



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师：王姗姗

执业证号：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理：卢佳琪

执业证号：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

➤ **事件：**2024 年 10 月 25 日，公司发布 2024 年三季度报。2024 年前三季度，公司实现营业收入 2538.99 亿元，同比增长 0.57%；归母净利润 460.74 元，同比下降 4.55%；扣非归母净利润 460.34 亿元，同比下降 3.72%。国际企业会计准则下，2024 年前三季度公司实现归母净利润 505.69 亿元，同比下降 3.68%。

➤ **24Q3 盈利同环比均增，四费率环比下降。**2024 年三季度，公司实现营业收入 858.21 亿元，同环比+3.37%/+6.70%；归母净利润 165.70 亿元，同环比+10.54%/+21.66%；扣非归母净利润 165.53 亿元，同环比+11.54%/+27.13%。国际企业会计准则下，24Q3 公司实现归母净利润 177.98 亿元，同环比+13.80%/+18.57%。24Q3 四费环比增加 0.91 亿元、费率环比-0.14pct 至 3.75%。

➤ **24Q1-3 煤炭产销同比增长，成本降幅不及售价，毛利率下滑。**1) **商品煤：**24Q1-3 商品煤产量 2.44 亿吨，同比+1.0%；煤炭销售量 3.45 亿吨，同比+3.8%；综合售价 564 元/吨，同比-3.3%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 492/713/610/298 元/吨，同比-2.6%/-12.8%/-1.8%/-9.1%，销量占比 53.2%/32.4%/9.0%/5.4%，同比-7.0%/+8.5%/-1.8%/+0.3pct。2) **自产煤：**24Q1-3 自产煤销量 2.45 亿吨，同比+0.9%；吨煤售价 531 元/吨，同比-2.8%；吨煤销售成本 300 元/吨，同比-1.7%；单位生产成本 186.3 元/吨，同比-2.5%，主要原因系原材料、修理费同比下降 5.3%、8.9%。3) **外购煤：**24Q1-3 外购煤销量 1.0 亿吨，同比+11.8%，业务毛利率同比下滑 0.1pct 至 2.0%。24Q1-3 煤炭业务毛利率 29.3%，同比下降 1.2pct，实现利润总额 411.04 亿元，同比下降 7.5%。

➤ **24Q3 煤炭年度长协售价环比上涨，现货价销售比例同环比提升，成本环比大幅回落，毛利率同环比抬升。**1) **商品煤：**24Q3 商品煤产量 8120 万吨，同环比-0.1%/-0.9%；煤炭销售量 1.16 亿吨，同环比+0.9%/+2.7%；综合售价 559 元/吨，同环比+1.9%/+0.1%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 496/691/596/269 元/吨，同比-3.3%/-14.3%/+8.6%/-4.7%，环比+1.3%/-3.1%/-19.8%/-12.5%，销量占比环比-8.4%/+1.8%/+6.8%/-0.2pct。2) **自产煤：**24Q3 自产煤销量 8210 万吨，同环比-1.6%/-0.5%；吨煤售价 528 元/吨，同环比+1.3%/-0.7%；吨煤销售成本 283 元/吨，同环比-10.8%/-11.5%；毛利率 46.3%，同环比+7.3%/+6.5pct。3) **外购煤：**24Q3 外购煤销量 3350 万吨，同环比+7.4%/+11.3%；毛利率 2.2%，同环比-0.4%/+0.7pct。24Q3 煤炭业务毛利率 31.2%，同环比+3.7%/+3.5pct，实现利润总额 150.65 亿元，同环比均增 19.3%。

推荐

维持评级

当前价格：

40.93 元

相关研究

1.中国神华 (601088.SH) 2024 年半年报点评：业绩表现稳健，持续看好龙头优势-2024/09/01

2.中国神华 (601088.SH) 2024 年一季报点评：业绩表现稳健，发电运输业务盈利提升-2024/04/27

3.中国神华 (601088.SH) 2023 年年报点评：央企龙头行稳致远，价值重塑正当其时-2024/03/23

4.中国神华 (601088.SH) 事件点评：新街一井、二井采矿许可证获批，中期增量可期-2024/02/04

5.中国神华 (601088.SH) 2023 年业绩预告点评：扣非净利符合预期，基本面+政策共振助力公司价值重塑-2024/01/31

24Q3 发售电量同环比增长，毛利率环比抬升。 24Q1-3，公司总发电量 1681.4 亿千瓦时，同比+7.6%；总售电量 1582.7 亿千瓦时，同比+7.8%。截至三季度末公司总装机容量达到 44939MW，其中燃煤发电装机容量 43244MW，24Q3 新增光伏装机 117MW。24Q1-3 公司售电价格为 401 元/兆瓦时，同比-3.6%；平均售电成本为 356.2 元/兆瓦时，同比-0.7%；机组平均利用小时数 3745 小时，同比-120 小时，降幅 3.1%；毛利率 15.9%，同比-2.0pct，实现利润总额 84.35 亿元，同比-12.7%。24Q3，公司发电量 641.0 亿千瓦时，同环比 +14.4%/+31.6%，售电量 603.8 亿千瓦时，同环比 +14.9%/+32.0%；售电价格为 395 元/兆瓦时，同比-4.4%；机组平均利用小时数 1428 小时，同比+42 小时，增幅 3.0%；毛利率 15.8%，同环比-4.1/+0.9pct，实现利润总额 31.84 亿元，同环比-6.81/+11.21 亿元，增速-17.6%/+54.3%。2024 年 10 月，公司惠州二期燃气热电联产机组工程项目正式投入商业运营，公司装机容量新增 1000MW，Q4 发电量有望继续提升。

24Q3 运输业务盈利能力环比提升。 1) **铁路：**24Q3，公司自有铁路周转量 73.4 十亿吨公里，同环比 -4.3%/-7.6%；毛利率 40.2%，同环比 +1.1/+3.5pct，实现利润总额 32.34 亿元，同环比-6.9%/+2.8%。2) **港口：**24Q3，公司黄骅港装船量 5020 万吨，同环比-7.0%/-9.5%；天津煤码头装船量 1100 万吨，同环比+3.8%/-3.5%；毛利率 43.8%，同环比-5.1/+3.8pct，实现利润总额 5.89 亿元，同环比-12.4%/+5.7%。3) **航运：**24Q3，公司航运货运量 3410 万吨，同环比-9.5%/+7.2%；航运周转量 38.9 十亿吨海里，同环比-2.7%/+0.5%；毛利率 11.6%，同环比+9.0/+2.8pct，实现利润总额 1.19 亿元，同比扭亏、环比-0.8%。

24Q3 煤化工盈利同环比改善，毛利率同环比下滑。 24Q3，公司销售聚乙烯 9.3 万吨，同环比 +5.5%/+57.8%；销售聚丙烯 8.8 万吨，同环比 +0.8%/+55.8%。24Q3 销量环比增幅明显主因煤制烯烃生产设备 24Q2 按计划检修，5 月 19 日恢复生产。24Q3 煤化工业务毛利率 6.7%，同环比-3.2/-1.1pct，实现利润总额 0.21 亿元，同比+90.9%、环比扭亏。

投资建议：公司煤炭中期产量增量可期、发售电量持续增长，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 605.20/625.37/652.74 亿元，对应 EPS 分别为 3.05/3.15/3.29 元/股，对应 2024 年 10 月 25 日的 PE 分别为 13/13/12 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：煤炭价格大幅下降；火电需求不及预期；项目建设慢于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	343,074	349,752	369,179	386,545
增长率 (%)	-0.4	1.9	5.6	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	59,694	60,520	62,537	65,274
增长率 (%)	-14.3	1.4	3.3	4.4
每股收益 (元)	3.00	3.05	3.15	3.29
PE	14	13	13	12
PB	2.0	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	343,074	349,752	369,179	386,545
营业成本	219,922	231,263	246,050	258,159
营业税金及附加	18,385	18,537	19,566	20,487
销售费用	425	452	477	499
管理费用	9,812	10,003	10,559	11,055
研发费用	3,007	3,066	3,236	3,388
EBIT	90,973	86,452	89,313	92,978
财务费用	501	395	379	179
资产减值损失	-3,691	-3,375	-3,553	-3,697
投资收益	3,815	4,719	4,982	5,216
营业利润	91,367	87,531	90,499	94,460
营业外收支	-4,191	-509	-576	-602
利润总额	87,176	87,022	89,923	93,858
所得税	17,578	16,369	16,915	17,655
净利润	69,598	70,653	73,008	76,203
归属于母公司净利润	59,694	60,520	62,537	65,274
EBITDA	115,832	114,235	117,872	124,006

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	149,986	144,825	155,196	166,421
应收账款及票据	19,858	17,565	18,541	19,413
预付款项	5,999	6,308	6,712	7,042
存货	12,846	12,343	13,133	13,779
其他流动资产	10,262	10,020	7,250	7,263
流动资产合计	198,951	191,061	200,831	213,918
长期股权投资	55,571	60,290	65,272	70,488
固定资产	256,933	269,651	279,723	288,814
无形资产	61,630	62,559	63,458	64,353
非流动资产合计	431,180	453,699	474,800	493,464
资产合计	630,131	644,760	675,632	707,381
短期借款	2,927	2,727	2,527	2,327
应付账款及票据	38,901	32,123	34,177	35,859
其他流动负债	49,757	42,590	45,158	47,304
流动负债合计	91,585	77,440	81,862	85,490
长期借款	29,636	28,636	27,636	26,636
其他长期负债	30,540	35,457	35,410	35,356
非流动负债合计	60,176	64,093	63,046	61,992
负债合计	151,761	141,533	144,908	147,483
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	69,678	79,811	90,281	101,210
股东权益合计	478,370	503,227	530,723	559,899
负债和股东权益合计	630,131	644,760	675,632	707,381

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.42	1.95	5.55	4.70
EBIT 增长率	-8.31	-4.97	3.31	4.10
净利润增长率	-14.29	1.38	3.33	4.38
盈利能力 (%)				
毛利率	35.90	33.88	33.35	33.21
净利润率	17.40	17.30	16.94	16.89
总资产收益率 ROA	9.47	9.39	9.26	9.23
净资产收益率 ROE	14.61	14.29	14.20	14.23
偿债能力				
流动比率	2.17	2.47	2.45	2.50
速动比率	1.89	2.14	2.13	2.18
现金比率	1.64	1.87	1.90	1.95
资产负债率 (%)	24.08	21.95	21.45	20.85
经营效率				
应收账款周转天数	12.63	12.63	12.63	12.63
存货周转天数	21.32	21.32	21.32	21.32
总资产周转率	0.55	0.55	0.56	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	3.00	3.05	3.15	3.29
每股净资产	20.57	21.31	22.17	23.09
每股经营现金流	4.51	4.76	5.37	5.48
每股股利	2.55	2.29	2.37	2.47
估值分析				
PE	14	13	13	12
PB	2.0	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	5.96	6.05	5.86	5.57
股息收益率 (%)	6.23	5.60	5.78	6.04

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	69,598	70,653	73,008	76,203
折旧和摊销	24,859	27,783	28,559	31,029
营运资金变动	-5,291	-5,493	3,677	345
经营活动现金流	89,687	94,623	106,678	108,880
资本开支	-35,583	-45,604	-47,184	-47,037
投资	-2,868	-60	0	0
投资活动现金流	-36,974	-48,047	-47,184	-47,037
股权募资	574	0	0	0
债务募资	-17,362	-4,160	-1,200	-1,200
筹资活动现金流	-76,131	-51,737	-49,123	-50,618
现金净流量	-23,284	-5,161	10,371	11,225

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026