

中国神华（601088.SH）：煤电联营 强韧性，持续高分红彰显重回报

——2024年及2025年一季度报点评

2025年5月20日

强烈推荐/维持

中国神华

公司报告

事件：中国神华公司2024年营业收入实现3,383.75亿元，同比下降1.4%；归属于本公司股东的净利润实现586.71亿元，同比减少1.7%；扣非后归属于本公司股东的净利润实现601.25亿元，同比下降4.4%；加权后平均净资产收益率为14.04%，同比下降0.84个百分点。2025年Q1，公司实现营业收入695.85亿元，同比下降21.1%，归母净利润119.49亿元，同比下降18.0%，扣非后归属于上市公司股东净利润117.05亿元，同比下降28.9%，加权平均净资产收益率2.80%，同比下降0.74个百分点。

煤炭分部：煤价下降明显，生产和销售成本上涨，拖累业绩。2024年，商品煤产量实现3.27亿吨，同比上涨0.8%；煤炭销售量实现4.59亿吨，同比上涨2.1%。销售平均价格（不含税）为564元/吨，同比下降3.4%；自产煤、外购煤销售价格分别为527元/吨、653元/吨，同比分别下降3.8%、3.8%。年度长协、月度长协、现货每天销售价格分别为491元/吨、705元/吨、627元/吨，同比分别下降1.8%、12.7%、2.0%。销售合计成本为180,439百万元，同比上涨1.45%，其中自产煤、外购煤销售成本分别为95,642百万元、84,797百万元，分别同比上涨0.41%、2.64%。自产煤单位生产成本为179.0元/吨，同比不变，其中原材料、人工成本、修理费、折旧及摊销、其他成本分别为27.4元/吨、47.3元/吨、9.2元/吨、21.0元/吨、74.1元/吨，同比变化分别为-9.0%、+26.5%、+1.1%、-11.4%、-5.8%。销售毛利率为30.3%，同比下降2.0个百分点。煤炭分部实现营业收入2,686.18亿元，同比下降1.7%。利润总额543.65亿元，同比下降7.1%。

25Q1，自产煤单位售价484.45元，同比下降8.38%，年度长协、月度长协、现货每天销售价格分别为491元/吨、705元/吨、627元/吨，同比分别下降1.8%、12.7%、2.0%。商品煤产量0.825亿吨，同比下降1.1%。25Q1自产煤销量78.5百万吨，同比下降4.7%；商品煤销量99.3百万吨，同比下降15.3%。25Q1年公司煤炭分部实现营业收入515.99亿元，同比下降25.7%，2025Q1利润总额100.96亿元，同比下降16.6%。

发电分部：2024发电业务韧性凸显，售电成本优化，售电量增，利润增长。2024年，售电量为2102.8亿千瓦时，同比增长5.3%；售电价为403元/兆瓦时，同比下降2.7%。利润总额同比增长2.0%。

25Q1，由于系季节性需求疲弱总发电量和售电量下降，随着电价下行及毛利率下滑，业绩承压。总发电量为504.2亿千瓦时，同比下降10.7%。总售电量为474.7亿千瓦时，同比下降10.7%。平均售电成本为353.7元/兆瓦时，同比下降3.1%。毛利率15.4%，同比下滑1.3个百分点。利润总额26.25亿元，同比下降17.2%。

运输分部及煤化工分部：运输业务稳健增长，成本上升导致各业务毛利率均下滑。2024年，公司自有铁路运输周转量达3121亿吨公里，同比增长0.9%；公司铁路分部实现营业收入431.15亿元，同比上涨0.4%，主要是由于自有铁路运输周转量增长。营业成本实现268.19亿元，同比下跌0.9%，主要是由于首检修计划影响，修理费同比减少。港口分部毛利率下降3.7个百分点；由于

公司简介：

中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，成立于2004年11月8日，主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力、煤化工和新能源产业，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。资料来源：公司公告、iFinD

未来3-6个月重大事项提示：

无

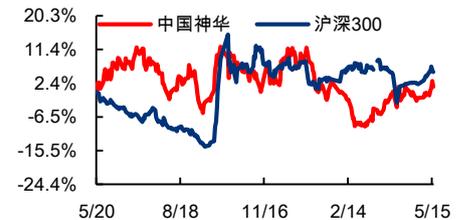
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	43.6-35.35
总市值（亿元）	7,840.12
流通市值（亿元）	6,507.36
总股本/流通A股（万股）	1,986,852/1,649,104
流通B股/H股（万股）	-/337,748
52周日均换手率	1.1

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：莫文娟

010-66555574

mowj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524070001

平均海运价格增长，航运分部毛利率同比上升 5.8 个百分点。2024 年公司煤化工分部实现营业收入 56.33 亿元，同比下降 7.6%；毛利率为 5.8%，同比下降 5.4 个百分点，主要是由于煤制烯烃生产设备按计划检修，聚烯烃产品产量及销售下降。

25Q1，自有铁路运输周转量 725 亿吨公里，同比下降 11.6%。单位运输价格 145.19 元/千吨公里，同比上涨 1.21%。单位运输成本 87.08 元/千吨公里，同比下降 1.95%。毛利率 40.0%，同比提升 1.9 个百分点。2025Q1 利润总额 34.90 亿元，同比下降 7.6%。航运分部，2025Q1 年航运周转量 238 亿吨海里，同比下降 34.4%。单位运输价格 30.08 元/千吨海里，同比下降 10.05%。单位运输成本 27.56 元/千吨海里，同比下降 7.19%。毛利率 8.4%，同比下降 2.8 个百分点。2025Q1 利润总额 0.31 亿元，同比下降 69.6%。受煤炭销售量下降、航运业务调整等影响，铁路、航运、港口分部利润总额同比下降。

深化煤电联营，拓展新项目，未来产能增量有望持续。深化煤电联营，持续发挥煤电兜底保障作用。2024 年，公司煤炭分部主要投资项目包括新街台格庙矿区新街一井、二井建设，计划投入 11 亿元，新项目预计生产能力合计将达到 1600 万吨/年，现项目已获得国家发展改革委核准批复，有序推进建设准备工作；公司发电分部资本开支中用于新建项目（含相关设备采购）的支出为 119.39 亿元，科学布局支撑性保障性电源，高质量投产国内首个应用国产 BIM 技术的惠州二期气电项目，有序推进九江二期、北海二期、清远二期等在建项目建设，高标准开工定州三期、沧东三期等火电项目。公司在煤电联营的模式下，新建项目稳步推进，未来产能将持续增长。

持续高额现金分红，继续领跑行业。2024 年，公司拟派发股息现金 2.26 元/股（含税），分红总额为 449.03 亿元（含税），在中国企业会计准则下分红占归属于本公司股东的净利润的 76.5%，同比增长 1.3 个百分点，高额分红有望持续保持。按照 2025 年 5 月 6 日收盘价计算，A 股股息率为 5.97%，H 股股息率为 7.92%。

公司盈利预测及投资评级：我们认为，公司在售电业务加速发展，发电业务经营情况持续向好。同时伴随资产注入及在建矿井逐步投产，公司煤炭业务有望迎来产量外延增长，贡献稳定业绩。预计公司 2025-2027 年归母净利润有望达 541.17/556.37/550.35 亿元，对应 EPS 为 2.72/2.80/2.77 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	343,074	338,375	326,146	332,390	337,197
增长率 (%)	-0.4%	-1.4%	-3.6%	1.9%	1.4%
归母净利润 (百万元)	59,694	58,671	54,117	55,634	55,035
增长率 (%)	-14.3%	-1.7%	-7.8%	2.8%	-1.1%
净资产收益率 (%)	14.6%	13.7%	11.8%	11.3%	10.5%
每股收益 (元)	3.00	2.95	2.72	2.80	2.77
PE	12.76	12.99	14.08	13.70	13.84
PB	1.86	1.79	1.66	1.55	1.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	198,951	205,125	245,044	290,134	335,574	营业收入	343,074	338,375	326,146	332,390	337,197
货币资金	149,986	142,415	184,637	228,940	273,617	营业成本	219,922	223,192	211,197	214,577	219,915
应收账款	20,112	16,676	15,707	16,008	16,240	营业税金及附加	18,385	17,784	16,377	17,156	17,687
其他应收款	2,377	2,731	2,378	2,379	2,425	营业费用	425	491	473	482	489
预付账款	5,999	6,232	6,052	6,168	6,257	管理费用	9,812	10,340	13,698	13,960	14,162
存货	12,846	12,482	12,103	12,297	12,603	财务费用	501	129	726	208	-276
其他流动资产	7,277	24,942	24,165	24,296	24,398	研发费用	3,007	2,727	3,003	3,061	3,105
非流动资产合计	431,180	452,943	443,032	435,029	427,197	资产减值损失	-3,976	-663	-2,959	-3,015	-3,059
长期股权投资	55,571	59,840	63,740	67,656	71,595	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
固定资产	258,516	258,715	247,302	238,216	231,414	投资净收益	3,815	4,871	3,702	3,702	3,702
无形资产	61,630	64,776	53,980	43,184	32,388	加: 其他收益	506	440	603	603	603
其他非流动资产	31,356	37,862	37,862	37,862	37,862	营业利润	91,367	88,362	82,018	84,236	83,360
资产总计	630,131	658,068	688,076	725,163	762,771	营业外收入	912	813	723	723	723
流动负债合计	91,585	92,620	88,586	90,023	92,197	营业外支出	5,103	3,382	3,606	3,606	3,606
短期借款	2,927	1,037	0	0	0	利润总额	87,176	85,793	79,134	81,352	80,476
应付账款	38,901	38,205	37,564	38,165	39,115	所得税	17,578	16,928	15,614	16,052	15,879
其他流动负债	49,757	53,378	51,022	51,858	53,082	净利润	69,598	68,865	63,520	65,300	64,597
非流动负债合计	60,176	61,496	54,176	47,304	40,675	少数股东损益	9,904	10,194	9,403	9,666	9,562
长期借款与应付	33,940	29,958	22,638	15,766	9,137	归属母公司净利润	59,694	58,671	54,117	55,634	55,035
其他非流动负债	26,236	31,538	31,538	31,538	31,538	主要财务比率					
负债合计	151,761	154,116	142,762	137,327	132,871		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	69,678	77,086	86,489	96,155	105,717	成长能力					
实收资本(或股)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	营业收入增长	-0.4%	-1.4%	-3.6%	1.9%	1.4%
资本公积	68,182	68,296	68,296	68,296	68,296	营业利润增长	-6.9%	-3.3%	-7.2%	2.7%	-1.0%
未分配利润	320,641	338,701	370,661	403,516	436,017	归属于母公司净利润增长	-14.3%	-1.7%	-7.8%	2.8%	-1.1%
归属母公司股东权益	408,692	426,866	458,826	491,681	524,182	获利能力					
负债和所有者权	630,131	658,068	688,076	725,163	762,771	毛利率(%)	35.9%	34.0%	35.2%	35.4%	34.8%
现金流量表						净利率(%)	28.6	20.3%	20.4%	19.5%	19.6%
						营业利润率(%)	9.5%	8.9%	7.9%	7.7%	7.2%
						ROE(%)	14.6%	13.7%	11.8%	11.3%	10.5%
经营活动现金	89,469	93,094	91,461	95,792	97,816	偿债能力					
净利润	69,598	68,865	62,379	64,159	63,456	资产负债率(%)	24%	23%	21%	19%	17%
折旧摊销	24,641	24,172	31,481	33,206	35,655	流动比率	2.17	2.21	2.77	3.22	3.64
财务费用	501	129	726	208	-276	速动比率	1.89	1.93	2.48	2.94	3.36
投资损失	-3,815	-4,871	-3,702	-3,702	-3,702	营运能力					
营运资金变动	-11,690	512	-694	650	1,411	总资产周转率	0.54	0.51	0.47	0.46	0.44
其他经营现金流	10,234	4,287	1,271	1,271	1,271	应收账款周转率	28.29	24.81	27.53	27.53	27.53
投资活动现金流	-36,974	-85,359	-17,999	-21,631	-24,252	应付账款周转率	5.74	5.86	5.71	5.71	5.71
资本支出	31,564	31,730	17,670	21,287	23,884	每股指标(元)					
长期投资	-2,887	-17,675	-523	-538	-562	每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.72	2.80	2.77
其他投资现金流	-65,651	-99,414	-35,146	-42,380	-47,574	每股净现金流(最新摊)	2.13	3.26	3.61	3.65	3.67
筹资活动现金流	-76,131	-51,173	-31,241	-29,859	-28,887	每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	23.09	24.75	26.38
短期借款增加	-2,289	-1,890	-1,037	0	0	估值比率					
长期借款增加	-9,396	-3,982	-7,320	-6,872	-6,629	P/E	12.76	12.99	14.08	13.70	13.84
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.86	1.79	1.66	1.55	1.45
资本公积增加	168	114	0	0	0	EV/EBITDA	5.44	7.66	6.28	5.73	5.32
现金净增加额	-23,502	-43,354	42,222	44,303	44,677						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	煤炭行业: 三港口炼焦煤库存继续减少, 全样本独立焦企产能利用率提升	2025-05-16
行业普通报告	煤炭行业: 动力煤价下跌, 三大港口库存增幅明显	2025-05-15
行业普通报告	煤炭行业: 三港口炼焦煤库存减少明显, 生铁和粗钢月度产量大幅提升	2025-04-22
行业普通报告	煤炭行业: 南非、欧洲三港动力煤离岸价涨, 国际海运费涨	2025-04-18
行业普通报告	煤炭行业: 在不确定性增大的市场环境中, 煤炭有望走出其独特的防御性	2025-04-08
行业深度报告	煤炭行业 2025 年二季度投资展望: 低估值与多频次高分红兼备, 红利资产具重点配置价值	2025-03-10
行业普通报告	煤炭行业: 动力煤价格继续下跌, 六大发电集团日均耗煤量明显下降	2025-02-19
行业普通报告	煤炭行业: 炼焦煤价继续下跌, 但焦化厂炼焦煤去库存明显	2025-02-18
公司普通报告	中国神华 (601088.SH): 煤电联营业务拓展, 有望持续高分红—2023 年报点评	2024-04-11

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

莫文娟

能源行业首席分析师, 博士, 2019-2020 年在美国康奈尔大学从事生物质能源工作一年。2022 年加入东兴证券, 主要覆盖能源开采与转型、碳中和等领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526