

中国神华（601088.SH）

降本提效成本明显改善，中期分红率 79%

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 1381.1 亿元，同比-18.3%，归母净利润 246.4 亿元，同比-12.0%。其中 2025Q2 公司实现营收 685.2 亿元，同比-15.4%，环比-1.5%，归母净利润 126.9 亿元，同比-5.6%、环比+6.2%。

煤炭业务：二季度产销回升，降本提效、成本显著下降。2025Q2 公司商品煤产量 83 百万吨，同比-2%，环比+0.5%；煤炭销量 106 百万吨，同比-6.3%，其中自产商品煤销量 83 百万吨，同比-2.1%，环比+6.2%。2025Q2 自产煤、外购煤销售均价分别为 472 元/吨、511 元/吨，分别同比-34/-206 元/吨，环比-12/-76 元/吨。2025Q2 年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 47.5%/45.3%/3.4%/3.8%，其中年度长协同比-11pct，环比-19pct。2025H1 自产煤单位成本为 177.7 元/吨，同比-14.9 元/吨，其中原材料、燃料及动力/人工成本/修理费/其他成本同比-2.9/-2.9/-1.2/-9.1 元/吨，其他成本降幅较大主要系安全生产费、维简费等减少；2025Q2 自产煤单位成本为 161 元/吨，环比大幅下降 35 元/吨。

电力业务：下游需求疲软，发/售电量下降；售电价维持平稳、成本下降，毛利率改善。2025Q2 公司发/售电量为 484/454 亿千瓦时，分别同比-3.6%/-3.5%，环比-4.1%/-4.3%；毛利率 16.9%，同比+2.3pct，环比+1.5pct。截至 2025 年 6 月末公司控制并运营的发电机组装机容量 47632 兆瓦，相比一季度末增加 127MW。

运输业务：铁路、港口业务修理费用下降致成本降低，盈利改善。2025H1 铁路/港口/航运分部营收分别为 214/35/16 亿元，分别同比-4.5%/+0.6%/-34%，毛利率分别同比+2.8pct/+3.0pct/+0.9pct；实现利润总额为 70/13/1 亿元，分别同比+1.6%/+9.7%/-49%。

中期分红率 79%，积极回报投资者。公司 2025 年中期拟派发现金红利 0.98 元/股，占 2025H1 中国企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 79.0%。

开启大规模资产收购，产业协同进一步加强。公司公告拟购买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，并以支付现金的方式购买西部能源持有的内蒙建投 100%股权。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。本次收购将大幅提升公司资源储量，增强产业链上下游协同效应。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 512/519/527 亿元（前值为 536/544/553 亿元）。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，分红率较高，内增外延下仍有成长空间，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

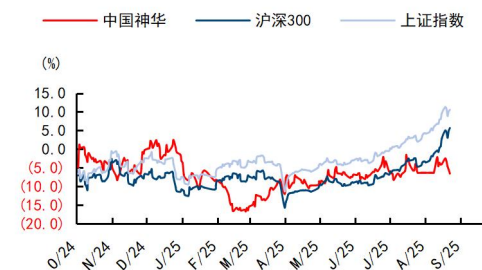
煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟劭 证券分析师：胡瑞阳
010-88005312 0755-81982908
liumengluan@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn
S0980520040001 S0980523060002

基础数据

投资评级 优于大市（维持）
合理估值 37.47 元
收盘价 744473/744473 百万元
总市值/流通市值 47.50/34.78 元
52 周最高价/最低价 1032.25 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国神华（601088.SH）：下游需求疲软致业绩承压，内增外延仍有成长空间》——2025-04-28
《中国神华（601088.SH）：业绩稳健、高分红率彰显投资价值》——2025-03-23
《中国神华（601088.SH）：煤炭业务盈利能力增强，龙头优势凸显》——2024-10-27
《中国神华（601088.SH）：煤电路港航一体化经营，业绩稳健》——2024-09-03
《中国神华（601088.SH）-煤价下行拖累业绩，产运销一体化经营稳健》——2024-04-29

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

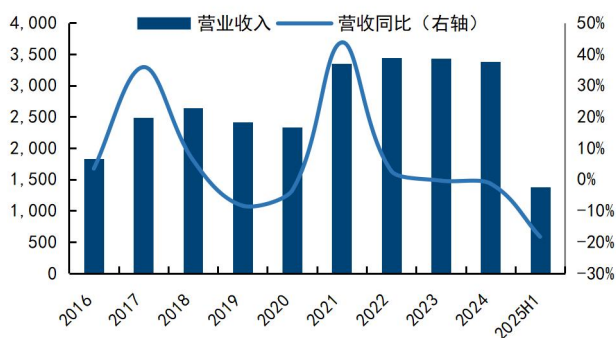
盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	302,726	309,662	316,772
(+/-%)	-0.4%	-1.4%	-10.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	59694	58671	51172	51879	52711
(+/-%)	-14.3%	-1.7%	-12.8%	1.4%	1.6%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.58	2.61	2.65
EBIT Margin	26.7%	24.8%	24.4%	24.2%	24.0%
净资产收益率(ROE)	14.6%	13.7%	11.7%	11.5%	11.4%
市盈率(PE)	12.5	12.7	14.5	14.4	14.1
EV/EBITDA	7.9	8.4	9.5	9.2	9.0
市净率(PB)	1.82	1.74	1.70	1.65	1.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

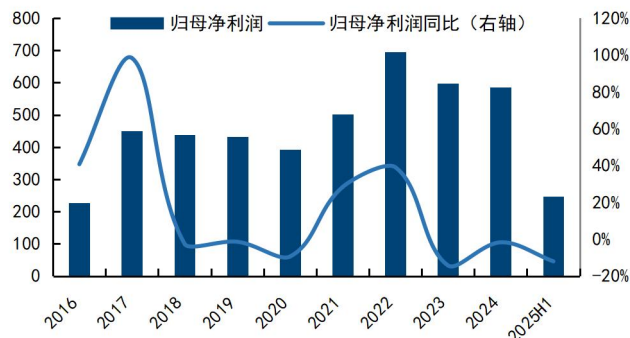
公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 1381.1 亿元，同比-18.3%，归母净利润 246.4 亿元，同比-12.0%。其中 2025Q2 公司实现营收 685.2 亿元，同比-15.4%，环比-1.5%，归母净利润 126.9 亿元，同比-5.6%、环比+6.2%。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤炭业务：二季度产销回升，降本提效、成本显著下降。2025Q2 公司商品煤产量 83 百万吨，同比-2%，环比+0.5%；煤炭销量 106 百万吨，同比-6.3%，其中自产商品煤销量 83 百万吨，同比-2.1%，环比+6.2%。2025Q2 自产煤、外购煤销售均价分别为 472 元/吨、511 元/吨，分别同比-34/-206 元/吨，环比-12/-76 元/吨。2025Q2 年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 47.5%/45.3%/3.4%/3.8%，其中年度长协同比-11pct，环比-19pct。2025H1 自产煤单位成本为 177.7 元/吨，同比-14.9 元/吨，其中原材料、燃料及动力/人工成本/修理费/其他成本同比-2.9/-2.9/-1.2/-9.1 元/吨，其他成本降幅较大主要系安全生产费、维简费等减少；2025Q2 自产煤单位成本为 161 元/吨，环比大幅下降 35 元/吨。

图3：公司商品煤产销情况（百万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司自产煤单位生产成本（元/吨）



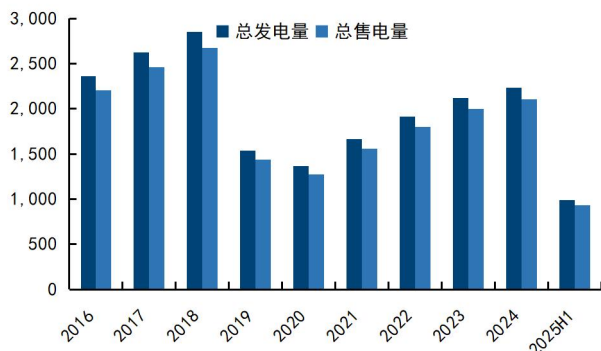
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力业务：下游需求疲软，发/售电量下降；售电价维持平稳、成本下降，毛利率改善。2025Q2 公司发/售电量为 484/454 亿千瓦时，分别同比-3.6%/-3.5%，环比-4.1%/-4.3%；毛利率 16.9%，同比+2.3pct，环比+1.5pct。截至 2025 年 6 月末公司控制并运营的发

电机组装机容量 47632 兆瓦，相比一季度末增加 127MW。

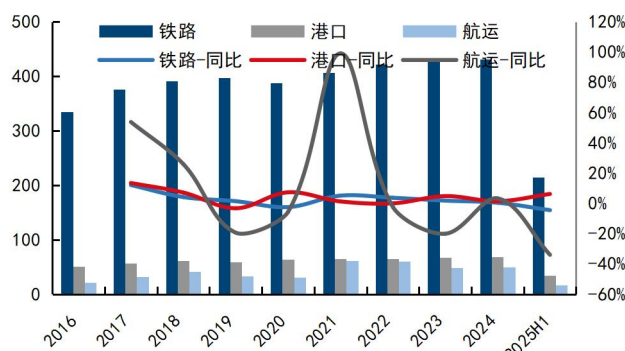
运输业务：铁路、港口业务修理费用下降致成本降低，盈利改善。2025H1 铁路/港口/航运分部营收分别为 214/35/16 亿元，分别同比-4.5%/+0.6%/-34%，毛利率分别同比+2.8pct/+3.0pct/+0.9pct；实现利润总额为 70/13/1 亿元，分别同比+1.6%/+9.7%/-49%。

图5：公司发/售电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司运输板块营收（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

中期分红率 79%，积极回报投资者。公司 2025 年中期拟派发现金红利 0.98 元/股，占 2025H1 中国企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 79.0%。

开启大规模资产收购，产业协同进一步加强。公司公告拟购买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，并以支付现金的方式购买西部能源持有的内蒙建投 100%股权。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。本次收购将大幅提升公司资源储量，增强产业链上下游协同效应。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 512/519/527 亿元（前值为 536/544/553 亿元）。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，分红率较高，内增外延下仍有成长空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	149986	142415	142415	142415	149340	营业收入	343074	338375	302726	309662	316772
应收款项	19858	15502	13869	14187	14512	营业成本	219922	223192	199434	204655	210027
存货净额	12846	12482	11203	11397	11622	营业税金及附加	18385	17784	16650	17031	17422
其他流动资产	16261	17424	15588	15945	16312	销售费用	425	491	605	619	634
流动资产合计	198951	205125	200377	201246	209089	管理费用	9812	10340	10595	10838	11087
固定资产	277407	284724	302729	316584	323671	研发费用	3007	2727	1514	1548	1584
无形资产及其他	61630	64776	62617	60458	58298	财务费用	501	129	276	285	117
投资性房地产	36572	43603	43603	43603	43603	投资收益	3815	4871	4000	4000	4000
长期股权投资	55571	59840	64109	68378	72647	资产减值及公允价值变动	(3691)	(533)	(554)	(554)	(554)
资产总计	630131	658068	673435	690268	707308	其他收入	(2786)	(2415)	(1214)	(1248)	(1284)
短期借款及交易性金融负债	10106	13410	17629	13924	10000	营业利润	91367	88362	77397	78431	79648
应付款项	38901	38205	34289	34884	35574	营业外净收支	(4191)	(2569)	(2569)	(2569)	(2569)
其他流动负债	42578	41005	36977	37636	38395	利润总额	87176	85793	74828	75862	77079
流动负债合计	91585	92620	88896	86443	83969	所得税费用	17578	16928	14764	14968	15209
长期借款及应付债券	32608	28932	28932	28932	28932	少数股东损益	9904	10194	8891	9014	9159
其他长期负债	27568	32564	37560	42556	47552	归属于母公司净利润	59694	58671	51172	51879	52711
长期负债合计	60176	61496	66492	71488	76484	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	151761	154116	155388	157931	160453	净利润	59694	58671	51172	51879	52711
少数股东权益	69678	77086	79172	81288	83437	资产减值准备	319	(3156)	60	37	20
股东权益	408692	426866	438874	451049	463418	折旧摊销	21860	22543	20539	22714	24498
负债和股东权益总计	630131	658068	673435	690268	707308	公允价值变动损失	3691	533	554	554	554
						财务费用	501	129	276	285	117
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(4618)	(3903)	1861	5417	5547
每股收益	3.00	2.95	2.58	2.61	2.65	其它	(353)	5548	2026	2078	2129
每股红利	3.01	2.71	1.97	2.00	2.03	经营活动现金流	80593	80236	76214	82680	85460
每股净资产	20.57	21.48	22.09	22.70	23.32	资本开支	0	(24322)	(37000)	(35000)	(30000)
ROIC	15.93%	14.70%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	(17302)	0	0	0
ROE	14.61%	13.74%	12%	12%	11%	投资活动现金流	(5921)	(45893)	(41269)	(39269)	(34269)
毛利率	36%	34%	34%	34%	34%	权益性融资	134	1015	0	0	0
EBIT Margin	27%	25%	24%	24%	24%	负债净变化	(8802)	(704)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(59900)	(53778)	(39164)	(39705)	(40342)
收入增长	-0%	-1%	-11%	2%	2%	其它融资现金流	42081	66035	4219	(3706)	(3924)
净利润增长率	-14%	-2%	-13%	1%	2%	融资活动现金流	(95189)	(41914)	(34945)	(43411)	(44265)
资产负债率	35%	35%	35%	35%	34%	现金净变动	(20517)	(7571)	0	0	6925
股息率	8.0%	7.2%	5.3%	5.3%	5.4%	货币资金的期初余额	170503	149986	142415	142415	142415
P/E	12.5	12.7	14.5	14.4	14.1	货币资金的期末余额	149986	142415	142415	142415	149340
P/B	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	0	61616	44741	53309	61064
EV/EBITDA	7.9	8.4	9.5	9.2	9.0	权益自由现金流	0	126947	48739	49374	57047

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032