

中国神华（601088.SH）

一体化运营韧性强，资产注入和中期分红彰显价值

2025 年 09 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

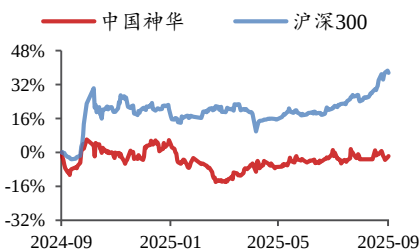
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/9/2
当前股价(元)	38.16
一年最高最低(元)	47.50/34.78
总市值(亿元)	7,581.83
流通市值(亿元)	6,292.98
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近 3 个月换手率(%)	10.86

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《开启大规模资产收购，强化一体化运营护城河——公司信息更新报告》-2025.8.19

《煤电量价齐跌致业绩回落，高分红中长期价值凸显——公司 2025 年一季报点评报告》-2025.4.28

《高长协和一体化致业绩稳健，高分红行业标杆——公司 2024 年报点评报告》-2025.3.24

● **一体化运营韧性强，资产注入和中期分红彰显价值。维持“买入”评级**
公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 1381.1 亿元，同比-18.3%；实现归母净利润 246.4 亿元，同比-12.0%，实现扣非归母净利润 243.1 亿元，同比-17.5%；单 Q2 看，实现营业收入 685.2 亿元，环比-1.5%，实现归母净利润 126.9 亿元，环比+6.2%，实现扣非归母净利润 126.1 亿元，环比+7.7%。判断煤价运行趋势和公司一体化（煤炭和火电）盈利对冲韧性，我们适当上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 519.9/545.5/560.2 亿元（前值 513.1/530.8/535.4 亿元），同比 -11.4%/+4.9%/+2.7%；EPS 为 2.62/2.75/2.82 元，对应当前股价 PE 为 14.6/13.9/13.5 倍。维持“买入”评级。

● **H1 市场煤价下行拖累业绩，装机容量持续增长**
煤炭业务量价齐跌：2025H1，商品煤产量 1.7 亿吨，同比-1.7%，煤炭销售量 2.0 亿吨，同比-10.9%，其中自产煤销量 1.6 亿吨，同比-3.4%；综合均价 493 元/吨，同比-12.9%，自产煤售价 478 元/吨，同比-9.3%，主因市场煤价下滑；自产煤吨煤生产成本为 177.7 元/吨，同比-7.7%，自产煤吨煤销售成本 286.5 元/吨，同比-7.3%；自产煤吨煤毛利 191.5 元/吨，同比-12.1%，毛利率 40.1%，同比-1.3pct。**Q2** 商品煤产量 82.9 百万吨，环比+0.48%，煤炭销售量 105.6 百万吨，环比+6.3%，自产煤销量 83.4 百万吨，环比+6.2%；煤炭自产煤售价 472.5 元/吨，环比-2.5%；自产煤吨煤销售成本 280.3 元/吨，环比-4.4%；自产煤吨煤毛利 192.2 元/吨，环比+0.5%，毛利率 40.7%，环比+1.2pct。**运输业务量 H1 承压 Q2 改善：2025H1** 公司自有铁路运输周转量 1528 亿吨公里，同比-5.3%；黄骅港/天津煤码头装船量 107.6/21.8 百万吨，同比-2.2%/-0.5%；航运货运量 49.9 百万吨，同比-23.8%，航运周转量 525 亿吨海里，同比-30%。**Q2** 公司自有铁路运输周转量 803 亿吨公里，环比+10.8%；黄骅港/天津煤码头装船量 57.9/12.0 百万吨，环比+16.5%/+22.5%；航运货运量 28.1 百万吨，环比+28.9%，航运周转量 287 亿吨海里，环比+20.6%。**H1 电力业务量价承压：2025H1 期末**公司发电装机容量 47632 兆瓦，提升 168 兆瓦，同比+3.5%，2025H1 发/售电量 987.8/929.1 亿千瓦时，同比-7.4%/-7.3%，电力板块毛利 65.3 亿元，同比-8.0%，毛利率 16.1%，同比+0.4pct；**Q2** 发/售电量 483.6/454.4 亿千瓦时，环比-4.1%/-4.3%，电力板块毛利 33.2 亿元，环比+3.4%，毛利率 16.9%，同比+1.47pct。

● **大规模资产注入&项目建设支撑一体化运营，维持高回报可持续分红**
大规模资产注入&项目建设支撑一体化运营：公司向国家能源集团及西部能源，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。加快推进煤矿项目建设，新街一井、二井项目完成开工前置手续办理。杭锦能源塔然高勒井田项目已完成北部风井场地、输电线路、变电站等工程建设，按计划开展巷道立井井筒等施工。子公司国能重庆万州电力有限责任公司二期 2×100 万千瓦扩建项目获得核准。**高回报可持续分红凸显投资价值：**公司坚持可持续高回报分红政策，规划 2025 至 2027 年最低现金分红比例不低于 65%，2025 年中期利润发放每股派发现金红利 0.98 元/股(含税)，按 2025 年 9 月 1 日收盘价计算，股息率 2.59%。**风险提示：**经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	338,359	359,000	369,510
YOY(%)	-0.4	-1.4	-0.0	6.1	2.9
归母净利润(百万元)	59,694	58,671	51,992	54,545	56,022
YOY(%)	-14.3	-1.7	-11.4	4.9	2.7
毛利率(%)	35.9	34.0	30.9	30.8	30.6
净利率(%)	17.4	17.3	15.4	15.2	15.2
ROE(%)	14.5	13.9	11.9	12.1	11.9
EPS(摊薄/元)	3.00	2.95	2.62	2.75	2.82
P/E(倍)	12.7	12.9	14.6	13.9	13.5
P/B(倍)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	207139	213531	218229	231325
现金	149986	143845	156220	153697	169717
应收票据及应收账款	19858	15605	17743	18718	18245
其他应收款	2731	2302	2733	2608	2890
预付账款	5999	6544	6043	7288	6446
存货	12846	12666	13937	14403	14842
其他流动资产	7531	26177	16854	21516	19185
非流动资产	431180	460883	450823	462531	462168
长期投资	55571	59842	68315	76761	85479
固定资产	256933	261820	249608	251136	243243
无形资产	61630	66663	70115	74689	77569
其他非流动资产	57046	72558	62786	59945	55877
资产总计	630131	668022	664354	680760	693492
流动负债	91585	105116	97480	101203	102055
短期借款	2927	4812	3870	5888	4105
应付票据及应付账款	38901	38961	42956	43896	45932
其他流动负债	49757	61343	50654	51419	52018
非流动负债	60176	66261	54258	49939	41727
长期借款	32608	31682	23184	17113	9777
其他非流动负债	27568	34579	31074	32826	31950
负债合计	151761	171377	151737	151142	143783
少数股东权益	69678	77086	85970	95252	104865
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68182	81276	81276	81276	81276
留存收益	299924	292939	308259	323876	339869
归属母公司股东权益	408692	419559	426647	434367	444845
负债和股东权益	630131	668022	664354	680760	693492

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	81360	80261	86404
净利润	69598	68865	60876	63826	65635
折旧摊销	24641	24172	22224	23438	23303
财务费用	501	129	-1069	-1322	-1663
投资损失	-3815	-4871	-3702	-4129	-4234
营运资金变动	-11690	512	2693	-1394	3257
其他经营现金流	10452	4541	338	-159	105
投资活动现金流	-36974	-85359	-127	-34995	-16534
资本支出	37084	37032	7457	24818	15163
长期投资	-2887	-17675	-8473	-8446	-8718
其他投资现金流	2997	-30652	15803	-1731	7346
筹资活动现金流	-76131	-51173	-68858	-49337	-52302
短期借款	-2289	1885	-943	2019	-1783
长期借款	-9283	-926	-8498	-6071	-7335
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	13094	0	0	0
其他筹资现金流	-64727	-65226	-59418	-45284	-43184
现金净增加额	-23284	-43100	12375	-4071	17568

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343074	338375	338359	359000	369510
营业成本	219922	223192	233655	248422	256602
营业税金及附加	18385	17784	18510	19248	19815
营业费用	425	491	438	477	502
管理费用	9812	10340	9923	10589	11009
研发费用	3007	2727	3116	3115	3196
财务费用	501	129	-1069	-1322	-1663
资产减值损失	-3691	-535	535	568	584
其他收益	423	333	453	403	396
公允价值变动收益	0	2	1	1	1
投资净收益	3815	4871	3702	4129	4234
资产处置收益	83	107	150	113	124
营业利润	91367	88362	77430	82414	84081
营业外收入	912	813	723	816	784
营业外支出	5103	3382	3606	4030	3673
利润总额	87176	85793	74546	79200	81192
所得税	17578	16928	13670	15373	15556
净利润	69598	68865	60876	63826	65635
少数股东损益	9904	10194	8884	9282	9613
归属母公司净利润	59694	58671	51992	54545	56022
EBITDA	109647	108032	93639	99129	100581
EPS(元)	3.00	2.95	2.62	2.75	2.82

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	-1.4	-0.0	6.1	2.9
营业利润(%)	-6.9	-3.3	-12.4	6.4	2.0
归属于母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-11.4	4.9	2.7
获利能力					
毛利率(%)	35.9	34.0	30.9	30.8	30.6
净利率(%)	17.4	17.3	15.4	15.2	15.2
ROE(%)	14.5	13.9	11.9	12.1	11.9
ROIC(%)	14.5	13.6	12.2	12.6	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	25.7	22.8	22.2	20.7
净负债比率(%)	-19.1	-13.5	-20.3	-19.6	-23.6
流动比率	2.2	2.0	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.9	1.7	1.9	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	30.0	27.7	28.9	28.3	28.6
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.62	2.75	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	4.09	4.04	4.35
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.12	21.47	21.86	22.39
估值比率					
P/E	12.7	12.9	14.6	13.9	13.5
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	6.7	7.0	7.8	7.4	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn