



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月04日

### 基础数据

09月04日收盘价（元）	38.17
总市值（亿元）	7,583.81
总股本（亿股）	198.69

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证煤炭】中国神华 2024 年年报点评：存量提质显业绩韧性，分红延续显龙头价值-2025.03.27

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

中国神华(601088.SH)

## 控成本强化护城河，成长分红双擎发力

### 投资要点：

**事件：中国神华发布 2025 年半年报。**2025 年上半年，公司实现营业收入 1,381.09 亿元，同比下降 18.3%；营业成本 888.06 亿元，同比下降 21.9%；实现归母净利润 246.41 亿元，同比下滑 12.0%。2025 年第二季度，公司单季度实现营业收入 685.24 亿元，环比下降 1.52%；实现归母净利润 126.92 亿元，环比增长 6.22%。公司拟派发中期股息共计 194.71 亿元，占当期报表归母净利润的 79%。对此我们点评如下：

**年度长协价保持韧性，控成本强化护城河。**2025 年上半年，煤炭分部贡献利润总额 217.62 亿元，占利润总额 62%。销量方面，公司上半年完成商品煤销量 2.05 亿吨（同比-10.9%），其中自产煤销量 1.6 亿吨（同比-3.4%），占比提升至 79%。价格方面，上半年公司自产煤吨煤销售均价 478 元/吨，同比下降 9.3%；外购煤销售均价 547 元/吨，降幅 18.4%；年度长协价 461 元/吨（同比-5.9%），月度长协价 563 元/吨（同比-22.3%），现货价 544 元/吨（同比-12.0%）。成本端，自产煤单位生产成本同比下降 7.7%至 177.7 元/吨。公司自产煤毛利率 40.1%（24H1 为 41.4%），同比基本持平；煤炭板块整体毛利率因结构调整提升 2.4 个百分点至 31.1%。

**非煤业务保持稳健。**2025 年上半年，电力分部利润占比 14%，售电量 929.1 亿千瓦时（同比-7.3%），售价 386 元/兆瓦时（同比-4.2%），因燃煤采购价下降，度电成本降至 346.9 元/兆瓦时（同比-4.1%）。运输分部利润总额占比 24%，其中：铁路/港口/航运利润总额分别是 70.36 亿元（同比+1.6%）、13.29 亿元（同比+9.7%）和 1.14 亿元（同比-48.6%）。煤化工分部聚烯烃销量 35.46 万吨（同比+23.4%），但聚乙烯/聚丙烯均价分别下跌 5.4% 和 2.7%，贡献利润仅 0.76 亿元。

**推进收购集团资产，成长+分红双擎发力。**公司拟派发中期股息共计 194.71 亿元，分红比例达 79%。公司计划 2025-2027 年分红比例不低于 65%；并推进收购国家能源集团煤炭、坑口煤电等 13 家合计总资产 2583.62 亿元（2024 年）的标的公司，以增强空间区位互补优势，强化一体化护城河，为长期效率提升埋下伏笔。

**投资要点：**当前煤炭市场供需趋稳，煤价中枢因“反内卷”供给约束有望上行修复。公司低成本自产煤与一体化运营抗风险能力突出，收购扩张中保持高分红，构建成长+红利双重价值。据此，我们调整了盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现归母净利润 505.64/538.60/551.04 亿元，同比分别变化 -13.8%/6.5%/2.3%，对应 EPS 为 2.54/2.71/2.77 元，对应 9 月 4 日收盘价的 PE 为 15.0/14.1/13.8 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行、产品价格大幅波动、在建工程不及预期、收购不及预期、监管政策变化等。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	338375	304416	313704	319425
同比增长	-1.4%	-10.0%	3.1%	1.8%
归母净利润（百万元）	58671	50564	53860	55104
同比增长	-1.7%	-13.8%	6.5%	2.3%
毛利率	34.0%	32.2%	32.8%	32.9%
ROE	13.7%	11.0%	10.9%	10.4%
每股收益（元）	2.95	2.54	2.71	2.77
市盈率	12.9	15.0	14.1	13.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>205125</b>	<b>238318</b>	<b>282717</b>	<b>330221</b>
货币资金	142415	177857	221845	268662
交易性金融资产	17302	17302	17302	17302
应收票据及应收账款	15502	15171	15213	15633
预付款项	6232	5719	5852	5951
存货	12482	11615	11698	11828
其他	11192	10653	10808	10844
<b>非流动资产</b>	<b>452943</b>	<b>456760</b>	<b>457006</b>	<b>455295</b>
长期股权投资	59840	64840	69840	74840
固定资产	257149	252017	245308	236990
在建工程	27575	29318	30886	32297
无形资产	64776	65468	66010	66402
商誉	0	0	0	0
其他	43603	45118	44962	44766
<b>资产总计</b>	<b>658068</b>	<b>695079</b>	<b>739723</b>	<b>785516</b>
<b>流动负债</b>	<b>92620</b>	<b>85900</b>	<b>87920</b>	<b>90403</b>
短期借款	1037	2037	3037	4037
应付票据及应付账款	38205	35727	36327	37017
其他	53378	48136	48556	49349
<b>非流动负债</b>	<b>61496</b>	<b>62576</b>	<b>62476</b>	<b>62076</b>
长期借款	28932	28832	28732	28632
其他	32564	33744	33744	33444
<b>负债合计</b>	<b>154116</b>	<b>148476</b>	<b>150396</b>	<b>152479</b>
股本	19869	19869	19869	19869
未分配利润	302252	325829	350970	376689
少数股东权益	77086	86009	95514	105238
<b>股东权益合计</b>	<b>503952</b>	<b>546603</b>	<b>589327</b>	<b>633037</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>658068</b>	<b>695079</b>	<b>739723</b>	<b>785516</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	58671	50564	53860	55104
折旧和摊销	24456	26014	27955	29911
营运资金的变动	4146	-2191	508	697
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>93348</b>	<b>82296</b>	<b>90022</b>	<b>93706</b>
资本支出	-35790	-23539	-23313	-23424
长期投资	-17675	-5000	-5000	-5000
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-85359</b>	<b>-26295</b>	<b>-24054</b>	<b>-24218</b>
债权融资	-584	-1465	900	600
股权融资	1015	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-51173</b>	<b>-20526</b>	<b>-21981</b>	<b>-22671</b>
现金净变动	-43100	35442	43987	46817

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>338375</b>	<b>304416</b>	<b>313704</b>	<b>319425</b>
营业成本	223192	206421	210659	214399
税金及附加	17784	15830	16400	16655
销售费用	491	409	439	438
管理费用	10340	9004	9433	9526
研发费用	2727	2435	2519	2560
财务费用	129	-112	-410	-791
投资收益	4871	3884	4259	4206
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-128	0	0	0
资产减值损失	-535	-200	-200	-200
<b>营业利润</b>	<b>88362</b>	<b>74511</b>	<b>79134</b>	<b>81061</b>
营业外收支	-2569	-400	-194	-297
<b>利润总额</b>	<b>85793</b>	<b>74111</b>	<b>78940</b>	<b>80764</b>
所得税	16928	14623	15576	15936
净利润	68865	59488	63364	64829
少数股东损益	10194	8923	9505	9724
<b>归属母公司净利润</b>	<b>58671</b>	<b>50564</b>	<b>53860</b>	<b>55104</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>2.95</b>	<b>2.54</b>	<b>2.71</b>	<b>2.77</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-1.4%	-10.0%	3.1%	1.8%
营业利润增长率	-3.3%	-15.7%	6.2%	2.4%
归母净利润增长率	-1.7%	-13.8%	6.5%	2.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.0%	32.2%	32.8%	32.9%
归母净利率	17.3%	16.6%	17.2%	17.3%
ROE	13.7%	11.0%	10.9%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.4%	21.4%	20.3%	19.4%
流动比率	2.21	2.77	3.22	3.65
速动比率	1.93	2.48	2.93	3.37
<b>营运能力</b>				
资产周转率	52.5%	45.0%	43.7%	41.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.95	2.54	2.71	2.77
每股经营现金	4.70	4.14	4.53	4.72
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	12.9	15.0	14.1	13.8
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

### 分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>