

中国神华 (601088.SH)

降本增效对冲煤价下跌，一体化经营凸现业绩韧性

中国神华发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 1381.09 亿元，同比下降 18.3%；归母净利润 246.41 亿元，同比下降 12.0%；扣非归母净利润 243.12 亿元，同比下降 17.5%；经营性现金流净额 457.94 亿元，同比下降 11.7%。

□ **煤炭业务：高比例长协托底煤炭价格，成本管控稳定毛利。** 2025 年上半年公司实现商品煤产量 1.65 亿吨，同比-1.7%；煤炭销量 2.05 亿吨，同比-10.9%，其中自产煤销量 1.62 亿吨，同比-3.4%，贸易煤销量 0.43 亿吨，同比-31.1%；价格方面，公司煤炭销售平均价格（不含税）为 493 元/吨，同比减少 73 元/吨，降幅 12.9%，其中自产煤平均售价 478 元/吨，同比减少 49 元/吨，降幅 9.3%，合同中年度长协销量占比 55.5%，价格同比-5.9%，月度长协占比 36.7%，价格同比-22.3%；成本方面，2025 年上半年公司自产煤单位生产成本 177.7 元/吨，同比下降 14.9 元/吨，降幅 7.7%，煤炭综合毛利率 31.1%，同比增加 2.4pct，其中自产煤毛利率 40.1%，同比下降 1.3pct。

□ **电力业务：量价齐跌利润小幅下滑，看好下半年需求增长。** 2025 年上半年公司发电量 987.8 亿千瓦时，同比-7.4%，售电量 929.1 亿千瓦时，同比-7.3%，其中市场化交易电量 904 亿千瓦时，约占总售电量的 97.3%；煤电机组平均利用小时数 2143 小时，同比减少 207 小时，比全国 6000 千瓦及以上燃煤发电设备平均利用小时数高 87 小时。2025 年上半年公司平均售电价格 386 元/MWh，同比-4.2%，单位售电成本 346.9 元/MWh，同比-4.1%。发电板块利润总额 50.87 亿元，同比-2.8%。展望下半年，考虑到三季度高温因素及上年四季度基数偏低因素，预计今年下半年用电量增速高于上半年，预计 2025 年全国全社会用电量同比增长 5%-6%，公司电力业务盈利有望改善。

□ **在建项目&资产收购并进，一体化布局加强未来可期。** 煤炭方面，2025 年上半年公司新街一井、二井项目用时 6 个月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；电力业务方面，稳妥推动九江二期、北海二期等煤电项目建设，印尼南苏 1 号项目已高质量投入运营，新增对外商业运营可再生能源发电项目 215 兆瓦；此外，公司进一步优化运输网络布局，稳步推进东月铁路、黄骅港五期、珠海港务散货码头等工程建设，包头煤制烯烃升级示范项目也进入全面建设阶段。同时，公司积极推动新一轮注资工作，公司近期启动千亿规模集团资产收购，涉及煤炭、坑口煤电、化工、运输销售等 13 项资产的股权，此次交易完成后，公司煤炭储量及产能预计将大幅增长，煤炭产业链完整性进一步提升，一体化发展格局有望增强公司业绩韧性，提升公司整体盈利水平。

□ **坚持回馈投资者，中期分红率 79%。** 公司拟向全体股东派发 2025 年中期股息每股人民币 0.98 元（含税），合计派发现金红利人民币 194.71 亿元（含税），占 2025 年上半年中国企业会计准则下归属于本公司股东的净利润的 79.0%，公司红利股属性及长期投资价值凸显。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 公司作为龙头能源企业，以煤炭业务为基石，积极发展电力、运输等多个领域，形成煤电运一体化布局，有利于增强业绩的稳定性。我们持续看好公司盈利能力，预计 2025-2027 年公司归母净利润

强烈推荐（维持）

周期/煤炭开采

目标估值：NA

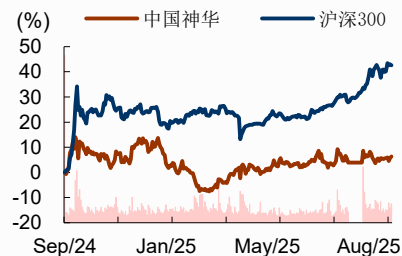
当前股价：38.41 元

基础数据

总股本（百万股）	19869
已上市流通股（百万股）	16491
总市值（十亿元）	763.1
流通市值（十亿元）	633.4
每股净资产（MRQ）	20.2
ROE（TTM）	13.4
资产负债率	31.1%
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司
主要股东持股比例	69.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	9	7
相对表现	-6	-5	-36



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国神华（601088）—资产收购规模近千亿，高比例现金分红可持续》2025-08-21
- 2、《中国神华（601088）—启动千亿资产收购，进一步打造“煤电化运”全产业链》2025-08-06
- 3、《中国神华（601088）—煤电化运一体化布局，铸就央企高分红典范》2025-07-21

谢笑妍 S1090519030003

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

原思雨 研究助理

yuansiyu@cmschina.com.cn

505.2/524.3/550.5 亿元，同比 -14%/+4%/+5%，对应 EPS 分别为 2.54/2.64/2.77 元/股，对应 P/E 分别为 15.0/14.5/13.8，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：煤炭生产不及预期，煤炭进口超预期，煤炭价格下跌超预期，煤炭需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	343074	338375	275378	295643	324419
同比增长	-0%	-1%	-19%	7%	10%
营业利润(百万元)	91367	88362	76210	79168	83234
同比增长	-7%	-3%	-14%	4%	5%
归母净利润(百万元)	59694	58671	50520	52431	55054
同比增长	-14%	-2%	-14%	4%	5%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.54	2.64	2.77
PE	12.8	13.0	15.1	14.6	13.9
PB	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	196667	221127	248338
现金	149986	142415	142758	164302	187361
交易性投资	0	17302	17302	17302	17302
应收票据	7983	3036	2471	2653	2911
应收款项	11875	12466	10145	10892	11952
其它应收款	2731	2378	1935	2078	2280
存货	12846	12482	9927	10805	12061
其他	13530	15046	12129	13096	14472
非流动资产	431180	452943	453891	454990	456195
长期股权投资	55571	59840	59840	59840	59840
固定资产	256933	257149	265410	273007	279993
无形资产商誉	61630	64776	58298	52469	47222
其他	57046	71178	70343	69675	69141
资产总计	630131	658068	650559	676117	704533
流动负债	91585	92620	70719	73639	77810
短期借款	2927	1037	0	0	0
应付账款	38901	38205	30384	33073	36915
预收账款	7208	4118	3275	3565	3979
其他	42549	49260	37061	37001	36916
长期负债	60176	61496	61496	61496	61496
长期借款	29636	28932	28932	28932	28932
其他	30540	32564	32564	32564	32564
负债合计	151761	154116	132215	135135	139306
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积金	68182	68296	68296	68296	68296
留存收益	320641	338701	344317	357848	372530
少数股东权益	69678	77086	85862	94969	104533
归属于母公司所有者权益	408692	426866	432482	446013	460695
负债及权益合计	630131	658068	650559	676117	704533

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	84492	85975	88531
净利润	69598	68865	59295	61539	64617
折旧摊销	24641	24172	28725	28598	28514
财务费用	459	91	105	113	124
投资收益	(3815)	(4871)	(4235)	(4547)	(4989)
营运资金变动	(1196)	(7518)	1010	(232)	(318)
其它	0	12609	(408)	504	583
投资活动现金流	(36974)	(85359)	(25730)	(25418)	(24976)
资本支出	(37084)	(37032)	(29965)	(29965)	(29965)
其他投资	110	(48327)	4235	4547	4989
筹资活动现金流	(76131)	(51173)	(58419)	(39013)	(40496)
借款变动	(30019)	(8067)	(13410)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
股利分配	(50666)	(44904)	(44904)	(38900)	(40372)
其他	4386	1684	(105)	(113)	(124)
现金净增加额	(23418)	(43184)	343	21543	23059

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343074	338375	275378	295643	324419
营业成本	219922	223192	177499	193211	215657
营业税金及附加	18385	17784	14473	15538	17051
营业费用	425	491	400	429	471
管理费用	9812	10340	8415	9034	9914
研发费用	3007	2727	2219	2383	2615
财务费用	501	129	105	113	124
资产减值损失	(3893)	(556)	(292)	(314)	(345)
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
其他收益	423	333	271	291	319
投资收益	3815	4871	3964	4256	4670
营业利润	91367	88362	76210	79168	83234
营业外收入	912	813	662	710	779
营业外支出	5103	3382	2752	2955	3243
利润总额	87176	85793	74119	76924	80771
所得税	17578	16928	14824	15385	16154
少数股东损益	9904	10194	8776	9108	9563
归属于母公司净利润	59694	58671	50520	52431	55054

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-0%	-1%	-19%	7%	10%
营业利润	-7%	-3%	-14%	4%	5%
归母净利润	-14%	-2%	-14%	4%	5%
获利能力					
毛利率	35.9%	34.0%	35.5%	34.6%	33.5%
净利率	17.4%	17.3%	18.3%	17.7%	17.0%
ROE	14.9%	14.0%	11.8%	11.9%	12.1%
ROIC	14.1%	13.1%	11.2%	11.4%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	23.4%	20.3%	20.0%	19.8%
净负债比率	6.3%	6.4%	4.4%	4.3%	4.1%
流动比率	2.2	2.2	2.8	3.0	3.2
速动比率	2.0	2.1	2.6	2.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
存货周转率	17.6	17.6	15.8	18.6	18.9
应收账款周转率	21.5	19.1	19.6	22.6	22.8
应付账款周转率	5.6	5.8	5.2	6.1	6.2
每股资料(元)					
EPS	3.00	2.95	2.54	2.64	2.77
每股经营净现金	4.51	4.70	4.25	4.33	4.46
每股净资产	20.57	21.48	21.77	22.45	23.19
每股股利	2.26	2.26	1.96	2.03	2.13
估值比率					
PE	12.8	13.0	15.1	14.6	13.9
PB	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	7.4	7.6	7.9	7.7	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。