

## 业绩稳健，分红比例再提升，彰显龙头风范

2025 年 08 月 30 日



## 分析师：卢佳琪

执业证号：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@glms.com.cn

## 分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@glms.com.cn

## 分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@glms.com.cn

## 分析师：王姗姗

执业证号：S0100524070004

邮箱：wangshanshan\_yj@glms.com.cn

➤ **事件：**2025 年 8 月 29 日，公司发布 2025 年半年报。25H1，公司实现营业收入 1381.09 亿元，同比下降 18.3%；归母净利润 246.41 元，同比下降 12.0%；扣非归母净利润 243.12 亿元，同比下降 17.5%。国际企业会计准则下，25H1 公司实现归母净利润 267.06 亿元，同比下降 14.8%，其与中国会计准则下利润差额为专项储备计提，25H1 增加 20.65 亿元。

➤ **25Q2 盈利环比增长。**25Q2，公司实现营业收入 685.24 亿元，同环比-15.4%/-1.5%；归母净利润 126.92 亿元，同环比-5.6%/+6.2%；扣非归母净利润 126.07 亿元，同环比-3.2%/+7.7%。国际企业会计准则下，25Q2 公司实现归母净利润 133.32 亿元，同环比-10.1%/-0.3%，专项储备计提为 6.40 亿元。

➤ **中期分红比例 79%，A/H 股息率 2.6%/2.8%。**公司拟派发 2025 年中期股息每股 0.98 元（含税），合计派发 194.71 亿元（含税），分红比例 79.0%，以 2025 年 8 月 29 日 A/H 股收盘价分别计算，股息率为 2.6%/2.8%。公司注重保持利润分配政策连续性、稳定性和可预期性，重大资产重组背景下彰显公司回报股东的信心，公司近年实际分红比例均高于承诺，我们预计未来仍有望保持。

➤ **25Q2 煤炭月度长协占比提升，自产煤成本同环比回落，毛利率逆势抬升。**25Q2，公司商品煤产量 8290 万吨，同环比-2.2%/+0.5%；煤炭销售量 1.06 亿吨，同环比-6.3%/+6.3%；综合售价 481 元/吨，同环比-14.0%/-4.9%，其中年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价 409/576/511/212 元/吨，同比-16.5%/-19.2%/-31.2%/-31.7%，环比-18.5%/+6.4%/-10.1%/-0.9%，销量占比分别为 47.5%/45.3%/3.4%/3.8%，环比-16.4/+17.6/-1.3/+0.2pct。25Q2 煤炭业务毛利率 32.5%，同环比+4.8/+2.5pct，实现利润总额 116.66 亿元，同环比-6.4%/+15.6%。**其中：1) 自产煤：**25Q2，公司自产煤销量 8340 万吨，同环比-2.1%/+6.2%；吨煤售价 472 元/吨，同环比-10.2%/-2.5%；吨煤销售成本 280 元/吨，同环比-12.5%/-4.4%；自产煤毛利率 40.7%，同环比+1.6/+1.2pct。**2) 外购煤：**25Q2，公司外购煤销量 2220 万吨，同环比-19.3%/+6.7%；外购煤毛利率 2.0%，同环比+0.5/+0.6pct。

➤ **25Q2 发售电量同环比下降，毛利率环比抬升。**25Q2，公司发电量 483.6 亿千瓦时，同环比-3.6%/-4.1%，售电量 454.4 亿千瓦时，同环比-3.5%/-4.3%；发电业务毛利率 16.9%，同环比+2.3/+1.5pct，实现利润总额 24.62 亿元，同环比+19.4%/-6.2%。截至 25Q2 末公司总装机容量达到 47632MW，其中燃煤发电装机容量 44384MW，25Q2 新增装机 127MW。

➤ **25Q2 运输业务量环比增长明显，盈利能力环比提升。****1) 铁路：**25Q2，公司自有铁路周转量 80.3 十亿吨公里，同环比+1.1%/+10.8%；毛利率 40.6%，同环比+3.8/+0.5pct，实现利润总额 35.46 亿元，同环比+12.7%/+1.6%。**2) 港口：**25Q2，公司黄骅港装船量 57.9 百万吨，同环比+4.3%/+16.5%，天津煤

## 推荐

维持评级

当前价格：

37.47 元

## 相关研究

- 1.中国神华 (601088.SH) 事件点评：资产收购规模近千亿，成长不误分红-2025/08/16
- 2.中国神华 (601088.SH) 事件点评：大规模资产收购启动，黑金龙头再启航-2025/08/04
- 3.中国神华 (601088.SH) 2025 年一季报点评：业绩表现稳健，煤炭业务盈利增强-2025/04/26
- 4.中国神华 (601088.SH) 2024 年年报点评：业绩、分红稳健，龙头股息价值凸显-2025/03/22
- 5.中国神华 (601088.SH) 2024 年业绩预告点评：业绩亮眼，分红再提升，龙头引领风向-2025/01/23

码头装船量 12.0 百万吨, 同环比+5.3%/+22.4%; 毛利率 47.0%, 同环比+7.0/-0.4pct, 实现利润总额 7.14 亿元, 同环比+28.2%/+16.1%。3) **航运**: 25Q2, 公司航运货运量 28.1 百万吨, 同环比-11.6%/+28.9%; 航运周转量 28.7 十亿吨海里, 同环比-25.8%/+20.6%; 毛利率 12.4%, 同环比+3.9/+4.0pct, 实现利润总额 0.83 亿元, 同环比-30.8%/+167.7%。

➤ **25Q2 煤化工销量同环比增长, 毛利率环比下滑**。25Q2, 公司销售聚乙烯 9.20 万吨, 同环比+56.7%/持平; 销售聚丙烯 8.74 万吨, 同环比+54.7%/+5.0%; 煤化工业务毛利率 6.6%, 同环比-1.2/-1.3pct, 实现利润总额 0.33 亿元, 同比扭亏、环比-23.3%。

➤ **拟收购国家能源集团千亿级自产, 重组后煤炭资源量和产能大幅提升**。公司拟通过发行 A 股股份及支付现金方式收购控股股东国家能源集团煤炭、坑口煤电以及煤制油煤制气煤化工等 13 项资产, 截至 2024 年底, 标的资产合计的总资产为 2583.62 亿元, 合计的归母净资产为 938.88 亿元; 2024 年度, 标的资产合计实现营业收入为 1259.96 亿元, 合计的扣非归母净利润为 80.05 亿元, 合计的剔除长期资产减值损失影响后的扣非归母净利润为 98.11 亿元。据我们梳理, 2024 年, 国家能源集团煤炭产量 6.2 亿吨, 销量 8.5 亿吨, 中国神华煤炭产量 3.3 亿吨, 销量 4.6 亿吨, 国家能源集团仍有近 3 亿吨产能在上市公司体外。据不完全统计, 本次重组合计涉及煤炭在产产能 2.79 亿吨、在建产能 2000 万吨, 中国神华现有煤炭在产产能 3.75 亿吨、在建产能 1600 万吨、规划产能 4000 万吨, 若上述资产全部注入, 上市公司煤炭在产产能增厚 74.5%、在建产能增厚 1.25 倍。

➤ **投资建议**: 公司经营稳健, 不考虑集团资产注入, 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 480.80/494.73/498.38 亿元, 对应 EPS 分别为 2.42/2.49/2.51 元/股, 对应 2025 年 8 月 29 日的 PE 分别为 15/15/15 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**: 煤炭价格大幅下降; 火电需求不及预期; 项目建设慢于预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	338,375	318,244	333,255	345,890
增长率 (%)	-1.4	-5.9	4.7	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	58,671	48,080	49,473	49,838
增长率 (%)	-1.7	-18.1	2.9	0.7
每股收益 (元)	2.95	2.42	2.49	2.51
PE	13	15	15	15
PB	1.7	1.7	1.7	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338,375	318,244	333,255	345,890
营业成本	223,192	219,565	231,204	242,226
营业税金及附加	17,784	16,726	17,515	18,179
销售费用	491	462	484	502
管理费用	10,340	9,725	10,184	10,570
研发费用	2,727	2,565	2,686	2,788
EBIT	83,880	69,395	71,385	71,836
财务费用	129	219	844	916
资产减值损失	-535	-1,378	-1,449	-1,516
投资收益	4,871	4,581	4,797	4,979
营业利润	88,362	72,479	73,996	74,493
营业外收支	-2,569	-2,173	-1,653	-1,616
利润总额	85,793	70,306	72,343	72,877
所得税	16,928	13,872	14,274	14,379
净利润	68,865	56,434	58,068	58,497
归属于母公司净利润	58,671	48,080	49,473	49,838
EBITDA	108,336	94,517	97,870	98,990

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	142,362	150,322	157,881
应收账款及票据	15,502	14,459	15,141	15,715
预付款项	6,232	6,131	6,456	6,763
存货	12,482	11,545	12,157	12,737
其他流动资产	28,494	18,549	19,193	19,837
流动资产合计	205,125	193,046	203,270	212,934
长期股权投资	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	257,149	272,088	286,322	299,808
无形资产	64,776	65,776	66,776	67,776
非流动资产合计	452,943	472,324	488,724	504,781
资产合计	658,068	665,369	691,994	717,715
短期借款	1,037	1,537	2,037	2,537
应付账款及票据	38,205	37,584	39,576	41,463
其他流动负债	53,378	48,723	50,568	52,252
流动负债合计	92,620	87,844	92,182	96,252
长期借款	28,932	29,932	30,932	31,932
其他长期负债	32,564	29,544	29,544	29,544
非流动负债合计	61,496	59,476	60,476	61,476
负债合计	154,116	147,320	152,658	157,728
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	77,086	85,440	94,036	102,695
股东权益合计	503,952	518,049	539,336	559,987
负债和股东权益合计	658,068	665,369	691,994	717,715

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.37	-5.95	4.72	3.79
EBIT 增长率	-7.80	-17.27	2.87	0.63
净利润增长率	-1.71	-18.05	2.90	0.74
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	34.04	31.01	30.62	29.97
净利润率	17.34	15.11	14.85	14.41
总资产收益率 ROA	8.92	7.23	7.15	6.94
净资产收益率 ROE	13.74	11.11	11.11	10.90
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.21	2.20	2.21	2.21
速动比率	1.92	1.89	1.90	1.90
现金比率	1.54	1.62	1.63	1.64
资产负债率 (%)	23.42	22.14	22.06	21.98
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	12.95	13.61	12.83	12.89
存货周转天数	20.43	19.70	18.45	18.50
总资产周转率	0.53	0.48	0.49	0.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.95	2.42	2.49	2.51
每股净资产	21.48	21.77	22.41	23.02
每股经营现金流	4.70	4.13	4.33	4.37
每股股利	2.26	1.85	1.90	1.92
<b>估值分析</b>				
PE	13	15	15	15
PB	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.78	6.62	6.40	6.32
股息收益率 (%)	6.03	4.94	5.08	5.12

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	68,865	56,434	58,068	58,497
折旧和摊销	24,456	25,123	26,484	27,154
营运资金变动	4,146	-923	675	525
经营活动现金流	93,348	82,057	85,932	86,821
资本开支	-35,790	-45,308	-44,855	-45,170
投资	-17,675	10,173	0	0
投资活动现金流	-85,359	-32,194	-40,057	-40,190
股权募资	1,015	0	0	0
债务募资	-584	-5,065	1,500	1,500
筹资活动现金流	-51,173	-49,917	-37,915	-39,072
现金净流量	-43,100	-53	7,960	7,559

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048