

中国神华（601088.SH）

优于大市

下游需求疲软致业绩承压，内增外延仍有成长空间

核心观点

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 695.9 亿元（-21.1%），归母净利润 119.5 亿元（-18.0%），扣非归母净利润 117.1 亿元（-28.9%）。

2025 年 2 月完成杭锦能源收购，并纳入合并报表。公司于 2025 年 2 月完成收购国家能源集团公司持有的杭锦能源 100%股权的交易，并将杭锦能源纳入合并报表。2025Q1 杭锦能源实现营业收入 10.25 亿元，同比-0.8%，净利润-0.8 亿元，同比减亏约 12 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，2025Q1 实现煤炭销售量 324 万吨，同比+54%，售电量 103 万千瓦时，同比+2%。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。

煤炭业务：下游需求疲软，煤炭销量和售价均有所下滑。2025Q1 公司商品煤产量 82.5 百万吨，同比-1.1%；煤炭销量 99.3 百万吨，同比-15.3%，其中自产商品煤销量 78.5 百万吨，同比-4.7%，外购煤销量 20.8 百万吨，同比-40.4%。价格方面，自产煤、外购煤销售均价分别为 484 元/吨、586 元/吨，分别同比-44 元/吨、-91 元/吨。销售结构方面，年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 63.9%/27.7%/4.8%/3.6%，分别同比+14.0pct/-3.6pct/-9.0pct/-1.4pct。自产煤单位成本为 195.8 元/吨，同比增加 4.4 元/吨，主要系人工成本、修理费、折旧摊销增加所致。受煤价回落和销量下滑的影响，煤炭业务实现毛利 152 亿元，同比-22.5%。项目进展方面，截至 2025Q1 新街一井、新街二井立井井筒已开工建设。

电力业务：下游需求疲软，发/售电量下降，售电价格下滑，毛利减少。2025Q1 公司发/售电量为 504.2/474.7 亿千瓦时，分别同比-10.7%/-10.7%；发电机组平均利用小时数为 1063 小时，同比-13.4%；平均售电价格 386 元/兆瓦时，同比-5.6%；由于燃煤采购价格下降，公司单位售电成本 353.7 元/兆瓦时，同比-3.1%。2025Q1 电力板块毛利率 15.4%，同比-1.3pct。截至 2025Q1，公司控制并运营的发电机组装机容量为 47505MW，相比 2024 年底新增装机容量 1241MW，其中收购杭锦能源后新增燃煤发电装机容量 1200MW。

运输业务：受煤炭销售量下降、航运业务结构调整等的影响，铁路、港口、航运利润总额同比下降。2025Q1 铁路/港口/航运分部营收分别为 105/16/7 亿元，分别同比-10.5%/-7.2%/-41%，毛利率分别同比+1.9pct/-1.2pct/-2.8pct；实现利润总额为 35/6/0.3 亿元，分别同比-7.6%/-6.1%/-69.6%。项目进展方面，黄骅港（煤炭港区）五期工程全面开工建设。

2025 年整体经营目标稳中有增；将适时回购 H 股增强市场信心；资产注入稳步推进，内增可期。2025 年公司计划商品煤产量 3.348 亿吨，煤炭销售量 4.659 亿吨，发电量 2271 亿千瓦时，均高于 2024 年实际水平。公司董事会已获得股东周年大会授予回购 H 股股份的一般性授权，公司将适时进行回购。此外，目前公司与控股股东国家能源集团正在协商启动新一批的注资交易，新的煤炭优质资产有望继续注入公司，内增可期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 536/544/553 亿元。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，分红率

公司研究·财报点评

煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟劼
010-88005312
liumengjie@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳
0755-81982908
huruiyang@guosen.com.cn
S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	38.68 元
总市值/流通市值	768514/768514 百万元
52 周最高价/最低价	47.50/34.78 元
近 3 个月日均成交额	1328.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国神华（601088.SH）：业绩稳健、高分红彰显投资价值》——2025-03-23
- 《中国神华（601088.SH）：煤炭业务盈利能力增强，龙头优势凸显》——2024-10-27
- 《中国神华（601088.SH）：煤电路港航一体化经营，业绩稳健》——2024-09-03
- 《中国神华（601088.SH）-煤价下行拖累业绩，产运销一体化经营稳健》——2024-04-29
- 《中国神华（601088.SH）-煤电一体业绩稳健增长，高分红彰显投资价值》——2024-03-28

较高，内增外延下仍有成长空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	334,306	341,006	347,267
(+/-%)	-0.4%	-1.4%	-1.2%	2.0%	1.8%
净利润(百万元)	59694	58671	53581	54434	55316
(+/-%)	-14.3%	-1.7%	-8.7%	1.6%	1.6%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.70	2.74	2.78
EBIT Margin	26.7%	24.8%	22.9%	22.8%	22.7%
净资产收益率(ROE)	14.6%	13.7%	12.2%	12.0%	11.9%
市盈率(PE)	12.9	13.1	14.3	14.1	13.9
EV/EBITDA	8.1	8.7	9.6	9.3	9.1
市净率(PB)	1.88	1.80	1.75	1.70	1.65

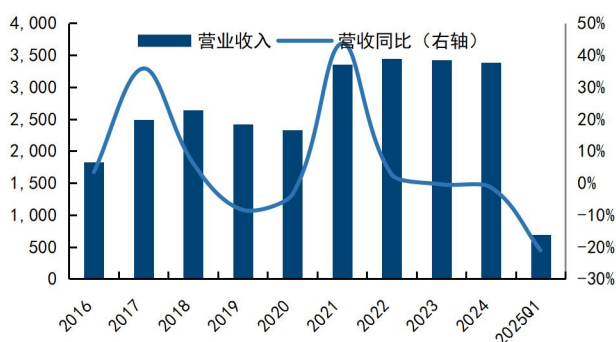
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 695.9 亿元（-21.1%），归母净利润 119.5 亿元（-18.0%），扣非归母净利润 117.1 亿元（-28.9%）。

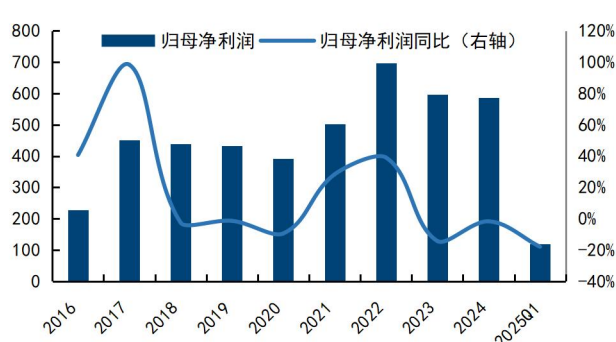
2025 年 2 月完成杭锦能源收购，并纳入合并报表。公司于 2025 年 2 月完成收购国家能源集团公司持有的杭锦能源 100%股权的交易，并将杭锦能源纳入合并报表。2025Q1 杭锦能源实现营业收入 10.25 亿元，同比-0.8%，净利润-0.8 亿元，同比减亏约 12 亿元。杭锦能源所属雁南矿、扎泥河露天矿、煤电一体化项目（敏东一矿及鄂温克电厂）生产经营稳定，2025Q1 实现煤炭销售量 324 万吨，同比+54%，售电量 103 万千瓦时，同比+2%。杭锦能源在建煤矿塔然高勒井田（设计产能 1000 万吨/年）工程建设按计划推进。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

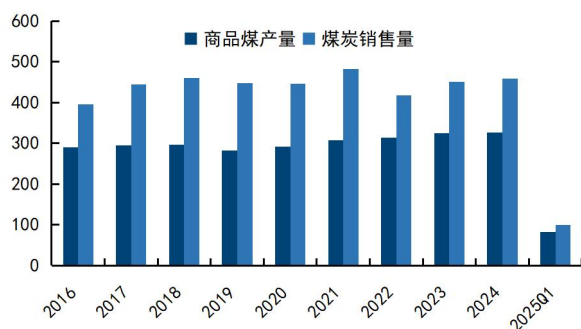
图2：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤炭业务：下游需求疲软，煤炭销量和售价均有所下滑。2025Q1 公司商品煤产量 82.5 百万吨，同比-1.1%；煤炭销量 99.3 百万吨，同比-15.3%，其中自产商品煤销量 78.5 百万吨，同比-4.7%，外购煤销量 20.8 百万吨，同比-40.4%。价格方面，自产煤、外购煤销售均价分别为 484 元/吨、586 元/吨，分别同比-44 元/吨、-91 元/吨。销售结构方面，年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 63.9%/27.7%/4.8%/3.6%，分别同比+14.0pct/-3.6pct/-9.0pct/-1.4pct。自产煤单位成本为 195.8 元/吨，同比增加 4.4 元/吨，主要系人工成本、修理费、折旧摊销增加所致。受煤价回落和销量下滑的影响，煤炭业务实现毛利 152 亿元，同比-22.5%。项目进展方面，截至 2025Q1 新街一井、新街二井立井井筒已开工建设。

图3：公司商品煤产销量情况（百万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司自产煤单位生产成本（元/吨）

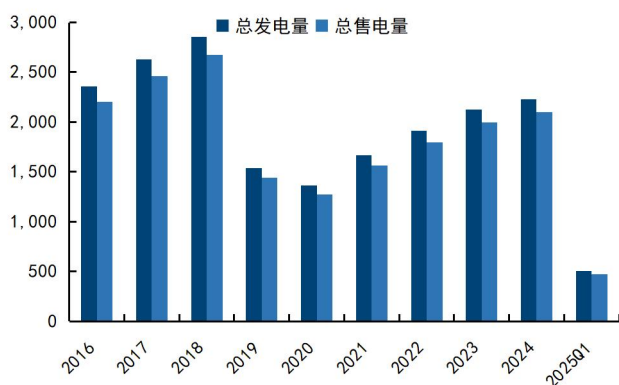


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力业务：下游需求疲软，发/售电量下降，售电价格下滑，毛利减少。2025Q1 公司发/售电量为 504.2/474.7 亿千瓦时，分别同比-10.7%/-10.7%；发电机组平均利用小时数为 1063 小时，同比-13.4%；平均售电价格 386 元/兆瓦时，同比-5.6%；由于燃煤采购价格下降，公司单位售电成本 353.7 元/兆瓦时，同比-3.1%。2025Q1 电力板块毛利率 15.4%，同比-1.3pct。截至 2025Q1，公司控制并运营的发电机组装机容量为 47505MW，相比 2024 年底新增装机容量 1241MW，其中收购杭锦能源后新增燃煤发电装机容量 1200MW。

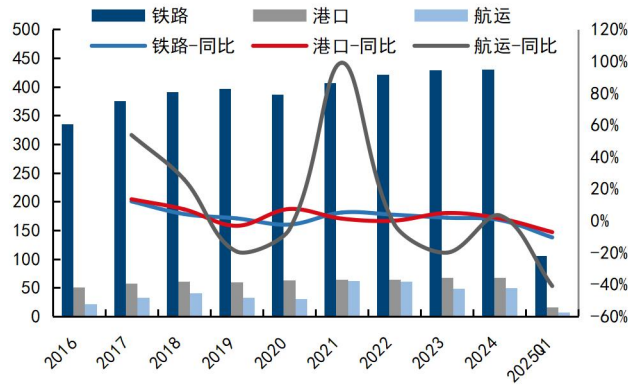
运输业务：受煤炭销售量下降、航运业务结构调整等的影响，铁路、港口、航运利润总额同比下降。2025Q1 铁路/港口/航运分部营收分别为 105/16/7 亿元，分别同比-10.5%/-7.2%/-41%，毛利率分别同比+1.9pct/-1.2pct/-2.8pct；实现利润总额为 35/6/0.3 亿元，分别同比-7.6%/-6.1%/-69.6%。项目进展方面，黄骅港（煤炭港区）五期工程全面开工建设。

图5：公司发/售电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司运输板块营收（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年整体经营目标稳中有增；将适时回购 H 股增强市场信心；资产注入稳步推进，内增可期。2025 年公司计划商品煤产量 3.348 亿吨，煤炭销售量 4.659 亿吨，发电量 2,271 亿千瓦时，均高于 2024 年实际水平。公司董事会已获得股东周年大会授予回购 H 股股份的一般性授权，公司将适时进行回购。此外，目前公司与控股股东国家能源集团正在协商启动新一批的注资交易，新的煤炭优质资产有望继续注入公司，内增可期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 536/544/553 亿元。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，分红率较高，内增外延下仍有成长空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	149986	142415	142677	145996	156356	营业收入	343074	338375	334306	341006	347267
应收款项	19858	15502	15316	15623	15909	营业成本	219922	223192	226896	231788	236282
存货净额	12846	12482	12811	12985	13157	营业税金及附加	18385	17784	17570	17922	18251
其他流动资产	16261	17424	17214	17559	17882	销售费用	425	491	485	495	504
流动资产合计	198951	205125	205320	209465	220607	管理费用	9812	10340	10216	10420	10612
固定资产	277407	284724	302729	316584	323671	研发费用	3007	2727	2694	2748	2799
无形资产及其他	61630	64776	62617	60458	58298	财务费用	501	129	176	116	13
投资性房地产	36572	43603	43603	43603	43603	投资收益	3815	4871	4871	4871	4871
长期股权投资	55571	59840	64109	68378	72647	资产减值及公允价值变动	(3691)	(533)	(554)	(554)	(554)
资产总计	630131	658068	678378	698487	718826	其他收入	(2786)	(2415)	(2361)	(2415)	(2466)
短期借款及交易性金融负债	10106	13410	12000	11000	10000	营业利润	91367	88362	80919	82166	83456
应付款项	38901	38205	39212	39744	40271	营业外净收支	(4191)	(2569)	(2569)	(2569)	(2569)
其他流动负债	42578	41005	41964	42552	43131	利润总额	87176	85793	78350	79597	80887
流动负债合计	91585	92620	93176	93295	93402	所得税费用	17578	16928	15459	15706	15960
长期借款及应付债券	32608	28932	28932	28932	28932	少数股东损益	9904	10194	9310	9458	9611
其他长期负债	27568	32564	37560	42556	47552	归属于母公司净利润	59694	58671	53581	54434	55316
长期负债合计	60176	61496	66492	71488	76484	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	151761	154116	159668	164783	169886	净利润	59694	58671	53581	54434	55316
少数股东权益	69678	77086	79271	81490	83745	资产减值准备	319	(3156)	60	37	20
股东权益	408692	426866	439440	452213	465194	折旧摊销	21860	22543	20539	22714	24498
负债和股东权益总计	630131	658068	678378	698487	718826	公允价值变动损失	3691	533	554	554	554
						财务费用	501	129	176	116	13
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(4618)	(3903)	7089	5327	5341
每股收益	3.00	2.95	2.70	2.74	2.78	其它	(353)	5548	2124	2182	2236
每股红利	3.01	2.71	2.06	2.10	2.13	经营活动现金流	80593	80236	83948	85248	87964
每股净资产	20.57	21.48	22.12	22.76	23.41	资本开支	0	(24322)	(37000)	(35000)	(30000)
ROIC	15.93%	14.70%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	(17302)	0	0	0
ROE	14.61%	13.74%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(5921)	(45893)	(41269)	(39269)	(34269)
毛利率	36%	34%	32%	32%	32%	权益性融资	134	1015	0	0	0
EBIT Margin	27%	25%	23%	23%	23%	负债净变化	(8802)	(704)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	29%	29%	30%	支付股利、利息	(59900)	(53778)	(41007)	(41660)	(42335)
收入增长	-0%	-1%	-1%	2%	2%	其它融资现金流	42081	66035	(1410)	(1000)	(1000)
净利润增长率	-14%	-2%	-9%	2%	2%	融资活动现金流	(95189)	(41914)	(42417)	(42660)	(43335)
资产负债率	35%	35%	35%	35%	35%	现金净变动	(20517)	(7571)	262	3319	10360
股息率	7.8%	7.0%	5.3%	5.4%	5.5%	货币资金的期初余额	170503	149986	142415	142677	145996
P/E	12.9	13.1	14.3	14.1	13.9	货币资金的期末余额	149986	142415	142677	145996	156356
P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	企业自由现金流	0	61616	51990	55356	63106
EV/EBITDA	8.1	8.7	9.6	9.3	9.1	权益自由现金流	0	126947	50439	54262	62096

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032