

2025 年 09 月 08 日

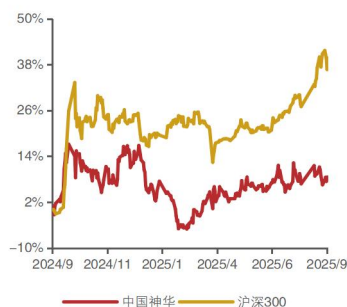
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 05 日

收盘价（元）	38.16
一年内最高/最低（元）	47.50/34.78
总市值（百万元）	758,182.72
流通市值（百万元）	758,182.72
总股本（百万股）	19,868.52
资产负债率（%）	31.12
每股净资产（元/股）	20.21

资料来源：聚源数据

中国神华 (601088. SH)

——降本增量调结构，Q2 环比逆市增长

投资要点：

- **事件：**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%；实现扣非后归母净利润 243.1 亿元，同比-17.5%。2025 年 Q2，公司实现营业收入 685.2 亿元，同比-15.4%，环比-1.5%；实现归母净利润 126.9 亿元，同比-5.6%，环比+6.2%；实现扣非后归母净利润 126.1 亿元，同比-3.2%，环比+7.7%。
- **Q2 销量及非年度长协占比显著提升，配合成本压降实现煤炭业务环比逆市增长。**
2025 上半年，产量方面，公司实现商品煤产/销量 1.65/2.05 亿吨，同比-1.7%/-10.9%，实现自产煤销量 1.62 亿吨，同比-3.4%，自产煤中年度长协煤销量占比 70.2%，同比-6.6pct，公司产销量及年度长协煤占比均下降；**价格方面，**实现煤炭综合售价 493 元/吨，同比-12.9%，自产煤均价 478 元/吨，同比-9.3%，自产年度长协煤均价 461 元/吨，同比-5.9%，自产非年度长协煤均价 519 元/吨，同比-22.9%，受行业下行影响公司煤价同比承压；**成本方面，**实现自产煤吨煤生产成本 177.7 元/吨，同比-7.7%，成本显著优化；**毛利方面，**实现煤炭业务毛利 325.3 亿元，同比-14.8%，不考虑重述影响，实现自产煤销售毛利 310.5 亿元，同比-14.8%，自产煤吨煤毛利 192 元/吨，同比-14.4%，受价格影响毛利同比下降。**单 Q2 看，产量方面，**实现商品煤产/销量 0.83/1.06 亿吨，环比+0.5%/+6.3%，实现自产煤销量 0.83 亿吨，环比+6.2%，自产煤中年度长协煤销量占比 60.2%，环比-20.7pct，公司产销量环比上升，年度长协占比显著下降；**价格方面，**实现煤炭综合售价 481 元/吨，环比-5.0%，自产煤均价 472 元/吨，环比-2.5%，自产年度长协煤均价 409 元/吨，环比-18.5%，自产非年度长协煤均价 568 元/吨，环比+38.6%，公司 2025 年 Q1、Q2 的自产煤长协及非长协均价波动与行业存在偏差，或为产品结构调整所致；**成本方面，**实现自产煤吨煤生产成本 160.7 元/吨，环比-17.9%，Q2 成本管控优异；**毛利方面，**实现煤炭业务毛利 170.2 亿元，环比+9.7%，实现自产煤销售毛利 160.3 亿元，环比+6.7%，自产煤吨煤毛利 192.2 元/吨，环比+0.4%，通过降本增量调结构，公司煤炭业务毛利 Q2 环比逆市增长。
- **电力业务量价承压，电煤成本下降对冲电价压力。**2025 上半年，公司实现发售电 987.8/929.1 亿千瓦时，同比-7.4%/-7.3%；平均利用小时数 2143 小时，同比-8.8%；实现售电均价 386 元/兆瓦时，同比-4.2%，单位售电成本 346.9 元/兆瓦时，同比-4.1%，单位售电毛利 56.8 元/兆瓦时，同比-2.2%。2025Q2，公司实现发售电 483.6/454.4 亿千瓦时，环比-4.1%/-4.3%，同比-3.6%/-3.5%。
- **注入集团资产解决同业竞争，优化资源配置增强一体化运营能力。**2025 年 8 月，公司公告收购国家能源集团旗下 13 家标的公司，截至 2024 年底，标的资产合计的总资产为 2,583.62 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 1,259.96 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。从战略上看，此次重组是公司长期以来对解决同业竞争问题承诺的重要落地，既解决同业竞争问题，又

有利于提高上市公司资源储备规模与核心业务产能，促进煤炭产业全链条资源优化配置，进一步提高一体化运营能力。

- **煤价筑底，供需再平衡初期，龙头股息更具确定性及吸引力。**2025 年上半年，国内低煤价导致进口煤减量、国内原煤产量环比增幅下降，港口持续去库，行业自发性的出清已经开始，煤价或已经进入底部。叠加 2025 年 7 月国家能源局开展煤炭“查超产”核查，煤炭供给端或迎来更为显著的政策出清压力，供给改善步伐有望加快，煤价受供给收缩支撑的力度有望增强。同时，考虑全国煤炭总库存仍然偏高，我们判断当前为供给出清初期，实现完全供需平衡仍需时间，需求端的高增长亦尚不明显，预计秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格会维持在 700 元/吨中枢运行。因此，建议当前时点战略性看多煤炭板块，保持煤价弹性“会迟到但不会缺席”的预期，中国神华在煤价底部区间是更具股息确定性及吸引力的煤炭龙头。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年的归母净利润为 530.7、550.4、566.3 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 14.3、13.8、13.4 倍，我们认为非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，公司对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平。维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤炭价格超预期下跌，电价超预期下跌，新能源转型速度大幅加快。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	331,000	341,013	348,384
同比增长率（%）	-0.42%	-1.37%	-2.18%	3.03%	2.16%
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	53,065	55,037	56,626
同比增长率（%）	-14.26%	-1.71%	-9.55%	3.72%	2.89%
每股收益（元/股）	3.00	2.95	2.67	2.77	2.85
ROE（%）	14.61%	13.74%	11.84%	11.71%	11.49%
市盈率（P/E）	12.70	12.92	14.29	13.78	13.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	178,644	214,861	248,851
应收票据及账款	16,676	14,991	15,445	15,779
预付账款	6,232	6,142	6,328	6,464
其他应收款	2,378	2,415	2,488	2,542
存货	12,482	12,945	13,521	13,789
其他流动资产	24,942	24,267	24,478	24,633
流动资产总计	205,125	239,404	277,121	312,059
长期股权投资	59,840	64,184	68,528	72,872
固定资产	258,715	248,505	237,933	227,001
在建工程	27,575	22,979	18,383	13,788
无形资产	64,776	65,267	68,149	70,923
长期待摊费用	4,175	2,088	0	0
其他非流动资产	37,862	40,362	40,362	40,362
非流动资产合计	452,943	443,384	433,356	424,946
资产总计	658,068	682,788	710,477	737,004
短期借款	1,037	0	0	0
应付票据及账款	38,205	40,177	41,967	42,798
其他流动负债	53,378	54,025	56,300	57,410
流动负债合计	92,620	94,202	98,266	100,208
长期借款	29,958	22,629	15,522	8,848
其他非流动负债	31,538	31,538	31,538	31,538
非流动负债合计	61,496	54,167	47,060	40,386
负债合计	154,116	148,370	145,327	140,594
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	68,296	68,296	68,296	68,296
留存收益	338,701	359,927	381,942	404,592
归属母公司权益	426,866	448,092	470,107	492,757
少数股东权益	77,086	86,327	95,043	103,653
股东权益合计	503,952	534,419	565,150	596,410
负债和股东权益合计	658,068	682,788	710,477	737,004

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	68,865	60,067	61,514	62,997
折旧与摊销	24,426	23,903	24,372	22,754
财务费用	129	736	237	-221
投资损失	-4,871	-4,871	-4,871	-4,871
营运资金变动	512	4,569	2,564	994
其他经营现金流	4,287	2,635	2,635	2,635
经营性现金净流量	93,348	87,039	86,451	84,289
投资性现金净流量	-85,359	-9,869	-9,869	-9,869
筹资性现金净流量	-51,173	-40,941	-40,365	-40,429
现金流量净额	-43,100	36,229	36,217	33,991

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	338,375	331,000	341,013	348,384
营业成本	223,192	225,889	235,949	240,626
税金及附加	17,784	16,881	16,028	17,419
销售费用	491	480	495	506
管理费用	10,340	10,129	9,548	9,406
研发费用	2,727	2,668	2,748	2,808
财务费用	129	736	237	-221
资产减值损失	-535	-523	-539	-551
信用减值损失	-128	-125	-129	-132
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,871	4,871	4,871	4,871
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	107	107	107	107
其他收益	333	333	333	333
营业利润	88,362	78,879	80,652	82,468
营业外收入	813	813	813	813
营业外支出	3,382	3,382	3,382	3,382
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	85,793	76,310	78,083	79,899
所得税	16,928	14,005	14,330	14,663
净利润	68,865	62,306	63,753	65,236
少数股东损益	10,194	9,241	8,716	8,610
归属母公司股东净利润	58,671	53,065	55,037	56,626
EPS(元)	2.95	2.67	2.77	2.85

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-1.37%	-2.18%	3.03%	2.16%
营业利润增长率	-3.29%	-10.73%	2.25%	2.25%
归母净利润增长率	-1.71%	-9.55%	3.72%	2.89%
经营现金流增长率	4.08%	-6.76%	-0.68%	-2.50%
盈利能力				
毛利率	34.04%	31.76%	30.81%	30.93%
净利率	20.35%	18.82%	18.70%	18.73%
ROE	13.74%	11.84%	11.71%	11.49%
ROA	8.92%	7.77%	7.75%	7.68%
估值倍数				
P/E	12.92	14.29	13.78	13.39
P/S	2.24	2.29	2.22	2.18
P/B	1.78	1.69	1.61	1.54
股息率	4.92%	4.20%	4.36%	4.48%
EV/EBITDA	8	7	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。