

煤炭

2025 年 10 月 27 日

中国神华 (601088)

——2025 年三季报点评:销量提升及降本对冲价格波动,公司三季度业绩稳健增长

报告原因:有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据: 2025 年 10 月 27 日

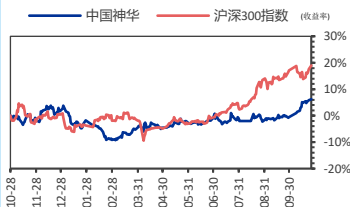
收盘价(元)	42.69
一年内最高/最低(元)	44.20/34.78
市净率	2.0
股息率%(分红/股价)	5.29
流通 A 股市值(百万元)	704,002
上证指数/深证成指	3,996.94/13,489.40

注:“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025 年 09 月 30 日

每股净资产(元)	20.94
资产负债率%	24.36
总股本/流通 A 股(百万)	19,869/16,491
流通 B 股/H 股(百万)	-/3,377

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818x
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **事件:**公司于 10 月 25 日发布 2025 年第三季度报告,25 年前三季度实现营收 2131.51 亿元,同比重述后 24 年前三季度营收下降 16.6%;归母净利润 390.52 亿元,同比重述后 24Q1-3 归母净利润下降 10.0%;基本每股收益 1.965 元。**25Q3 单季度**实现营收 750.42 亿元,环比 25Q2 增加 9.51%,同比下降 13.10%;归母净利润 144.11 亿元,环比 25Q2 上升 13.54%,同比下降 6.24%。业绩超市场预期。
- **自产煤售价下跌导致毛利率下降。25 年前三季度**商品煤产量 250.9 百万吨,同比重述后降 0.4%。**自产煤:**销量 248.7 百万吨,同比重述后降 1.3%;售价 470 元/吨,同比重述后跌 10.6%;吨销售成本 284 元/吨,同比降 5.7%;吨毛利 187 元/吨,同比降 17.1%;毛利率 39.7%,同比下降 3.1pct。**25Q3 单季度**商品煤产量 85.5 百万吨,同比上升 2.3%,环比上升 3.1%;自产煤销量 86.8 百万吨,同比升 2.7%,环比升 4.1%;售价 455 元/吨,同比跌 12.9%,环比跌 3.7%;吨销售成本 278 元/吨,同比降 2.2%,环比降 0.7%;毛利 177 元/吨,同比降 25.8%,环比降 8.0%;毛利率 38.8%,同比降 6.7pct,环比降 1.8pct。
- **发、售电量同比均下降,但受益于成本压降,发电分部利润提升。25 年前三季度**发电量 162.87 十亿千瓦时,同比重述后降 5.4%;售电量 153.09 十亿千瓦时,同比重述后降 5.5%;售电价 382 元/兆瓦时,同比降重述后 4.50%;平均利用小时数 3417 小时,同比降重述后 10.9%。**25Q3 单季度**,发电量 64.09 十亿千瓦时,同比降 2.30%,售电量 60.18 十亿千瓦时,同比降 1.94%。售电价 0.377 元/千瓦时,同比跌 4.31%。截至 25 年 9 月底,公司总装机容量 4868.1 万千瓦。2025Q3 平均利用小时数 1345 小时,同比下降 7.94%。
- **管理费用增长,期间费用小幅下降。**25 年前三季度期间费用 94.92 亿元,同比重述后 24 年前三季度费用跌 2.87%。其中销售费用 3.83 亿元,同比降 0.26%;管理费用 74.98 亿元,同比增 2.46%;财务费用 2.71 亿,同比降 17.38%;研发费用 13.4 亿元,同比降 23.08%。
- **高股息奠定公司长期投资价值。**公司 25-27 年度股东回报规划,每年现金分红金额不少于公司当年归母净利润的 65%,并适当考虑中期分红。**公司拟派发 25 年中期股息共计人民币 194.71 亿元(含税),在中国企业会计准则下分红率 79.0%。**假设公司 25 年报维持 25 年中报 79%分红率,基于我们模型测算的 25 年业绩 532.37 亿,参考 10 月 27 日收盘价,公司股息率预计 5.0%。
- **投资分析意见:**由于煤价上涨,我们预测 25、26 年公司自产煤售价同比-7.5%、+3.5%、+0.9%(原值-9.2%、-0.6%、-0.6%),我们上调公司盈利预测,预计 25-27 年公司归母净利润为 531.81、576.56、593.63 亿元(原值为 491.08、501.37、509.08 亿元),25-27 年 eps 分别为 2.68、2.90 和 2.99 元,对应 PE 估值 16、15、14 倍。公司一体化运营业绩稳健、且兼具高股息属性,我们维持公司“买入”评级。

- **风险提示:**宏观经济超预期下滑,下游需求大幅下滑,公司产品售价大幅下降。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	338,375	213,151	312,423	324,404	332,654
同比增长率(%)	-1.4	-16.6	-7.7	3.8	2.5
归母净利润(百万元)	58,671	39,052	53,181	57,656	59,363
同比增长率(%)	-1.7	-10.0	-9.4	8.4	3.0
每股收益(元/股)	2.95	1.97	2.68	2.90	2.99
毛利率(%)	34.0	36.0	33.8	34.8	34.9
ROE(%)	13.7	9.4	12.9	13.5	13.5
市盈率	14		16	15	14

注:“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. 公司平稳运行，煤炭业务毛利率高位运行

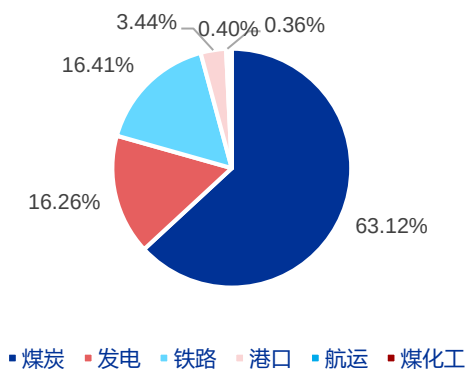
公司于 10 月 24 日发布 2025 年第三季度报告，2025Q3 单季度实现营收 750.42 亿元，同比重述后 24Q3 营收降低 13.1%；归母净利润 144.11 亿元，同比重述后 24Q1-3 归母净利润减少 6.2%；基本每股收益 0.725 元。

从各个业务分部来看，若取合并抵销前的数据，25 年前三季度，**煤炭分部**实现营收 1590.99 亿元，同比重述后降 21.1%；实现毛利 485.29 亿元，同比重述后降 18.1%，因煤炭销售量及平均销售价格下降，同时外购煤销售量及采购价格下降，自产煤销售量及单位生产成本下降，煤炭业务毛利率 30.5%，同比升 1.1pct。**发电业务**收入 651.79 亿元，同比重述后降 9.0%，主要是由于售电量及平均售电价格下降；营业成本 526.81 亿元，同比重述后下降 12.8%，主因售电量下降，燃煤采购价格及采购成本下降。公司发电毛利率同比重述后上升 3.5pct 至 19.2%。发电分部实现毛利 124.98 亿元，同比重述后上升 11.3%。

运输板块的铁路分部、港口分部、航运分部报告期内录得营收合计达 407.44 亿元，同比下降 2.0%；实现毛利 155.45 亿元，同比上升 2.42%。港口分部毛利同比增长的主要原因是航道疏浚费等成本下降；航运分部毛利同比下降的主要原因是航运业务调整导致航运货运量及周转率下降。

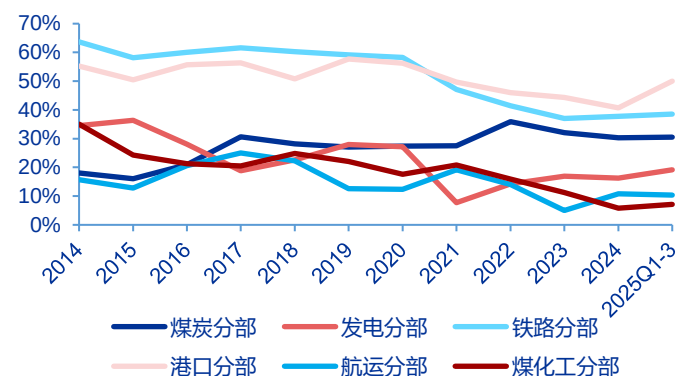
煤化工业务贡献营收 43.51 亿元，毛利润 3.1 亿元，毛利率 7.1%，同比上升 0.2pct，煤化工分部毛利同比增长的主要原因是上年同期煤制烯烃生产设备按计划检修导致聚烯烃产品销售量较低。

图 1：2025 年 1-9 月各业务板块毛利占比 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：各业务分部毛利率 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 自产煤销量上升，叠加降本对冲煤价下跌

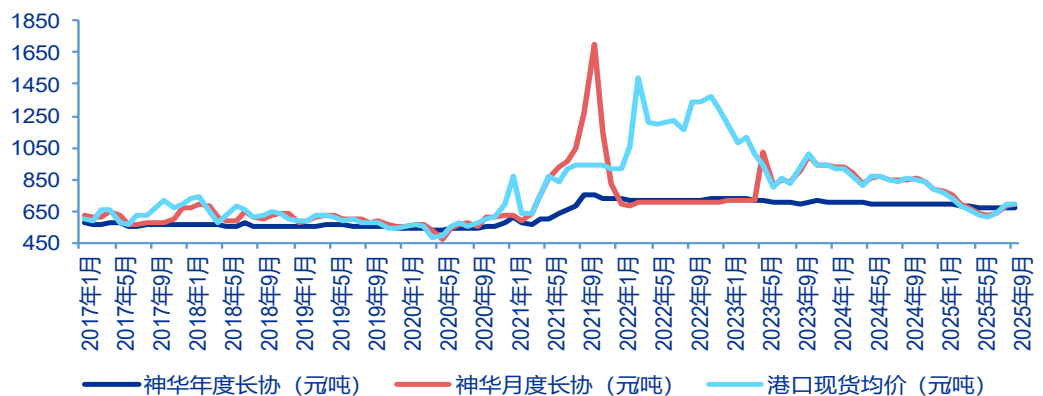
2025 年前三季度商品煤产量 250.9 百万吨，同比重述后降 0.4%。**自产煤**：销量 248.7 百万吨，同比重述后降 1.3%；售价 470 元/吨，同比重述后跌 10.6%；吨销售成本 284 元/吨，同比降 5.7%；吨毛利 187 元/吨，同比降 17.1%；毛利率 39.7%，同比下降 3.1pct。

25Q3 单季度商品煤产量 85.5 百万吨，同比上升 2.3%，环比上升 3.1%；自产煤销量 86.8 百万吨，同比升 2.7%，环比升 4.1%；售价 455 元/吨，同比跌 12.9%，环比跌 3.7%；

吨销售成本 278 元/吨，同比降 2.2%，环比降 0.7%；毛利 177 元/吨，同比降 25.8%，环比降 8.0%；毛利率 38.8%，同比降 6.7pct，环比降 1.8pct。

报告期内，公司煤炭长协比例较之于 2024 年增加、但年度长协占自产煤销量占比下降。2025 年 1-9 月公司月度长协和年度长协合计占比 92.5%，较重述后 2024 年 1-9 月的 85.5% 同比增长 7.0pct，长协比例基本平稳。**年度长协销量占自产煤销量的 67.71%**，较重述后 2024 年同期的 72.83% 下降 5.12pct。**价格方面**，2025 年 1-9 月年度长协销售均价为 452 元/吨（不含税），同比重述后 24 同期的 492 元/吨下降 8.1%。

图 3：中国神华煤炭销售高比例长协定价（元/吨）



资料来源：煤炭市场网，公司公告，申万宏源研究

表 1：中国神华煤炭销售价格（元/吨）

销售价格（不含税）	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	25Q1-3
一、年度长协	381	381	380	456	515	500	491	452
二、月度长协	511	480	465	765	873	808	705	553
三、现货	401	426	418	599	776	640	627	533
平均价格(不含税)	429	426	410	588	644	584	564	496

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司自产煤业务经营数据

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 环比	25Q3 同比
产量（百万吨）	81.30	86.90	83.60	75.30	82.50	82.90	85.50	3.1%	2.3%
销量（百万吨）	80.30	87.30	84.50	74.90	78.50	83.40	86.80	4.1%	2.7%
收入（亿元）	428.22	455.61	441.58	399.01	380.29	394.05	394.96	0.2%	-10.6%
成本（亿元）	238.41	279.60	240.40	198.01	230.08	233.75	241.55	3.3%	0.5%
毛利（亿元）	189.81	176.01	201.18	201.00	150.21	160.30	153.41	-4.3%	-23.7%
吨售价（元/吨）	533	522	523	533	484	472	455	-3.7%	-12.9%
吨成本（元/吨）	297	320	284	264	293	280	278	-0.7%	-2.2%
吨毛利（元/吨）	236	202	238	268	191	192	177	-8.0%	-25.8%
毛利率（%）	44.3%	38.6%	45.6%	50.4%	39.5%	40.7%	38.8%	-1.8%	-6.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：中国神华煤炭长协销售及占比（百万吨，%，元/吨）

	2025H1			2024H1			变动	
	销售量 (百万吨)	占销售量合计比 例(%)	价格(不含税, 元/吨)	销售量(百万吨)	占销售量合计 比例(%)	价格 (不含 税,元/吨)	销售量(%)	价格 (不含税,%)
一、通过销售集团销售	304.4	96.2	496	326.7	94.5	579	-6.8	-14.3
1、年度长协	168.4	53.2	452	183.6	53.1	492	-8.3	-8.1
2、月度长协	124.3	39.3	553	112.0	32.4	713	11.0	-22.4
3、现货	11.7	3.7	533	31.1	9.0	610	-62.4	-12.6

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 发、售电量同比均下降，但受益于成本压降，发电分部利润提升

2025 年前三季度发电量 162.87 十亿千瓦时，同比重述后降 5.4%；售电量 153.09 十亿千瓦时，同比重述后降 5.5%；售电价 382 元/兆瓦时，同比降重述后 4.50%；平均利用小时数 3417 小时，同比降重述后 10.9%。

2025Q3 单季度，发电量 64.09 十亿千瓦时，同比降 2.30%，售电量 60.18 十亿千瓦时，同比降 1.94%。售电价 0.377 元/千瓦时，同比跌 4.31%。截至 25 年 9 月底，公司总装机容量 4868.1 万千瓦，25 年 1-9 月内新增装机容量 121.7 万千瓦。2025Q3 平均利用小时数 1345 小时，同比下降 7.94%

表 4：公司发电业务经营数据

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 环比	25Q3 同比
发电量（十亿千瓦时）	56.47	50.18	65.6	50.96	50.42	48.36	64.09	32.5%	-2.3%
售电量（十亿千瓦时）	53.17	47.08	61.73	48.3	47.47	45.44	60.18	32.4%	-2.5%
收入（亿元）	240.75	210.94	264.94	225.54	208.54	196.85	246.4	25.2%	-7.0%
成本（亿元）	200.02	180.69	223.67	183.94	176.41	163.64	186.76	14.1%	-16.5%
毛利（亿元）	40.73	30.25	41.27	41.6	32.13	33.21	59.64	79.6%	44.5%
售电价（元/千瓦时）	0.409	0.404	0.394	0.403	0.386	0.433	0.377	-13.0%	-4.3%
装机容量（万千瓦）	4480	4482	4494	4626	4751	4763	4868	2.2%	8.3%
平均利用小时（小时）	1228	1091	1461	1180	1063	1015	1345	32.5%	-7.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 现金资产充裕，25 年拟中期分红

2025 年上半年，公司资本开支总额为 147.46 亿元。根据公司年报，**煤炭**分部资本开支为 41.35 元，主要用于新街台格庙矿区新街一井、二井项目及杭锦能源塔然高勒井田项目建设，煤矿设备购置及技术改造。

发电分部资本开支为 86.96 亿元。主要投资项目包括：江西九江电厂二期、广东清远电厂二期、广西北海电厂二期等火电项目建设。

铁路分部资本开支 11.36 亿元，主要用于东月铁路建设，铁路线扩能改造等。**港口**分部资本开支 2.87 亿，主要用于黄骅港（煤炭港区）五期工程、珠海高栏港区国能散货码头工程建设等。**煤化工**分部资本开支 4.76 亿，主要用于煤制烯烃升级示范项目建设等。

表 5：2025 年计划资本支出（亿元）

	2025 年计划	2025 年上半年完成
1. 煤炭业务	96.81	41.35
2. 发电业务	174.11	86.96
3. 运输业务	81.66	14.35
其中：铁路	47.58	11.36
港口	34.07	2.87
航运	0.01	0.12
4. 煤化工业务	54.46	4.76
5. 其他	10.89	0.04
合计	417.93	147.46

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2025 年 9 月末，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1352.34 亿元，较 2024 年底的 1528.42 亿元减少 176 亿元，减幅 11.52%，公司现金规模仍然充裕。

表 6：中国神华持有金融资产和货币资金规模（亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 三季度末
货币资金	1274.57	1628.86	1705.03	1499.86	1,424.15	1244.18
其他流动资产	96.39	83.14	66.63	72.77	76.4	80.01
债权投资	4.00	4.00				
其他权益工具投资	18.45	21.74	23.86	24.86	27.87	28.15
合计	1393.41	1737.74	1795.52	1597.49	1528.42	1352.34

资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据 2025 年中报，**公司拟派发 25 年中期股息共计人民币 194.71 亿元（含税），在中国企业会计准则下分红率 79.0%**。假设公司 25 年报维持 25 年中报 79%的分红率，基于我们模型测算的 25 年业绩 532.37 亿，参考 10 月 27 日收盘价，**公司 A 股股息率预计 5.0%**。

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343,074	338,375	312,423	324,404	332,654
其中：营业收入	343,074	338,375	312,423	324,404	332,654
减：营业成本	219,922	223,192	206,830	211,388	216,517
减：税金及附加	18,385	17,784	16,420	17,050	17,483
主营业务利润	104,767	97,399	89,173	95,966	98,654
减：销售费用	425	491	453	454	466
减：管理费用	9,812	10,340	9,998	9,992	9,980
减：研发费用	3,007	2,727	1,906	1,914	1,913
减：财务费用	501	129	312	234	232
经营性利润	91,022	83,712	76,504	83,372	86,063
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-285	-128	-120	-120	-120
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3,691	-535	-530	-530	-530
加：投资收益及其他	4,238	5,204	4,545	4,372	4,246
营业利润	91,367	88,362	80,419	87,094	89,659
加：营业外净收入	-4,191	-2,569	-2,569	-2,569	-2,569
利润总额	87,176	85,793	77,850	84,525	87,090
减：所得税	17,578	16,928	15,430	16,851	17,413
净利润	69,598	68,865	62,421	67,673	69,677
少数股东损益	9,904	10,194	9,240	10,018	10,314
归属于母公司所有者的净利润	59,694	58,671	53,181	57,656	59,363

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。