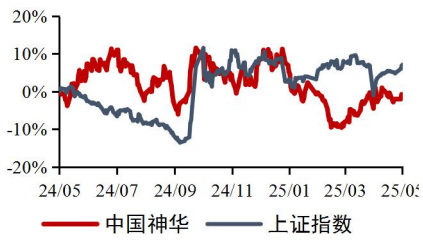
动力煤 中国神华（601088.SH） 买入-A(维持)

长协稳定业绩，分红成长可期

2025 年 5 月 8 日 公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 8 日

收盘价（元）：	38.55
年内最高/最低（元）：	47.50/34.78
流通 A 股/总股本（亿股）：	164.91/198.69
流通 A 股市值（亿元）：	6,357.30
总市值（亿元）：	7,659.31

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	0.60
摊薄每股收益(元)：	0.60
每股净资产(元)：	25.81
净资产收益率(%)：	2.86

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2025 年一季度报告：报告期内公司实现营业收入 695.85 亿元，同比-21.1%；实现归母净利润 119.49 亿元，同比-18.0%；扣非后归母净利润 117.05 亿元，同比-28.9%；基本每股收益 0.601 元/股，加权平均净资产收益率 2.80%，同比减少 0.74 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 205.38 亿元，同比-25.90%。截至 2025 年 3 月 30 日，公司总资产 6723.07 亿元，同比+0.60%，净资产 4331.14 亿元，同比+3.2%。

事件点评

➢ **Q1 长协占比提高，煤炭毛利率提升。**Q1 公司商品煤产量 82.5 百万吨（-1.1%），销售量为 99.3 百万吨（-15.3%），其中自产煤销售 78.5 万吨（-4.7%）、外购煤销售 20.8 百万吨（-40.4%）。煤炭平均售价 506 元/吨，同比变化-11.5%。煤炭销售定价机制中年度长协、月度长协及现货分别占比 63.9%、27.7%和 4.8%，长协合计占比 91.6%，同比提高 10.3 个百分点。成本方面，Q1 煤炭平均单位销售成本 353 元/吨，同比-13.07%，其中自产煤销售成本 293 元/吨，同比-1.4%；外购煤销售成本 578 元/吨，同比-12.7%。Q1 自产煤单位生产成本 195.8 元/吨，同比+2.3%。煤炭分部（合并抵销前）实现营收 515.99 亿元（-25.7%），营业成本 360.90 亿元（-26.8%），毛利 155.09 亿元（-22.8%）。Q1 销售中长协占比提高，吨煤售价下降幅度小于成本下降幅度，煤炭分部毛利率 30.1%，同比提高 1.2pct。

➢ **电力分部维持较高毛利率，装机进一步增加。**Q1 公司累计实现发电量 504.2 亿千瓦时，同比-10.7%；售电量 474.7 亿千瓦时，同比-10.7%；其中燃煤发电 483.6 亿千瓦时，同比-12.0%，结构占比从 97.3%降低至 95.9%，降低 1.4pct。电价方面，2025Q1 公司度电价格 386 元/兆瓦时，同比-5.6%。Q1 公司平均售电成本 353.7 元/兆瓦时，同比-3.1%，主要受燃料煤价格下降影响，但电价同步下行，导致发电分部营收 208.54 亿元，同比-14.7%；营业成本 176.41 亿元，同比-13.4%，毛利 32.13 亿元，同比-21.2%，毛利率 15.4%，同比下降 1.3pct。Q1 新增装机 1241 兆瓦，其中燃煤发电 1200 兆瓦，主要受杭锦能源并表影响。

➢ **运输分部随煤炭市场波动，煤化工毛利率提升。**受 Q1 煤炭销售量下降、航运业务结构调整等因素影响，公司铁路、港口、航运分部利润总额同比下降，煤化工有所增长；2025Q1 铁路/港口/航运/煤化工分部营收分别为 105.26/15.76/7.16/14.72 亿元，分别同比-10.5%/-7.2%/-41%/-2.3% ，毛利率分别同比+1.9pct/-1.2pct/-2.8pct/+1.6pct；实现利润总额为 34.90/6.15/0.31/0.43

亿元，分别同比-7.6%/-6.1%/-69.6%/168.8%。

➢ **分红与成长可期，投资价值仍具。**公司 2024 年度分红比例 76.5%，同比提高 1.3 个百分点，公司承诺近三年每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现归属于本公司股东净利润的 65%，并考虑实施中期利润分配。同时，公司作为央企能源龙头企业，增持、注资动作仍然可期，成长性仍存。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.74\2.89\2.96 元，对应公司 5 月 7 日收盘价 38.78 元，2025-2027 年 PE 分别为 14.1\13.4\13.1 倍，考虑到公司经营业绩稳健，央企市值考核逐步落地，公司投资价值仍存，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示

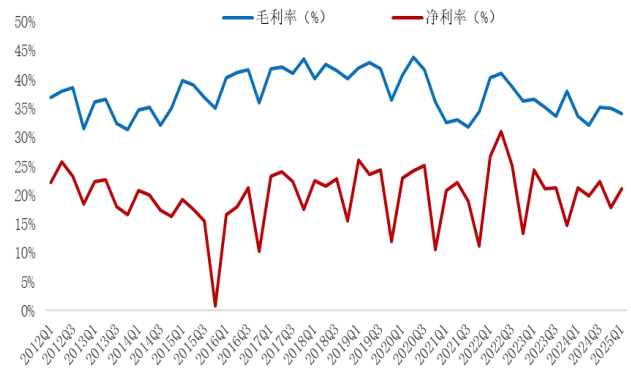
➢ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	320,542	324,627	337,107
YoY(%)	-0.4	-1.4	-5.3	1.3	3.8
净利润(百万元)	59,694	58,671	54,472	57,377	58,895
YoY(%)	-14.3	-1.7	-7.2	5.3	2.6
毛利率(%)	35.9	34.0	33.8	34.4	34.2
EPS(摊薄/元)	3.00	2.95	2.74	2.89	2.96
ROE(%)	14.5	13.7	11.2	11.4	11.3
P/E(倍)	12.9	13.1	14.1	13.4	13.1
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5
净利率(%)	17.4	17.3	17.0	17.7	17.5

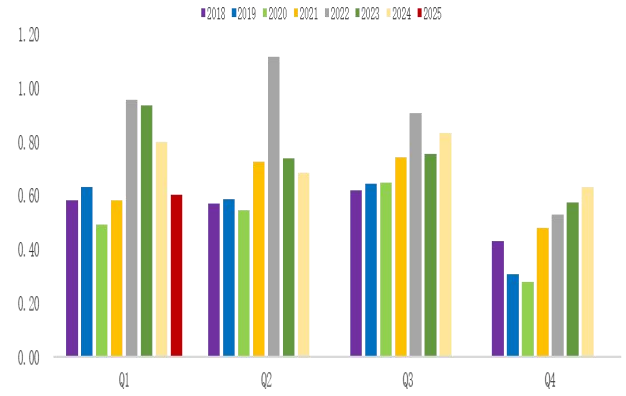
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2012-2025Q1 公司分季度毛利率和净利率



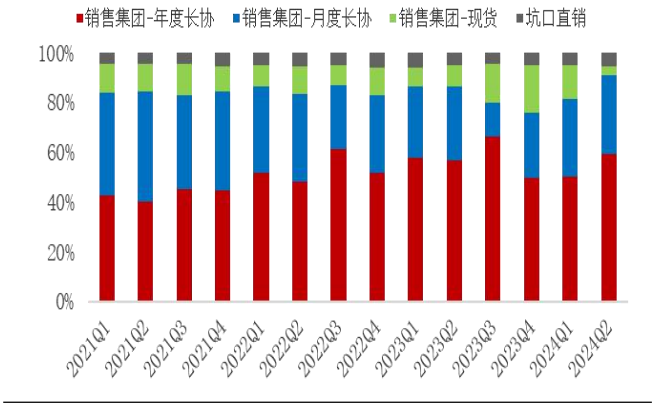
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2025Q1 公司分季度 EPS



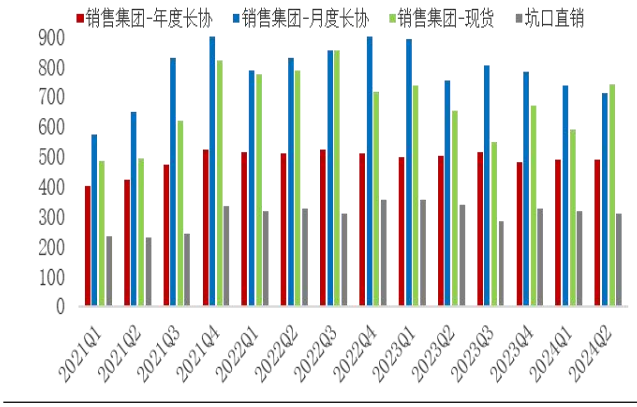
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2021-2025Q1 分季度不同销售模式销量（单位：百万吨）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2021-2025Q1 分季度不同销售模式售价（单位：元/吨）



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本 （单位：百万吨、元/吨）

单季度销量	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023A	2024A	AoA	2025Q1o2024Q1
一、国内销售	115.7	109.8	111.5	111.5	98.0	442.5	448.5	1.4%	-15.3%
其中：进口煤销售	1.3	1.3	2.2	2.1	1.5	5.7	6.9	21.1%	15.4%
二、出口及境外销售	1.6	2.6	4.1	2.5	1.3	1.7	10.8	535.3%	-18.8%
销售量合计	117.3	112.4	115.6	114	99.3	444.2	459.3	3.4%	-15.3%
吨煤售价/成本(不含税)	**2024Q1**	**2023Q2**	**2024Q3**	**2024Q4**	**2025Q1**	**2023A**	**2024A**	**AoA**	**2025Q1o2024Q1**

单季度销量	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2023A	2024A	AoA	2025Q1o2024Q1
一、国内销售	571	559	556	562	505	581	562	-3.3%	-11.6%
其中：进口煤销售	631	673	628	579	528	706	622	-11.9%	-16.3%
三、出口及境外销售	673	612	667	616	593	763	643	-15.7%	-11.9%
平均销售价格	572	560	560	564	506	584	564	-3.4%	-11.5%
自产煤单位生产成本	191.4				195.8	179	179	0.0%	2.3%

资料来源：公司 2024 年一季报、半年度报告、三季报、年报；2025 年一季报；山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	277027	333682	364323
现金	149986	142415	213494	270266	297849
应收票据及应收账款	19858	15502	17994	15929	19299
预付账款	5999	6232	5354	6380	5805
存货	12846	12482	11606	12552	12604
其他流动资产	10262	28494	28578	28556	28766
非流动资产	431180	452943	438262	425706	416362
长期投资	55571	59840	63795	67944	71996
固定资产	256933	257149	245937	233517	219773
无形资产	61630	64776	68847	71312	74360
其他非流动资产	57046	71178	59684	52933	50233
资产总计	630131	658068	715288	759388	780685
流动负债	91585	92620	86276	100504	94802
短期借款	2927	1037	3694	3424	3260
应付票据及应付账款	38901	38205	36022	38274	39013
其他流动负债	49757	53378	46560	58806	52529
非流动负债	**60176**	**61496**	**61212**	**70674**	**74263**
长期借款	32608	28932	31146	39359	43573
其他非流动负债	27568	32564	30066	31315	30691
负债合计	151761	154116	147614	171305	169192
少数股东权益	69678	77086	86336	96192	106252
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68182	68296	68423	68423	68423
留存收益	299924	313685	324284	336617	351848
归属母公司股东权益	408692	426866	481338	491890	505241
负债和股东权益	630131	658068	715288	759388	780685

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	76900	96283	73684
净利润	69598	68865	63722	67233	68954
折旧摊销	24641	24172	22581	23442	22134
财务费用	501	129	-50	-257	-317
投资损失	-3815	-4871	-4279	-4516	-4458
营运资金变动	-11690	512	-5238	10615	-12595
其他经营现金流	10452	4541	165	-233	-34
投资活动现金流	-36974	-85359	-3891	-6084	-8324
筹资活动现金流	-76131	-51173	-1931	-33427	-37777
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.74	2.89	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	3.87	4.85	3.71
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	24.23	24.76	25.43

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343074	338375	320542	324627	337107
营业成本	219922	223192	212332	212919	221728
营业税金及附加	18385	17784	17535	17406	18078
营业费用	425	491	465	471	489
管理费用	9812	10340	9400	9575	10043
研发费用	3007	2727	2583	2616	2717
财务费用	501	129	-50	-257	-317
资产减值损失	-3976	-663	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	1	2	1
投资净收益	3815	4871	4279	4516	4458
营业利润	91367	88362	83030	86872	89292
营业外收入	912	813	813	813	813
营业外支出	5103	3382	4243	3812	4027
利润总额	87176	85793	79601	83873	86078
所得税	17578	16928	15878	16640	17124
税后利润	69598	68865	63722	67233	68954
少数股东损益	9904	10194	9250	9856	10059
归属母公司净利润	59694	58671	54472	57377	58895
EBITDA	112159	110156	102191	107118	107958

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	-1.4	-5.3	1.3	3.8
营业利润(%)	-6.9	-3.3	-6.0	4.6	2.8
归属于母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-7.2	5.3	2.6
获利能力					
毛利率(%)	35.9	34.0	33.8	34.4	34.2
净利率(%)	17.4	17.3	17.0	17.7	17.5
ROE(%)	14.5	13.7	11.2	11.4	11.3
ROIC(%)	14.9	14.1	11.7	11.8	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	23.4	20.6	22.6	21.7
流动比率	2.2	2.2	3.2	3.3	3.8
速动比率	1.9	1.9	2.9	3.0	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	21.5	19.1	19.1	19.1	19.1
应付账款周转率	5.6	5.8	5.7	5.7	5.7
估值比率					
P/E	12.9	13.1	14.1	13.4	13.1
P/B	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.7	6.8	6.7	6.1	6.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层