

2024年9月26日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

CNY46/HKD40

中国神华(601088.SH/01088.HK)

Trading Buy 区间操作

煤价底部夯实，高分红仍具吸引力

事件：淡季动力煤价格反弹，电厂日耗同比偏高，节前补库提振价格。

结论与建议：淡季动力煤价格反弹，夯实了动力煤价格底部。海外降息叠加央行超预期政策支持，将进一步增强高股息的吸引力。公司作为国内煤炭龙头企业，经营稳健，长期维持高水平分红政策，吸引力凸显，维持“区间操作”评级。

■ **淡季价格上涨，节前补库需求释放：**9月煤炭价格上行，9月25日秦港5500大卡动力煤价格为870元/吨，MOM+3.6%。需求端电厂日耗水平偏高，此外供应端受降雨影响有所下降，整体供需格局向好，推动动力煤价格淡季上涨。目前雨季已过，水电转弱，8月火电发电量6149亿千瓦时，yoy+3.7%，同比由降转增。电厂日耗水平环比略有下降，但仍处于历史偏高水平。三峡水库出库量自8月以来环比下滑，当前出库量水平已明显低于去年同期水平，后续随着水电季节性下降，电力需求可能仍要火电补足。此外，临近国庆假期，节前下游有补库需求，进一步支撑动力煤价格上涨，反映了当前煤炭价格易涨难跌的情况。此次动力煤价格淡季上涨，提振了市场信心，预计Q4旺季动力煤价格还有向上空间。

■ **长期看好，煤炭价格底部有支撑：**我们认为，此次淡季涨价，也反映了煤炭价格底部的确立。煤炭作为国内能源压舱石，我们认为后续大幅扩产或提高进口依赖度的可能性并不大，供需依然平衡，且受疆煤外运影响，煤炭行业价格底部有支撑。今年秦港价格始终运行在800元以上，也印证了我们这一观点。

■ **政策超预期，高分红吸引力增强：**9月美国降息靴子落地，也进一步打开了国内货币政策空间。9月24日，央行宣布将降低存款准备金率0.5个百分点，降低7天逆回购利率0.2个百分点，货币政策进一步宽松。此外央行还宣布创设证券、基金、保险公司互换便利，提供流动性。创设股票回购增持再贷款，引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购增持上市公司股票。多方利好加持，我们认为高股息龙头将充分受益。公司多年维持高分红比例，2022/2023年分红比例分别为72.8%和75.3%，按2024年9月25日收盘价计，A股股息率分别为6.10%和5.41%，H股股息率8.10%和7.18%，在降息背景下极具吸引力。

■ **盈利预测：**我们维持盈利预测，预计公司2024/2025/2026年分别实现净利润588/607/630亿元，yoy-1.5%/+3.1%/+3.9%，折合EPS为2.96/3.05/3.17元，目前A股股价对应的PE为14/14/13倍，H股对应PE为11/10/10，估值合理，维持“区间操作”评级。

■ **风险提示：**产品价格不及预期；

公司基本资讯

产业别	采掘
A 股价(2024/9/25)	41.78
上证指数(2024/9/25)	2896.31
股价 12 个月高/低	43.71/27.83
总发行股数(百万)	19868.52
A 股数(百万)	16491.04
A 市值(亿元)	6889.96
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司(69.52%)
每股净值(元)	19.99
股价/账面净值	2.09
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	3.5 -3.1 41.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.07.10	41.71	区间操作

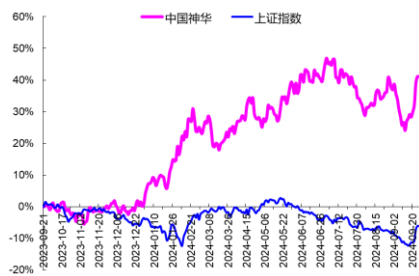
产品组合

煤炭收入	68.8%
发电收入	25.5%
运输收入	4.3%
煤化工收入	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.4%
一般法人	88.6%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	69,648	59,694	58,814	60,652	63,008
同比增减	%	39.06%	-14.29%	-1.47%	3.13%	3.88%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.50	3.00	2.96	3.05	3.17
同比增减	%	39.06%	-14.29%	-1.47%	3.23%	3.88%
A 股市盈率(P/E)	X	11.93	13.92	14.13	13.69	13.17
H 股市盈率(P/E)		9.00	10.49	10.65	10.32	9.93
股利 (DPS)	RMB 元	2.55	2.26	2.22	2.29	2.38
A 股股息率 (Yield)	%	6.10%	5.41%	5.31%	5.48%	5.69%
H 股股息率 (Yield)	%	8.10%	7.18%	7.04%	7.27%	7.55%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	330874	350126	371336
经营成本	210059	219922	211530	227652	244782
研发费用	3722	3007	2900	3069	3255
营业税金及附加	19972	18385	17731	18763	19900
销售费用	410	425	410	434	460
管理费用	9930	9812	8517	8111	7742
财务费用	877	501	483	511	542
资产减值损失	-3372	3691	3322	2990	2691
投资收益	2420	3815	3929	4047	4169
营业利润	98138	91367	90138	92879	96375
营业外收入	443	912	958	1005	1056
营业外支出	2334	5103	5205	5309	5415
利润总额	96247	87176	85891	88575	92016
所得税	14551	17578	17319	17860	18554
少数股东损益	12048	9904	9758	10063	10454
归属于母公司股东权益	69648	59694	58814	60652	63008

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	170503	149986	204633	243605	278869
应收账款	12100	19858	20057	20257	20460
存货	12096	12846	13488	14163	14871
流动资产合计	211050	198951	255024	295485	332304
长期股权投资	49650	55571	58350	61267	64330
固定资产	248381	256933	262072	267313	272659
在建工程	22061	20474	21088	21721	22372
非流动资产合计	410793	431180	446241	462145	478973
资产总计	621843	630131	701265	757631	811278
流动负债合计	98404	91585	91566	125130	149631
非流动负债合计	64120	60176	62758	65510	68451
负债合计	162524	151761	154323	190640	218082
少数股东权益	65419	69678	79436	89499	99953
股东权益合计	459319	478370	546942	566991	593196
负债及股东权益合计	621843	630131	701265	757631	811278

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	109734	113026	118677	119864	121063
投资活动产生的现金流量净额	-56585	-46966	-23483	-28179	-22543
筹资活动产生的现金流量净额	-78734	-81096	-40548	-52712	-63255
现金及现金等价物净增加额	-25248	-15036	54647	38972	35264

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。