

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

刘波：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

高长协降成本显经营韧性，收并购拓资源筑成长空间

2025年8月31日

事件：2025年8月29日，中国神华发布半年度报告，2025年上半年公司实现营业收入1381.09亿元，同比下降18.3%，实现归母净利润246.41亿元，同比下降12.0%；扣非后净利润243.12亿元，同比下降17.5%。经营活动现金流量净额457.94亿元，同比下降11.7%；基本每股收益1.24元/股，同比下降12.0%。

2025年第二季度，公司单季度营业收入685.24亿元，同比下降15.36%；单季度归母净利润126.92亿元，同比下降5.62%。

点评：

- **煤炭板块：成本控制成效显著，盈利韧性凸显。**产销量方面：2025上半年，公司商品煤产量165.4百万吨，同比下降1.7%；煤炭销售量204.9百万吨，同比下降10.9%，其中自产煤销量161.9百万吨，同比下降3.4%。价格方面：2025上半年，公司实现煤炭综合售价493元/吨，同比下降12.9%；其中自产煤售价478元/吨，同比下降9.3%。按合同分类来看，年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价分别为461/563/544/213元/吨，同比-5.9%/-22.3%/-12.0%/-31.9%，销量占比分别为55.5%/36.7%/4.1%/3.7%。成本方面：2025上半年，公司自产煤成本为177.7元/吨，同比下降7.7%。成本下降主要得益于原材料、燃料及动力成本和修理费等项目的下降。2025年上半年煤炭业务毛利率31.3%，同比上升2.9个百分点，实现利润总额217.62亿元，同比下降11.4%。在市场煤价下行周期，公司成本控制成效显著，展现了煤炭业务强大的盈利韧性。
- **电力板块：燃料成本下降及容量电价对冲部分影响。**产销量方面：2025年上半年，公司总发电量987.8亿千瓦时，同比下降7.4%；总售电量929.1亿千瓦时，同比下降7.3%；燃煤机组平均利用小时数为2143小时，同比下降8.8%。价格方面：2025上半年，公司实现平均售电价格386元/兆瓦时，同比下降4.2%。成本方面：得益于燃煤采购价格下降，平均售电成本为346.9元/兆瓦时，同比下降4.1%。电力板块实现利润总额50.87亿元，同比小幅下降2.8%；毛利率16.1%，同比上升0.4个百分点。值得注意的是，公司上半年获取容量电费合计25.3亿元(含税)，为电力板块利润提供了有力支撑。
- **运输与煤化工板块：铁路&港口&化工盈利提升，航运下滑。**运输板块：2025年上半年，公司铁路分部实现周转量152.8亿吨公里，同比下降5.3%，但受益于成本优化，毛利率同比提升2.8个百分点至40.3%，实现利润总额70.36亿元，同比微增1.6%。港口分部毛利率同比提升3.0个百分点至47.2%，实现利润总额13.29亿元，同比增长9.7%。航运分部受航运货运量同比下降23.8%影响，利润总额为1.14亿元，同比下降48.6%。煤化工板块：受益于上年同期设备检修的低基数，公司聚乙烯销量18.40万吨，同比+24.2%；聚丙烯销量17.06万吨，同比

+22.6%。煤化工板块实现利润总额 0.76 亿元，去年同期为 100 万元。

- **资产注入解决同业竞争，资源储备与保供能力显著增强。**2025 年 2 月，公司完成对国家能源集团持有的杭锦能源 100% 股权的收购，此举使公司煤炭保有资源量增加 38.2 亿吨，可采储量增加 24.4 亿吨，显著提升了资源储备。2025 年 8 月，公司启动新一轮重大资产重组，拟通过发行股份及支付现金方式购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电及煤化工等相关资产，旨在根本性解决同业竞争问题，将进一步提升公司一体化运营效率和能源保供能力。
- **提质增效重回报，中期高分红回馈股东。**公司坚持积极的股东回报政策，在 2024 年度末期股息派发 2.26 元/股（分红率 76.5%）后，董事会建议派发 2025 年中期股息每股人民币 0.98 元，占 2025 年上半年归母净利润的 79%。公司制定 2025-2027 年度股东回报规划，承诺每年现金分红不低于当年归母净利润的 65%，并考虑实施中期分红。高比例、可持续的分红政策彰显了公司对股东回报的高度重视。
- **盈利预测与投资评级：**公司高长协比例及煤电港运一体化运营使得经营业绩具有较高稳定性，叠加资产注入打开成长空间，在高现金、高分红、高成长背景下，公司长期投资价值显现。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 503.94 /525.07/531.75 亿元，EPS 为 2.54/2.64/2.68 元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标				单位：百万元	
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343,074	338,375	305,206	308,706	314,184
同比(%)	-0.4%	-1.4%	-9.8%	1.1%	1.8%
归属母公司净利润	59,694	58,671	50,394	52,507	53,175
同比(%)	-14.3%	-1.7%	-14.1%	4.2%	1.3%
毛利率(%)	35.9%	34.0%	33.2%	33.3%	33.7%
ROE(%)	14.6%	13.7%	11.1%	11.3%	11.1%
EPS（摊薄）（元）	3.00	2.95	2.54	2.64	2.68
P/E	12.47	12.69	14.77	14.18	14.00
P/B	1.82	1.74	1.65	1.60	1.55
EV/EBITDA	4.47	7.06	6.35	6.16	5.88

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表						
		单位: 百万元						单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	198,951	205,125	228,630	242,169	241,125	营业总收入	343,074	338,375	305,206	308,706	314,184	
货币资金	149,986	142,415	161,955	178,901	179,128	营业成本	219,922	223,192	203,856	205,785	208,254	
应收票据	7,983	3,036	10,529	1,477	10,742	营业税金及附加	18,385	17,784	14,955	14,818	15,081	
应收账款	11,875	12,466	8,577	14,234	11,248	销售费用	425	491	458	463	471	
预付账款	5,999	6,232	8,154	6,530	700	管理费用	9,812	10,340	8,241	8,335	8,169	
存货	12,846	12,482	10,935	12,508	11,252	研发费用	3,007	2,727	2,460	2,488	2,532	
其他	10,262	28,494	28,479	28,520	28,055	财务费用	501	129	255	-137	-312	
非流动资产	431,180	452,943	463,671	479,110	496,472	减值损失合计	-3,691	-535	-2,500	-1,800	-1,000	
长期股权投资	55,571	59,840	58,840	57,840	56,840	投资净收益	3,815	4,871	4,394	4,444	2,199	
固定资产(合计)	256,933	257,149	262,038	269,739	279,552	其他	221	314	-354	103	-483	
无形资产	61,630	64,776	72,515	81,854	90,959	营业利润	91,367	88,362	76,521	79,700	80,705	
其他	57,046	71,178	70,278	69,678	69,121	营业外收支	-4,191	-2,569	-687	-687	-687	
资产总计	630,131	658,068	692,301	721,280	737,597	利润总额	87,176	85,793	75,834	79,013	80,018	
流动负债	91,585	92,620	87,396	92,125	86,910	所得税	17,578	16,928	16,683	17,383	17,604	
短期借款	2,927	1,037	1,662	477	1,027	净利润	69,598	68,865	59,150	61,630	62,414	
应付票据	581	146	816	55	861	少数股东损益	9,904	10,194	8,756	9,123	9,239	
应付账款	38,320	38,059	31,703	39,010	32,355	归属母公司净利润	59,694	58,671	50,394	52,507	53,175	
其他	49,757	53,378	53,215	52,583	52,666	EBITDA	115,733	108,336	99,397	99,929	104,585	
非流动负债	60,176	61,496	66,496	68,496	67,496	EPS(当年)(元)	3.00	2.95	2.54	2.64	2.68	
长期借款	29,636	28,932	33,932	35,932	34,932	现金流量表						
其他	30,540	32,564	32,564	32,564	32,564						单位: 百万元	
负债合计	151,761	154,116	153,892	160,621	154,406	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
少数股东权益	69,678	77,086	85,842	94,965	104,204	经营活动现金流	89,687	93,348	72,325	92,685	82,276	
归属母公司股东权益	408,692	426,866	452,567	465,693	478,987	净利润	69,598	68,865	59,150	61,630	62,414	
负债和股东权益	630,131	658,068	692,301	721,280	737,597	折旧摊销	24,760	24,456	22,611	22,299	23,487	
重要财务指标						财务费用	459	91	1,680	1,483	1,477	
		单位: 百万元				投资损失	-3,815	-4,871	-4,394	-4,444	-2,199	
主要财务指标		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变动	-5,291	4,146	-10,813	8,920	-5,494
营业总收入	343,074	338,375	305,206	308,706	314,184	其它	3,976	661	4,090	2,797	2,590	
同比(%)	-0.4%	-1.4%	-9.8%	1.1%	1.8%	投资活动现金流	-36,974	-85,359	-32,036	-35,692	-40,239	
归属母公司净利润	59,694	58,671	50,394	52,507	53,175	资本支出	-35,583	-35,790	-36,429	-40,636	-42,939	
同比(%)	-14.3%	-1.7%	-14.1%	4.2%	1.3%	长期投资	-2,868	-17,675	500	500	500	
毛利率(%)	35.9%	34.0%	33.2%	33.3%	33.7%	其他	1,477	-31,894	3,894	4,444	2,199	
ROE(%)	14.6%	13.7%	11.1%	11.3%	11.1%	筹资活动现金流	-76,131	-51,173	-20,748	-40,048	-41,809	
EPS(摊薄)(元)	3.00	2.95	2.54	2.64	2.68	吸收投资	574	1,015	13,102	0	0	
P/E	12.47	12.69	14.77	14.18	14.00	借款	-11,091	-2,594	5,625	815	-450	
P/B	1.82	1.74	1.65	1.60	1.55	支付利息或股息	-59,900	-53,778	-39,475	-40,863	-41,359	
EV/EBITDA	4.47	7.06	6.35	6.16	5.88	现金净增加	-23,284	-43,100	19,540	16,945	228	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。