	每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.52	4.66	4.65
短期借款	-2289	727	564	-165	每股净资产(最新摊薄)	20.57	20.94	21.69	22.50
长期借款	-8802	-8162	-8808	-8592	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	12.95	13.53	13.58	13.32
资本公积增加	168	0	0	0	P/B	1.89	1.86	1.79	1.73
其他筹资现金流	-65208	-45326	-42427	-42315	EV/EBITDA	5.60	5.79	5.72	5.57
现金净增加额	-23284	8984	8777	8609					

资料来源：天软科技、Wind、湘财证券研究所

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。