

中国神华(601088.SH)/(1088.HK): 煤电化工港口业务毛利率均有提升, 构建成长+红利双重价值

——2025 年三季度点评

事件: 2025 年前三季度公司实现营业收入 2131.51 亿元, 同比下降 16.6%; 归母净利润 390.52 元, 同比下降 15.24%。经营性现金流净额 652.53 亿元, 同比下降 11.7%。其中 Q3 实现营收 750.42 亿元, 同比下降 13.1%; 净利润为 144.11 亿元, 同比下降 6.2%。

煤炭分部: 2025 年前三季度销售毛利率同比上升; 2025Q3 产销恢复增长, 是 2025 年以来首个季度转正。

2025 年前三季度, 商品煤产量实现 2.51 亿吨, 同比下降 0.4%; 煤炭销量实现 3.17 亿吨, 同比下降 8.4%。年度长协、月度长协销售价格分别为 452 元/吨、553 元/吨, 同比分别下降 8.1%、22.4%。销售合计成本为 107245 百万元, 同比下降 21.66%。自产煤单位生产成本为 173.2 元/吨, 同比下降 7.5%。销售毛利率为 30.4%, 同比上升 2.01 个百分点。煤炭分部实现营业收入 1590.99 亿元, 同比下降 21.1%。利润总额 322.66 亿元, 同比下降 16%。2025Q3 实现商品煤产量 8550 万吨, 同比增长 2.3%, 自产煤销售量为 8680 万吨, 同比提升 2.7%, 是 2025 年以来首个季度转正。

发电分部: 25 前三季度, 度电毛利率提升, 利润增加。虽然系季节性需求疲弱总发电量和售电量下降, 但燃煤价格及采购成本下行, 版块利润仍呈上行态势。2025 年 1-9 月, 总发电量为 1628.7 亿千瓦时, 同比下降 5.4%。总售电量为 1530.9 亿千瓦时, 同比下降 5.5%。平均售电成本为 327.5 元/兆瓦时, 同比下降 8%。毛利率 19.2%, 同比上升 3.5 个百分点。利润总额 101.42 亿元, 同比上升 20.4%。我们认为从电力业务看, 从 6 月进入迎峰度夏阶段开始, 随着全国电力负荷不断新高, 公司发电售电降幅收窄, 预计 Q4 有望继续保持回升态势。

运输分部及煤化工分部: 2025 年前三季度, 自有铁路业务利润总额提升; 港口业务毛利增长; 航运业务毛利率下降; 煤化工产品营收提升。2025 年前三季度, 自有铁路运输周转量 2341 亿吨公里, 同比下降 0.3%。单位运输价格 145.19 元/千吨公里, 同比上涨 1.21%。前三季度利润总额 103.07 亿元, 同比上升 1.5%。航运分部, 2025 年前三季度完成航运货运量 79.9 百万吨, 同比下降 19.8%。前三季度利润总额 1.70 亿元, 同比下降 50.1%。2025 年 1-9 月, 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。2025 年前三季度, 集团聚烯烃产品销售量合计 533.4 千吨, 同比增长 13.97%, 煤化工产品实现营业收入 43.51 亿元, 同比上升 6.1%, 毛利率 7.1%, 同比上升 0.2%。

公司盈利预测及投资评级: 我们认为, 煤炭底部在 2025H1, 业绩受煤价影响下滑, 但中枢因“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, 展现较强韧性。从中期看, 公司向国家能源集团及西部能源, 购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电及煤化工等相关资产。同时在建矿井逐步投产, 公司煤炭业务有望迎来产量外延增长, 贡献稳定业绩, 同

2025 年 11 月 12 日

强烈推荐/维持

中国神华

公司报告

公司简介:

中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司, 成立于 2004 年 11 月 8 日, 主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务, 以煤炭采掘业务为起点, 利用自有运输和销售网络, 以及下游电力、煤化工和新能源产业, 实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。

资料来源: 公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

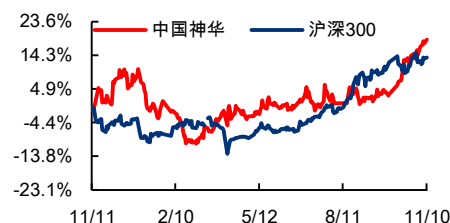
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	43.15-35.35
总市值 (亿元)	8,573.27
流通市值 (亿元)	7,115.88
总股本/流通 A 股 (万股)	1,986,852/1,649,104
流通 B 股/H 股 (万股)	-/337,748
52 周日均换手率	1.21

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 莫文娟

010-66555574

mowj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480524070001

时公司持续高分红，将同步构建成长+红利双重价值。预计公司 2025-2027 年归母净利润有望达 513.48/535.11/545.68 亿元，对应 EPS 为 2.58/2.69/2.75 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	309,525	319,683	327,092
增长率（%）	-0.4%	-1.4%	-8.5%	3.3%	2.3%
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	51,348	53,511	54,568
增长率（%）	-14.3%	-1.7%	-12.5%	4.2%	2.0%
净资产收益率（%）	14.6%	13.7%	11.5%	11.5%	11.2%
每股收益（元）	3.00	2.95	2.58	2.69	2.75
PE	14.36	14.61	16.70	16.02	15.71
PB	2.10	2.01	1.92	1.84	1.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	198,951	205,125	227,550	260,737	294,257	营业收入	343,074	338,375	309,525	319,683	327,092
货币资金	149,986	142,415	169,339	201,223	233,741	营业成本	219,922	223,192	200,459	206,340	211,528
应收账款	20,112	16,676	14,907	15,396	15,753	营业税金及附加	18,385	17,784	15,542	16,500	17,157
其他应收款	2,377	2,731	2,378	2,258	2,332	营业费用	425	491	449	464	475
预付账款	5,999	6,232	5,743	5,932	6,069	管理费用	9,812	10,340	13,000	13,427	13,738
存货	12,846	12,482	11,488	11,825	12,122	财务费用	501	129	752	283	-157
其他流动资产	7,277	24,942	23,815	24,029	24,185	研发费用	3,007	2,727	2,850	2,944	3,012
非流动资产合计	431,180	452,943	443,032	435,029	427,197	资产减值损失	-3,976	-663	-2,808	-2,900	-2,967
长期股权投资	55,571	59,840	63,740	67,656	71,595	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
固定资产	258,516	258,715	247,302	238,216	231,414	投资净收益	3,815	4,871	3,702	3,702	3,702
无形资产	61,630	64,776	53,980	43,184	32,388	加：其他收益	506	440	603	603	603
其他非流动资产	31,356	37,862	37,862	37,862	37,862	营业利润	91,367	88,362	77,969	81,131	82,677
资产总计	630,131	658,068	670,583	695,766	721,454	营业外收入	912	813	723	723	723
流动负债合计	91,585	92,620	84,081	86,569	88,733	营业外支出	5,103	3,382	3,606	3,606	3,606
短期借款	2,927	1,037	0	0	0	利润总额	87,176	85,793	75,085	78,247	79,793
应付账款	38,901	38,205	35,654	36,700	37,623	所得税	17,578	16,928	14,815	15,439	15,744
其他流动负债	49,757	53,378	48,427	49,868	51,110	净利润	69,598	68,865	60,270	62,808	64,049
非流动负债合计	60,176	61,496	54,176	47,304	40,675	少数股东损益	9,904	10,194	8,922	9,297	9,481
长期借款与应付债	33,940	29,958	22,638	15,766	9,137	归属母公司净利润	59,694	58,671	51,348	53,511	54,568
其他非流动负债	26,236	31,538	31,538	31,538	31,538	主要财务比率					
负债合计	151,761	154,116	138,257	133,872	129,408		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	69,678	77,086	86,008	95,305	104,786	成长能力					
实收资本(或股本)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	营业收入增长	-0.4%	-1.4%	-8.5%	3.3%	2.3%
资本公积	68,182	68,296	68,296	68,296	68,296	营业利润增长	-6.9%	-3.3%	-11.8%	4.1%	1.9%
未分配利润	320,641	338,701	358,153	378,423	399,095	归属于母公司净利润	-14.3%	-1.7%	-12.5%	4.2%	2.0%
归属母公司股东权益合	408,692	426,866	446,318	466,588	487,260	获利能力					
负债和所有者权益	630,131	658,068	670,583	695,766	721,454	毛利率(%)	35.9%	34.0%	35.2%	35.5%	35.3%
现金流量表	单位:百万元					净利率(%)	20.3%	20.4%	19.5%	19.6%	19.6%
						总资产净利润(%)	9.5%	8.9%	7.7%	7.7%	7.6%
经营活动现金流	89,469	93,094	85,929	93,909	97,138	ROE(%)	14.6%	13.7%	11.5%	11.5%	11.2%
净利润	69,598	68,865	59,129	61,667	62,908	偿债能力					
折旧摊销	24,641	24,172	31,481	33,206	35,655	资产负债率(%)	24%	23%	21%	19%	18%
财务费用	501	129	752	283	-157	流动比率	2.17	2.21	2.71	3.01	3.32
投资损失	-3,815	-4,871	-3,702	-3,702	-3,702	速动比率	1.89	1.93	2.42	2.73	3.03
营运资金变动	-11,690	512	-3,003	1,185	1,163	营运能力					
其他经营现金流	10,234	4,287	1,271	1,271	1,271	总资产周转率	0.54	0.51	0.46	0.46	0.45
投资活动现金流	-36,974	-85,359	-17,999	-21,631	-24,252	应收账款周转率	28.29	24.81	27.53	27.53	27.53
资本支出	31,564	31,730	17,670	21,287	23,884	应付账款周转率	5.74	5.86	5.71	5.71	5.71
长期投资	-2,887	-17,675	-523	-538	-562	每股指标(元)					
其他投资现金流	-65,651	-99,414	-35,146	-42,380	-47,574	每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.58	2.69	2.75
筹资活动现金流	-76,131	-51,173	-41,006	-40,395	-40,368	每股净现金流(最新摊)	2.13	3.26	3.41	3.53	3.61
短期借款增加	-2,289	-1,890	-1,037	0	0	每股净资产(最新摊)	20.57	21.48	22.46	23.48	24.52
长期借款增加	-9,396	-3,982	-7,320	-6,872	-6,629	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.36	14.61	16.70	16.02	15.71
资本公积增加	168	114	0	0	0	P/B	2.10	2.01	1.92	1.84	1.76
现金净增加额	-23,502	-43,354	26,924	31,884	32,518	EV/EBITDA	5.44	7.66	7.52	6.97	6.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	煤炭行业：全样本独立焦企的产能利用率继续上升，钢厂炼焦煤库存量下降	2025-10-13
行业普通报告	煤炭行业：国内动力煤价上涨，三大港口煤炭库存环比同比均下降明显	2025-10-10
行业普通报告	煤炭行业：原煤和陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量均下降，三大港口库存继续减少	2025-08-28
行业普通报告	煤炭行业：三港口和焦化厂炼焦煤库存量下降，全样本独立焦企的产能利用率上升	2025-08-28
行业普通报告	煤炭行业：炼焦煤价涨幅明显，三港口炼焦煤库存量显著下降	2025-08-19
行业普通报告	煤炭行业：国内和澳洲动力煤价上涨，三大港口煤炭库存下降明显	2025-08-15
行业普通报告	煤炭行业：“反内卷”叠加需求旺季来临，煤价反弹支撑较强	2025-07-09
行业普通报告	煤炭行业：钢厂和独立焦化厂炼焦煤库存量下降，焦炭、生铁和粗钢提产	2025-06-22
公司普通报告	中国神华（601088.SH）：煤电联营强韧性，持续高分红彰显重回报—2024 年及 2025 年一季度报点评	2025-05-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

莫文娟

首席分析师，博士，2019-2020 年在美国康奈尔大学从事生物质能源工作一年。2022 年加入东兴证券，主要覆盖能源、电力及公用事业等领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526