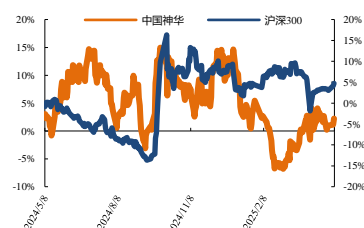


业绩短期承压，高分红凸显长期投资价值

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-2.89	1.29	-2.47
绝对收益	3.86	-0.28	2.24

注：相对收益与沪深300相比

分析师：王逸奇

证书编号：S0500524080002

Tel: (8621) 50293519

Email: wyq06893@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研
究所

核心要点：

□ 事件

根据2025年一季度报，2025Q1公司实现营业收入695.9亿元，同比下降21.1%，归母净利润119.5亿元，同比下降18.0%，扣非净利润117.1亿元，同比下降28.9%。

□ 煤炭业务量价双降，短期业绩承压

- ◆ 产销方面：2025年一季度公司实现商品煤产量82.5百万吨，同比下降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，同比下降40.4%。受下游用煤需求偏弱影响，公司自产煤销量小幅下滑，外购煤销售量大幅下滑。
- ◆ 价格方面：公司煤炭销售平均价格为506元/吨（不含税），同比下降11.5%。其中，年度长协价为502元/吨，同比上涨2.4%；月度长协价为541元/吨，同比下降26.6%；现货价为569元/吨，同比下降3.7%。受2025年一季度用煤需求偏弱，公司煤炭售价下行，尤其是月度长协价跌幅显著，但由于公司以年度长协煤为主，整体煤炭平均售价下滑幅度相对较小。
- ◆ 成本方面：自产煤单位成本为195.8元/吨，同比增加2.3%，主要系人工成本、修理费、折旧摊销分别上涨6.7%、15.5%、4.8%所致。

□ 公司稳定分红金额、增加分红频次，凸显长期投资价值

根据公司公告，公司2024年每股派发现金红利2.26元/股（含税），分红比例为76.53%，较2023年提升1.31pct。且2025-2027年度分红有望进一步提升，公司董事会建议2025年至2027年度股东回报规划方案，提高每年度最低现金分红比例5个百分点至65%，并考虑适当增加分红频次，加力中长期回报规划。

□ 投资建议

公司煤炭长协占比高，叠加煤电运一体化运营背景，业绩抗风险能力较强。此外，公司完成杭锦能源收购，利于新增产能不断推进，提高公司在蒙东地区的能源保供能力和协同运营水平，从而巩固公司一体化核心竞争力和长期盈利能力。同时，公司加力中长期回报规划，2025-2027年度分红有望进一步提升，由2022-2024年度归母净利润的60%提升至65%，高分红高股息凸显投资价值。

考虑到2025年煤价中枢下滑影响，我们下调2025和2026年盈利预测，同时增加2027年盈利预测。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为551/546/536亿元，EPS分别为2.77/2.75/2.70元，截至5月7日股价对应PE分别为13.99x/14.1x/14.37x，维持“增持”评级。

□ 风险提示

安全生产风险。绿色能源替代风险，煤炭价格下跌风险。

重要财务指标

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	338375	329567	330123	329676
同比(%)	-1.4%	-2.6%	0.2%	-0.1%
归属母公司净利润	58671	55075	54645	53628
同比(%)	-1.7%	-6.1%	-0.8%	-1.9%
毛利率(%)	34.0%	34.3%	33.7%	33.1%
ROE(%)	13.7%	12.8%	12.3%	11.7%
每股收益(元)	2.95	2.77	2.75	2.70
P/E	13.13	13.99	14.10	14.37
P/B	1.81	1.79	1.73	1.68

资料来源：天软科技、Wind、湘财证券研究所

附表 1 中国神华财务报表以及相应指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	205125	227603	245690	269386	营业收入	338375	329567	330123	329676
货币资金	142415	183315	199941	224304	营业成本	223192	216658	218919	220646
应收账款	12466	11440	11714	11762	税金及附加	17784	18029	17700	17679
其他应收款	2378	2339	2379	2344	销售费用	491	426	438	447
预付账款	6232	6327	6159	6271	管理费用	10340	9665	9737	9822
存货	12482	12442	12585	12565	研发费用	2727	3035	2865	2851
其他流动资产	29152	11739	12912	12139	财务费用	129	534	267	47
非流动资产	452943	444344	444424	438051	信用减值损失	-128	-128	-128	-128
长期股权投资	59840	57706	58773	58239	资产减值损失	-535	-2533	-2253	-1774
固定资产	257149	248377	238841	228541	公允价值变动收益	2	1	1	1
在建工程	27575	27575	27575	27575	投资收益	4871	4343	4607	4475
无形资产	64776	70319	77158	82408	营业利润	88362	83463	82933	81261
其他非流动资产	43603	40367	42077	41287	营业外收入	813	723	816	784
资产总计	658068	671947	690114	707437	营业外支出	3382	3606	4030	3673
流动负债	92620	95576	95128	95160	利润总额	85793	80579	79719	78371
短期借款	1037	3694	3424	3260	所得税	16928	15899	15729	15464
应付账款	38059	37919	37930	38157	净利润	68865	64680	63989	62908
其他流动负债	53524	53963	53774	53744	少数股东损益	10194	9605	9344	9280
非流动负债	61496	58045	53624	49143	归属母公司净利润	58671	55075	54645	53628
长期借款	28932	23854	19613	15682	EBITDA	112917	111633	111788	110770
其他非流动负债	32564	34192	34012	33461	EPS (元)	2.95	2.77	2.75	2.70
负债合计	154116	153621	148752	144303					
归属母公司股东权益	426866	431635	445327	457819	主要财务比率				
股本	19869	19869	19869	19869	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
资本公积	68296	68296	68296	68296	成长能力				
留存收益	313685	323857	336713	348698	营业收入	-1.4%	-2.6%	0.2%	-0.1%
少数股东权益	77086	86691	96035	105315	营业利润	-3.3%	-5.5%	-0.6%	-2.0%
负债和股东权益	658068	671947	690114	707437	归属母公司净利润	-1.7%	-6.1%	-0.8%	-1.9%
					获利能力				
					毛利率(%)	35.9%	34.0%	34.3%	33.7%
					净利率(%)	17.3%	16.7%	16.6%	16.3%
					ROE(%)	13.7%	12.8%	12.3%	11.7%
					ROIC(%)	24.9%	24.0%	23.8%	23.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.4%	22.9%	21.6%	20.4%
					流动比率	2.21	2.38	2.58	2.83
					速动比率	2.08	2.25	2.45	2.70
					利息保障倍数	32.77	82.13	98.79	118.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.50	0.48	0.47
					应收账款周转率	25.37	25.25	26.12	25.73
					存货周转率	14.71	14.60	14.69	14.74
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.95	2.77	2.75	2.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.70	4.35	4.33	4.53
					每股净资产(最新摊薄)	21.48	21.72	22.41	23.04
					估值比率				
					P/E	13.13	13.99	14.10	14.37
					P/B	1.81	1.79	1.73	1.68
					EV/EBITDA	5.66	5.72	5.71	5.77

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	93348	86341	85960	89929
净利润	68865	64680	63989	62908
资产减值准备	535	-118	70	-14
折旧摊销	24426	27636	28587	29462
财务费用	91	534	267	47
投资损失	-4871	-4343	-4607	-4475
营运资金变动	512	496	-1592	860
其他经营现金流	3790	-2544	-755	1141
投资活动现金流	-85359	-255	-22282	-19212
资本支出	37032	15245	15245	15245
长期投资	17675	-2345	1143	-571
其他投资现金流	-30652	12645	-5894	-4539
筹资活动现金流	-51173	-45186	-47051	-46353
短期借款	-1890	2657	-270	-165
长期借款	-704	-5079	-4241	-3931
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	114	0	0	0
其他筹资现金流	-48693	-42765	-42541	-42258
现金净增加额	-43100	40900	16626	24363

资料来源: 天软科技、Wind、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。