

公司研究 | 点评报告 | 中国神华（601088.SH）

中国神华：成本控制彰显龙头盈利韧性，稳健回报价值凸显

报告要点

公司发布 2025 年第三季报：2025 年前三季度实现归母净利润 390.52 亿元，同比-10.0%（经重述）；25Q3 实现归母净利润 144.11 亿元，同比-6.2%（经重述），环比+13.5%。整体而言，煤炭方面，销量提升成本下降对冲价跌影响；电力方面，成本下行较电价下行更为明显，电力业务盈利改善。龙头盈利韧性较强，稳健回报价值可期。

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003
SFC: BUT918



赵超

SAC: S0490519030001
SFC: BUY139



叶如祯

SAC: S0490517070008



庄越

SAC: S0490522090003



韦思宇

SAC: S0490524120007

中国神华 (601088.SH)

2025-10-28

中国神华：成本控制彰显龙头盈利韧性，稳健回报价值凸显

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年第三季度报：2025 年前三季度实现归母净利润 390.52 亿元，同比-10.0%（经重述）；2025Q3 实现归母净利润 144.11 亿元，同比-6.2%（经重述），环比+13.5%。

事件评论

- 煤炭：销量提升成本下降对冲价跌影响。1) 产销：**Q3 产销回升明显。2025Q1-3 公司实现商品煤产量/自产煤销量 25090/24870 万吨，同比-90/-340 万吨 (-0.4%/-1.4%)；2025Q3 实现商品煤产量/自产煤销量为 8550/8680 万吨，同比+190/+230 万吨 (+2.3%/+2.7%)，环比+260/+340 万吨 (+3.1%/+4.1%)。**2) 价格：**2025Q1-3 公司自产煤吨煤售价 470 元/吨，同比-56 元/吨 (-10.6%)；2025Q3 公司自产煤吨煤收入 455 元/吨，同比-68 元/吨 (-12.9%)，环比-17.5 元/吨 (-3.7%)。公司 2025Q3 煤炭售价有所下滑主要和公司长协占比较高而长协煤价有所回落有关。**3) 成本：**受益于安全生产费&维检费&人工成本下降，成本压降明显。2025Q1-3 公司自产煤吨煤成本 284 元/吨，同比-17 元/吨 (-5.7%)；2025Q3 自产煤吨煤成本 278 元/吨，同比-6.2 元/吨 (-2.2%)，环比-2 元/吨 (-0.7%)。**4) 盈利：**公司 2025 年前三季度公司自产煤吨煤毛利 187 元/吨，同比-38 元/吨；2025Q3 自产煤吨煤毛利 177 元/吨，同比-61 元/吨 (-26%)，环比-16 元/吨 (-8%)。
- 电力：成本下行较电价下行更为明显，电力业务盈利改善。1) 产销：**Q3 发、售电量环比增加。2025Q1-3 公司售电量 1531 亿度，同比-89 亿度；2025Q3 售电量 602 亿度，同比-15 亿度，环比+147 亿度。**2) 电价：**25Q1-3 公司度电售价 0.426 元/度，同比-0.017 元/度；2025Q3 度电售价 0.409 元/度，同比-0.02 元/度，环比-0.02 元/度。**3) 成本：**2025Q1-3 公司度电成本 0.3441 元/度，同比-0.03 元/度；2025Q3 公司度电成本 0.31 元/度，同比-0.05 元/度，环比-0.05 元/度。**4) 盈利：**电厂利润改善明显。受益于成本下降，2025Q1-3 度电毛利改善 0.01 元/度，2025Q3 度电毛利同比改善 0.03 元/度，环比改善 0.03 元/度。
- 龙头稳健型公司高股息特性突出。**预计公司 2025/2026/2027 年业绩约 512/546/555 亿元，对应 2025/2026/2027PE 估值为 16.5x/15.5x/15.2x。2025 年业绩对应 77%分红的股息率约 4.7%。

公司基础数据

当前股价(元)	42.50
总股本(万股)	1,986,852
流通A股/B股(万股)	1,649,104/0
每股净资产(元)	20.94
近12月最高/最低价(元)	44.20/34.78

注：股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《量增叠加降本 25Q2 业绩稳固，中期分红 79% 龙头高股息性价比优异》2025-09-10
- 《分红比例高位提升+瑞众人寿举牌中国神华 H 股，龙头中长期价值凸显》2025-03-31
- 《煤炭成本回落明显叠加发电高增加持盈利，龙头 Q3 业绩表现超预期》2024-11-17

风险提示

- 经济承压影响下游需求风险；
- 外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险。

请阅读最后评级说明和重要声明


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、经济承压影响下游需求风险：若后期需求较弱，公司长协价可能随着市场价出现下调，对业绩影响可能较大。
- 2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险：如海外流动性危机导致气价跌幅较大，可能一定程度压制国内煤价和板块情绪，进一步使得煤炭板块估值存在调整风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338375	286573	302828	308691	货币资金	142415	160271	188021	215548
营业成本	223192	189117	198238	202381	交易性金融资产	17302	17302	17302	17302
毛利	115183	97456	104590	106310	应收账款	12466	9867	10688	10965
%营业收入	34%	34%	35%	34%	存货	12482	10838	11342	11498
营业税金及附加	17784	15061	15916	16224	预付账款	6232	5523	5577	5752
%营业收入	5%	5%	5%	5%	其他流动资产	14228	13476	13780	13822
销售费用	491	371	402	419	流动资产合计	205125	217276	246711	274888
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	59840	59840	59840	59840
管理费用	10340	8404	8932	9197	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	257149	246901	236653	226405
研发费用	2727	2639	2628	2670	无形资产	64776	67930	71084	74238
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	129	402	506	533	递延所得税资产	6165	6165	6165	6165
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	65013	70013	75013	80013
加: 资产减值损失	-535	-500	-500	-500	资产总计	658068	668125	695466	721549
信用减值损失	-128	-128	-128	-128	短期贷款	1037	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	38059	32248	33804	34510
投资收益	4871	4125	4359	4444	预收账款	73	62	65	67
营业利润	88362	74581	80397	81554	应付职工薪酬	7831	6635	6955	7101
%营业收入	26%	26%	27%	26%	应交税费	8966	7593	8024	8179
营业外收支	-2569	-1069	-1069	-1069	其他流动负债	36654	33497	34342	34726
利润总额	85793	73512	79328	80485	流动负债合计	92620	80036	83190	84583
%营业收入	25%	26%	26%	26%	长期借款	28932	26932	24932	22932
所得税费用	16928	13480	15398	15421	应付债券	0	0	0	0
净利润	68865	60031	63929	65064	递延所得税负债	1348	1348	1348	1348
归属于母公司所有者的净利润	58671	51271	54633	55535	其他非流动负债	31216	31216	31216	31216
少数股东损益	10194	8761	9297	9529	负债合计	154116	139532	140686	140079
EPS (元)	2.95	2.58	2.75	2.80	归属于母公司所有者权益	426866	442747	459636	476797
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	77086	85847	95143	104673
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	503952	528593	554780	581470
经营活动现金流净额	93348	69414	80337	80590	负债及股东权益	658068	668125	695466	721549
取得投资收益收回现金	3488	4125	4359	4444	基本指标				
长期股权投资	-4269	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3362	-9957	-9957	-9957	每股收益	2.95	2.58	2.75	2.80
其他	-81216	-5943	-5968	-5957	每股经营现金流	4.70	3.49	4.04	4.06
投资活动现金流净额	-85359	-11775	-11566	-11470	市盈率	14.39	16.47	15.46	15.21
债券融资	-2972	0	0	0	市净率	1.98	1.91	1.84	1.77
股权融资	1015	0	0	0	EV/EBITDA	6.88	8.23	7.41	7.01
银行贷款增加 (减少)	-2594	-3037	-2000	-2000	总资产收益率	8.9%	7.7%	7.9%	7.7%
筹资成本	-53778	-36746	-39021	-39592	净资产收益率	13.7%	11.6%	11.9%	11.6%
其他	7156	0	0	0	净利率	17.3%	17.9%	18.0%	18.0%
筹资活动现金流净额	-51173	-39783	-41021	-41592	资产负债率	23.4%	20.9%	20.2%	19.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-43184	17856	27751	27527	总资产周转率	0.51	0.43	0.44	0.43

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。