

2024年10月28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

### 成本超预期下降，动力煤龙头经营稳健

**事件：**公司发布2024年三季度报，2024年前三季度公司实现营收2539亿元，yoy+0.6%，实现归母净利润460.74亿元，yoy-4.5%，业绩超预期增长。Q3单季实现营收858亿元，yoy+3%，qoq+7%，实现归母净利润165.7亿元，yoy+11%，qoq+22%。

**点评：**公司单季利润超预期增长，受益于煤炭和发电板块盈利增长。在煤价下行区间，公司盈利维持稳定，充分体现成本控制能力和煤电一体化的优势。公司作为国内煤炭龙头企业，当前估值合理，维持“区间操作”评级。

■ **煤炭板块业绩超预期，成本下降增厚板块利润：**Q3单季公司煤炭业务实现利润总额150.65亿元，yoy+19.3%，qoq+19.3%，单季板块毛利率31.2%，同比提高3.7pct，环比提高3.5pct。利润增长主要受益于公司自产煤成本下降，Q3单季公司自产煤炭销售平均价格（不含税）为528元/吨，yoy+1.3，qoq-0.7%；吨煤销售成本283元/吨，yoy-10.8%，qoq-11.5%；吨煤生产成本176元/吨，yoy-10.7%，qoq-8.9%，生产和销售成本超预期下降。销量方面，公司Q3共销售煤炭1.16亿吨，yoy+0.9%，qoq+2.7%，其中自产煤销量0.82亿吨，yoy-1.6%，qoq-0.5%；外购煤销量0.34亿吨，yoy+7.4%，qoq+11.3%。公司煤炭板块长期为公司提供充足的现金流，看好板块稳健发展。

■ **发电量历史新高，毛利环比增加：**公司发电板块实现利润总额31.8亿元，yoy-17.6%，qoq+54.3%。Q3板块单季毛利率15.8%，同比下降4.1pct，环比提高0.9pct。毛利下降主要受售电价格下降影响，Q3售电价格395元/兆瓦时，yoy-4.4%。受益于新建燃煤及光伏机组的投产运营，公司Q3发售电量创历史新高，实现发电量641亿千瓦时，yoy+14.4%，qoq+31.6%，实现售电量603.8亿千瓦时，yoy+14.9%，qoq+32.0%。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发电量预计继续增加。

■ **运输板块盈利略降，煤化工环比扭亏：**Q3单季公司运输业务整体实现利润总额39.4亿元，yoy-4.7%，qoq+3.2%，主要是铁路、港口、航运的运量同比均有下降。煤化工板块实现利润总额0.21亿元，yoy+90.9%，环比扭亏。受益于煤炭价格同比下降，煤化工板块盈利逐步修复，此外Q2煤制烯烃生产设备按计划检修，环比基期较低。

■ **盈利预测：**我们上修盈利预测，预计公司2024/2025/2026年实现净利润603/613/637亿元（前值588/607/630亿元），yoy+1%/+2%/+4%，折合EPS为3.03/3.09/3.21元。以10月25日收盘价计，2023年公司A股股息率5.65%，H股股息率7.49%，我们预计后续公司仍将维持高股息，分红方面仍然值得配置。目前A股股价对应的PE为13.5/13.3/12.8倍，港股股价对应PE为10.0/9.8/9.5，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(2024/10/25)	40.93
上证指数(2024/10/25)	3299.70
股价 12 个月高/低	47.5/27.83
总发行股数(百万)	19868.52
A 股数(百万)	16491.04
A 市值(亿元)	6749.78
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)	20.89
股价/账面净值	1.96
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.3 0.2 40.9

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.07.10	41.71	区间操作
2024/9/26	41.78	区间操作

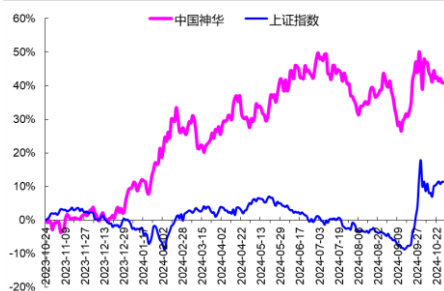
### 产品组合

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	60,307	61,298	63,727
同比增减	%	39.06%	-14.29%	1.03%	1.64%	3.96%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.50	3.00	3.03	3.09	3.21
同比增减	%	39.06%	-14.29%	1.03%	1.75%	3.96%
A 股市盈率(P/E)	X	11.69	13.64	13.50	13.27	12.76
H 股市盈率(P/E)		8.67	10.12	10.02	9.84	9.47
股利 (DPS)	RMB 元	2.55	2.26	2.27	2.31	2.41
A 股股息率 (Yield)	%	6.23%	5.52%	5.56%	5.65%	5.88%
H 股股息率 (Yield)	%	8.40%	7.44%	7.49%	7.62%	7.92%

【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	347129	357078	369146
经营成本	210059	219922	224128	233047	241729
研发费用	3722	3007	3043	3130	3236
营业税金及附加	19972	18385	18602	19135	19782
销售费用	410	425	430	442	457
管理费用	9930	9812	8935	8272	7697
财务费用	877	501	507	521	539
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	92319	93822	97426
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	88072	89518	93066
所得税	14551	17578	17759	18050	18766
少数股东损益	12048	9904	10006	10170	10573
归属于母公司股东权益	69648	59694	60307	61298	63727

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	206762	251236	298363
应收账款	12100	19858	20057	20257	20460
存货	12096	12846	12974	13623	14304
流动资产合计	211050	198951	256064	301972	350596
长期股权投资	49650	55571	56127	58933	61880
固定资产	248381	256933	262072	267313	272659
在建工程	22061	20474	20679	21299	21938
非流动资产合计	410793	431180	440680	456099	472385
资产总计	621843	630131	696744	758072	822981
流动负债合计	98404	91585	85765	123593	159122
非流动负债合计	64120	60176	62296	64994	67870
负债合计	162524	151761	148061	188587	226993
少数股东权益	65419	69678	79684	89854	100427
股东权益合计	459319	478370	548683	569485	595989
负债及股东权益合计	621843	630131	696744	758072	822981

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	-37572	-41330	-33064
筹资活动产生的现金流量净额	-78734	-81096	-24329	-34060	-40872
现金及现金等价物净增加额	-25248	-15036	56776	44474	47127

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。