

中国神华(601088)

报告日期: 2025 年 04 月 26 日

# 煤炭量价齐跌致业绩下降，静待需求改善

## ——中国神华一季报点评报告

### 事件

近日，公司发布 2025 年第一季度报告，中国神华 2025 年一季度实现营业收入 695.85 亿元，同比减少 21.1%；归母净利润 119.49 亿元，同比下降 18.0%；扣非后归母净利润 117.05 亿元，同比减少 28.9%，基本每股收益 0.601 元，同比减少 18.0%。经营活动产生的现金流量净额 205.38 亿元，同比减少 25.9%。总资产 6723.07 亿元，较上年末增长 0.6%。

### 投资要点

#### □ 煤炭业务：量价齐跌，外购煤下滑明显，成本微增

**产销方面。**2025 年一季度公司商品煤产量达 82.5 百万吨，同比微降 1.1%。煤炭销售量 99.3 百万吨，同比下降 15.3%，其中自产煤销量 78.5 百万吨，同比下降 4.7%，外购煤销量 20.8 百万吨，同比大幅下降 40.4%。销量下滑主要受下游需求及销售政策影响。

**价格方面。**煤炭销售平均价格 506 元/吨（不含税），同比下降 11.5%。分结构看，年度长协价 502 元/吨，同比微增 2.4%；月度长协价 541 元/吨，同比大幅下降 26.6%；现货价 569 元/吨，同比下降 3.7%。价格下降主要受市场供需关系影响，尤其是月度长协价跌幅显著。

**成本方面。**自产煤单位生产成本 195.8 元/吨，同比微增 2.3%，主要受人工成本（+6.7%）及修理费（+15.5%）增长影响。

**利润方面。**煤炭分部（合并抵销前）毛利润为 155.1 亿元，同比减少 22.8%，毛利率为 30.1%，同比上升 1.2 个百分点。毛利率上升主要因外购煤销售量及采购价格下降导致其销售成本降幅（-26.8%）大于收入降幅（-25.7%）。其中，自产煤毛利 150.2 亿元（同比-38.7%），毛利率 39.5%（同比-4.3pct）；外购煤毛利 1.7 亿元（同比-68.2%），毛利率 1.4%（同比-0.9pct）。

#### □ 电力业务：发电量及电价双降，经营短期承压

**发/售电量方面。**一季度总发电量 504.2 亿千瓦时，同比下降 10.7%；总售电量 474.7 亿千瓦时，同比下降 10.7%。期末总装机容量 47,505 兆瓦，较年初增加 1,241 兆瓦，主要系收购杭锦能源增加燃煤装机 1,200 兆瓦及部分光伏项目投运。

**电价与成本方面。**平均售电价 386 元/兆瓦时，同比下降 5.6%。平均售电成本 353.7 元/兆瓦时，同比下降 3.1%，主要系燃煤采购价格下降。

**利润方面。**发电分部（合并抵销前）实现毛利润 32.1 亿元，同比下降 21.2%，毛利率为 15.4%，同比下降 1.3 个百分点。

#### □ 运输板块：运量下滑，主要受煤炭销量下降影响

铁路运输周转量 72.5 十亿吨公里，同比下降 11.6%；黄骅港装船量 49.7 百万吨，同比下降 8.8%；天津煤码头装船量 9.8 百万吨，同比下降 6.7%；航运货运量 21.8 百万吨，同比下降 35.3%。

**利润方面。**铁路分部毛利 42.1 亿元（同比-6.0%），毛利率 40.0%（同比+1.9pct）；港口分部毛利 7.5 亿元（同比-9.5%），毛利率 47.4%（同比-1.2pct）；航运分部毛利 0.6 亿元（同比-55.9%），毛利率 8.4%（同比-2.8pct）。运输板块整体盈利能力受运量下滑影响而承压。

#### □ 煤化工板块：销量平稳，盈利改善

聚乙烯销量 92.0 千吨，同比增加 2.8%；聚丙烯销量 83.2 千吨，同比增加 0.6%。**利润方面。**煤化工分部（合并抵销前）实现毛利润 1.17 亿元，同比增加 23.2%，毛利率为 7.9%，同比上升 1.6 个百分点，主要受益于营业成本降幅（-4.0%）大于营业收入降幅（-2.3%）

#### □ 财务质量：现金流有所减弱，高分红承诺不变

### 投资评级：增持(维持)

分析师：樊金璐

执业证书号：S1230525030002

fanjinlu@stocke.com.cn

分析师：程懿

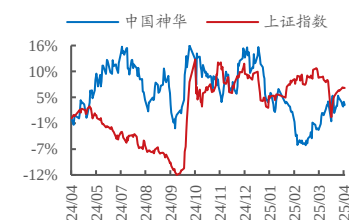
执业证书号：S1230524100002

chengyi02@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥ 38.68    |
| 总市值(百万元) | 768,514.35 |
| 总股本(百万股) | 19,868.52  |

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《煤电一体业绩稳健，高比例分红提升长期价值》 2025.04.03
- 2 《业绩环比改善明显，煤炭板块业绩超预期》 2024.10.30
- 3 《资源接续有序推进，分红比例维持高位》 2024.04.09

经营活动现金净流入 205.38 亿元，同比减少 25.9%，主要因煤炭、发电、运输业务收入下降。期末货币资金 1554.01 亿元，较年初增长 8.0%，资金仍然充裕。

#### □ 盈利预测与估值

结合公司 2025 年 Q1 经营情况以及近期市场的情况，考虑旺季需求有望提振煤炭市场，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 543.35/559.76/560.59 亿元，基于 2025 年 4 月 25 日股价，对应 PE 分别为 14.14/13.73/13.71 倍，由于煤电运一体化运营，业绩韧性强，最低分红比例进一步提高，因此维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

国家行政干预不确定性风险，绿色能源替代风险，煤炭价格下跌风险，经济恢复不及预期风险。

## 财务摘要

| (百万元)     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 338,375 | 333,283 | 342,904 | 350,639 |
| (+/-) (%) | -1.37%  | -1.50%  | 2.89%   | 2.26%   |
| 归母净利润     | 58,671  | 54,335  | 55,976  | 56,059  |
| (+/-) (%) | -1.71%  | -7.39%  | 3.02%   | 0.15%   |
| 每股收益(元)   | 2.95    | 2.73    | 2.82    | 2.82    |
| P/E       | 13.10   | 14.14   | 13.73   | 13.71   |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>    | 205,125 | 217,905 | 227,608 | 242,755 |
| 现金             | 142,415 | 154,723 | 162,231 | 177,172 |
| 交易性金融资产        | 17,302  | 17,302  | 17,302  | 17,302  |
| 应收账款           | 15,502  | 16,051  | 17,839  | 17,469  |
| 其它应收款          | 2,378   | 2,432   | 2,547   | 2,542   |
| 预付账款           | 6,232   | 6,669   | 6,609   | 6,878   |
| 存货             | 12,482  | 13,087  | 13,440  | 13,751  |
| 其他             | 8,814   | 7,640   | 7,640   | 7,640   |
| <b>非流动资产</b>   | 452,943 | 470,544 | 483,964 | 493,340 |
| 金融资产类          | 2,847   | 2,847   | 2,847   | 2,847   |
| 长期投资           | 59,840  | 63,158  | 66,913  | 69,946  |
| 固定资产           | 257,149 | 266,135 | 271,771 | 275,379 |
| 无形资产           | 64,776  | 72,662  | 81,391  | 89,373  |
| 在建工程           | 27,575  | 22,808  | 18,210  | 12,958  |
| 其他             | 40,756  | 42,933  | 42,832  | 42,837  |
| <b>资产总计</b>    | 658,068 | 688,448 | 711,572 | 736,095 |
| <b>流动负债</b>    | 92,620  | 100,971 | 101,434 | 103,183 |
| 短期借款           | 1,037   | 1,037   | 1,037   | 1,037   |
| 应付款项           | 38,205  | 40,618  | 41,180  | 42,301  |
| 预收账款           | 73      | 24      | 33      | 45      |
| 其他             | 53,305  | 59,292  | 59,184  | 59,800  |
| <b>非流动负债</b>   | 61,496  | 59,579  | 59,579  | 59,579  |
| 长期借款           | 28,932  | 28,932  | 28,932  | 28,932  |
| 其他             | 32,564  | 30,647  | 30,647  | 30,647  |
| <b>负债合计</b>    | 154,116 | 160,550 | 161,013 | 162,762 |
| 少数股东权益         | 77,086  | 86,370  | 95,896  | 105,515 |
| 归属母公司股东权       | 426,866 | 441,528 | 454,663 | 467,818 |
| <b>负债和股东权益</b> | 658,068 | 688,448 | 711,572 | 736,095 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 93,348   | 85,969   | 83,230   | 89,488   |
| 净利润            | 68,865   | 63,620   | 65,501   | 65,679   |
| 折旧摊销           | 24,456   | 18,726   | 21,900   | 25,133   |
| 财务费用           | 91       | 0        | 0        | 0        |
| 投资损失           | (4,871)  | (3,615)  | (4,156)  | (4,367)  |
| 营运资金变动         | 4,146    | 6,303    | (1,732)  | 1,542    |
| 其它             | 661      | 935      | 1,718    | 1,501    |
| <b>投资活动现金流</b> | (85,359) | (33,619) | (32,882) | (31,643) |
| 资本支出           | (35,790) | (32,531) | (33,283) | (32,977) |
| 长期投资           | (17,675) | (3,318)  | (3,755)  | (3,033)  |
| 其他             | (31,894) | 2,229    | 4,156    | 4,367    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (51,173) | (40,022) | (42,840) | (42,904) |
| 短期借款           | (1,890)  | 0        | 0        | 0        |
| 长期借款           | (704)    | 0        | 0        | 0        |
| 其他             | (48,579) | (40,022) | (42,840) | (42,904) |
| <b>现金净增加额</b>  | (43,100) | 12,308   | 7,508    | 14,941   |

### 利润表

| (百万元)           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>     | 338,375 | 333,283 | 342,904 | 350,639 |
| 营业成本            | 223,192 | 228,368 | 234,899 | 242,023 |
| 营业税金及附加         | 17,784  | 18,232  | 18,385  | 18,803  |
| 营业费用            | 491     | 431     | 455     | 476     |
| 管理费用            | 10,340  | 9,774   | 10,114  | 10,447  |
| 研发费用            | 2,727   | 3,069   | 2,976   | 3,033   |
| 财务费用            | 129     | 0       | 0       | 0       |
| 资产减值损失          | (535)   | (1,873) | (1,832) | (1,628) |
| 公允价值变动损益        | 2       | 0       | 0       | 0       |
| 投资净收益           | 4,871   | 3,615   | 4,156   | 4,367   |
| 其他经营收益          | 333     | 441     | 405     | 407     |
| <b>营业利润</b>     | 88,362  | 75,738  | 78,917  | 79,131  |
| 营业外收支           | (2,569) | 0       | 0       | 0       |
| <b>利润总额</b>     | 85,793  | 75,738  | 78,917  | 79,131  |
| 所得税             | 16,928  | 12,118  | 13,416  | 13,452  |
| <b>净利润</b>      | 68,865  | 63,620  | 65,501  | 65,679  |
| 少数股东损益          | 10,194  | 9,284   | 9,525   | 9,619   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 58,671  | 54,335  | 55,976  | 56,059  |
| EBITDA          | 108,336 | 94,464  | 100,817 | 104,264 |
| EPS（最新摊薄）       | 2.95    | 2.73    | 2.82    | 2.82    |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | -1.37%  | -1.50%  | 2.89%   | 2.26%   |
| 营业利润           | -3.29%  | -14.29% | 4.20%   | 0.27%   |
| 归属母公司净利润       | -1.71%  | -7.39%  | 3.02%   | 0.15%   |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 34.04%  | 31.48%  | 31.50%  | 30.98%  |
| 净利率            | 17.34%  | 16.30%  | 16.32%  | 15.99%  |
| ROE            | 13.74%  | 12.31%  | 12.31%  | 11.98%  |
| ROIC           | 12.30%  | 11.11%  | 11.00%  | 10.62%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 23.42%  | 23.32%  | 22.63%  | 22.11%  |
| 净负债比率          | -19.65% | -20.80% | -21.30% | -23.06% |
| 流动比率           | 2.21    | 2.16    | 2.24    | 2.35    |
| 速动比率           | 1.93    | 1.89    | 1.97    | 2.08    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.53    | 0.50    | 0.49    | 0.48    |
| 应收账款周转率        | 27.80   | 27.84   | 29.09   | 28.56   |
| 应付账款周转率        | 5.84    | 5.85    | 5.82    | 5.86    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 2.95    | 2.73    | 2.82    | 2.82    |
| 每股经营现金         | 4.70    | 4.33    | 4.19    | 4.50    |
| 每股净资产          | 21.48   | 22.22   | 22.88   | 23.55   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 13.10   | 14.14   | 13.73   | 13.71   |
| P/B            | 1.80    | 1.74    | 1.69    | 1.64    |
| EV/EBITDA      | 7.06    | 6.97    | 6.46    | 6.10    |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>