

中国神华（601088.SH）

煤电量价齐跌致业绩回落，高分红中长期价值凸显

2025 年 04 月 28 日

——公司 2025 年一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

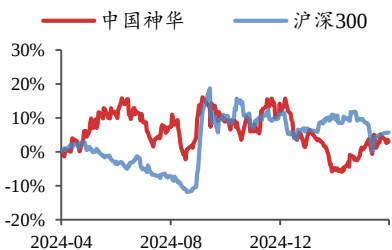
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/4/25
当前股价(元)	38.68
一年最高最低(元)	47.50/34.78
总市值(亿元)	7,685.14
流通市值(亿元)	6,378.73
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近 3 个月换手率(%)	12.49

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《高长协和一体化致业绩稳健，高分红行业标杆——公司 2024 年报点评报告》-2025.3.24

《提高三年分红承诺彰显价值，拟收购资产开启新成长——公司信息更新报告》-2025.1.23

《Q3 业绩超预期，稳健高分红凸显价值——公司信息更新报告》-2024.10.26

● 煤电量价齐跌致业绩回落，高分红中长期价值凸显，维持“买入”评级

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 695.9 亿元，同比-21.1%，环比-17.6%；实现归母净利润 119.5 亿元，同比-18%，环比-5.1%；实现扣非后归母净利润 117 亿元，同比-28.9%，环比-16.9%。考虑到后续煤价或季节性反弹，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 548.8/555.9/562.7 亿元，同比-6.5%/+1.3%/+1.2%；EPS 为 2.76/2.80/2.83 元，对应当前股价 PE 为 14/13.8/13.7 倍。公司盈利相对稳定，持续高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

● 自产煤量价下滑致业绩承压，煤价下滑对冲电价及电量下滑影响

（1）煤炭业务：产销量方面，2025Q1 公司商品煤产量 82.5 百万吨，同比-1.1%，环比-0.2%；商品煤销量 99.3 百万吨，同比-15.3%，环比-12.9%，其中自产煤销量 78.5 百万吨，同比-4.7%，环比-4.4%，外购煤销量 20.8 百万吨，同比-40.4%，环比-34.8%。价格方面，2025Q1 公司商品煤单吨售价 506 元/吨，同比-11.7%，环比-10.1%，其中自产煤单吨售价 484 元/吨，同比-8.4%，环比-6.2%，外购煤单吨售价 667 元/吨，同比-13.4%，环比-14%。成本方面，2025Q1 公司商品煤单吨成本 353 元/吨，同比-13.1%，环比-7.7%，其中自产煤单吨成本 293 元/吨，同比-1.4%，环比+8.7%，外购煤单吨成本 578 元/吨，同比-12.7%，环比-14%。毛利方面，2025Q1 公司商品煤单吨毛利 153 元/吨，同比-8.5%，环比-15.1%，其中自产煤单吨毛利 191 元/吨，同比-17.3%，环比-22.4%，外购煤单吨毛利 8 元/吨，同比-46.7%，环比-11.3%。**（2）电力业务：**电量方面，2025Q1 公司发电量 504.2 亿千瓦时，同比-10.7%，环比-8.4%；2025Q1 公司售电量 474.7 亿千瓦时，同比-10.7%，环比-8.7%。电价方面，2025Q1 公司度电价格 0.4393 元/度，同比-4.5%，环比-4.2%。成本方面，2025Q1 公司度电成本 0.3716 元/度，同比-3%，环比-1.6%。毛利方面，2025Q1 公司度电毛利 0.0677 元/度，同比-11.8%，环比-16.2%。

● 煤炭产能成长&高比例长协打造业绩地基，2024 年分红比例同比继续提升

（1）煤炭产能成长可期：公司目前拥有三个主要在建矿井，分别为新街台格庙矿区新街一井（产能 800 万吨）、新街二井（产能 800 万吨）以及杭锦能源塔然高勒矿井（产能 1000 万吨），三个矿井预计 2028 年陆续建成投产，公司规模有望再度提升。**（2）2024 年分红比例提高：**2024 年公司分红比例为 76.53%，较 2023 年提升 1.31pct，以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算，当前公司股息率为 5.8%，在当前低利率以及险资等增量资金入市背景下，长期投资价值凸显。此外，公司积极回报股东，加力中长期回报规划，提出 2025-2027 年度股东回报规划方案，提高每年度最低现金分红比例 5pct 至 65%，并考虑适当增加分红频次。

● 风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	334,801	336,869	338,178
YOY(%)	-0.4	-1.4	-1.1	0.6	0.4
归母净利润(百万元)	59,694	58,671	54,875	55,587	56,272
YOY(%)	-14.3	-1.7	-6.5	1.3	1.2
毛利率(%)	35.9	34.0	32.2	32.0	31.7
净利率(%)	17.4	17.3	16.4	16.5	16.6
ROE(%)	14.5	13.9	11.5	10.9	10.4
EPS(摊薄/元)	3.00	2.95	2.76	2.80	2.83
P/E(倍)	12.9	13.1	14.0	13.8	13.7
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	207139	261250	290404	330940
现金	149986	143845	205225	230202	272695
应收票据及应收账款	19858	15605	17393	16821	17008
其他应收款	2731	2302	2680	2332	2700
预付账款	5999	6544	5911	6599	5970
存货	12846	12666	13187	12935	13380
其他流动资产	7531	26177	16854	21516	19185
非流动资产	431180	460883	447680	444815	438141
长期投资	55571	59842	68315	76761	85479
固定资产	256933	261820	246771	234705	220819
无形资产	61630	66663	70115	74689	77569
其他非流动资产	57046	72558	62479	58659	54274
资产总计	630131	668022	708930	735219	769080
流动负债	91585	105116	94155	93148	95473
短期借款	2927	4812	3870	4341	4105
应付票据及应付账款	38901	38961	40647	39429	41401
其他流动负债	49757	61343	49638	49378	49967
非流动负债	60176	66261	53878	47985	39180
长期借款	32608	31682	22804	15159	7230
其他非流动负债	27568	34579	31074	32826	31950
负债合计	151761	171377	148033	141133	134653
少数股东权益	69678	77086	86463	95922	105578
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68182	81276	81276	81276	81276
留存收益	299924	292939	325500	363541	409507
归属母公司股东权益	408692	419559	474434	498164	528849
负债和股东权益	630131	668022	708930	735219	769080

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	81833	78612	81210
净利润	69598	68865	64252	65046	65928
折旧摊销	24641	24172	22123	22744	21862
财务费用	501	129	-1832	-3425	-4667
投资损失	-3815	-4871	-3702	-4129	-4234
营运资金变动	-11690	512	655	-1456	2228
其他经营现金流	10452	4541	337	-168	94
投资活动现金流	-36974	-85359	3118	-19728	-8783
资本支出	37084	37032	4351	9482	7446
长期投资	-2887	-17675	-8473	-8446	-8718
其他投资现金流	2997	-30652	15942	-1801	7381
筹资活动现金流	-76131	-51173	-23571	-33906	-29934
短期借款	-2289	1885	-943	471	-236
长期借款	-9283	-926	-8878	-7646	-7929
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	13094	0	0	0
其他筹资现金流	-64727	-65226	-13751	-26732	-21770
现金净增加额	-23284	-43100	61380	24978	42493

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343074	338375	334801	336869	338178
营业成本	219922	223192	227069	228985	230901
营业税金及附加	18385	17784	18315	18062	18135
营业费用	425	491	433	447	459
管理费用	9812	10340	9819	9936	10075
研发费用	3007	2727	3083	2923	2925
财务费用	501	129	-1832	-3425	-4667
资产减值损失	-3691	-535	529	533	535
其他收益	423	333	453	403	396
公允价值变动收益	0	2	1	1	1
投资净收益	3815	4871	3702	4129	4234
资产处置收益	83	107	150	113	124
营业利润	91367	88362	81564	83927	84443
营业外收入	912	813	723	816	784
营业外支出	5103	3382	3606	4030	3673
利润总额	87176	85793	78680	80713	81554
所得税	17578	16928	14428	15667	15626
净利润	69598	68865	64252	65046	65928
少数股东损益	9904	10194	9377	9459	9656
归属母公司净利润	59694	58671	54875	55587	56272
EBITDA	109647	108032	96931	97980	96688
EPS(元)	3.00	2.95	2.76	2.80	2.83

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	-1.4	-1.1	0.6	0.4
营业利润(%)	-6.9	-3.3	-7.7	2.9	0.6
归属于母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-6.5	1.3	1.2
获利能力					
毛利率(%)	35.9	34.0	32.2	32.0	31.7
净利率(%)	17.4	17.3	16.4	16.5	16.6
ROE(%)	14.5	13.9	11.5	10.9	10.4
ROIC(%)	14.5	13.6	11.6	11.1	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	25.7	20.9	19.2	17.5
净负债比率(%)	-19.1	-13.5	-27.3	-31.0	-37.1
流动比率	2.2	2.0	2.8	3.1	3.5
速动比率	1.9	1.7	2.5	2.8	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	30.0	27.7	28.9	28.3	28.6
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.76	2.80	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	4.12	3.96	4.09
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.12	23.88	25.07	26.62
估值比率					
P/E	12.9	13.1	14.0	13.8	13.7
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	6.8	7.0	7.1	6.8	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn