

中国神华 (601088.SH)

中期分红 79%，业绩超预期，外延并购行稳致远

公司发布 2025 年半年度业绩公告。25H1 公司营业收入 1381.09 亿元，同比减少 18.34%；归母净利润 246.41 亿元，同比减少 12.03%；25Q2 营业收入 685.24 亿元，同比减少 15.36%；归母净利润 126.92 亿元，同比减少 5.62%，环比增长 6.22%。

煤炭：成本优化持续抵销煤价下行，长协比例明显增长平滑售价波动。

- 产销来看，25Q2 商品煤产量 0.83 亿吨，同比-2.3%，环比+0.5%；商品煤销售量 1.06 亿吨，同比-6.4%，环比+6.3%；25H1 公司年+月长协销量占比 92.2%，较 2024 年增长 4.9pct。
- 利价来看，25Q2 公司自产煤成本 160 元/吨，同比-17.8%，环比-18.3%，**主要降幅来自于人工成本及修理费**；公司吨煤售价 481 元/吨，同比-14.1%，环比-5.0%，同期北港市场价（5500K）同比-24.9%，环比-12.4%。

电力：量价齐跌，成本有所改善。

- 25Q2 公司发电量 484 亿千瓦时，同比-3.7%，环比-4.1%；售电量 455 亿千瓦时，同比-5.3%，环比-4.1%。25Q2 公司售电价格 385 元/兆瓦时，同比-0.6%，环比-0.2%，售电成本 339 元/兆瓦时，同比-3.3%，环比-4.1%。
- 截至 2025 年 H1 末，公司发电总装机容量 47632 兆瓦。其中燃煤发电机组总装机容量 44384 兆瓦，占 93.2%。水电装机容量减少 47 兆瓦，主要为控股子公司国能四川能源有限公司关停和转让部分水电站；广东省、福建省等省份的光伏项目投运，光伏发电装机容量增加 215 兆瓦。

大规模资产收购启动，外延并购行稳致远。根据公司《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司计划一次性注入控股股东多项核心优质资产，解决同业竞争，保护小股东利益。相关细节如下：

- 交易形式：发行 A 股股份及支付现金的方式购买资产，并向不超过 35 名特定投资者发行 A 股股份募集配套资金。发行股份的价格为 30.38 元/股。
- 交易标的：国家能源集团持有的国源电力 100% 股权、新疆能源 100% 股权、化工公司 100% 股权、乌海能源 100% 股权、平庄煤业 100% 股权、神延煤炭 41% 股权、晋神能源 49% 股权、包头矿业 100% 股权、航运公司 100% 股权、煤炭运销公司 100% 股权、电子商务公司 100% 股权、港口公司 100% 股权，以及西部能源持有的内蒙建投 100% 股权。
- 标的资产基本情况：涉及 13 家标的公司，业务覆盖煤炭、坑口煤电、煤化工等。截至 2024 年底，**标的资产合计的总资产为 2583.62 亿元，合计归母净资产为 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。**

中期分红践行股东回报。根据公司《2025 年中期利润分配方案公告》，拟向全体股东派发 2025 年中期股息每股人民币 0.98 元（含税），拟派发现金红利人民币 194.71 亿元（含税），分红比例 79.0%。

盈利预测与投资评级：考虑到煤价底部企稳，公司煤炭销量及售电量恢复，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 503/531/558 亿元，对应公司 PE14.8/14.0/13.3 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价（元）	37.47
总市值（百万元）	744,473.44
总股本（百万股）	19,868.52
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	28.01

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

分析师 鲁昊

执业证书编号：S0680525080006

邮箱：luhao@gszq.com

分析师 张卓然

执业证书编号：S0680525080005

邮箱：zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 《中国神华（601088.SH）：大规模资产收购启动，外延并购行稳致远，龙头风范尽显》 2025-08-04
- 《中国神华（601088.SH）：市场疲软致盈利略承压，降本增效&资产注入可期》 2025-04-26
- 《中国神华（601088.SH）：分红比例提升至 76.5%，风范尽显》 2025-03-22

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	326,226	337,079	351,799
增长率 yoy（%）	-0.4	-1.4	-3.6	3.3	4.4
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	50,282	53,146	55,823
增长率 yoy（%）	-14.3	-1.7	-14.3	5.7	5.0
EPS 最新摊薄（元/股）	3.00	2.95	2.53	2.67	2.81
净资产收益率（%）	14.6	13.7	11.4	11.7	12.0
P/E（倍）	12.5	12.7	14.8	14.0	13.3
P/B（倍）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	218450	336762	460034
现金	149986	142415	156052	244157	352621
应收票据及应收账款	19858	15502	14739	15069	15556
其他应收款	2731	2378	2380	6380	8027
预付账款	5999	6232	6493	15738	19219
存货	12846	12482	12740	28951	37403
其他流动资产	7531	26116	26047	26468	27207
非流动资产	431180	452943	464404	472719	477968
长期投资	55571	59840	63905	68657	73066
固定资产	256933	257149	256808	252449	246825
无形资产	61630	64776	68731	73175	76843
其他非流动资产	57046	71178	74960	78438	81234
资产总计	630131	658068	682855	809481	938002
流动负债	91585	92620	95270	198096	301716
短期借款	2927	1037	2037	3037	4037
应付票据及应付账款	38901	38205	39055	77744	95648
其他流动负债	49757	53378	54177	117315	202031
非流动负债	60176	61496	60426	62376	64326
长期借款	29636	28932	30932	32932	34932
其他非流动负债	30540	32564	29494	29444	29394
负债合计	151761	154116	155696	260472	366042
少数股东权益	69678	77086	85959	95338	105189
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68182	68296	68296	68296	68296
留存收益	299924	313685	325453	337924	351024
归属母公司股东权益	408692	426866	441200	453671	466771
负债和股东权益	630131	658068	682855	809481	938002

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	90753	162833	185380
净利润	69598	68865	59156	62524	65674
折旧摊销	24760	24456	26057	28545	31124
财务费用	459	91	1775	1927	2079
投资损失	-3815	-4871	-4343	-4607	-4475
营运资金变动	-5291	4146	5134	71453	87626
其他经营现金流	3976	661	2975	2991	3352
投资活动现金流	-36974	-85359	-35873	-35076	-35063
资本支出	-35583	-35790	-31812	-32331	-32480
长期投资	-2868	-17675	-4266	-5003	-4634
其他投资现金流	1477	-31894	205	2258	2051
筹资活动现金流	-76131	-51173	-41212	-39652	-41853
短期借款	-2289	-1890	1000	1000	1000
长期借款	-8802	-704	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
其他筹资现金流	-65208	-48693	-44212	-42652	-44853
现金净增加额	-23284	-43100	13637	88105	108464

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343074	338375	326226	337079	351799
营业成本	219922	223192	222319	227010	237080
营业税金及附加	18385	17784	17942	18539	19349
营业费用	425	491	587	640	598
管理费用	9812	10340	10113	10787	11258
研发费用	3007	2727	2936	3708	3518
财务费用	501	129	209	211	-606
资产减值损失	-3691	-535	-1639	-1337	-1488
其他收益	423	333	378	356	367
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	3815	4871	4343	4607	4475
资产处置收益	83	107	150	113	124
营业利润	91367	88362	75144	79756	83893
营业外收入	912	813	800	400	500
营业外支出	5103	3382	2000	2000	2300
利润总额	87176	85793	73944	78156	82093
所得税	17578	16928	14789	15631	16419
净利润	69598	68865	59156	62524	65674
少数股东损益	9904	10194	8873	9379	9851
归属母公司净利润	59694	58671	50282	53146	55823
EBITDA	115733	108336	100210	106911	112610
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.53	2.67	2.81

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	-3.6	3.3	4.4
营业利润(%)	-6.9	-3.3	-15.0	6.1	5.2
归属母公司净利润(%)	-14.3		-14.3	5.7	5.0
获利能力					
毛利率(%)	35.9	34.0	31.9	32.7	32.6
净利率(%)	17.4	17.3	15.4	15.8	15.9
ROE(%)	14.6	13.7	11.4	11.7	12.0
ROIC(%)	13.9	12.3	10.4	10.5	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	23.4	22.8	32.2	39.0
净负债比率(%)	-22.1	-19.7	-21.5	-36.1	-53.1
流动比率	2.2	2.2	2.3	1.7	1.5
速动比率	1.9	1.9	2.0	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	30.0	27.8	26.9	28.3	28.8
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	3.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.53	2.67	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	4.57	8.20	9.33
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	22.21	22.83	23.49
估值比率					
P/E	12.5	12.7	14.8	14.0	13.3
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	4.5	7.1	6.3	5.1	3.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com