业绩表现稳健，煤炭业务盈利增强

2025 年 04 月 26 日

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：**2025 年 4 月 25 日，公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度，公司实现营业收入 695.85 亿元，同比下降 21.1%；归母净利润 119.49 元，同比下降 18.0%；扣非归母净利润 117.05 亿元，同比下降 28.9%。国际企业会计准则下，2025 年一季度公司实现归母净利润 133.74 亿元，同比下降 19.0%。

➢ **25Q1 四费费率同比抬升，杭锦能源同比减亏。**25Q1，公司四费同比增加 5.28 亿元、费率同比+1.6pct 至 4.6%。2025 年 2 月公司完成收购杭锦能源 100%股权，杭锦能源并表。25Q1，杭锦能源实现营业收入 10.25 亿元，同比-0.8%；净利润-0.82 亿元，同比减亏 12.37 亿元。杭锦能源所属雁南矿、扎泥河露天矿、煤电一体化项目（敏东一矿及鄂温克电厂）生产经营稳定，25Q1 实现煤炭销售量 324 万吨，同比+53.6%；售电量 103 万千瓦时，同比+2.0%。杭锦能源在建煤矿塔然高勒井田（设计产能 1000 万吨/年）工程建设按计划推进。

➢ **商品煤产量同比下降、销量受外购煤减量影响下滑明显，毛利率同比抬升。**25Q1，公司商品煤产量 8250 万吨，同比-1.1%；煤炭销售量 9930 万吨，同比-15.3%；综合售价 506 元/吨，同比-11.5%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 502/541/569/214 元/吨，同比+2.4%/-26.6%/-3.7%/-32.3%，销量占比 63.9%/27.7%/4.8%/3.6%，同比+14.0/-3.6/-9.0/-1.4pct。25Q1 煤炭业务毛利率 30.1%，同比上升 1.2pct，实现利润总额 100.96 亿元，同比下降 16.6%。其中：**1）自产煤：**25Q1 公司自产煤销量 7850 万吨，同比-4.7%；吨煤售价 484 元/吨，同比-8.4%；吨煤销售成本 293 元/吨，同比-1.4%；单位生产成本 195.8 元/吨，同比+2.3%，主因人工成本、修理费、折旧及摊销同比增长；自产煤毛利率 39.5%，同比下滑 4.3pct。**2）外购煤：**25Q1 公司外购煤销量 2080 万吨，同比-40.4%；外购煤毛利率 1.4%，同比下滑 0.9pct。

➢ **新街一井、二井建设有序推进，集团优质资产有望持续注入。**截至一季报披露日，公司台格庙矿区新街一井、新街二井立井井筒已开工建设。此外，据公司 2025 年 4 月 8 日公告，目前国家能源集团和中国神华正在协商启动新一批的注资交易，继续推进煤炭优质资产注入中国神华。据公司 2018 年避免同业竞争协议公告，国家能源集团未上市煤炭资产主要在陕西神延、乌海能源、晋神能源、宁煤集团、新疆能源等，未来集团优质煤炭资产有望持续注入。

➢ **发售电量同比减少，电价下滑致毛利率同比下滑。**25Q1，公司总发电量 504.2 亿千瓦时，同比-10.7%；总售电量 474.7 亿千瓦时，同比-10.7%。截至 25Q1 末公司总装机容量达到 47505MW，其中燃煤发电装机容量 44384MW，25Q1 新增装机容量 1241MW，其中 1200MW 为收购杭锦能源增加。25Q1 公司售电价格为 386 元/兆瓦时，同比-5.6%；平均售电成本为 353.7 元/兆瓦时，同比-3.1%；机组平均利用小时数 1063 小时，同比-165 小时，降幅 13.4%；毛利率 15.4%，同比-1.3pct，实现利润总额 26.25 亿元，同比-17.2%。

推荐 维持评级

当前价格： 38.68 元

相关研究

1.中国神华（601088.SH）2024 年年报点评：业绩、分红稳健，龙头股息价值凸显-2025/03/22

2.中国神华（601088.SH）2024 年业绩预告点评：业绩亮眼，分红再提升，龙头引领风向-2025/01/23

3.中国神华（601088.SH）事件点评：收购分红并行，股息价值再提升-2025/01/21

4.中国神华（601088.SH）2024 年三季报点评：业绩超预期，龙头优势持续释放-2024/10/26

5.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

➢ **运输业务量及盈利下滑，黄骅港五期工程全面开工。1）铁路：**25Q1 公司自有铁路周转量 72.5 十亿吨公里，同比-11.6%；毛利率 40.0%，同比+1.9pct，实现利润总额 34.90 亿元，同比-7.6%。**2）港口：**25Q1 公司黄骅港装船量 4970 万吨，同比-8.8%；天津煤码头装船量 980 万吨，同比-6.7%；毛利率 47.4%，同比-1.2pct，实现利润总额 6.15 亿元，同比-6.1%。**3）航运：**25Q1 公司航运货运量 2180 万吨，同比-35.3%；航运周转量 23.8 十亿吨海里，同比-34.4%；毛利率 8.4%，同比-2.8pct，实现利润总额 0.31 亿元，同比-69.6%。25Q1，受煤炭销售量下降、航运业务结构调整等因素影响，运输业务盈利下滑。据公告，25Q1 黄骅港（煤炭港区）五期工程全面开工建设，并按计划推进试桩施工、航道疏浚等建设工作。

➢ **煤化工产品销量同比增长，盈利同比抬升。**25Q1，公司聚乙烯销量 9.20 万吨，同比+2.8%；聚丙烯销量 8.32 万吨，同比+0.6%；毛利率 7.9%，同比+1.6pct，实现利润总额 0.43 亿元，同比+168.8%。

➢ **投资建议：**公司经营稳健，考虑煤价、电价下移，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 551.02/583.79/590.98 亿元，对应 EPS 分别为 2.77/2.94/2.97 元/股，对应 2025 年 4 月 25 日的 PE 分别为 14/13/13 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	338,375	330,700	348,541	361,568
增长率（%）	-1.4	-2.3	5.4	3.7
归属母公司股东净利润（百万元）	58,671	55,102	58,379	59,098
增长率（%）	-1.7	-6.1	5.9	1.2
每股收益（元）	2.95	2.77	2.94	2.97
PE	13	14	13	13
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**338,375**	**330,700**	**348,541**	**361,568**
营业成本	223,192	220,872	232,447	243,396
营业税金及附加	17,784	17,381	18,318	19,003
销售费用	491	480	506	525
管理费用	10,340	9,921	10,456	10,847
研发费用	2,727	2,665	2,809	2,914
EBIT	83,880	79,582	84,216	85,102
财务费用	129	319	872	868
资产减值损失	-535	-1,382	-1,453	-1,520
投资收益	4,871	4,761	5,017	5,205
营业利润	**88,362**	**82,747**	**87,019**	**88,033**
营业外收支	-2,569	-2,173	-1,653	-1,616
利润总额	**85,793**	**80,574**	**85,366**	**86,417**
所得税	16,928	15,898	16,844	17,051
净利润	68,865	64,675	68,523	69,366
归属于母公司净利润	**58,671**	**55,102**	**58,379**	**59,098**
EBITDA	108,336	104,705	110,700	112,256

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	153,743	166,727	178,322
应收账款及票据	15,502	15,025	15,836	16,428
预付款项	6,232	6,167	6,490	6,796
存货	12,482	11,614	12,223	12,798
其他流动资产	28,494	19,282	19,957	20,604
流动资产合计	**205,125**	**205,832**	**221,233**	**234,948**
长期股权投资	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	257,149	272,088	286,322	299,808
无形资产	64,776	65,776	66,776	67,776
非流动资产合计	**452,943**	**472,872**	**489,272**	**505,329**
资产合计	**658,068**	**678,703**	**710,505**	**740,278**
短期借款	1,037	1,537	2,037	2,537
应付账款及票据	38,205	37,808	39,789	41,663
其他流动负债	53,378	53,125	55,076	56,768
流动负债合计	**92,620**	**92,470**	**96,902**	**100,968**
长期借款	28,932	29,932	30,932	31,932
其他长期负债	32,564	30,647	30,647	30,647
非流动负债合计	**61,496**	**60,579**	**61,579**	**62,579**
负债合计	**154,116**	**153,049**	**158,481**	**163,547**
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	77,086	86,660	96,803	107,071
股东权益合计	**503,952**	**525,654**	**552,024**	**576,730**
负债和股东权益合计	**658,068**	**678,703**	**710,505**	**740,278**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	-1.37	-2.27	5.39	3.74
EBIT 增长率	-7.80	-5.12	5.82	1.05
净利润增长率	-1.71	-6.08	5.95	1.23
盈利能力（%）				
毛利率	34.04	33.21	33.31	32.68
净利润率	17.34	16.66	16.75	16.34
总资产收益率 ROA	8.92	8.12	8.22	7.98
净资产收益率 ROE	13.74	12.55	12.82	12.58
偿债能力				
流动比率	2.21	2.23	2.28	2.33
速动比率	1.92	1.93	1.99	2.03
现金比率	1.54	1.66	1.72	1.77
资产负债率（%）	23.42	22.55	22.31	22.09
经营效率				
应收账款周转天数	12.95	13.35	12.79	12.89
存货周转天数	20.43	19.64	18.46	18.50
总资产周转率	0.53	0.49	0.50	0.50
每股指标（元）				
每股收益	2.95	2.77	2.94	2.97
每股净资产	21.48	22.09	22.91	23.64
每股经营现金流	4.70	4.44	4.85	4.91
每股股利	2.26	2.12	2.25	2.28
估值分析				
PE	13	14	13	13
PB	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.13	6.34	5.99	5.91
股息收益率（%）	5.84	5.48	5.81	5.88

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	68,865	64,675	68,523	69,366
折旧和摊销	24,456	25,123	26,484	27,154
营运资金变动	4,146	-2,066	607	495
经营活动现金流	**93,348**	**88,210**	**96,302**	**97,637**
资本开支	-35,790	-45,304	-44,850	-45,165
投资	-17,675	9,596	0	0
投资活动现金流	**-85,359**	**-32,334**	**-39,832**	**-39,960**
股权募资	1,015	0	0	0
债务募资	-584	1,165	1,500	1,500
筹资活动现金流	**-51,173**	**-44,549**	**-43,485**	**-46,083**
现金净流量	**-43,100**	**11,328**	**12,985**	**11,594**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048