



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 29 日

基础数据

10 月 28 日收盘价（元）	42.59
总市值（亿元）	8,462.00
总股本（亿股）	198.69

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】中国神华 2025 年中报点评：控成本强化护城河，成长分红双擎发力-2025.09.04

【兴证煤炭】中国神华 2024 年年报点评：存量提质显业绩韧性，分红延续显龙头价值-2025.03.27

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

中国神华(601088.SH)

成本优势稳固，外延布局提速

投资要点：

事件：中国神华发布 2025 年三季报。2025 年 1-9 月，实现营业收入 2,131.51 亿元，同比-16.6%；营业成本 1,363.21 亿元，同比-19.6%；归母净利润 390.52 亿元，同比-10.0%。2025 年第三季度，公司单季度实现营业收入 750.42 亿元，环比+9.51%；实现归母净利润 144.11 亿元，环比+13.54%。对此我们点评如下：

煤炭：量价双弱，结构改善，优势保持。2025 年 1-9 月，煤炭分部贡献利润总额 322.66 亿元，同比下降 16.0%。销量方面，公司 1-9 月完成商品煤销量 316.5 百万吨（同比-8.4%），其中自产煤销量 248.7 百万吨（同比-1.3%），外购煤销量 67.8 百万吨（同比-27.5%）。价格方面，前三季度公司自产煤吨煤销售均价 487 元/吨，同比下降 13.7%；年度长协价 452 元/吨（同比-8.1%），月度长协价 553 元/吨（同比-22.4%），现货价 533 元/吨（同比-12.6%）。成本端，自产煤单位生产成本同比下降 7.5%至 173.2 元/吨。1-9 月，公司自产煤毛利率 39.7%（24 年同期为 42.8%），同比小幅下滑；但是，煤炭板块整体毛利率因结构调整提升 0.6 个百分点至 30.4%。

非煤业务：度电毛利率提升，运输板块承压。2025 年 1-9 月，公司完成售电量 153.09 十亿千瓦时，同比-5.5%；电力分部营收 651.79 亿元（同比-9.0%）。受益燃煤成本下降，度电成本 327.5 元/兆瓦时（同比-8.0%），毛利率升至 19.2%(+3.5pct)，贡献利润 101.42 亿元（同比+20.4%）。铁路/港口盈利稳健：铁路周转量 234.1 十亿吨公里（同比-0.3%），毛利率 38.5%；港口毛利率上升 5.9 个百分点至 50.0%。航运受货运量萎缩 19.8%拖累，利润总额大降 50.1%；煤化工因上年同期设备检修带来的基数效应，利润总额激增 354.5%，但绝对贡献仅 1 亿元。

增量布局，能源整合升级。公司在今年 2 月完成杭锦能源 100%股权收购（电力装机容量 1,200 兆瓦）；近日，公司九江电厂二期 4 号机组通过试运行。至此，九江二期 2 台 100 万千瓦发电机组全部建成投运。未来，公司将推进收购国家能源集团煤炭、坑口煤电等 13 家合计总资产 2583.62 亿元（2024 年）的标的公司，为长期发展奠定基础。

投资要点：煤价中枢因“反内卷”供给约束正逐步向上修复，公司凭借自产煤成本优势及煤电一体化的发展，展现较强盈利稳定性。同时，公司持续高分红，同步构建了成长+红利双重价值。据此，我们调整了盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现归母净利润 532.80/560.59/574.77 亿元，同比分别变化-9.2%/5.2%/2.5%，对应 EPS 为 2.68/2.82/2.89 元，对应 10 月 28 日收盘价的 PE 为 15.9/15.1/14.7 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行、产品价格大幅波动、在建工程不及预期、收购不及预期、监管政策变化等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	338375	292974	301799	307456
同比增长	-1.4%	-13.4%	3.0%	1.9%
归母净利润（百万元）	58671	53280	56059	57477
同比增长	-1.7%	-9.2%	5.2%	2.5%
毛利率	34.0%	34.5%	34.9%	35.0%
ROE	13.7%	11.5%	11.2%	10.7%
每股收益（元）	2.95	2.68	2.82	2.89
市盈率	14.4	15.9	15.1	14.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	205125	240327	287687	338112
货币资金	142415	181778	228704	278473
交易性金融资产	17302	17302	17302	17302
应收票据及应收账款	15502	14601	14636	15048
预付款项	6232	5316	5459	5551
存货	12482	10790	10899	11014
其他	11192	10540	10688	10724
非流动资产	452943	454707	454953	453242
长期股权投资	59840	64840	69840	74840
固定资产	257149	252017	245308	236990
在建工程	27575	29318	30886	32297
无形资产	64776	65468	66010	66402
商誉	0	0	0	0
其他	43603	43065	42909	42713
资产总计	658068	695035	742640	791354
流动负债	92620	82700	84840	87239
短期借款	1037	2037	3037	4037
应付票据及应付账款	38205	33210	33888	34530
其他	53378	47453	47915	48672
非流动负债	61496	62430	62330	61930
长期借款	28932	28832	28732	28632
其他	32564	33598	33598	33298
负债合计	154116	145130	147170	149169
股本	19869	19869	19869	19869
未分配利润	302252	328088	355352	383302
少数股东权益	77086	86488	96381	106524
股东权益合计	503952	549904	595470	642185
负债及权益合计	658068	695035	742640	791354

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	58671	53280	56059	57477
折旧和摊销	24456	26014	27955	29911
营运资金的变动	4146	-4876	606	643
经营活动产生现金流量	93348	83004	92872	96604
资本支出	-35790	-23541	-23316	-23426
长期投资	-17675	-5000	-5000	-5000
投资活动产生现金流量	-85359	-24479	-24218	-24378
债权融资	-584	-214	900	600
股权融资	1015	0	0	0
融资活动产生现金流量	-51173	-19081	-21728	-22457
现金净变动	-43100	39363	46926	49769

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338375	292974	301799	307456
营业成本	223192	191879	196517	199996
税金及附加	17784	15235	15778	16031
销售费用	491	394	422	422
管理费用	10340	8666	9075	9169
研发费用	2727	2344	2423	2464
财务费用	129	-112	-481	-914
投资收益	4871	3738	4097	4048
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-128	0	0	0
资产减值损失	-535	-200	-200	-200
营业利润	88362	78491	82357	84539
营业外收支	-2569	-400	-194	-297
利润总额	85793	78091	82164	84242
所得税	16928	15408	16212	16622
净利润	68865	62682	65952	67620
少数股东损益	10194	9402	9893	10143
归属母公司净利润	58671	53280	56059	57477
EPS(元)	2.95	2.68	2.82	2.89

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-1.4%	-13.4%	3.0%	1.9%
营业利润增长率	-3.3%	-11.2%	4.9%	2.6%
归母净利润增长率	-1.7%	-9.2%	5.2%	2.5%
盈利能力				
毛利率	34.0%	34.5%	34.9%	35.0%
归母净利率	17.3%	18.2%	18.6%	18.7%
ROE	13.7%	11.5%	11.2%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	20.9%	19.8%	18.8%
流动比率	2.21	2.91	3.39	3.88
速动比率	1.93	2.62	3.11	3.60
营运能力				
资产周转率	52.5%	43.3%	42.0%	40.1%
每股资料(元)				
每股收益	2.95	2.68	2.82	2.89
每股经营现金	4.70	4.18	4.67	4.86
估值比率(倍)				
PE	14.4	15.9	15.1	14.7
PB	2.0	1.8	1.7	1.6

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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%
	行业评级	无评级	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
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱： research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱： research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱： research@xyzq.com.cn