

中国神华(601088.SH)

市场煤价止跌回升，公司业绩保持稳健

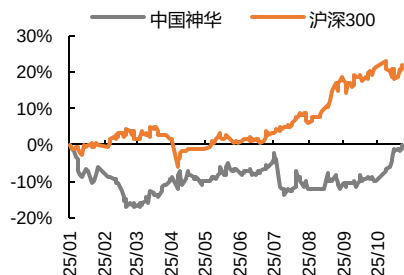
推荐（维持）

股价：42.50 元

主要数据

行业	煤炭
公司网址	www.shenhuachina.com
大股东/持股	国家能源投资集团/69.52%
实际控制人	国务院国资委
总股本(百万股)	19869
流通 A 股(百万股)	16491
流通 B/H 股(百万股)	3377
总市值(亿元)	8279
流通 A 股市值(亿元)	7009
每股净资产(元)	20.94
资产负债率(%)	24.36

行情走势图



相关研究报告

《中国神华(601088.SH)：高分红穿越弱周期，购资源开启新成长》2025-10-24

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2025 年三季报，2025Q3 实现营收 750.42 亿元，同比下降 13.1%；归母净利润 144.11 亿元，同比下降 6.2%。2025Q1-Q3 实现营收 2131.51 亿元，同比下降 16.6%；归母净利润 390.52 亿元，同比下降 10.0%。

平安观点：

- **25Q3 公司自产煤量增价续跌、收入环比小增，外购煤量价环比均有回暖。**2025Q3 公司商品煤产量为 85.5 百万吨，同比增加 2.3%；煤炭总销量为 111.6 百万吨，同比下降 3.5%；25Q3 公司合并抵销前煤炭业务营收为 551.96 亿元，同比下降 17.7%；该业务合并抵销前毛利润为 160.04 亿元，同比下降 24.0%；毛利率为 29.0%，同比下降 2.4pct。分煤源类型来看，25Q3 公司自产煤销售收入约 395.0 亿元、同比减少 10.6%、环比小增 0.2%，销量 86.8 百万吨、同比增加 2.7%、环比增加 4.1%，单位售价 455 元/吨、同比减少 68 元/吨、环比减少 17 元/吨，单吨毛利约 177 元/吨、同比减少 61 元/吨、环比减少 15 元/吨，毛利率约 38.8%、同比下降 6.7pct、环比下降 1.8pct。此外，公司降本效果较好，2025 年前三季度自产煤单位生产成本为 173.2 元/吨、yoy-7.5%，煤矿剥离费及材料耗用、人工成本、维修费、安全生产费和维简费等费用同比均下降。25Q3 公司外购煤销售收入约 136.6 亿元、同比减少 33.4%、环比增加 20.5%，销量 24.8 百万吨、同比减少 20.3%、环比增加 11.7%，单位售价 551 元/吨、同比减少 109 元/吨、环比增加 40 元/吨，单吨毛利约 3 元/吨，毛利率约 0.6%。
- **受益于煤价下行，25Q3 公司发电分部毛利同环比高增。**25Q3 公司总售电量为 60.18 十亿千瓦时，同比减少 2.5%，环比高增 32.4%；25Q3 公司合并抵销前发电分部营收为 246.40 亿元，同降 7.0%，环增 25.2%；该业务合并抵销前毛利润为 59.64 亿元，同比高增 44.5%，环比高增 79.6%，主要得益于煤价下跌，燃煤采购成本下降。公司主要经营燃煤发电，25Q3 燃煤发电量（境内）约 61.4 十亿千瓦时，同比减少 3.4%；燃煤销售电价为 371 元/兆瓦时，同比下降 5.6%，低于公司自产煤和外购煤单位售价同比降幅。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343074	338375	313488	323524	333310
YOY(%)	-0.4	-1.4	-7.4	3.2	3.0
归母净利润(百万元)	59694	58671	51423	52454	53880
YOY(%)	-14.3	-1.7	-12.4	2.0	2.7
毛利率(%)	35.9	34.0	33.9	33.7	33.9
净利率(%)	17.4	17.3	16.4	16.2	16.2
ROE(%)	14.6	13.7	11.5	11.3	11.1
EPS(摊薄/元)	3.00	2.95	2.59	2.64	2.71
P/E(倍)	14.1	14.4	16.4	16.1	15.7
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **投资建议：**行业层面，2025 年三季度以来，市场煤价止跌回升，据 wind 数据，25Q3 秦皇岛港 Q5500 动力煤平仓价约 672 元/吨，环比提高 6%，国庆节后 10 月 9 日-10 月 24 日均价继续提升至 738 元/吨；展望后市，供给端，在矿山安全监管趋严和反超产的持续约束下，煤炭供应增加节奏或继续放缓；需求端，冬季供暖旺季来临，电厂日耗有望走高，动力煤补库需求或提升，煤价有望延续上行态势。**公司层面**，中国神华作为国内动力煤领先生产企业，煤矿规模持续领先；公司通过“煤—电—化—运—贸”纵向一体化深入布局，业绩在煤价下行期表现出较强韧性，当前煤价下仍有相对可观的利润空间；同时，公司是高分红高股息的代表性企业，近年来现金分红率均超 70%，起到行业领军的示范作用。综上，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 514.2 亿元、524.5 亿元、538.8 亿元（较原值保持不变），对应 2025 年 10 月 24 日收盘价 PE 分别 16.4、16.1、15.7 倍。公司煤炭规模领先，股息分红率维持高水平，未来还将进一步整合集团资源开启新成长周期，看好公司远期资源扩张带来的估值提升，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、煤炭供应超预期增加的风险。若国内煤企在建矿井投产进度超预期，煤矿项目批复进程超预期，以及进口煤价格优势扩大、进口煤量大幅增加，则可能造成煤炭供应持续过剩。2、矿山安全事故发生的风险。矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，公司产量可能会受到较大影响。3、煤炭需求不及预期的风险。若后市火电需求下滑、煤炭消耗量不及预期，库存持续高位，可能导致煤价大幅走低。4、煤企股息分红率下调的风险。如果煤价持续下跌，煤企业经营情况恶化，用于分红的现金减少，煤企可能下调分红率。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	205125	208946	214536	217466
现金	142415	167276	171489	173148
应收票据及应收账款	16676	15098	15581	16052
预付账款	2378	2287	2360	2432
其他应收款	6232	5817	6003	6185
存货	12482	11871	12295	12635
其他流动资产	24942	6597	6808	7014
非流动资产	452943	469081	493030	522773
长期投资	59840	67184	79528	93872
固定资产	258715	258877	267961	287086
无形资产	64776	56758	50962	46832
其他非流动资产	69612	86262	94579	94983
资产总计	658068	678027	707565	740239
流动负债	92620	90759	93995	96664
短期借款	1037	1087	1137	1187
应付票据及应付账款	38205	35914	37194	38223
其他流动负债	53378	53759	55664	57254
非流动负债	61496	55624	53678	54668
长期借款	29958	24086	22140	23130
其他非流动负债	31538	31538	31538	31538
负债合计	154116	146383	147674	151332
少数股东权益	77086	86021	95135	104496
股本	19869	19869	19869	19869
资本公积	68296	68296	68296	68296
留存收益	338701	357458	376592	396246
归属母公司股东权益	426866	445623	464757	484411
负债和股东权益	658068	678027	707565	740239

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	93094	84952	88075	90464
净利润	68865	60358	61568	63241
折旧摊销	24172	26206	28395	29600
财务费用	129	990	727	692
投资损失	-4871	-4871	-4871	-4871
营运资金变动	512	1827	1809	1348
其他经营现金流	4287	441	447	452
投资活动现金流	-85359	-20612	-47920	-54925
资本支出	31730	35000	40000	45000
长期投资	-17675	-3000	-8000	-10000
其他投资现金流	-99414	-52612	-79920	-89925
筹资活动现金流	-51173	-39478	-35943	-33879
短期借款	-1890		50	50
长期借款	-3982	-5872	-1945	990
其他筹资现金流	-45301	-33656	-34048	-34919
现金净增加额	-43354	24861	4212	1660

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	338375	313488	323524	333310
营业成本	223192	207153	214539	220474
税金及附加	17784	17894	18467	19026
销售费用	491	564	582	600
管理费用	10340	10972	11485	12332
研发费用	2727	2526	2607	2686
财务费用	129	990	727	692
资产减值损失	-535	-564	-582	-667
信用减值损失	-128	-119	-122	-126
其他收益	333	333	333	333
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	4871	4871	4871	4871
资产处置收益	107	107	107	107
营业利润	88362	78016	79722	82018
营业外收入	813	813	813	813
营业外支出	3382	3382	3382	3382
利润总额	85793	75447	77153	79449
所得税	16928	15089	15585	16208
净利润	68865	60358	61568	63241
少数股东损益	10194	8935	9114	9362
归属母公司净利润	58671	51423	52454	53880
EBITDA	110094	102644	106275	109741
EPS (元)	2.95	2.59	2.64	2.71

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-1.4	-7.4	3.2	3.0
营业利润(%)	-3.3	-11.7	2.2	2.9
归属于母公司净利润(%)	-1.7	-12.4	2.0	2.7
获利能力				
毛利率(%)	34.0	33.9	33.7	33.9
净利率(%)	17.3	16.4	16.2	16.2
ROE(%)	13.7	11.5	11.3	11.1
ROIC(%)	13.9	12.4	11.9	11.6
偿债能力				
资产负债率(%)	23.4	21.6	20.9	20.4
净负债比率(%)	-22.1	-26.7	-26.5	-25.3
流动比率	2.2	2.3	2.3	2.2
速动比率	1.9	2.0	2.0	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	24.8	27.5	27.5	27.5
应付账款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.95	2.59	2.64	2.71
每股经营现金流(最新摊薄)	4.69	4.28	4.43	4.55
每股净资产(最新摊薄)	21.48	22.43	23.39	24.38
估值比率				
P/E	14.4	16.4	16.1	15.7
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.6	9.2	8.9	8.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	