

中国神华 (601088.SH) 首次覆盖报告

强烈推荐 (维持)

煤电化运一体化布局，铸就央企高分红典范

中国神华以煤炭业务为核心，积极布局下游电力、铁路、港口、船舶运输和煤化工领域。煤电路港航化的纵向一体化经营模式、优质丰富的煤炭资源、领先的产业技术以及强大的财务管理能力是公司的核心竞争力。我们持续看好公司未来的盈利能力，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

- **煤炭行业增产空间有限，供需转向紧平衡。**在供给端，2024 年煤炭产量增速放缓，在能源转型大背景下，煤炭企业增产动能不足，同时受资源禀赋限制以及进口煤炭数量回落影响，预计 2025 年煤炭供给增速将进一步放缓。在需求端，作为支撑我国经济发展的重要原料，随着经济复苏，用电需求增长，动力煤需求在未来预计也将持续上升。煤炭供需缺口在 2024 年已收窄至 1.1 亿吨，供需关系逐步转向紧平衡，对动力煤未来偏强震荡价格走势形成支撑。
- **煤电化运一体化布局，抵御行业周期性波动。**公司立足煤炭、电力生产和销售，以煤炭采掘业务为起点，围绕煤炭积极布局下游电力、铁路、港口、船舶运输及煤制烯烃等业务，逐步构筑“生产—运输—转化”的一体化产业链。其中电厂围绕煤矿、铁路、航运区域布局，超 70% 自供煤比例有效降低耗煤成本，各板块协同锁定产业链利润，强化企业抗风险能力，熨平业绩周期波动。
- **资源禀赋优势凸显，高长协保持业绩稳定。**公司煤矿资源储量丰富，分布集中，资源保有量和可采储量均居国内前列。截至 2024 年，公司煤炭资源储量合计 344 亿吨，可采储量 151 亿吨。2024 年，公司煤炭产量 3.27 亿吨，自产煤销量 3.3 亿吨，处行业首位，且煤炭可开采年限长达 41 年。同时，公司已完成对杭锦能源的收购，大雁矿业收购项目推进中，同时积极推进新矿井勘探和开采，预计未来产能将进一步扩张。同时，公司长协（月度+年度）比例超 87%，有效平滑煤炭价格波动，降低经营风险，业绩增长极具韧性。
- **现金流充裕，铸就央企高分红典范。**公司在煤炭、电力、运输等核心业务上的稳定收入和高效运营为公司维持高水平现金流提供了保证，2024 年经营活动现金流净额达 933.48 亿元。同时 24 年资产负债率为 23.4%，远低于煤炭开采行业平均水平，速动比率 2.08，流动比率 2.21，均位列行业头部，具有显著的竞争优势。优秀的现金流和财务稳健性使得公司近五年分红比例稳中有升，2024 年拟每股派发现金红利 2.26 元，分红率 76.5%，连续四年超 70%，预计 2025 年将继续维持高比例分红，铸就央企高分红典范。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**公司以煤炭业务为基石，积极发展电力、运输等多个领域，形成煤电运一体化布局，保障了收入来源的稳固。同时财务管理也表现出色，长期保持较低的债务水平和高效的资本利用率。公司公告称 2025 年上半年预估实现归母净利润为 236 亿元至 256 亿元，我们持续看好公司盈利能力，预计 2025-2027 年公司主营业务收入有望达到 2777.7/3027.2/3374.1 亿元，同比 -17.9%/+9.0%/+11.5%；归母净利润 485.4/501.5/525.2 亿元，同比 -17.3%/+3.3%/+4.7%，对应 EPS 2.4/2.5/2.6 元/股，对应 P/E 分别为 15.3/14.8/14.2，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：风险提示：煤炭生产不及预期、经济恢复不及预期、煤炭价格超预期下跌、煤炭进口超预期、市场电价不及预期等。**

周期/煤炭开采
当前股价：37.4 元

基础数据

总股本 (百万股)	19869
已上市流通股 (百万股)	16491
总市值 (十亿元)	743.1
流通市值 (十亿元)	616.8
每股净资产 (MRQ)	21.8
ROE (TTM)	12.6
资产负债率	23.7%
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司
主要股东持股比例	69.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-0	-5
相对表现	-5	-7	-20

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
原思雨 研究助理
✉ yuansiyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	343074	338375	277766	302721	337413
同比增长	0%	-1%	-18%	9%	11%
营业利润(百万元)	91367	88362	73317	75876	79608
同比增长	-7%	-3%	-17%	3%	5%
归母净利润(百万元)	59694	58671	48536	50150	52515
同比增长	-14%	-2%	-17%	3%	5%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.44	2.52	2.64
PE	12.5	12.7	15.3	14.8	14.2
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、煤炭企业中流砥柱，稳健业绩立潮头	7
1、背靠国家能源集团，煤电化运一体化央企	7
2、煤炭采掘为起点，积极布局一体化产业链	8
3、经营业绩稳健，高分红现金奶牛	9
二、煤炭行业：供需结构持续调整，缺口缩小有望转向紧平衡	10
1、供给端——新批产能增量有限，供给逐渐呈现刚性	10
2、需求端——“双碳”背景下，电煤发挥兜底保障作用	13
三、资源禀赋优势凸显，产能规模庞大且增量可期	16
四、煤电化运一体化布局，强化业绩韧性	21
1、电力新增装机贡献增量，煤电联营锁定产业链利润	21
2、路港航业务稳中有进，紧密服务一体化运营	27
3、煤化工项目持续拓展，新产能预计带动业绩新增长	28
五、现金流充裕，铸就煤炭央企持续高分红典范	29
1、积极响应政策引导，分红比例稳中有升	29
2、资产负债率较低，短期偿债压力小	30
3、现金充裕且稳定性强，保障高分红可持续	31
六、盈利预测	31
七、风险提示	34

图表目录

图 1：中国神华公司发展历程	7
图 2：中国神华公司股权结构	7
图 3：中国神华下属六大业务分布构成	8
图 4：2018-2024 公司各业务分部毛利率对比	8
图 5：2018-2024 公司各业务分部毛利（亿元）	8
图 6：2015-2024 公司历年营业收入情况（亿元）	9
图 7：2015-2024 公司历年归母净利润情况（亿元）	9
图 8：2015-2024 公司历年四费费用率情况	9
图 9：2015-2024 公司历年毛利率、净利率情况	9

图 10: 2015-2024 公司历年分红率情况	10
图 11: 2024 年煤炭行业分红率情况对比	10
图 12: 我国煤炭储量情况	11
图 13: 2024 年我国煤炭储量分布情况	11
图 14: 2018-2023 我国煤炭矿产勘查投资情况	11
图 15: 2018-2023 我国煤炭矿井钻探工作量情况	11
图 16: 2000-2024 我国原煤产量及同比增速情况	12
图 17: 2010-2024 我国动力煤产量及同比增速情况	12
图 18: 2016-2024 我国煤炭采掘四省份原煤产量	12
图 19: 2020-2023 我国煤炭采掘新批复产能情况	12
图 20: 2023 年世界煤炭地区间贸易流向	13
图 21: 2010-2024 我国煤及褐煤进口情况	13
图 22: 2010-2024 我国动力煤进口情况	13
图 23: 2010-2024 年我国能源消费构成情况	14
图 24: 2010-2024 年我国煤炭消费情况	14
图 25: 煤炭在能源结构和碳排放中的占比	14
图 26: 燃煤发电在发电量和发电装机中的占比	14
图 27: 2010-2024 我国总用电需求情况	15
图 28: 2010-2024 各产业及城乡居民生活用电占比	15
图 29: 2014-2024 我国动力煤历史消耗量 (万吨)	15
图 30: 2014-2024 我国各行业动力煤消耗占比	15
图 31: 动力煤月度供需情况	16
图 32: 动力煤月度供需缺口 (供给-需求) (万吨)	16
图 33: 中国神华各矿区资源储量占比	17
图 34: 2010-2024 中国神华商品煤产量 (百万吨)	18
图 35: 2010-2024 中国神华煤炭销售量 (百万吨)	18
图 36: 2018-2024 中国神华长协和现货价格 (元/吨)	21
图 37: 2018-2024 中国神华各交易方式占比	21
图 38: 2017-2024 秦皇岛港动力煤年度长协价格 (元/吨)	21
图 39: 2013-2024 年全国供电量 (亿千瓦时)	22
图 40: 2013-2024 年全国售电量 (亿千瓦时)	22

图 41: 2011-2024 各类发电设备装机容量占比	22
图 42: 2013-2024 发电设备装机容量 (万千瓦)	22
图 43: 2018-2024 中国神华分业务营业收入 (万元)	23
图 44: 2024 年中国神华营收结构.....	23
图 45: 2018-2024 中国神华总发电量 (十亿千瓦时)	23
图 46: 2018-2024 中国神华总售电量 (十亿千瓦时)	23
图 47: 2025 年中国神华计划资本支出占比.....	24
图 48: 2016-2024 中国神华发电分部售电标准煤耗.....	25
图 49: 发电分部供电标准煤耗 (克/千瓦时)	25
图 50: 2022-2024 中国神华各产能发电占比.....	25
图 51: 2021-2024 中国神华新能源业务资本开支.....	25
图 52: 2019-2024 中国神华燃煤发电量及总发电量.....	26
图 53: 2019-2024 中国神华销售煤平均价格.....	26
图 54: 2018-2024 中国神华发电分部耗煤量情况.....	26
图 55: 2018-2024 中国神华电厂内部采购煤占比.....	26
图 56: 2019-2024 中国神华运输业务营运情况	27
图 57: 2019-2024 中国神华分部单位运输成本	27
图 58: 中国神华公司主要资产分布图	28
图 59: 中国神华 2024 铁路分部业绩结构.....	28
图 60: 2019-2024 中国神华铁路分部营收 (百万元)	28
图 61: 2019-2024 中国神华港口分部营收 (百万元)	28
图 62: 2019-2024 中国神华聚烯烃产品售价	29
图 63: 2019-2024 中国神华煤化工营业收入.....	29
图 64: 2018-2024 中国神华股利支付率及每股股利.....	30
图 65: 2018-2024 中国神华分红总额及归母净利润.....	30
图 66: 2018-2024 中国神华资产负债率	30
图 67: 2018-2024 中国神华流动比率和速动比率.....	30
图 68: 2018-2024 经营活动产生的净现金流 (亿元)	31
图 69: 2018-2024 现金及现金等价物余额 (亿元)	31
表 1: 2022-2024 年我国动力煤供需数据.....	16

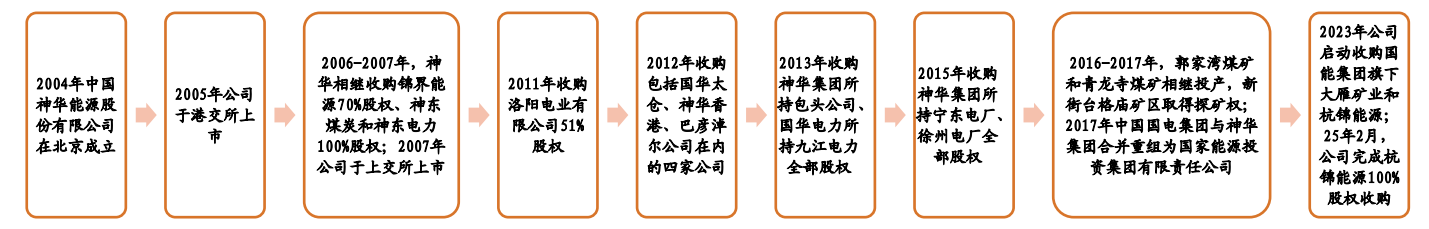
表 2: 中国神华各矿区资源储量情况	16
表 3: 2024 年国内上市煤炭企业煤炭资源保有量和可采储量	17
表 4: 中国神华各矿井产能情况	19
表 5: 中国神华待注入资产	19
表 6: 2024 年公司煤炭销售情况	20
表 7: 中国神华资本开支计划 (亿元)	24
表 8: 中国神华盈利预测	32
附: 财务预测表	35

一、煤炭企业中流砥柱，稳健业绩立潮头

1、背靠国家能源集团，煤电化运一体化央企

中国神华能源股份有限公司（简称中国神华）于 2004 年 11 月在北京成立，并于 2005 年和 2007 年分别在港交所和上交所上市，是国家能源投资集团有限责任公司（简称国家能源集团）旗下 A+H 股旗舰上市公司。中国神华拥有多个优质矿区，如神东、准格尔、胜利及宝日希勒等，截至 2024 年底，其煤炭保有资源量达 343.6 亿吨，保有可采储量 150.9 亿吨。在电力方面，中国神华控制并运营了高参数的清洁燃煤机组，装机容量达到 43184 兆瓦，另有燃气、光伏、水电发电机组装机容量共 3080 兆瓦。除此之外，公司还控制并运营了围绕主要煤炭基地的铁路运输网络，包括“神朔—朔黄线”这一重要的西煤东运通道，总铁路营业里程达到 2,408 公里。目前，中国神华已经形成了煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块的全面布局和纵向一体化发展模式，总市值突破 7000 亿元。中国神华在 2022 年《财富》中国 500 强排名第 36 位，居于煤炭类上市公司领先地位，以 2056.09 亿元品牌价值位列“2023 中国品牌价值评价信息”能源化工领域第 5 名、能源上市公司第 1 名。

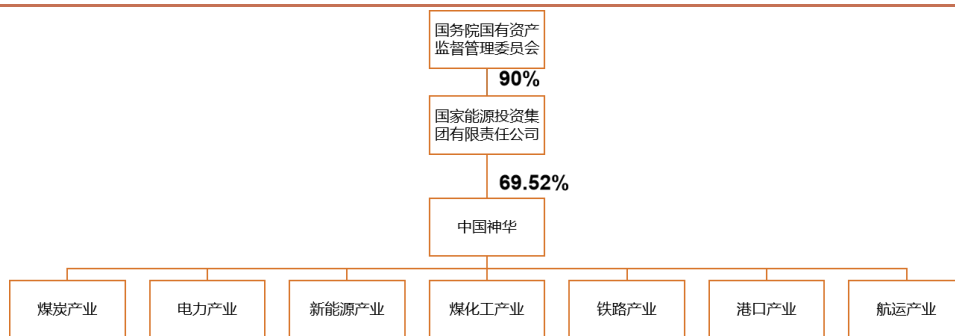
图 1：中国神华公司发展历程



资料来源：公司官网，iFind，招商证券

截至 2024 年底，神华公司的控股股东是国家能源投资集团有限责任公司（持股比例 69.52%）；而国家能源投资有限责任公司的两大股东分别是国资委（持股比例 90%）和全国社会保障基金理事会（持股比例 10%）。作为央企上市公司，中国神华以“全面建设世界一流清洁低碳能源科技领军企业和一流国有资本投资公司”为目标，履行“能源供应压舱石，能源革命排头兵”的崇高使命。

图 2：中国神华公司股权结构

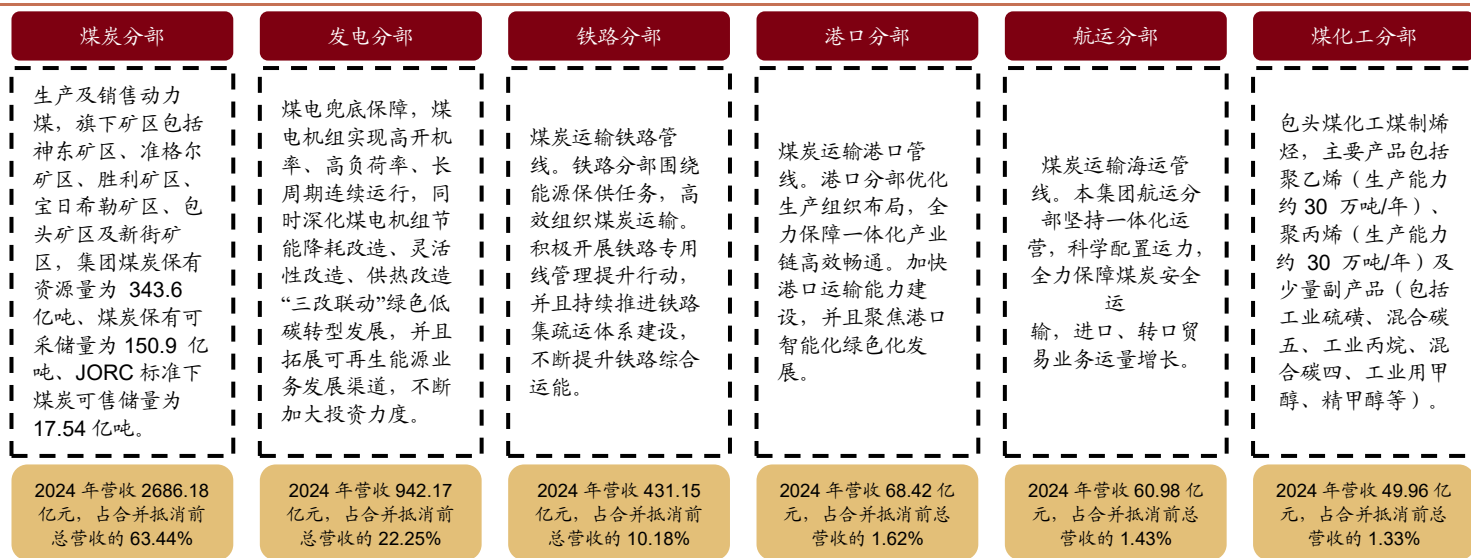


资料来源：公司官网，iFind，招商证券

2、煤炭采掘为起点，积极布局一体化产业链

公司立足煤炭和电力的生产和销售，以煤炭采掘业务为起点，围绕煤炭积极布局下游电力、铁路、港口、船舶运输，煤制烯烃等业务，逐步构筑“煤炭生产（煤炭分部）——煤炭运输（铁路分部、港口分部、航运分部）——煤炭转化（发电分部及煤化工分部）”的一体化产业链，具有链条完整、协同高效、安全稳定、低成本运营等优势，“煤电运化”四位一体业务模式构筑公司强大核心竞争力。

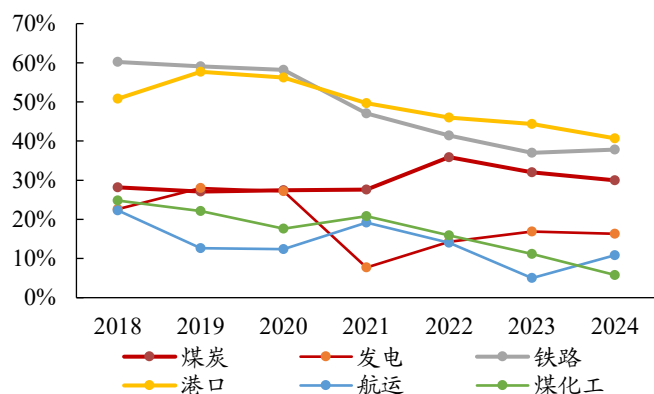
图 3：中国神华下属六大业务分布构成



资料来源：公司官网，iFind，招商证券

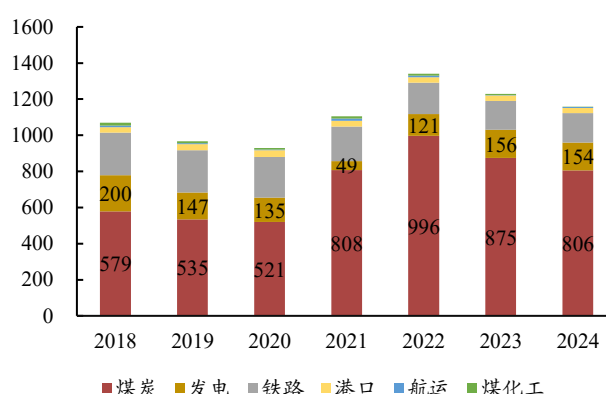
公司煤炭、发电和铁路分部贡献主要营收和利润。营收方面，在合并抵消前，2024 年公司煤炭分部贡献营收 2686.18 亿元、发电分部贡献营收 942.17 亿元、铁路分部营收 431.15 亿元，分别占合并抵消前分部营收总和的 63.4%/22.3%/10.2%，利润方面，在合并抵消前，2024 年公司煤炭分部贡献毛利 805.52 亿元、发电分部贡献毛利 153.85 亿元、铁路分部毛利 162.96 亿元，分别占合并抵消前分部毛利总和的 69.5%/13.3%/14.1%。盈利方面，各分部中煤炭、铁路和港口分部的盈利能力较强，2024 年的毛利率分别为 30.0%/37.8%/40.7%，航运分部 2024 年毛利率为 10.8%，同比 2023 年的 5.0%提升了 5.8 个百分点。

图 4：2018-2024 公司各业务分部毛利率对比



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

图 5：2018-2024 公司各业务分部毛利（亿元）

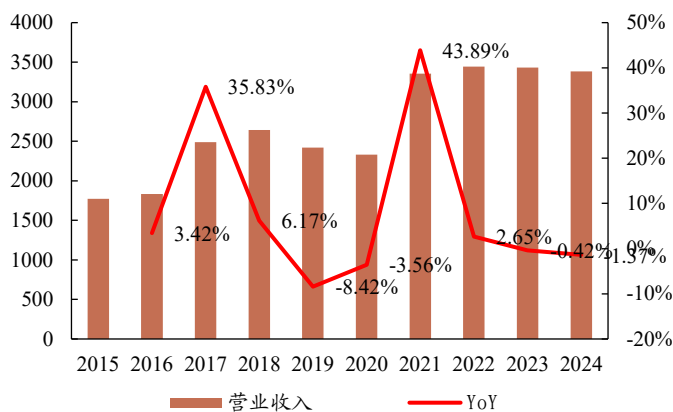


资料来源：公司公告，iFind，招商证券

3、经营业绩稳健，高分红现金奶牛

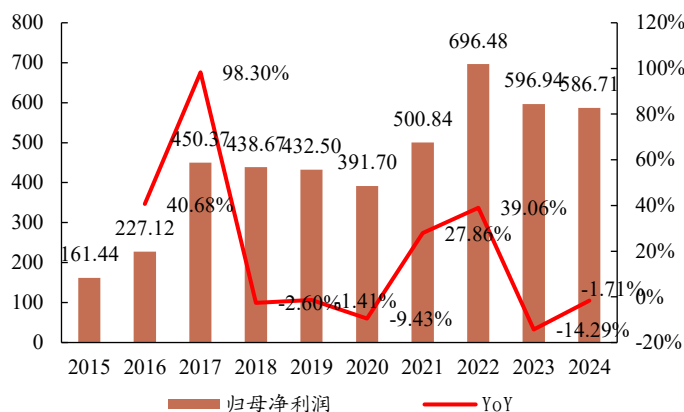
经营业绩稳健，公司业绩和盈利整体呈上升趋势。自 2016 年起，随着煤炭行业积极推动供给侧改革，落后产能加速退出，行业供给弹性减弱，近年来煤价中枢显著上移。受益于煤价回升和供需改善，公司业绩和盈利整体有所增长。2019 年公司与中国电力以各自持有的火电公司股权及资产共同成立合资公司，由于财报合并范围变化，导致当年营收和净利润同比有所下滑。2021-2022 年受益于煤炭行业高景气，煤价抬升并维持高位，推动公司营收和净利润大幅增长，2021 年公司实现营收 3352.16 亿元，同比增长 43.7%，归母净利润 502.69 亿元，同比增长 28.34%，2022 年营收和归母净利润在 2021 年高基数的基础上继续同比增长 2.78% 和 38.51%。2024 年由于煤价下跌，公司业绩有所下滑，2024 年实现营收 3384 亿元，同比下滑 1.37%；归母净利润 586.7 亿元，同比下滑 1.71%。

图 6：2015-2024 公司历年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

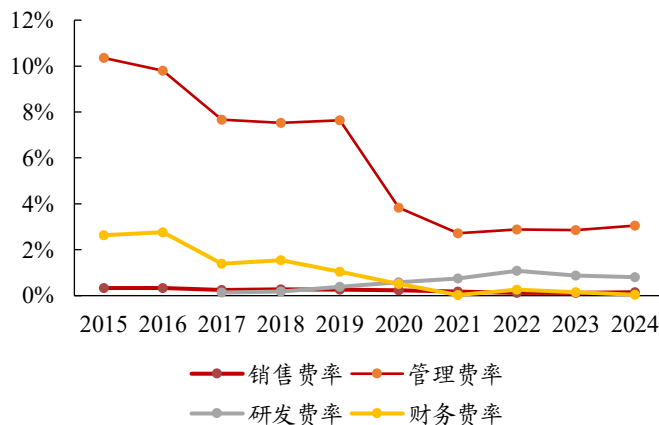
图 7：2015-2024 公司历年归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

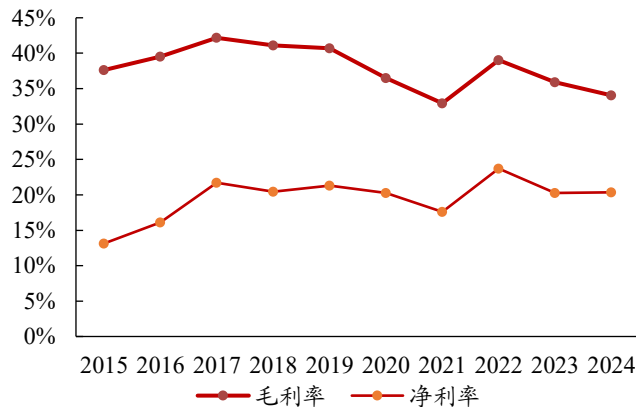
重视成本控制，费用管控能力较强，净利率维持相对稳定。成本控制方面，公司费用管控能力较强，多年一贯重视成本控制，费率保持在较低水平，2024 年销售费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.15%/0.81%/0.04%，同比 2023 年的 0.12%/0.88%/0.15%略有下降。2024 年在煤炭价格波动下行，毛利率有所下降的情况下，公司净利率为 20.35%，同比 2023 年的 20.29% 上升 0.07 个百分点。

图 8：2015-2024 公司历年四费费用率情况



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

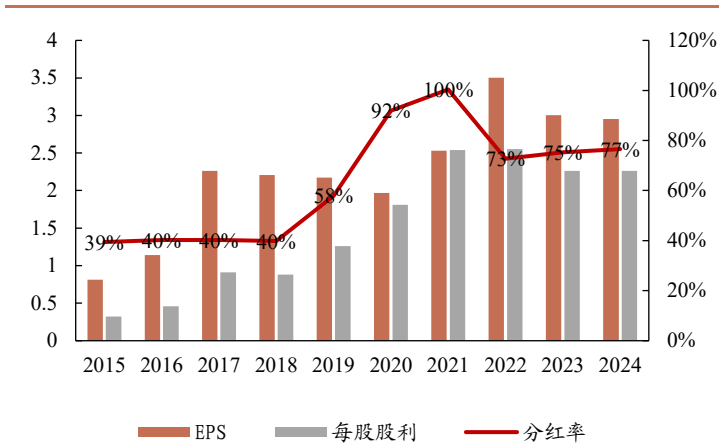
图 9：2015-2024 公司历年毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

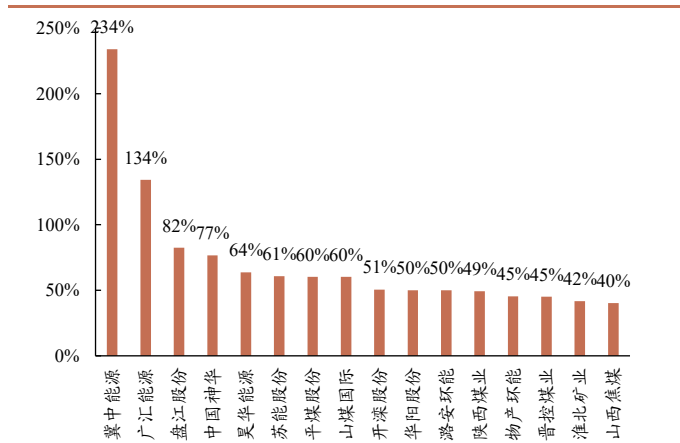
公司分红率保持相对稳定，并呈现趋势上行。公司多年一贯秉持积极回报股东的政策，坚持为投资者提供可持续、相对稳定的现金分红，2014-2022 年公司年均分红率为 83%，即使在行业低迷、公司归母净利润较少的 2015 年，公司分红率也有 39.42%。近年来，分红比例整体提升，2021-2023 年，公司分红率分别为 100.4%、72.8%和 75.2%，连续多年维持高比例分红，公司 2023 年分红率远高于煤炭采掘申万二级行业标的的平均水平。2024 年继续维持高比例分红，2024 度利润分配方案拟每股派发现金红利 2.26 元，分红率 76.5%。

图 10: 2015-2024 公司历年分红率情况



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

图 11: 2024 年煤炭行业分红率情况对比



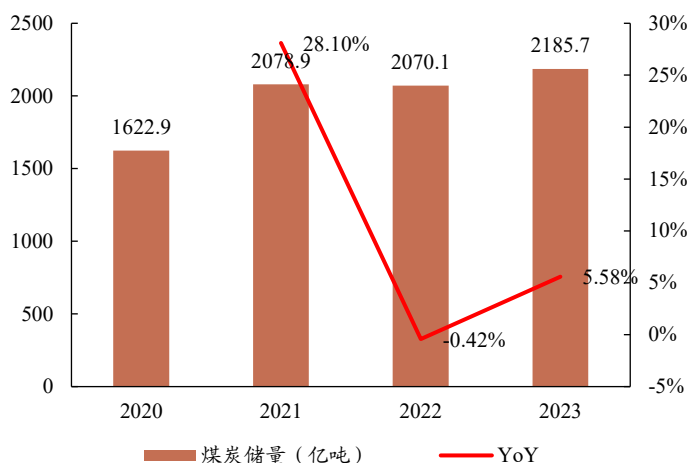
资料来源：公司公告，iFind，招商证券

二、煤炭行业：供需结构持续调整，缺口缩小有望转向紧平衡

1、供给端——新批产能增量有限，供给逐渐呈现刚性

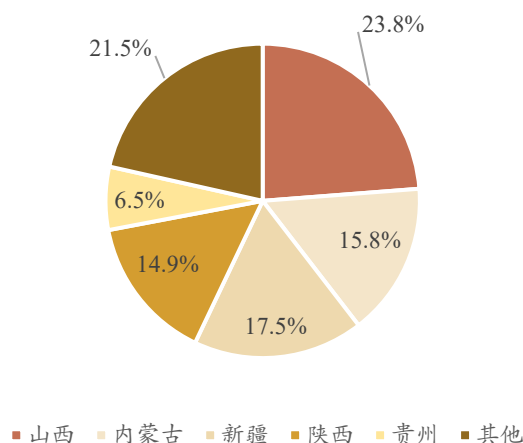
我国煤炭保有储量略有增长，未来一段时间内预计维持相对稳定，煤炭储量分布较为集中。根据中国政府网自然资源部数据显示，我国 2023 年煤炭总储量为 2185.70 亿吨，较 2022 年增加 115.58 亿吨，同比上升 5.58%。我国煤炭矿产勘查投资自 2020 年起有较为显著的回升，2023 年我国煤炭勘查投资支出为 19.72 亿元，同比增长 19.30%。2021 年后我国煤炭矿井钻探工作量整体提升也较为明显，由于 2021 年基数较低，2022 年我国煤炭矿井钻探工作量为 138 万米，同比增长 165.38%，2023 年工作量 179 万米，同比增长 29.71%。总的来看，2023 年煤炭勘查在投资额和钻井工作量上均取得了一定增长，煤炭储量有所上升，但由于随着浅层煤炭资源的开采利用，深层煤炭勘查难度逐渐加大，因此预计未来一段时间内煤炭资源储量或较难出现大幅增长。此外，我国煤炭储备分布较为集中，主要分布在我国西北和华北地区，其中储量最丰富的省份依次是山西（23.34%）、内蒙古（19.86%）、新疆（16.51%）、陕西（14.06%）、贵州（6.63%）。

图 12: 我国煤炭储量情况



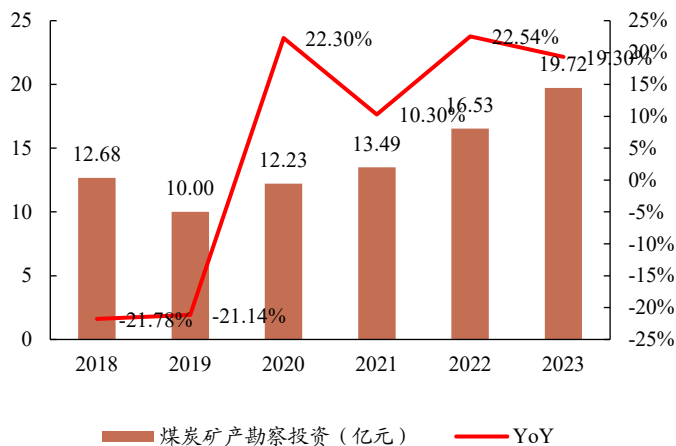
资料来源: 中国政府网自然资源部, 招商证券

图 13: 2024 年我国煤炭储量分布情况



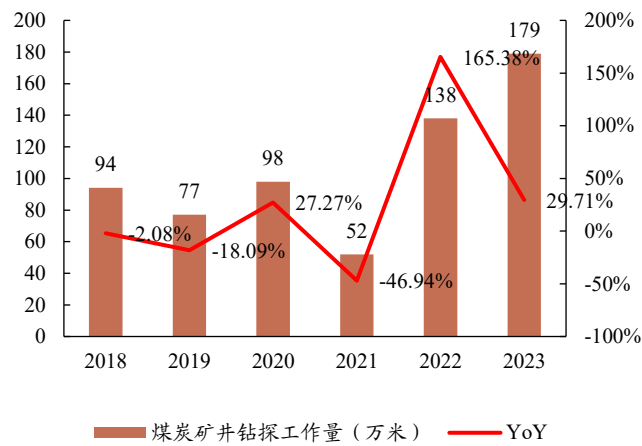
资料来源: 中国政府网自然资源部, 招商证券

图 14: 2018-2023 我国煤炭矿产勘查投资情况



资料来源: 中国政府网自然资源部, 招商证券

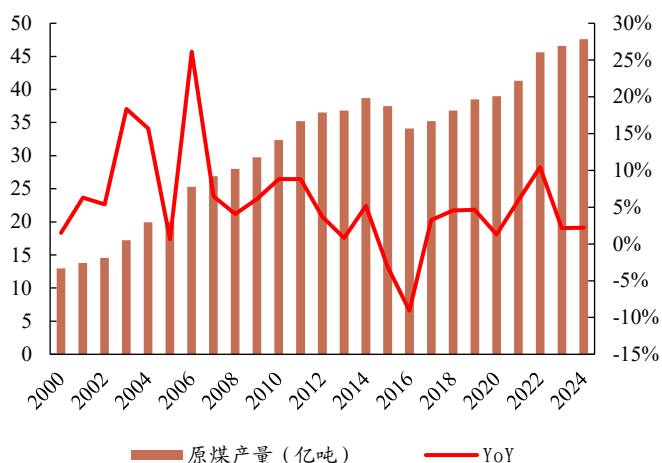
图 15: 2018-2023 我国煤炭矿井钻探工作量情况



资料来源: 中国政府网自然资源部, 招商证券

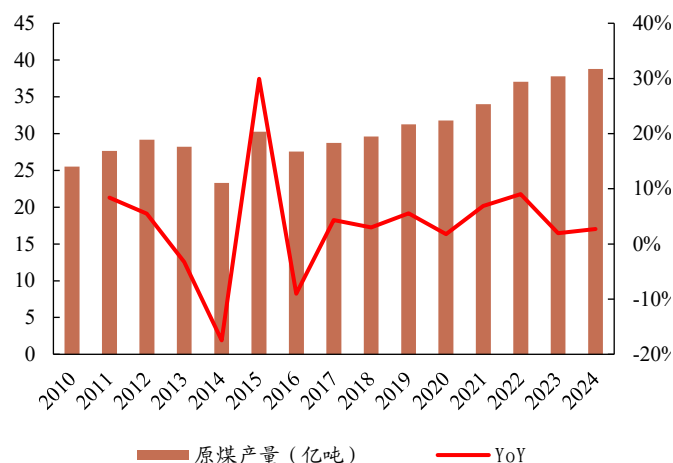
煤炭产量增产动能不足, 增速有所放缓, 新批复产能增量空间有限。2017 年以来, 我国原煤和动力煤连续多年实现稳步增产, 特别是 2022 年在增产保供等政策支持推动下, 原煤和动力煤年产量进一步实现高速增长提升, 原煤产量同比增长 10.43% 达到 44.96 亿吨、动力煤产量同比增长 9% 达到 37.05 亿吨, 然而伴随老旧矿山生产疲态显露, 落后产能逐步面临淘汰, 以及新批复产能增量空间有限, 煤炭高产量的瓶颈开始显现, 增速明显放缓, 2024 年原煤产量为 47.6 亿吨, 同比增速为 2.2%, 动力煤产量为 38.8 亿吨, 同比增速 2.7%。山西、内蒙古、新疆和陕西四省是煤炭采掘的主要地区, 近两年产量增速较 2022 年均有较大回落。2024 年受安监影响, 山西煤炭减产, 产量同比-6.48%; 内蒙古煤炭产量 13 亿吨, 同比+7.1%; 陕西煤炭产量 7.8 亿吨, 同比+2.5%; 新疆煤炭产量 5.4 亿吨, 同比+18.38%。新批复产能方面, 根据国家发改委和国家能源局披露数据显示, 近年来煤矿新批复的产能比较有限, 2023 年, 我国煤炭新批复产能为 3570 万吨。

图 16: 2000-2024 我国原煤产量及同比增速情况



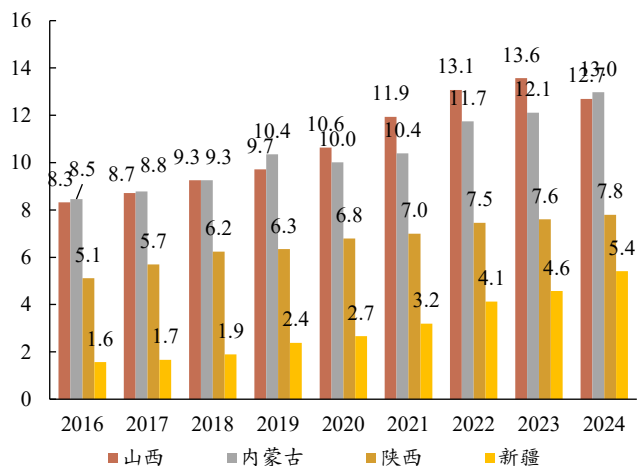
资料来源: Wind, 招商证券

图 17: 2010-2024 我国动力煤产量及同比增速情况



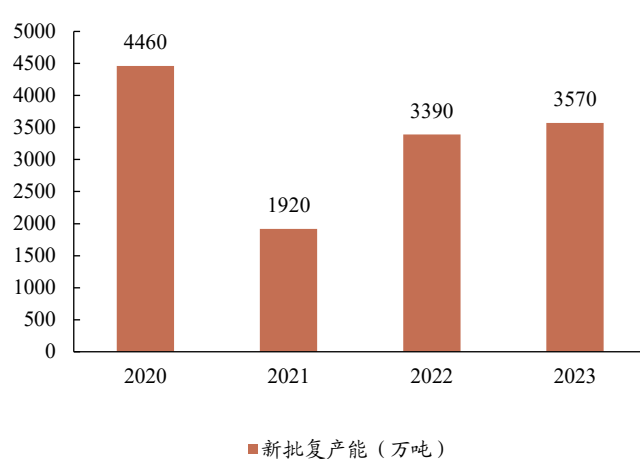
资料来源: Wind, 招商证券

图 18: 2016-2024 我国煤炭采掘四省份原煤产量



资料来源: Wind, 招商证券

图 19: 2020-2023 我国煤炭采掘新批复产能情况



资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 招商证券

我国为煤炭主要进口国。根据 2024 年 BP 世界能源年鉴, 2023 年煤炭进口前五大国家或地区依次是中国 10.16 艾焦 (同比+74.3%, 占比 28.7%)、印度 5.35 艾焦 (同比+7.3%, 占比 15.1%)、日本 4.39 艾焦 (同比-9.0%, 占比 12.4%)、欧洲 3.56 艾焦 (同比-27.9%, 占比 10.0%)、韩国 3.19 艾焦 (同比-4.9%, 占比 9.0%); 煤炭出口前五大国家或地区依次是印度尼西亚 10.0 艾焦 (同比+8.8%, 占比 28.2%)、澳大利亚 9.0 艾焦 (同比+9.6%, 占比 25.4%)、俄罗斯 5.39 艾焦 (同比+1.4%, 占比 15.2%)、美国 2.47 艾焦 (同比+10.6%, 占比 7.0%)、蒙古 1.96 艾焦 (同比+116.8%, 占比 5.5%)。近年来, 我国煤炭贸易保持净进口状态, 煤炭的进口很好补充了我国能源需要, 发挥了重要的补充调节作用。

煤炭进口量或已达峰值, 预计 2025 年稍有回落。我国动力煤供给以国产为主, 进口作为补充, 近年来, 我国动力煤贸易保持净进口状态。2023 年在我国执行进口煤炭零关税政策支持下, 印尼煤供应充足, 俄煤贸易东移, 进口澳煤放开, 蒙煤通关常态化, 且因受 2022 年暖冬影响, 欧洲地区采购的煤炭库存未被消化, 导致 2023 年西方国家的需求不足、库存外溢, 较多煤炭资源转移到亚太地区。2023 年我国煤炭进口总量 4.74 亿吨, 同比增长 61.8%, 动力煤进口主要来自印

尼、俄罗斯、澳大利亚、蒙古等国家，合计占进口总量的 96.01%。2024 年，我国恢复煤炭进口关税，但当前国际煤炭价格优势仍然较为明显，暂无大幅上行的可能，2024 年前三季度全国累计进口煤炭 38912.8 万吨，同比增长 11.9%，预计全年进口量在维持相对稳定基础上同比小幅上涨。但考虑到印度、东南亚等地煤炭需求日益旺盛，国际煤炭供需宽松格局改善，对进口煤价格上行形成一定支撑，未来随着国际动力煤性价比降低，动力煤进口数量整体将有所回落。

图 20: 2023 年世界煤炭地区间贸易流向



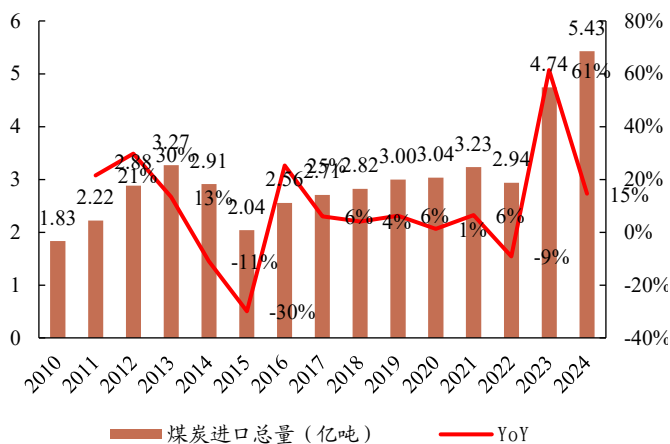
煤炭 2023 年地区间贸易流向

出口地	进口地													总计
艾焦	加拿大	墨西哥	美国	中南美洲	欧洲	独联体国家	中东地区	非洲	中国内地	印度	日本	韩国	其他亚太地区国家	
加拿大	-	+	0.02	0.02	0.09	-	+	+	0.22	0.05	0.32	0.20	0.06	0.99
美国	0.15	0.01	-	0.25	0.76	+	0.01	0.19	0.18	0.42	0.30	0.13	0.07	2.47
哥伦比亚	0.04	0.06	0.07	0.34	0.59	-	0.11	0.02	0.12	0.01	0.04	0.15	0.03	1.59
欧洲	+	+	0.01	0.01	-	+	0.01	0.08	0.01	0.10	+	+	0.01	0.23
俄罗斯联邦	-	-	-	0.04	0.77	0.04	0.01	0.13	2.75	0.48	0.09	0.71	0.38	5.39
其他独联体国家	-	-	-	-	0.16	0.46	0.01	0.01	0.01	+	+	+	0.01	0.65
南非	+	-	+	0.02	0.27	-	0.07	0.26	0.05	0.52	0.09	0.18	0.28	1.74
其他非洲国家	-	-	+	-	0.04	-	0.03	0.10	0.02	0.21	+	0.05	0.08	0.53
澳大利亚	+	+	+	0.25	0.68	-	0.01	0.02	1.36	0.92	2.83	0.99	1.94	9.00
中国内地	+	0.01	+	0.02	0.03	+	0.01	+	-	0.02	0.03	0.01	0.16	0.31
印度尼西亚	+	-	+	+	0.10	-	+	+	3.43	2.33	0.65	0.68	2.79	10.00
蒙古	-	-	-	-	+	+	-	-	1.92	-	-	+	0.04	1.96
其他亚太地区国家	+	+	+	0.01	0.03	+	+	+	0.08	0.23	0.02	0.08	-	0.46
世界其他地区	+	+	+	0.01	0.02	+	+	+	0.01	0.05	+	0.01	0.01	0.13
进口总计	0.19	0.08	0.11	0.96	3.56	0.50	0.27	0.82	10.16	5.35	4.39	3.19	5.86	35.43

备注：仅统计商用固体燃料，即：烟煤和无烟煤（硬煤）、褐煤与次烟煤、其他商用固体燃料。不含地区内部贸易流向（如欧洲内部国家之间）。
+ 低于 0.05%。

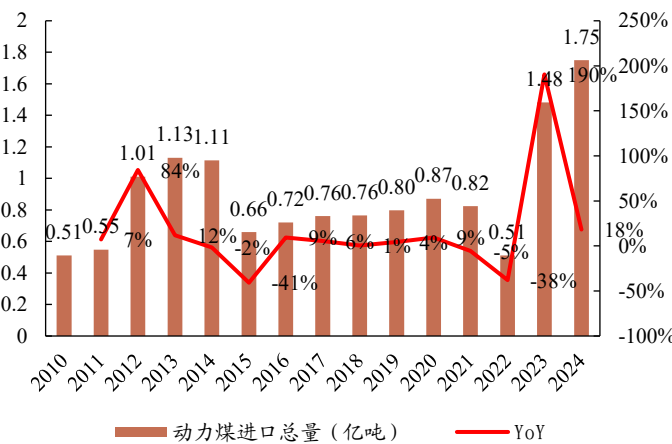
资料来源：2024 年 BP 世界能源年鉴，招商证券

图 21: 2010-2024 我国煤及褐煤进口情况



资料来源：Wind，招商证券

图 22: 2010-2024 我国动力煤进口情况

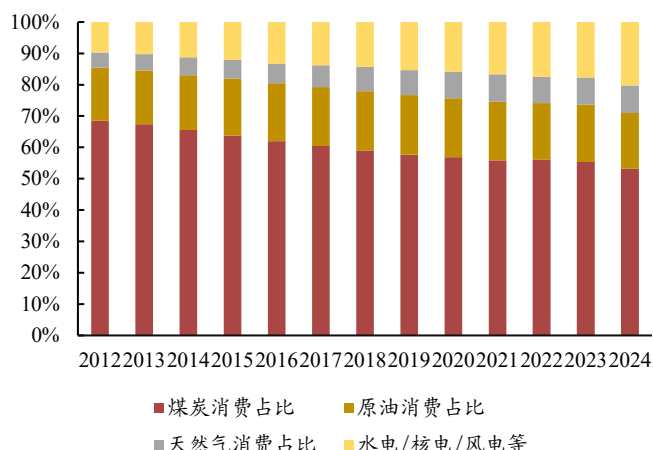


资料来源：Wind，招商证券

2、需求端——“双碳”背景下，电煤发挥兜底保障作用

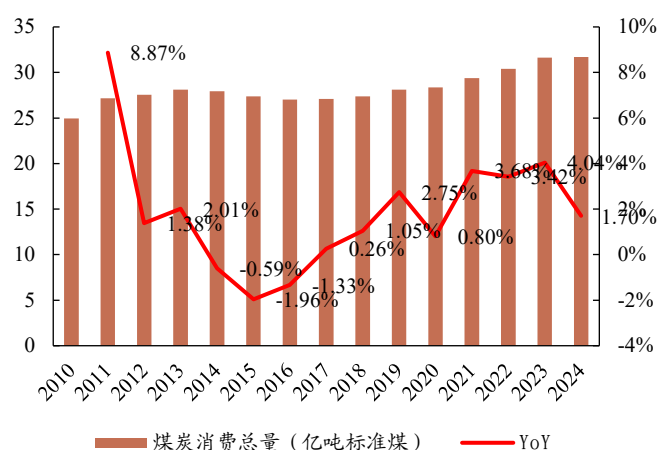
煤炭长期以来一直是我国能源消费的主导力量，支撑着国家经济的快速发展和工业化进程。自 2000 年起，煤炭消耗长期占据着我国能源消费总量 60% 以上的比重。近年来，我国开始积极推动能源结构的优化和清洁能源的发展，天然气与水电能源的比重增加较为明显，但是煤炭仍然是能源消费主导力量，2024 年我国原煤消费总量为 31.7 亿吨标准煤，煤炭消费占比为 53.2%。

图 23: 2010-2024 年我国能源消费构成情况



资料来源: 中国能源大数据报告, 招商证券

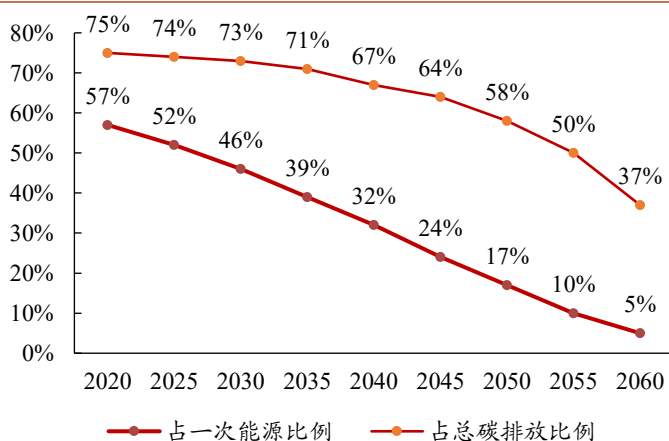
图 24: 2010-2024 年我国煤炭消费情况



资料来源: 中国能源大数据报告, 招商证券

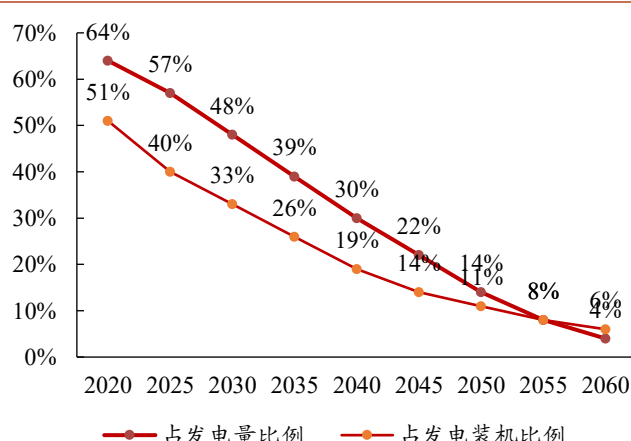
长期看煤炭需求面临着“双碳”目标约束。在气候问题日益严峻的背景下,我国提出了“双碳”目标,即到 2030 年前达到碳排放峰值,以及到 2060 年前实现碳中和。这一宏伟目标对中国煤炭行业构成了前所未有的挑战和转型压力。根据最新发布的《中国能源展望 2060 (2024 年版)》描述,中国煤炭行业预计将经历显著的转型。2023 年,中国的煤炭消费量为 43.5 亿吨,这一指标预计在 2025 年前后达到峰值 43.7 亿吨后逐步下降至 2060 年的 3.8 亿吨。在能源消费结构上,煤炭的占比将从 2023 年的 55% 大幅下降至 2060 年的 5%。在众多领域中,工业部门将继续是煤炭消费的主要领域,预计到 2060 年将占总消费量的 90% 以上。同时,煤炭产生的碳排在能源活动相关碳排放中的占比也将从 2023 年的 75% 降至 2060 年的 37%;燃煤发电在发电量的占比也将在 2060 年被下降到 4%。为支持这一转型,CCUS 及生态碳汇技术的发展将至关重要,预计到 2060 年将贡献超过 10 亿吨的二氧化碳碳汇。

图 25: 煤炭在能源结构和碳排放中的占比



资料来源: 《中国能源展望 2060》, 招商证券

图 26: 燃煤发电在发电量和发电装机中的占比

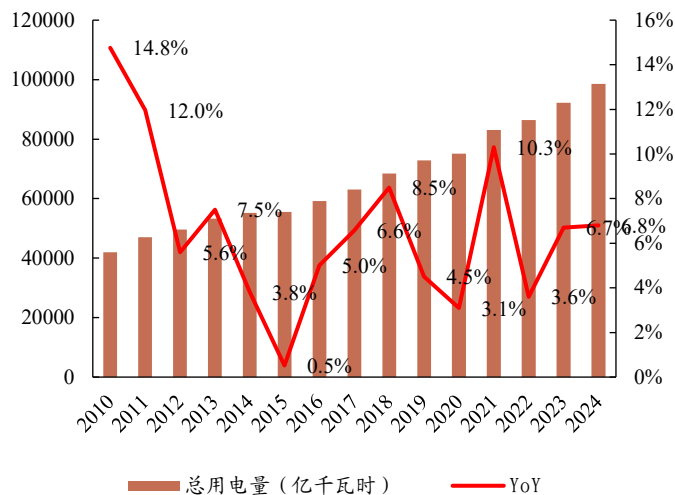


资料来源: 《中国能源展望 2060》, 招商证券

用电需求稳步增长,电煤兜底保障作用凸显。近些年来,我国电气化进程仍在稳步推进中,装备制造业等更高附加值、更高技术工业蓬勃发展,支撑工业用能、特别是用电的增长。全社会用电需求经过十几年的稳步增长,已由 2010 年的 4.2 万亿千瓦时增长到 2024 年的 9.9 万亿千瓦时,期间增长 134.6%。从各行业及

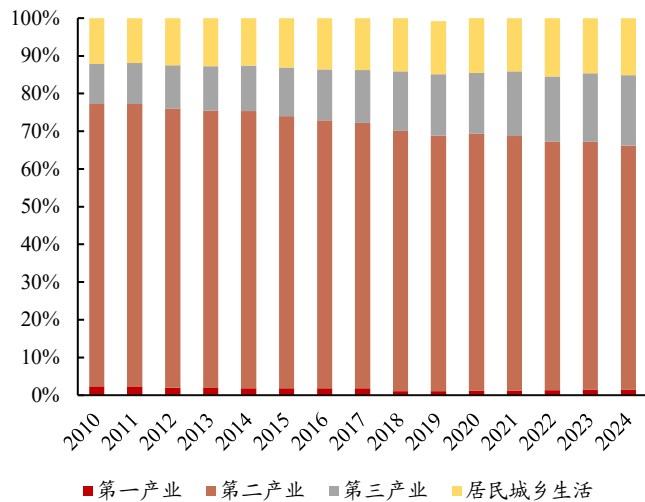
城乡居民生活用电占比情况来看，第二产业用电一直占据着全社会用电总量的60%以上。2024年，一、二、三产用电量分别占比1.38%、64.83%、18.62%，城乡居民生活用电占比15.17%，一、二、三产用电量、城乡居民生活用电量分别同比增长6.18%、5.15%、9.91%、10.49%。

图 27: 2010-2024 我国总用电需求情况



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

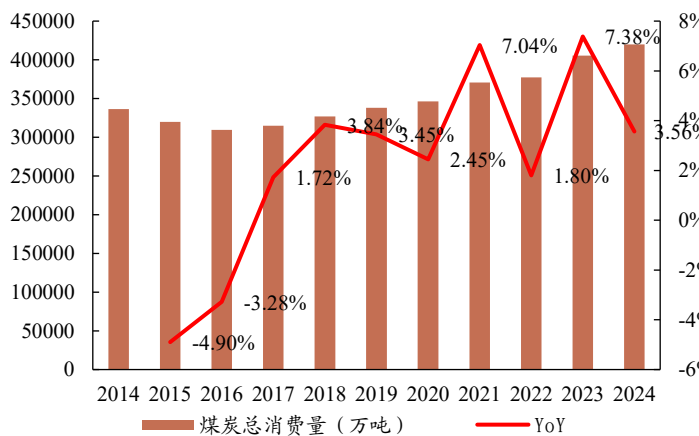
图 28: 2010-2024 各产业及城乡居民生活用电占比



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

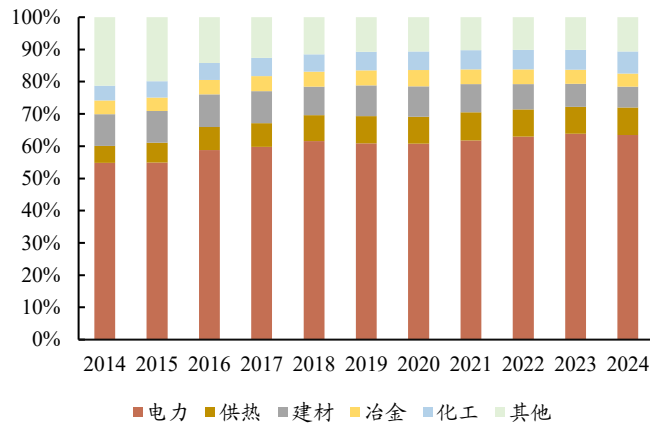
煤电装机规模扩大，发电用煤需求持续上升。动力煤是发电的关键原料，2024年，我国电力行业的动力煤消耗 26.64 亿吨，占到全年动力煤总消耗量的 63.46%。在当前我国电气化不断深入和用电需求持续旺盛的背景下，风电和光伏等可再生能源由于规模限制和波动性问题，尚不能立即满足全部用电需求，这要求我国在电力系统的转型升级中采取稳健的“先立后破”策略。因此，短期内我国煤电装机和燃煤发电量预计将保持增长，维持动力煤消费的主导地位。展望未来，随着储能技术的发展和可再生能源技术的成熟，风电和光伏发电有望在能源结构中占据更大比例，逐步替代更多煤电需求。此时煤炭将更多发挥电力调峰与能源安全的保障作用，作为化工品原料和工业燃料的必要补充，为我国能源体系承担重要的兜底工作。

图 29: 2014-2024 我国动力煤历史消耗量 (万吨)



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

图 30: 2014-2024 我国各行业动力煤消耗占比



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

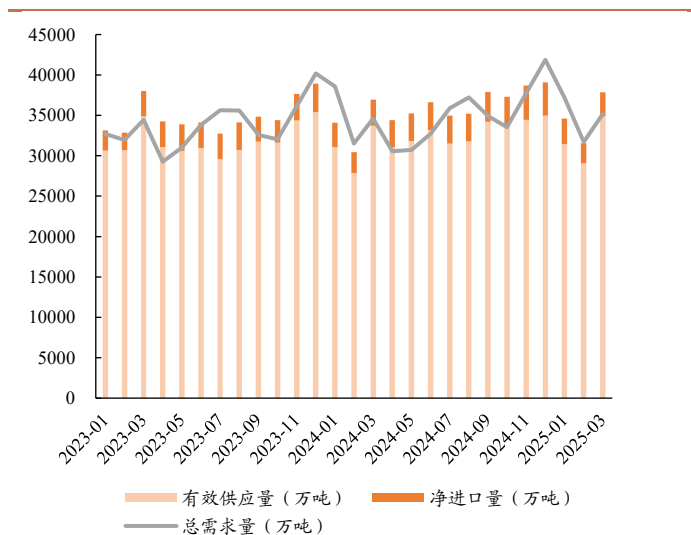
动力煤供需转向紧平衡，价格趋势长期向好。2024 年我国国内动力煤有效供给量为 38.93 亿吨，净进口量为 4.15 亿吨，总需求量（包括电力、建材、化工、冶金、供热及其他用煤需求）41.98 亿吨，动力煤呈现过剩状态，总计过剩 1.1 亿吨，较 2023 年缺口进一步减小，动力煤供需逐步转向紧平衡。从供给端看，受制于“双碳”目标，国产动力煤供给端难以实现大规模增长，产量将更多以企稳为主；从需求端来看，工业化、电气化进程持续推进，电煤需求将持续增长以对工业用电增长形成支撑。供需格局叠加保供稳价的政策导向，长远来看，动力煤价格走势将保持偏强震荡。

表 1: 2022-2024 年我国动力煤供需数据

年份	动力煤有效供给量 (亿吨)	净进口量 (亿吨)	总需求量 (亿吨)	缺口 (亿吨)
2022	37.54	2.26	37.54	2.26
2023	38.23	3.68	40.53	1.38
2024	38.93	4.15	41.98	1.10

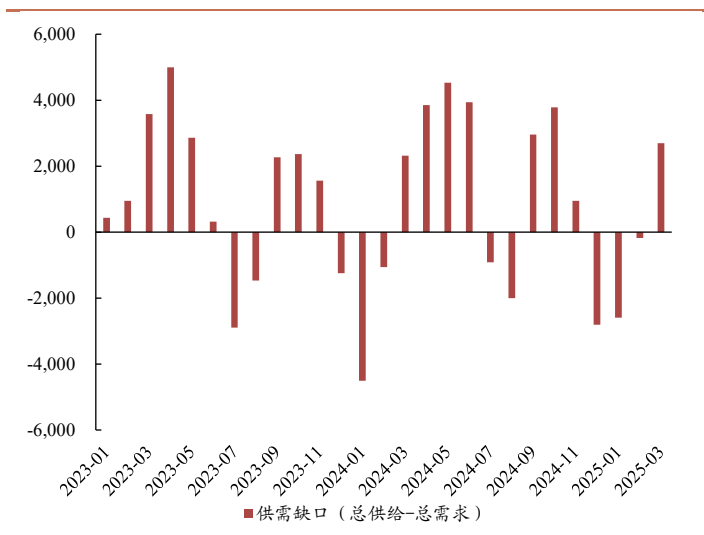
资料来源：煤炭资源网、招商证券

图 31: 动力煤月度供需情况



资料来源：煤炭资源网、招商证券

图 32: 动力煤月度供需缺口（供给-需求）(万吨)



资料来源：煤炭资源网、招商证券

三、资源禀赋优势凸显，产能规模庞大且增量可期

公司煤矿资源储量丰富，资源保有量和可采储量均居国内前列。中国神华旗下共有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区、包头矿区、新街台格庙矿区等六大国内矿区，以及海外的印尼矿区。2023 年中国神华煤炭保有资源量及可采储量居上市公司第二，截至 2024 年，中国神华煤炭资源储量合计 343.6 亿吨、可采储量 150.9 亿吨，可售储量（JORC 标准）105.1 亿吨，资源储备充足。

表 2: 中国神华各矿区资源储量情况

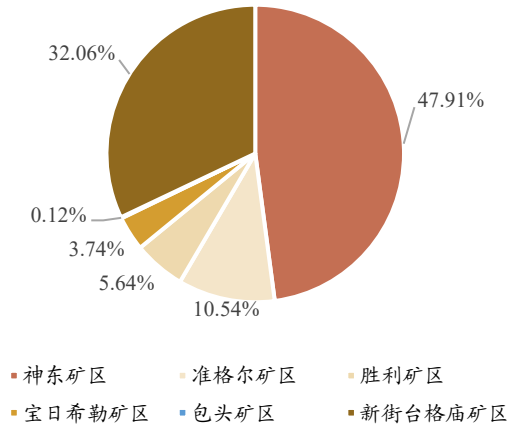
矿区	保有资源量 (中国标准/亿吨)	可采储量 (中国标准/亿吨)	煤炭可售储量 (JORC 标准/亿吨)	主要煤种
神东矿区	158.0	89.7	65.4	长焰煤/不粘煤

准格尔矿区	110.1	14.0	9.4	长焰煤/不粘煤
胜利矿区	40.3	29.2	21.3	褐煤
宝日希勒矿区	22.3	10.2	1.9	褐煤
包头矿区	12.5	7.5	7.0	贫瘦煤
新街台格庙矿区	0.4	0.3	0.1	不粘煤
合计	343.6	150.9	105.1	

资料来源：公司公告、招商证券，截至 2024 年底

煤矿资源分布集中，煤炭品质优异。公司国内矿区集中分布于内蒙古和陕西，前三大矿区（神东、准格尔矿区、胜利矿区）合计资源保有量 308.4 亿吨，占总资源比重超 90%。以占比最高的神东矿区为例，神东煤炭以“特低灰、特低硫、特低磷、中高发热值”特性闻名，是优质的动力、化工和冶金用煤，资源禀赋优势明显。

图 33：中国神华各矿区资源储量占比



资料来源：公司公告，招商证券

表 3：2024 年国内上市煤炭企业煤炭资源保有量和可采储量

公司	保有资源量 (中国标准/亿吨)	可采储量 (中国标准/亿吨)	产量 (2024 年/亿吨)	可采年限(以 2024 年产量测算)
中国神华	343.6	150.9	3.27	46
中煤能源	265.2	138.2	1.38	100
陕西煤业	179.3	102.5	1.71	60
兖矿能源	466.1	45.2	1.42	32
盘江股份	80.4	39.1	0.09	434
华阳股份	66.8	29.6	0.38	78
永泰能源	38.2	24.2	0.14	173
晋控煤业	41.4	19.5	0.35	56
新集能源	43.7	18.4	0.19	97
平煤股份	29.8	16.5	0.28	59
昊华能源	21.0	11.2	0.18	62
潞安环能	36.5	9.9	0.58	17
山煤国际	21.2	7.6	0.33	23

兰花科创	15.2	6.6	0.14	47
冀中能源	28.8	6.0	0.27	22
上海能源	12.7	5.9	0.06	98

资料来源：公司公告、招商证券

产销数据连续多年稳居国内首位，领跑行业。产量方面，公司自 2019 年商品煤产量稳步增长，除 2019 年外其余年份均超额完成了年初设定的产量目标。2024 年，公司煤炭产量 3.27 亿吨，同比+0.8%，处于行业首位。销量方面，自 2015 年起公司煤炭销量波动上升，且 2018 年以来均超额完成了每年的销售目标，2024 年公司煤炭销量 4.59 亿吨，同比+2.1%。

生产经营稳定性强，煤炭可采年限较长。公司矿井数量多产能高，因此单一矿井的年度波动不会对公司经营造成重大影响。据 2024 年产量及可采储量数据，测算得公司煤炭可采年限长达 46 年。同时公司煤矿具有埋藏浅、煤层厚、地质构造简单等优势，开采成本相对较低，有效保障了公司的稳健经营。

图 34: 2010-2024 中国神华商品煤产量 (百万吨)

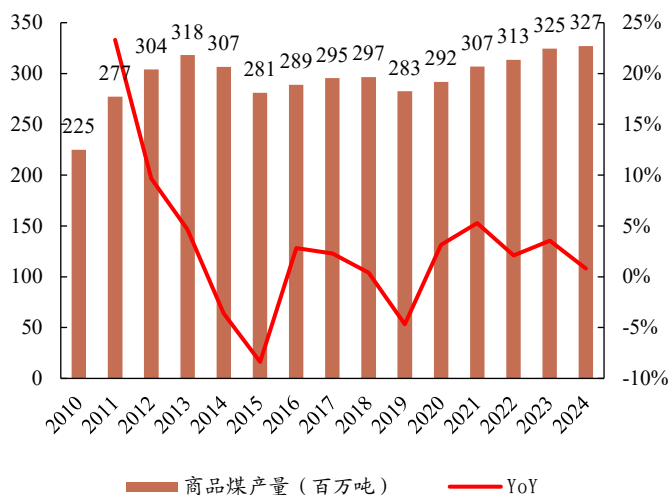
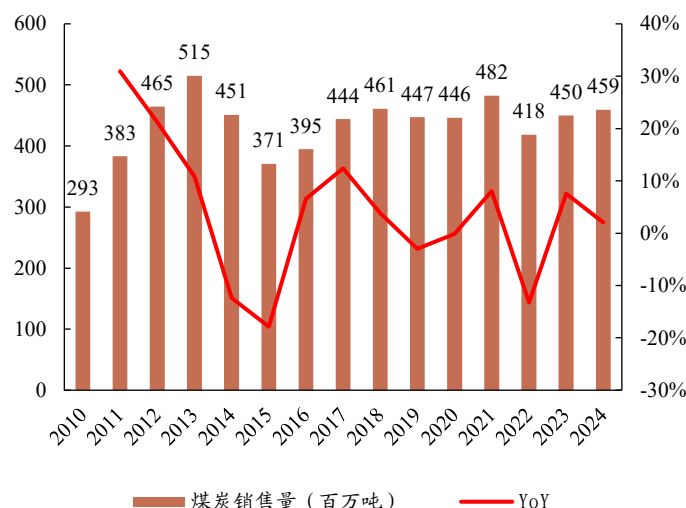


图 35: 2010-2024 中国神华煤炭销售量 (百万吨)



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

资料来源：公司公告，iFind，招商证券

待注入资产众多叠加新获探矿权，产能进一步扩张可期。目前公司 26 家在产矿井、3 家拟建矿井合计权益产能 31,827 万吨/年，是国内煤炭产能最大的上市煤企。根据公司与国家能源集团 2005 年 5 月 24 日签订的《避免同业竞争协议》、2018 年 3 月 1 日签订的《避免同业竞争协议之补充协议》、2023 年 4 月 28 日签订的《避免同业竞争协议之补充协议（二）》，以及 2014 年 6 月 28 日公司发布公告《关于履行避免同业竞争承诺的公告》，公司在 2028 年 8 月 27 日前拥有优先交易及选择权、优先受让权以收购国家能源集团剥离业务所涉资产。2023 年 4 月，公司宣布启动对内蒙古大雁矿业集团有限公司和国家能源集团杭锦能源有限公司的收购，其中大雁矿业拥有雁南矿、扎尼河露天矿两处矿井（可采储量 4.1 亿吨，煤炭产能 1070 万吨/年）以及伊敏河东区后备井、伊敏河东区二井、伊敏河东区外围等三处探矿权，杭锦能源拥有塔然高勒煤矿（可采储量 9.2 亿吨，煤炭产能 1000 万吨/年），2025 年初公司已完成对杭锦能源的收购。此外，公司积极推进煤炭资源接续，补连塔煤矿、上湾煤矿、万利一矿、金峰寸草塔煤矿、哈尔乌素露天煤矿完成采矿许可证变更；神山煤矿产能核增完成现场核验；新街一

井、二井完成“探转采”，已取得采矿许可证；台格庙北区新街三井、新街四井已取得探矿权，并获得相关煤炭资源勘探勘查许可证。

表 4: 中国神华各矿井产能情况

矿区	煤矿	地区	核定产能 (万吨/年)	权益比例	权益产能 (万吨/年)
在产矿井					
神东矿区	补连塔	内蒙鄂尔多斯	2,800	100%	2,800
	布尔台	内蒙鄂尔多斯	2,000	100%	2,000
	大柳塔-柳塔井	陕西榆林	1,800	100%	1,800
	大柳塔-活鸡兔井	陕西榆林	1,500	100%	1,500
	上湾煤矿	内蒙鄂尔多斯	1,600	100%	1,600
	哈拉沟	陕西榆林	1,600	100%	1,600
	榆家梁	陕西榆林	800	100%	800
	石圪台	陕西榆林	1,200	100%	1,200
	乌兰木伦	内蒙鄂尔多斯	510	100%	510
	寸草塔一矿	内蒙鄂尔多斯	240	100%	240
	寸草塔二矿	内蒙鄂尔多斯	450	100%	450
	神山露天矿	内蒙鄂尔多斯	120	100%	120
	柳塔矿	内蒙鄂尔多斯	300	100%	300
	万利一矿	内蒙鄂尔多斯	1,000	100%	1,000
准格尔矿区	哈尔乌素露天矿	内蒙鄂尔多斯	3,500	100%	3,500
	黑岱沟	内蒙鄂尔多斯	3,400	58%	1,964
	黄玉川煤矿	内蒙鄂尔多斯	1,300	51%	663
胜利矿区	保德矿	山西保德	800	100%	800
	胜利一号	内蒙锡林郭勒盟	2,800	63%	1,764
宝日希勒矿区	宝日希勒露天矿	内蒙呼伦贝尔	3,500	57%	1,995
包头矿区	李家壕煤矿	内蒙鄂尔多斯	600	100%	600
	水泉露天矿	内蒙古包头	120	100%	120
榆神矿区	锦界矿	陕西榆林	1,800	100%	1,800
	郭家湾煤矿	陕西榆林	800	50%	401
	青龙寺煤矿	陕西榆林	400	50%	200
印尼	印尼南苏煤矿	印度尼西亚	210	70%	140
在产产能合计			35150	85%	29867
在建矿井					
新街台格庙矿区	新街一井	内蒙鄂尔多斯	800	60%	480
	新街二井	内蒙鄂尔多斯	800	60%	480
杭锦能源(25年 2月完成收购)	塔然高勒煤矿	内蒙鄂尔多斯	1000	100%	1000
在建产能合计			2,600	75%	1,960

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 中国神华待注入资产

公告	承诺注入资产	当前状态
	原神华集团所持神华宁夏煤业集团有限责任公司 51% 股权	待注入

	原神华集团所持神华国能集团有限公司 100%股权	待注入
	原神华集团所持中国神华煤制油化工有限公司 100%股权	待注入
	原神华集团所持神华新疆能源有限责任公司 100%股权	待注入
	原神华集团所持新疆神华矿业有限责任公司 100%股权	待注入
	原神华集团所持神华乌海能源有限责任公司 100%股权	待注入
《关于履行避免同业竞争承诺的公告》 (2014年6月28日)	原神华集团所持神华集团包头矿业有限责任公司 100%股权	待注入
	原神华集团所持陕西神延煤炭有限责任公司 51%股权	待注入
	原神华集团所持神华杭锦能源有限责任公司 100%股权	2025年注入
	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持国华徐州发电有限公司 100%股权	2015年注入
	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持宁夏国华宁东发电有限公司 100%股权	2015年注入
	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持神华国华(舟山)发电有限责任公司 51%股权	2015年注入
	原神华集团所属北京国华电力有限责任公司所持江苏国华高资发电有限公司 45%股权	待注入
	原神华集团所持山西省晋神能源有限公司 49%股权	待注入
《中国神华关于启动收购控股股东部分资产工作的公告》 (2023年4月29日)	原神华集团所持内蒙古大雁矿业集团有限责任公司 100%股权	2023年4月启动收购

资料来源：公司公告、招商证券

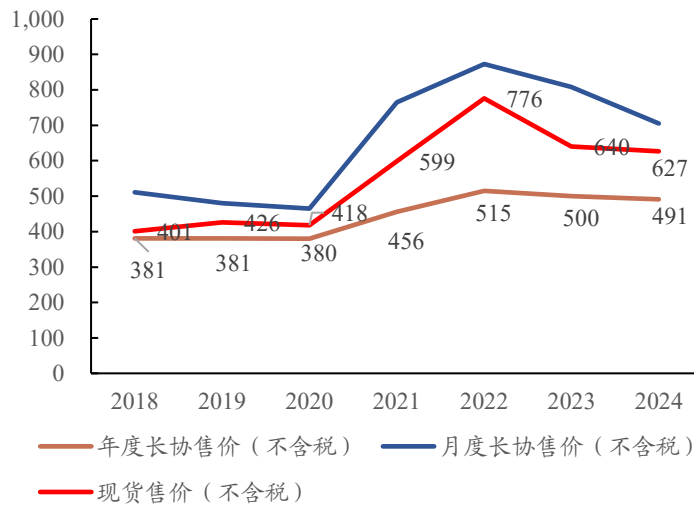
高长协保障业绩稳定，平抑周期波动，助力降低经营风险。电煤长协制度始于2016年发改委等四部门发布的《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》，通过“基准价+浮动价”机制，助力保持市场供需平衡，稳定价格，降低煤企经营风险。2023年秦皇岛港动力末煤5500K平仓价同比下滑24%，但同期长协价格仅下滑1%，高长协比例对稳定煤企业绩具有重要意义。公司自2017年起执行年度长协、月度长协、现货三种定价机制，2024年，中国神华长协煤销售占比达87.4%，超过电煤中长协政策要求的80%，业绩增长具有韧性，在一定程度上有效抵抗煤炭价格波动带来的风险。

表 6：2024 年公司煤炭销售情况

	销售量 (百万吨)	占销售量合计比例 (%)	不含税价格 (元/吨)
年度长协	246.4	53.6	491
月度长协	154.8	33.7	705
现货	36.2	7.9	627
煤矿坑口直接销售	21.9	4.8	285
合计	459.3	100	564

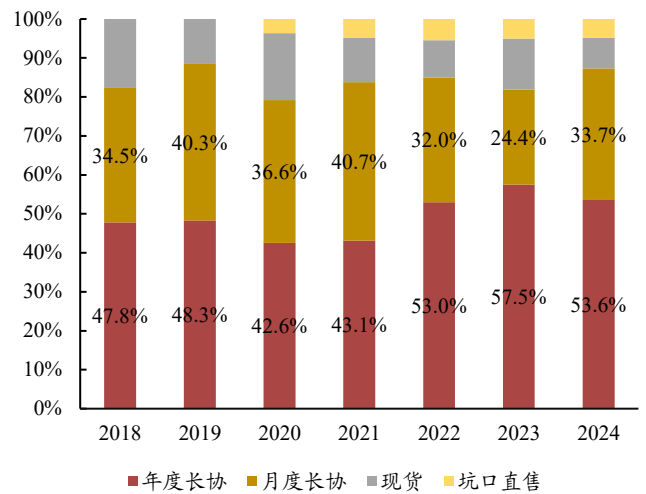
资料来源：公司公告、招商证券

图 36: 2018-2024 中国神华长协和现货价格 (元/吨)



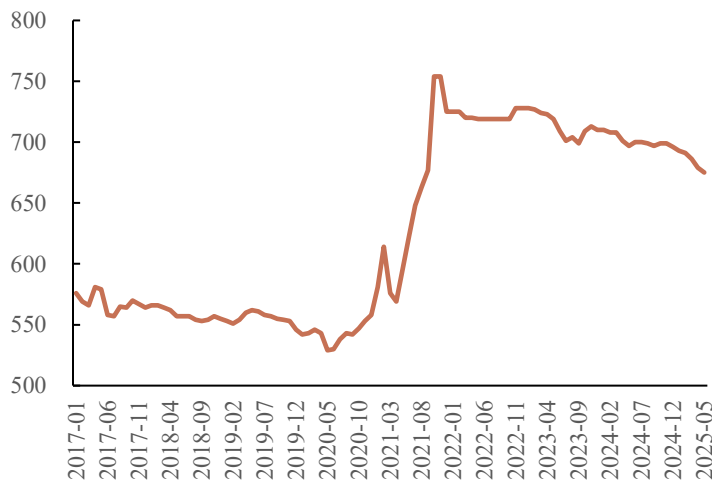
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 37: 2018-2024 中国神华各交易方式占比



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 38: 2017-2024 秦皇岛港动力煤年度长协价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

四、煤电化运一体化布局, 强化业绩韧性

1、电力新增装机贡献增量, 煤电联营锁定产业链利润

(1) 经济结构调整下, 火电行业景气度触底反弹

经济发展离不开能源供应, 近年来全国供售电量稳步攀升。从总量来看, 近十年我国供售电量数额巨大, 且一直保持稳步增长的态势。根据国家能源局公布的数据, 2024 年我国全社会供售电量分别为 77494 亿千瓦时、74111 亿千瓦时, 分别较上年增长 7.8%、7.9%, 并且二者近十年的平均增长率稳定在 5%以上。展望未来, 在电气化进程和人工智能新时代的稳步推进下, 供售电总量稳步提升预

计将成为常态。

图 39: 2013-2024 年全国供电量 (亿千瓦时)

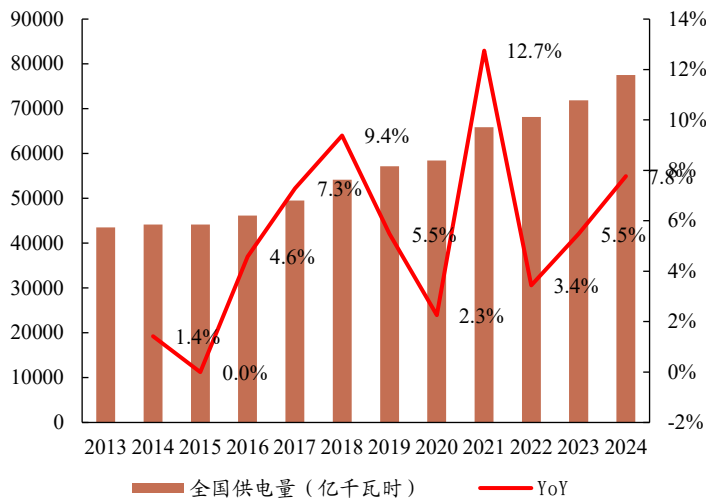
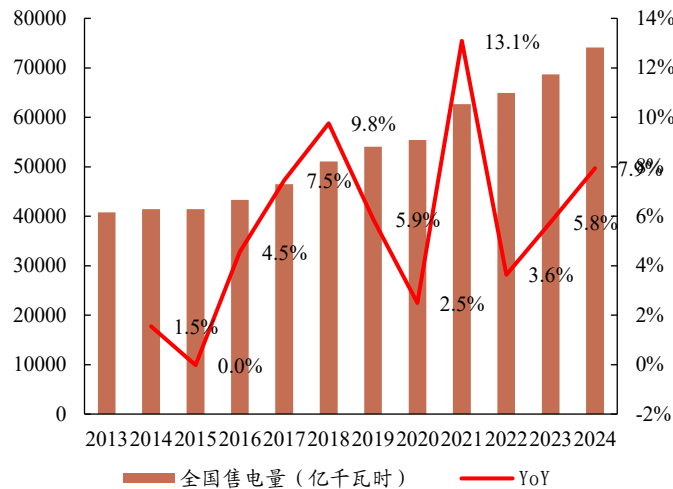


图 40: 2013-2024 年全国售电量 (亿千瓦时)



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

能源结构转变, 火电装机容量占比下降但仍稳定增长。据国家能源局统计, 2024 年全年发电设备装机容量达 33.5 亿千瓦, 近十年增长了 143%。而经济结构的调整通常伴随着能源消费结构的转变。自 2005 年以来, 国家开始对清洁能源给予了巨大的政策倾斜。2011 年至今, 火电设备装机容量占比逐步下滑, 截至 2024 年, 以太阳能、风能为代表的清洁能源装机容量已超过火电装机容量, 占据了发电设备装机容量的一半以上。虽然占比逐年被压缩, 但火电凭借其调峰能力强、稳定性好的特点, 在过去十年中装机容量仍保持稳健增长, 年均增长超过 4000 万千瓦, 展现出行业强大韧性, 仍是电力系统中的“压舱石”。

图 41: 2011-2024 各类发电设备装机容量占比

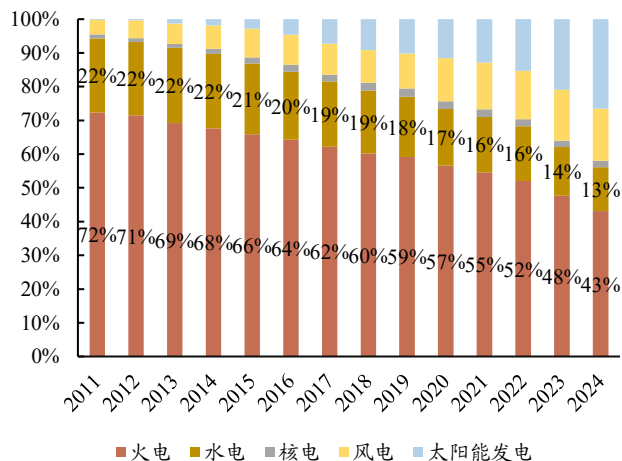
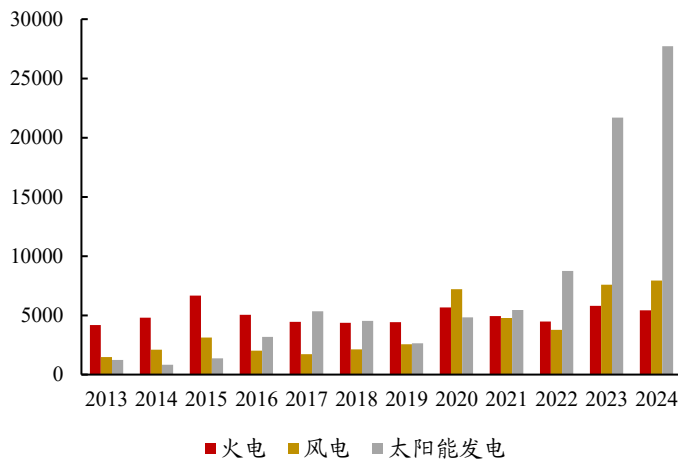


图 42: 2013-2024 发电设备装机容量 (万千瓦)



资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

资料来源: 煤炭资源网, 招商证券

(2) 公司电力业务持续布局, 新增装机贡献稳定增量

电力业务是神华公司的核心业务之一。2024 年, 电力业务收入贡献了公司全年总营收的 22.3%, 是公司的第二大业务板块。截至 2024 年底, 中国神华发电机

组总装机容量 46264 兆瓦，其中，燃煤发电机组总装机容量 43184 兆瓦，约占全国煤电发电装机容量 11.9 亿千瓦的 3.6%。燃煤发电机组年度平均利用小时数 5030 小时，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。

图 43: 2018-2024 中国神华分业务营业收入 (万元)

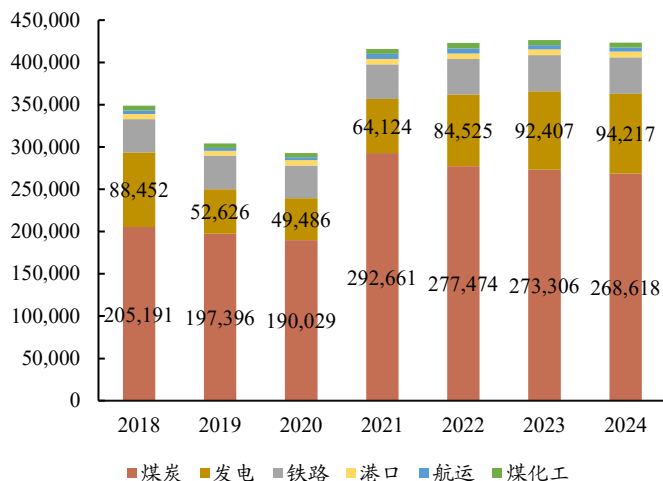
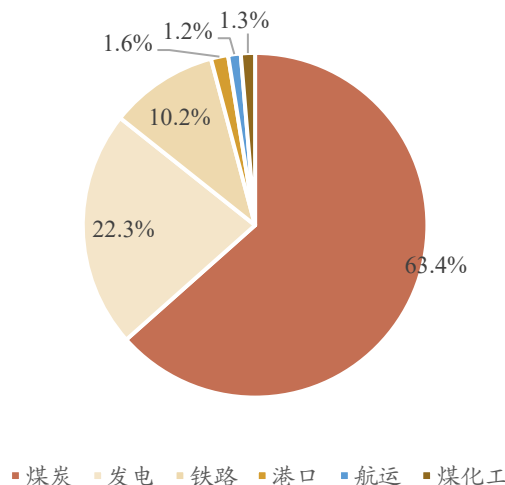


图 44: 2024 年中国神华营收结构



资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

总供电量持续增长, 贡献稳定增量。2019 年神华公司与国电电力以各自持有的相关火电公司股权及资产共同组建合资公司完成, 发电装机容量由年初的 61,849 兆瓦减至 31,029 兆瓦。此后, 公司总供电量进入较为平稳的增长期。截至 2024 年, 公司总发电量达 2132.1 亿千瓦时, 同比增长 5.2%; 总售电量达 2102.8 亿千瓦时, 同比增长 5.3%。

图 45: 2018-2024 中国神华总发电量 (十亿千瓦时)

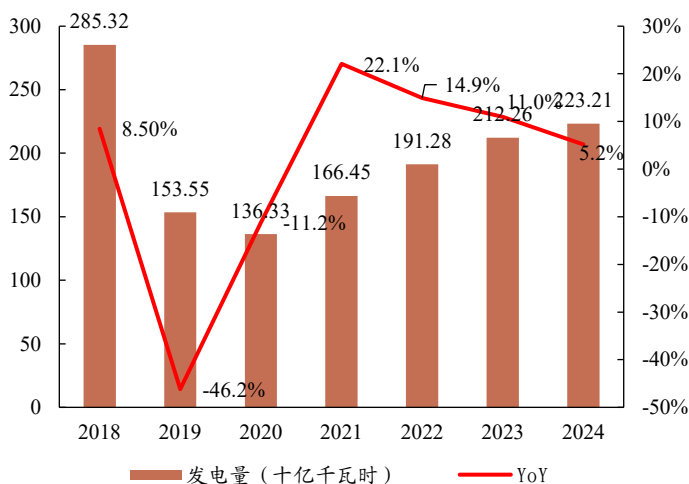
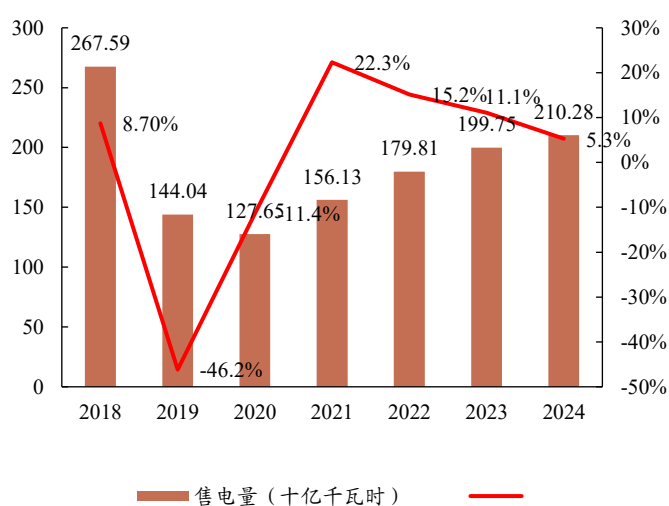


图 46: 2018-2024 中国神华总售电量 (十亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

公司电力业务资本性开支增加, 有望贡献更多营收。2024 年公司已完成 130.03 亿元的发电业务资本开支, 2025 年公司计划在电力板块支出 174.11 亿元, 占 2024 年计划总资本支出 41.7%, 是第一大支出板块, 投资资金将主要投资于江西九江电厂二期扩建项目、广东清远电厂二期扩建项目、广西北海电厂二期扩建

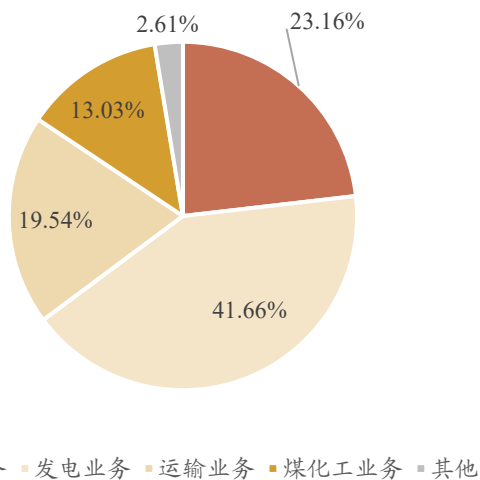
项目建设等,其中江西九江和广西北海合计 400 万千瓦项目预计 2025 年底投产,随着项目建设的逐步推进,电力业务板块有望贡献更多业绩增量。

表 7: 中国神华资本开支计划 (亿元)

项目名称	2025 年资本支出计划	2024 年完成资本支出	主要投资项目
煤炭项目	96.81	125.87	新街台格庙矿区新街一井 新街台格庙矿区新街二井 杭锦能源塔然高勒矿井
发电项目	174.11	130.03	广东清远电厂二期扩建工程 江西九江电厂二期扩建工程 广西北海电厂二期扩建工程 河北沧东电厂三期扩建工程 河北定州电厂三期扩建工程
运输项目	81.66	67.18	东月铁路 (东胜东至台格庙铁路工程项目) 神朔 3 亿吨扩能改造工程 黄骅港 (煤炭港区) 五期工程 天津港务二期工程
煤化工项目	54.46	6.84	珠海港高栏港区国能散货码头工程 包头煤化工煤制烯烃升级示范项目

资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 2025 年中国神华计划资本支出占比



资料来源: 公司公告, 招商证券

(3) 推进煤电清洁发展, 低煤耗强化成本优势

公司深化煤电机组节能降耗改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”, 推动绿色低碳转型发展和清洁高效煤电机组建设。2019 年起公司常规燃煤机组已全部升级为超低排放机组, 2023 年度完成煤电机组节能降耗改造 1020 万千瓦、灵活

性改造 558 万千瓦、供热改造 440 万千瓦，新增供热能力 26.8 万千瓦、提高调峰能力 52.5 万千瓦。受益于煤电机组“三改联动”及升级低排放机组带来的发电效率和原料利用率的提升，发电分部发电售电标准煤耗持续降低，2024 年，公司燃煤发电机组供电煤耗降至 292.9 克/千瓦时，同比 2023 年降低 2.0 克/千瓦时；发电分部售电标准煤耗降至 298 克/千瓦时，同比 2023 年度降低 2 克/千瓦时，低煤耗带来了显著的成本优势。

图 48: 2016-2024 中国神华发电分部售电标准煤耗

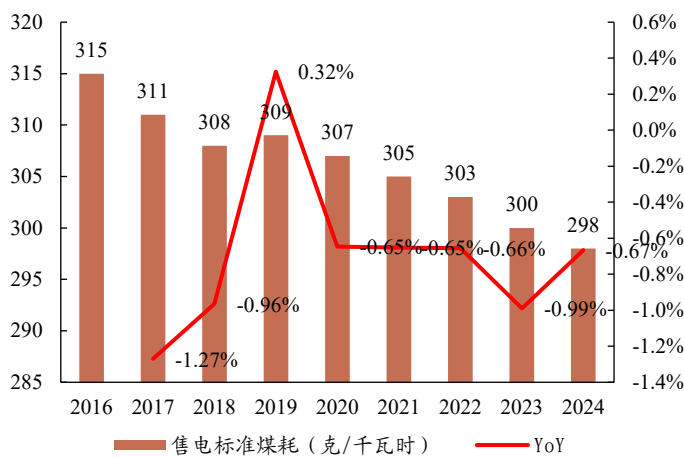
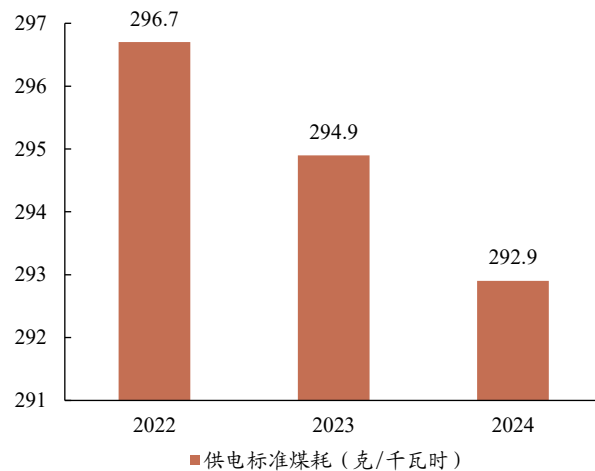


图 49: 发电分部供电标准煤耗 (克/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

培育新产能新赛道，大力推进新能源项目发展。公司以国家“3060 双碳目标”为指引，扎实推进布局战略性新兴产业，大力推进新能源项目发展，多渠道、多形式布局新能源产业，用于新能源业务的投资和资本开支连年增长，2023 年新能源业务资本开支 43.07 亿元，同比 2022 年的 19.69 亿元增长 118.7%，2024 年新能源业务资本开支 24.39 亿元，主要用于江西、陕西等地的光伏发电项目建设等，24 年新增对外商业运营可再生能源装机 366 兆瓦，可再生能源发电量突破 10 亿千瓦时，公司参与发起投资设立的新能源产业投资基金、绿色低碳发展投资基金运营稳定。

图 50: 2022-2024 中国神华各产能发电占比

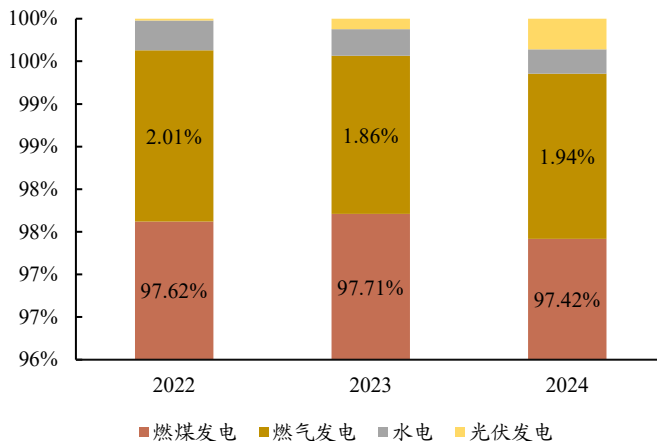
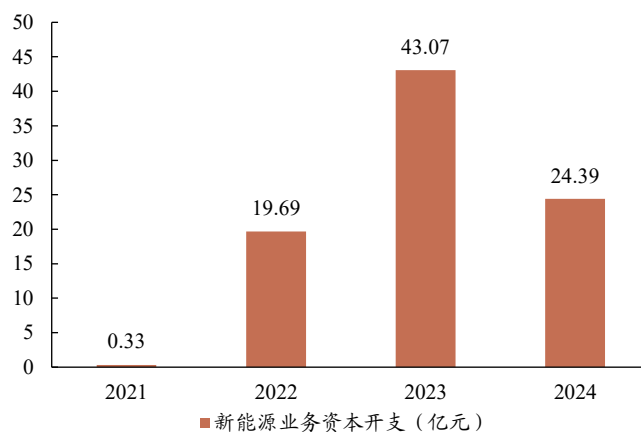


图 51: 2021-2024 中国神华新能源业务资本开支



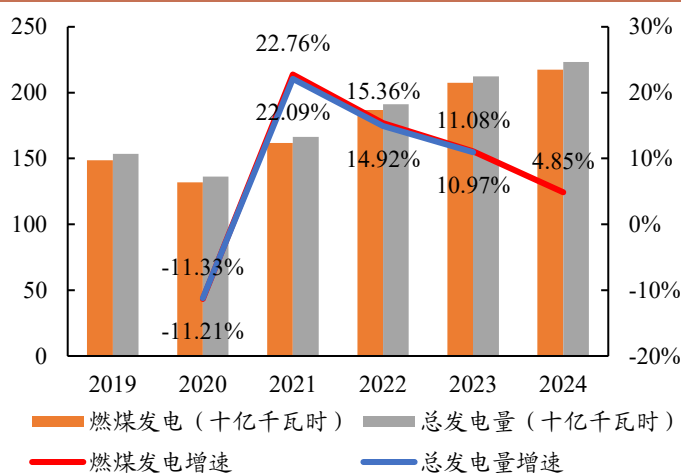
资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

(4) 煤电联营模式，平抑业绩周期波动

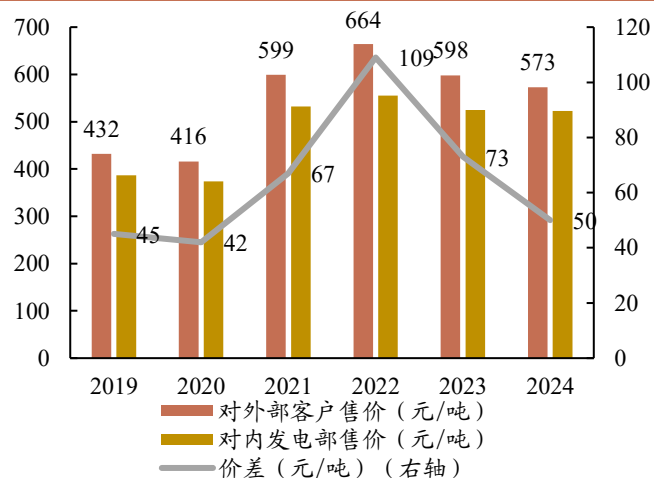
公司燃煤发电增长明显，煤电联营凸显成本优势。2019年至2024年，公司发电量经历平稳增长期，其中，燃煤发电贡献主要增量。充分受益公司煤电一体化，当市场及公司自产煤售价不断上涨、火电行业成本承压利润收窄时，公司发电分部依然能够以低于对外市场售价45~109元不等的内部采购价格获得低价动力煤，极大降低了燃料成本压力。而当煤炭价格下跌时，公司同样可以通过发电业务补充主营利润。此外，煤电联营让公司能够把自持发电厂建在煤炭生产矿区的辐射范围内，享有运输成本优势。因此相比其他主要的火电公司，中国神华的发电燃料成本始终处于相对较低水平，从而得以在燃料成本逐年增长的情况下，保障燃煤发电量逆势增长，持续拓展公司发电业务。

图 52: 2019-2024 中国神华燃煤发电量及总发电量



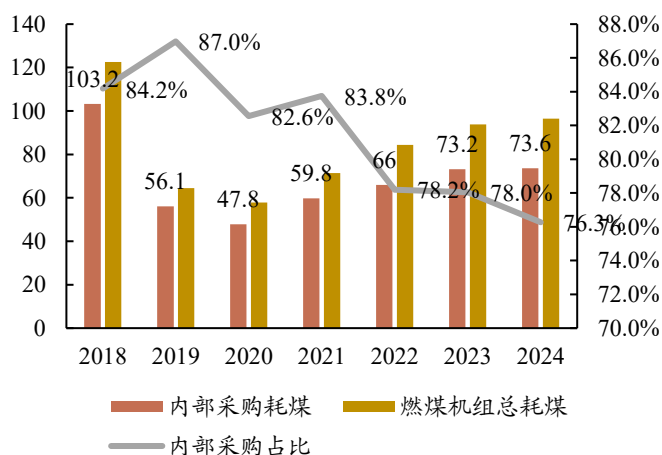
资料来源：公司公告，招商证券

图 53: 2019-2024 中国神华销售煤平均价格



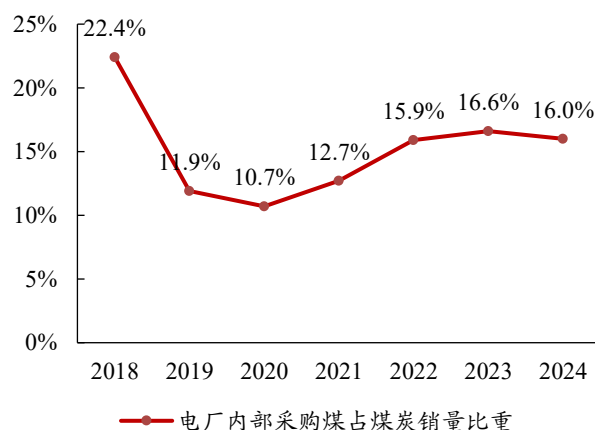
资料来源：公司公告，招商证券

图 54: 2018-2024 中国神华发电分部耗煤量情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 55: 2018-2024 中国神华电厂内部采购煤占比



资料来源：公司公告，招商证券

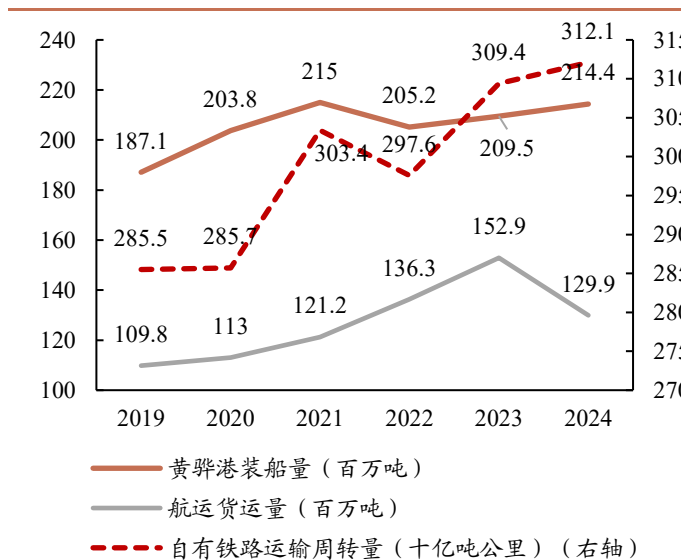
发电部门用煤自给率多年维持高位，实现煤电业务有效对冲。多年来，公司采用煤电联营模式，依托自有资源优势，发电部门用煤内部自给率多年维持80%左右高位，2024年公司发电分部燃煤机组总耗煤量为9650万吨，其中7360万吨来自中国神华内部，占比达76.3%，并且公司发电分部内部采购煤总量占公司煤炭

销售总量的比重为 16%，依托自有资源优势，采用煤电联营战略，既对煤炭业务有益，能一定程度上保证煤炭销量的稳定性；又促进了发电分部业绩的平稳释放，公司对内发电分部煤炭售价波动性低于市场售价，能在必要时候平抑煤炭价格波动所带来的火电发电成本冲击，对冲火电周期底部风险，锁定产业链利润，增强了公司的竞争力和抗风险能力。

2、路港航业务稳中有进，紧密服务一体化运营

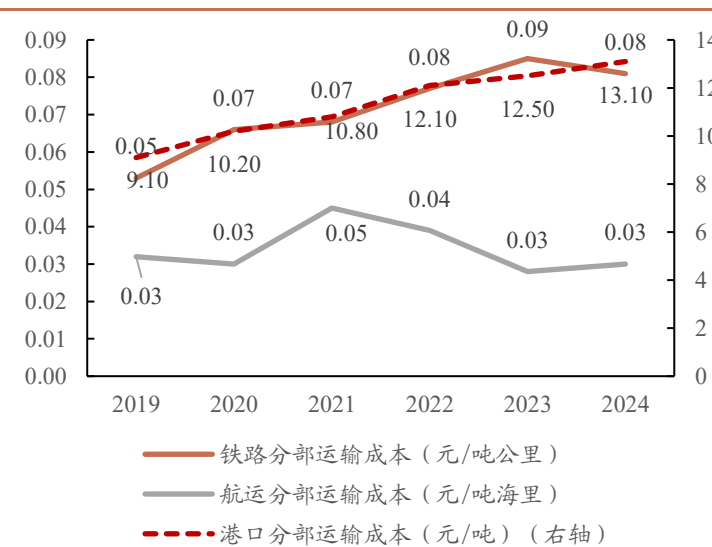
运输网络高效协同，打造国内一流煤炭集运体系。受益于煤炭行业自供给侧改革以来的景气度改善，以及服务于集团内部煤炭销售、转化的需要，近年来公司积极拓展“路港航”全方位煤炭运输网络。截至 2024 年，公司建立了围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络及“神朔—朔黄线”西煤东运大通道，以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达 2,408 公里；同时还控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头，总装船能力约 2.7 亿吨/年，拥有约 213 万载重吨自有船舶的航运船队。公司自有铁路周转量、港口装船量、航运货运量等关键指标稳步攀升。通过对“路港航”联运体系的精心规划，公司三大运输业务互相支撑与促进，运输效率、资源配置和服务能力得到不断优化，展现出明显的运输成本优势，近五年来公司吨煤运输成本维持低位。

图 56：2019-2024 中国神华运输业务运营情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 57：2019-2024 中国神华分部单位运输成本



资料来源：公司公告，招商证券

煤电路港航协同，锁定产业链利润。一方面，路港航全方位畅通优先保证公司自身煤电联营模式的高效运行，健全了集团“煤炭生产-煤炭运输-煤炭转化”的一体化产业链。利用公司在煤炭生产及运输方面的优势，将发电厂建在集团各运输线的辐射范围内，如华北地区电厂主要集中于大秦铁路沿线、朔黄铁路沿线；而南方电厂则主要集中于“海进江”航运线辐射区以及东南沿海省份浙江、福建、广东的港口运输可辐射沿海地区。“煤电路港航”协同布局保障了公司自有用于销售的煤炭可通过自有运输渠道直供发电分部，保证发电分部火电燃料供应稳定。同时，自营运输渠道可控性和可协调性更高，协同布局使渠道利用率、运输线路距离等得到充分优化，例如陕蒙矿区通过大准、准池、朔黄等公司自有铁路实现下水的煤炭，相较于经由大秦铁路在秦皇岛港下水的煤炭运输距离更短，降低公

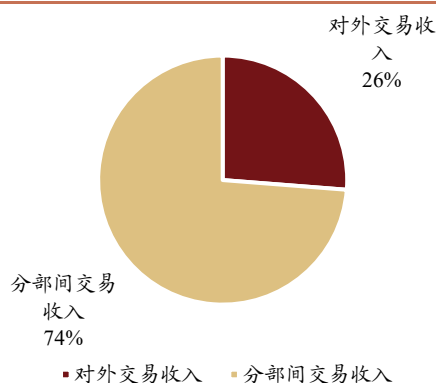
司因煤炭运输市场价格波动带来的风险，同时助力形成公司煤炭销售及产业链条中的低成本竞争优势。

图 58: 中国神华公司主要资产分布图



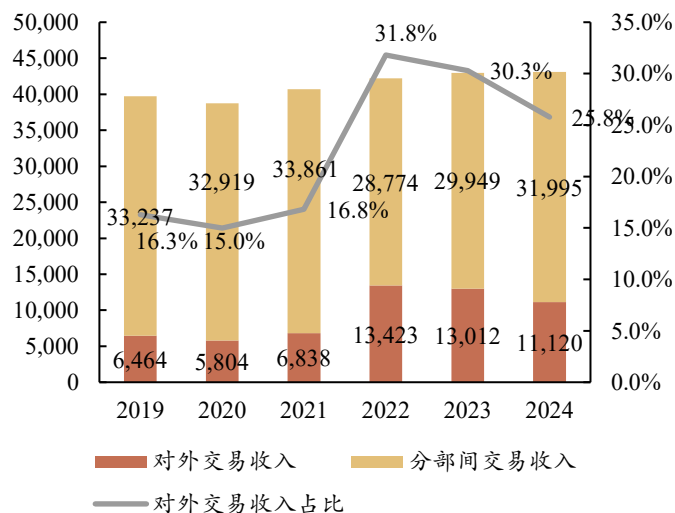
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 59: 中国神华 2024 铁路分部业绩结构



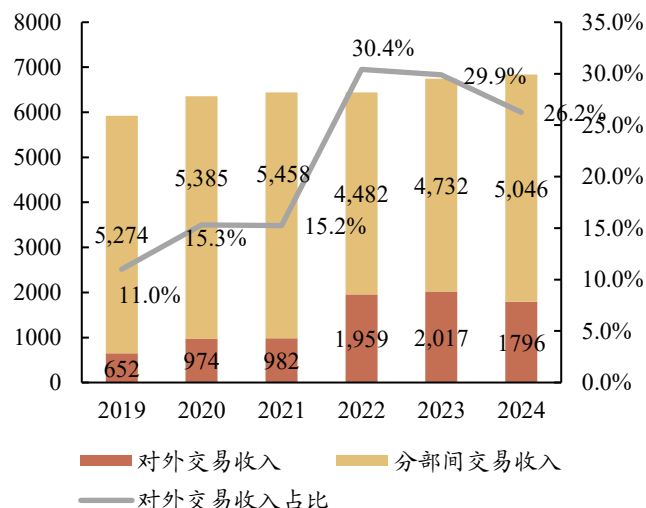
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 60: 2019-2024 中国神华铁路分部营收 (百万元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 61: 2019-2024 中国神华港口分部营收 (百万元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

积极拓宽外部客户, 业务多元化分散煤价波动风险。公司积极拓展对外运输业务, 在保障自有煤炭分部运输和销售业务平稳运行的前提下, 充分利用集团闲置运输资源, 提高业绩弹性。公司铁路/港口分部对外交易营收占比分别由 2019 年的 16.3%/11.0% 大幅提升至 2024 年的 25.8%/26.2%, 成为公司现金流的重要支撑。公司运输业务具有单价变化不大的特点, 因而积极拓宽包括非煤业务等在内的对外交易, 充分保障运输板块各分部总营收的稳定, 以业务多元化适当对冲煤价波动对公司整体盈利的影响。

3、煤化工项目持续拓展, 新产能预计带动业绩新增长

公司煤化工分部为包头煤化工煤制烯烃项目, 该项目是国家战略重点工程, 也是世界首套煤基甲醇制烯烃工业化示范工程。主要产品包括聚乙烯(生产能力约 30 万吨/年)、聚丙烯(生产能力约 30 万吨/年)及少量副产品。依托集团内部煤炭

原材料供应等优势,近年来煤化工业务营收整体呈现上升趋势。2023年,受煤炭、石油等原料价格支撑减弱影响,公司主要煤化工产品聚乙烯、聚丙烯价格下行,2024年聚乙烯价格稍有回升。2024年公司煤化工分部实现营收56.33亿元,同比下降7.6%。

图 62: 2019-2024 中国神华聚烯烃产品售价

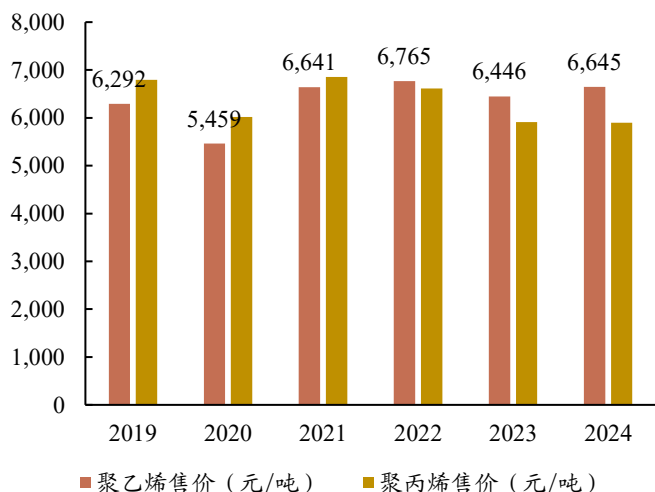
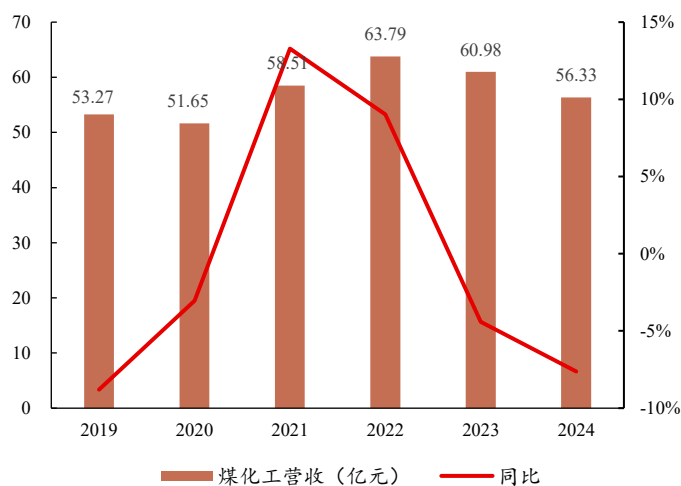


图 63: 2019-2024 中国神华煤化工营业收入



资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

在建项目有序推进, 助力未来产能增长。2023年, 包头煤化工煤制烯烃升级示范项目开工, 新增产能75万吨/年, 其中聚乙烯35万吨, 聚丙烯40万吨。该项目已列入国家发改委、工信部《现代煤化工产业创新发展布局方案》规划重大项目, 于2017年获内蒙古自治区发改委核准, 项目总投资约人民币171.5亿元。项目建成后将进一步推动高透明聚丙烯树脂、低密度高熔指聚乙烯等高附加值煤制烯烃产品的发展, 有利于巩固本集团一体化运营模式。预计未来新增产能释放将为公司业绩增长带来新的支撑点。

五、现金流充裕, 铸就煤炭央企持续高分红典范

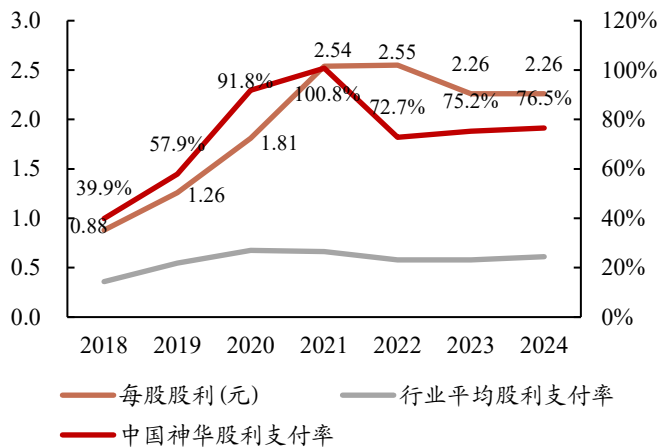
1、积极响应政策引导, 分红比例稳中有升

公司多年一贯秉持积极回报股东的政策, 坚持为投资者提供可持续、相对稳定的现金分红。2023年12月15日, 中国证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》以及《关于修改〈上市公司章程指引〉的决定》, 引导上市公司完善常态化分红机制, 增强分红意识, 致力于提高投资者回报水平。公司积极响应国家政策, 综合考虑章程、市场承诺、业绩和股东诉求, 分红水平充分考虑公司可持续发展、业绩、资金平衡和资本开支等长期因素。总体而言, 公司将坚持长期稳健回报投资者的方针和原则。

公司分红率稳定且呈现趋势上行, 分红率处于行业领先地位。2015-2024年公司年均分红率为85.46%(其中2016年派发特别股息499亿, 当年分红率达260%), 即使在2018年公司归母净利润较少的时期, 分红率仍然达到了39.90%, 为公司稳定高比例分红提供了有力验证。2018年以来, 中国神华的每股股利整体呈上升

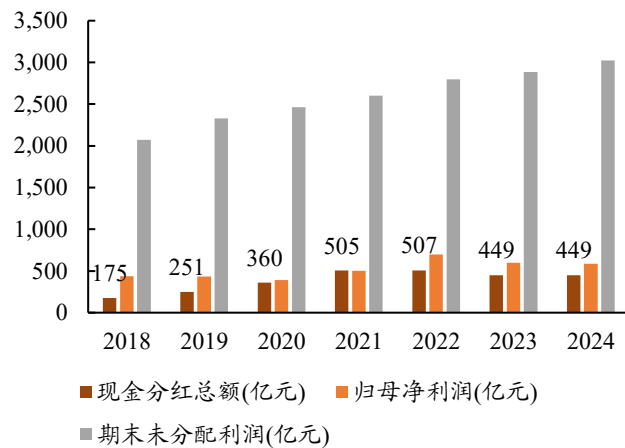
趋势，现金分红总额也大幅提升，五年增长 157%，分红率远高于煤炭开采行业的平均水平。公司在 2025 年 1 月提出，2025-2027 年度期间，每年以现金方式分配的利润 不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的 65%，在此期间综合考虑 公司经营情况、资金需求等因素实施中期利润分配。2024 年，公司拟每股派发现金红利 2.26 元，派发现金红利约人民币 449 亿元，分红率 76.53%，长期高比例分红央企的特点显著。

图 64: 2018-2024 中国神华股利支付率及每股股利



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 65: 2018-2024 中国神华分红总额及归母净利润

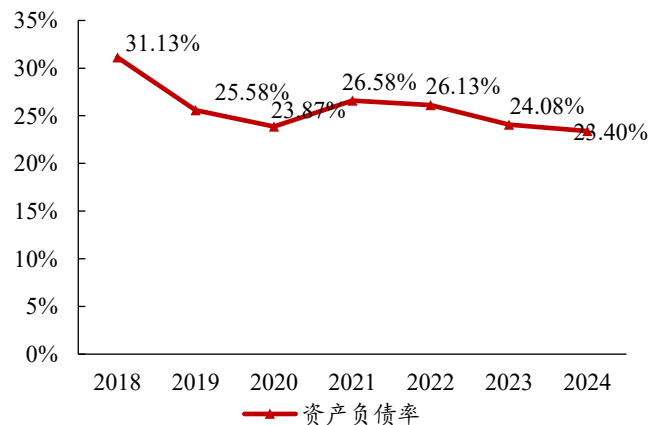


资料来源: 公司公告, 招商证券

2、资产负债率较低，短期偿债压力小

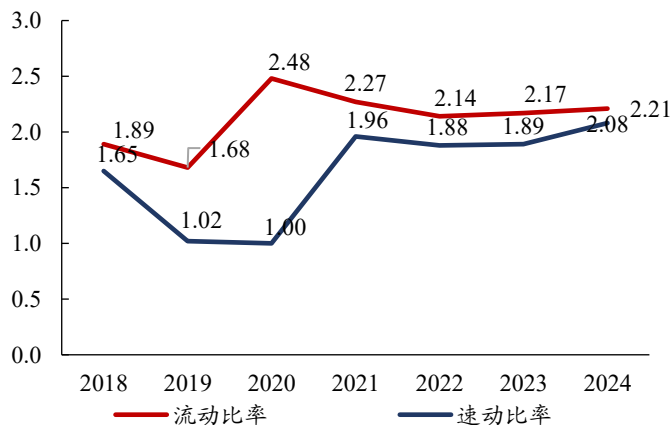
公司资产负债率远低于行业平均，竞争优势凸显。煤炭开采行业具有资本密集性、市场波动性、重视环保、技术创新等特点。在这一背景下，低资产负债率对于公司具有重要意义。中国神华一直以来的目标是将资产负债率维持在合理水平，近年来多次主动还债，优化资产负债表。2019-2024 年，中国神华资产负债率维持在 30% 以下且波动较小，2024 年资产负债率为 23.4%，远低于煤炭开采行业平均资产负债率，低资产负债率给予了公司较低的融资成本和更高的财务稳健性，以更稳健的姿态面对行业内外的挑战，具有显著的竞争优势。

图 66: 2018-2024 中国神华资产负债率



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 67: 2018-2024 中国神华流动比率和速动比率



资料来源: 公司公告, 招商证券

公司流动比率位列行业头部，偿债能力强。2020-2024 年，公司的流动比率和速动比率维持在相对稳定的水平，其中 2024 年，中国神华速动比率为 2.08，流动比率为 2.21，资产变现能力强，短期偿债具有显著优势，能够很好地应对短期负债和流动性需求。同时，中国神华强大的市场地位、稳定的客户基础和高比例长协煤使得公司在煤炭价格上涨等外部冲击发生时，依然能保持较高的流动性，具备较强的抗风险能力。

3、现金充裕且稳定性强，保障高分红可持续

常年维持高水平经营性现金流，为高分红的可持续性提供了坚实保障。公司近年来经营活动现金流维持在较高水平，整体呈现增长态势。2023 年，受到煤炭销售收入下降、营业成本增长的影响，公司的经营活动产生的现金流量略有下降，但现金流净额依然达到了 896.87 亿元。2024 年公司经营性净现金流 933.48 亿元，同比增加 4.08%。这种强劲稳定的现金流表现主要得益于公司在煤炭、电力、运输等核心业务上的稳定收入 and 高效运营，2024 年公司期末账面现金及现金等价物余额为 1424.15 亿元，显示出公司强大的现金储备能力，为公司的分红的持续性奠定了坚实的基础。

图 68：2018-2024 经营活动产生的净现金流（亿元）

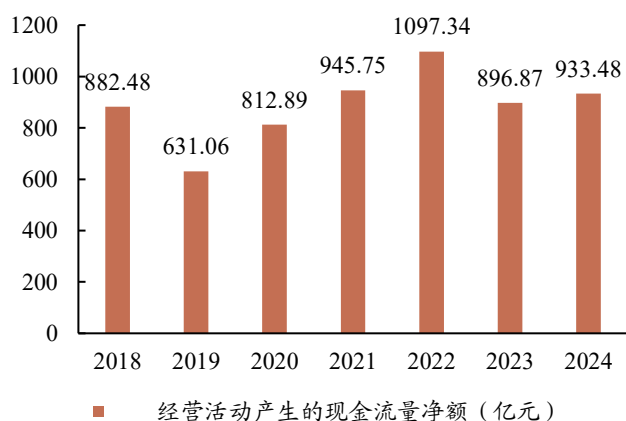
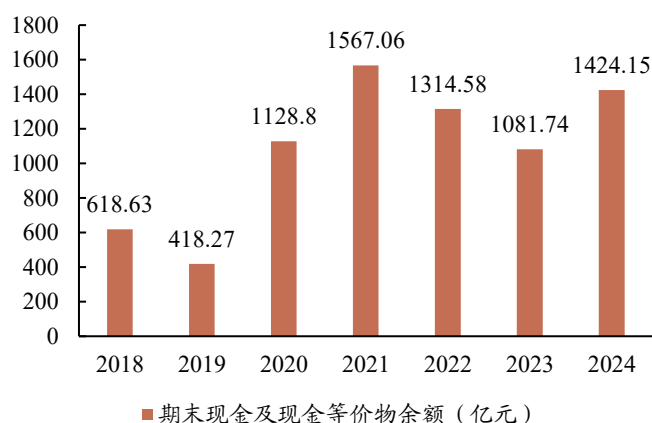


图 69：2018-2024 现金及现金等价物余额（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

六、盈利预测

中国神华作为行业龙头企业，盈利能力稳定，我们依据公司业务板块，对 2025-2027 年的业绩表现做出如下预测：

(1) 煤炭分部

量：目前公司内蒙古自治区新街台格庙矿区新街一井、新街二井项目获得国家发展改革委核准批复，建设规模合计 1600 万吨/年；新街三井、新街四井项目获得探矿权证，正在积极推进煤炭资源勘探和相关权证申办工作。此外，中国神华 2025 年已完成收购国家能源集团杭锦能源有限责任公司 100% 股权，其中包括在建煤矿塔然高勒井田，继续推进大雁矿业收购，未来煤炭产能增长有望持续。同时，综合煤炭下游市场需求及

公司上半年经营数据，我们预计 2025-2027 年，公司自产煤销量将同比 -2%/+1%/+2%，达到 3.20/3.24/3.30 亿吨，外购煤销量预计同比 -35%/+10%/+20%，达到 0.86/0.95/1.14 亿吨。

价：当前煤炭市场需求持续偏弱，房地产基建等开工率有所下滑，港口及电厂动力煤库存积压，煤价短期内仍将承压下行。但随着港口去库存加速，底部信号显现，成本对价格形成支撑，煤价有望触底反弹。综合公司长协煤和现货煤的定价方式以及煤炭市场行情，我们预计 2025-2027 年煤炭销售均价为 511 元/吨、532 元/吨、553 元/吨。

(2) 发电分部

量：广东惠州电厂二期 2×50 万千瓦热电联产项目已于 2024 年 10 月下旬投产运营，依据公司资本开支计划，预计 2025-2026 年合计新增装机 800-1000 万千瓦，售电量同比-1.0%/11.7%/12.3%。

价：受电力市场化交易深化影响，公司 2024 年公司平均售电价格 401 元/兆瓦时，同比-3.14%，考虑到煤电价格联动以及容量电价政策，未来电价将稳中有降，预计 2025-2027 年三年平均电价为 380 元/兆瓦时。

(3) 运输分部：公司目前拥有自有铁路网络包括朔黄铁路、包神铁路等，以及中国最大煤炭下水港黄骅港和天津煤码头，公司资本开支主要围绕既有铁路、港口扩能改造开展，包括东胜东至台格庙铁路（2024 年 12 月获批）、神朔线 3 亿吨扩能改造、朔黄线 4.5 亿吨扩能改造、黄骅港五期工程、天津港二期工程等，预计未来煤炭运输能力将保持稳定增长。

(4) 煤化工分部：公司拥有全球首个百万吨级煤直接液化示范工程以及世界首套煤制烯烃示范工程，当前重点推进项目主要为包头煤制烯烃升级示范项目，此外神华榆林循环经济煤炭综合利用项目（煤制油产能 120 万吨/年、聚烯烃 70 万吨/年）、内蒙古煤直接液化升级项目（技改+新增产能）预计在 25-26 年逐步完成和投运。

综上，合并抵消后公司 2025-2027 年公司主营业务收入有望达到 2777.7/3027.2/3374.1 亿元，同比 -17.9%/+9.0%/+11.5%；归母净利润 485.4/501.5/525.2 亿元，同比-17.3%/+3.3%/+4.7%，对应 EPS 2.4/2.5/2.6 元/股，对应 P/E 分别为 15.3/14.8/14.2。

表 8：中国神华盈利预测

	(亿元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
分 业 务 营 业 收 入	煤炭分部	2774.74	2733.06	2686.18	2168.25	2314.92	2542.55
	YoY	-5.2%	-1.5%	-1.7%	-19.3%	6.8%	9.8%
	发电分部	845.25	924.07	942.17	886.15	978.42	1086.90
	YoY	30.9%	9.3%	2.0%	-5.9%	10.4%	11.1%
	铁路分部	421.97	429.61	431.15	411.75	419.98	428.38
	YoY	3.7%	1.8%	0.4%	-4.5%	2.0%	2.0%
	港口分部	64.41	67.49	68.42	67.05	67.72	68.40
	YoY	0.0%	4.8%	1.4%	-2.0%	1.0%	1.0%
	航运分部	60.51	48.36	49.96	37.47	38.59	39.75
	YoY	-2.3%	-20.1%	3.3%	-25.0%	3.0%	3.0%
	煤化工分部	63.79	60.98	56.33	57.46	58.03	58.61

	YoY	9.0%	-4.4%	-7.6%	2.0%	1.0%	1.0%
	合并抵消	785.34	832.83	850.46	850.46	850.46	850.46
	煤炭分部	1778.21	1857.52	1880.66	1515.31	1604.24	1776.46
	YoY	-16.1%	4.5%	1.2%	-19.4%	5.9%	10.7%
	发电分部	724.32	767.85	788.32	765.96	874.19	976.96
分 业 务 营 业 成 本	YoY	21.1%	6.0%	2.7%	-2.8%	14.1%	11.8%
	铁路分部	247.10	270.59	268.19	257.46	262.61	267.86
	YoY	14.7%	9.5%	-0.9%	-4.0%	2.0%	2.0%
	港口分部	34.81	37.54	40.58	41.39	41.81	42.22
	YoY	7.4%	7.8%	8.1%	2.0%	1.0%	1.0%
	航运分部	52.03	45.94	44.57	35.66	36.73	37.83
	YoY	20.7%	-11.7%	-3.0%	-20.0%	3.0%	3.0%
	煤化工分部	53.63	54.12	53.05	53.58	54.12	54.66
	YoY	60.7%	0.9%	-2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	合并抵消	789.51	834.34	843.45	843.45	843.45	843.45
合 计	总营业收入 (亿元)	3445.33	3430.74	3383.75	2777.66	3027.21	3374.13
	YOY	2.8%	-0.4%	-1.4%	-17.9%	9.0%	11.5%
	总营业成本 (亿元)	2449.70	2520.52	2546.63	2084.26	2311.79	2626.36
	YOY	2100.59	2199.22	2231.92	1825.92	2030.24	2312.55
	毛利率 (%)	39.0%	35.9%	34.0%	34.3%	32.9%	31.5%

资料来源：公司数据、招商证券

七、风险提示

（1）煤炭生产不及预期。

煤炭开采存在安全生产风险，若煤矿安全事故频发，矿井停工停产将影响开采进度，导致产能利用率降低，进而影响公司煤炭销售业绩。

（2）经济恢复不及预期。

由于煤炭需求端主要用于发电、钢铁、建材、化工等，因此若国内宏观经济恢复不及预期，可能影响用电需求增长以及房地产和基建项目开工率，进而影响煤炭消费量和市场价格。

（3）煤炭进口超预期。

若国外地区煤炭消费持续下降，国际煤价中枢下移超出预期，将导致进口煤炭数量增长，煤炭供给量上升，压制煤炭价格。

（4）煤炭价格超预期下跌。

当前煤炭价格已跌至此轮上涨前水平，处于底部区间，部分煤炭企业处在盈亏边缘，若煤价继续超市场预期下跌，将对公司盈利能力产生较大影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	237010	284009	334642
现金	149986	142415	182485	225803	271332
交易性投资	0	17302	17302	17302	17302
应收票据	7983	3036	2492	2716	3027
应收款项	11875	12466	10233	11152	12431
其它应收款	2731	2378	1952	2127	2371
存货	12846	12482	10211	11354	12933
其他	13530	15046	12334	13554	15246
非流动资产	431180	452943	453891	454990	456195
长期股权投资	55571	59840	59840	59840	59840
固定资产	256933	257149	265410	273007	279993
无形资产商誉	61630	64776	58298	52469	47222
其他	57046	71178	70343	69675	69141
资产总计	630131	658068	690901	738999	790837
流动负债	91585	92620	71666	75462	80708
短期借款	2927	1037	0	0	0
应付账款	38901	38205	31255	34753	39585
预收账款	7208	4118	3369	3746	4267
其他	42549	49260	37041	36964	36856
长期负债	60176	61496	61496	61496	61496
长期借款	29636	28932	28932	28932	28932
其他	30540	32564	32564	32564	32564
负债合计	151761	154116	133162	136958	142204
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积金	68182	68296	68296	68296	68296
留存收益	320641	338701	384058	419647	457117
少数股东权益	69678	77086	85517	94229	103351
归属于母公司所有者权益	408692	426866	472223	507812	545282
负债及权益合计	630131	658068	690901	738999	790837

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	82459	83303	85479
净利润	69598	68865	56967	58862	61637
折旧摊销	24641	24172	28725	28598	28514
财务费用	459	91	106	115	129
投资收益	(3815)	(4871)	(4272)	(4656)	(5189)
营运资金变动	(1196)	(7518)	1279	(187)	(276)
其它	0	12609	(346)	571	665
投资活动现金流	(36974)	(85359)	(25693)	(25309)	(24776)
资本支出	(37084)	(37032)	(29965)	(29965)	(29965)
其他投资	110	(48327)	4272	4656	5189
筹资活动现金流	(76131)	(51173)	(16695)	(14676)	(15174)
借款变动	(78499)	(49991)	(13410)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
股利分配	(2186)	(2980)	(3179)	(14561)	(15045)
其他	4386	1684	(106)	(115)	(129)
现金净增加额	(23418)	(43184)	40070	43317	45529

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343074	338375	277766	302721	337413
营业成本	219922	223192	182592	203024	231255
营业税金及附加	18385	17784	14599	15910	17733
营业费用	425	491	403	439	490
管理费用	9812	10340	8488	9250	10311
研发费用	3007	2727	2239	2440	2719
财务费用	501	129	106	115	129
资产减值损失	(3893)	(556)	(295)	(322)	(358)
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
其他收益	423	333	273	298	332
投资收益	3815	4871	3999	4358	4857
营业利润	91367	88362	73317	75876	79608
营业外收入	912	813	667	727	811
营业外支出	5103	3382	2776	3026	3372
利润总额	87176	85793	71209	73577	77046
所得税	17578	16928	14242	14715	15409
少数股东损益	9904	10194	8431	8712	9122
归属于母公司净利润	59694	58671	48536	50150	52515

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	0%	-1%	-18%	9%	11%
营业利润	-7%	-3%	-17%	3%	5%
归母净利润	-14%	-2%	-17%	3%	5%
获利能力					
毛利率	35.9%	34.0%	34.3%	32.9%	31.5%
净利率	17.4%	17.3%	17.5%	16.6%	15.6%
ROE	14.9%	14.0%	10.8%	10.2%	10.0%
ROIC	14.1%	13.1%	10.4%	10.0%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	23.4%	19.3%	18.5%	18.0%
净负债比率	6.3%	6.4%	4.2%	3.9%	3.7%
流动比率	2.2	2.2	3.3	3.8	4.1
速动比率	2.0	2.1	3.2	3.6	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	17.6	17.6	16.1	18.8	19.0
应收账款周转率	21.5	19.1	19.7	22.8	23.0
应付账款周转率	5.6	5.8	5.3	6.2	6.2
每股资料(元)					
EPS	3.00	2.95	2.44	2.52	2.64
每股经营净现金	4.51	4.70	4.15	4.19	4.30
每股净资产	20.57	21.48	23.77	25.56	27.44
每股股利	0.15	0.16	0.73	0.76	0.79
估值比率					
PE	12.5	12.7	15.3	14.8	14.2
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.0	7.1	7.6	7.5	7.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。