

中国神华（601088.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	38.05
总市值	7559.97 亿
PE-TTM	14.05
PB-MRQ	1.88

估值结果

	价值	6182 亿
DDM 估值	上行空间	-18%
	状态	合理估值
	价值	5706 亿
动态估值	上行空间	-25%
	状态	偏高估

四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

核心评级结论

中国神华是央企背景综合能源巨头，公司已形成煤炭一体化运营模式，拥有煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工六大业务。

公司成长空间较低，主要系未来我国煤炭消费即将见顶，煤炭行业存在负增长预期，公司作为煤炭龙头企业，未来煤炭产量存在下滑风险。公司盈利趋势较差，主要系现在煤价依旧处于周期偏高位置，未来煤炭消费达峰之后或会出现供给偏松导致煤价周期回落，公司业绩承压下滑。公司产业格局较好，主要系我国煤炭行业大部分为地方政府控股企业，公司隶属国家能源集团，煤炭产能排名上市公司第一，且通过一体化产业布局铁路、港口、火电等业务。公司护城河极深，核心在于两大支柱：其一，优质且储量丰富的煤炭资源为发展筑牢根基；其二，煤电纵向一体化模式显著提升产业协同效能，二者共同构筑起强劲竞争壁垒。

基于我们对公司未来商品煤价格回归中枢位置，煤炭产量小幅下降，以及公司煤炭配套业务，即铁路、港口均保持和煤炭产量强相关的假设下，公司估值现在处于合理偏高估区间。

我们区别于市场的观点

过去几年煤价处于周期高位，市场普遍对中国神华未来业绩预测偏乐观，未能充分体现出煤炭股业绩的周期属性。我们认为未来随着能源转型推进，我国煤炭消费大概率明后年见顶，煤炭消费下滑将导致煤炭供给偏松、煤价下跌，因此我们在预测未来业绩更多基于煤炭周期中枢价格，其次我们也考虑到公司煤炭产量未来存在下滑的可能。

风险提示

未来随着煤炭消费疲软，动力煤煤炭或存在超预期回落风险；2025年8月公司宣布大额并购，或存在并购集团资产盈利不及预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比 4

图2：预测2025年毛利占比 4

图3：近年公司盈利能力趋势图 5

图4：近年公司历史成长能力趋势图 6

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 6

图6：近年股东回报能力趋势图 6

表1：护城河详解表 8

表2：公司整体业绩预测 10

表3：公司分业务业绩预测 10

表4：公司整体及分业务动态估值 10

表5：公司整体及分业务DDM估值 11

1. 基本信息

本集团拥有规模可观、高效运营的煤炭、发电业务，拥有铁路、港口和船舶组成的大规模一体化运输网络，高效连接中国西部资源供应与东南沿海能源需求，形成了煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的核心竞争优势。

2. 业务介绍

对于中国神华公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

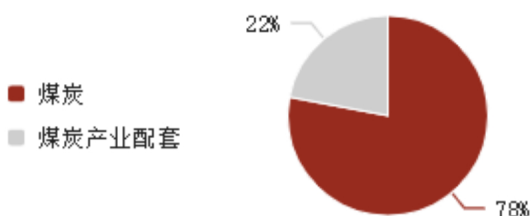
煤炭：

公司煤炭产品主要为动力煤，拥有位于神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区及新街台格庙矿区等地的优质煤炭资源。2024年本集团实现商品煤产量327.1百万吨、煤炭销售量459.3百万吨。我们对公司该业务的市场界定为国内煤炭行业。

煤炭产业配套：

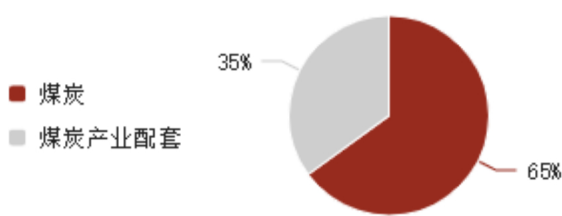
公司积极布局煤炭产业一体化，包括煤炭运输环节：铁路、港口、航运，以及煤炭下游应用：发电和煤化工业务。2024年底公司控制并运营总铁路营业里程2,408公里，发电机组装机容量46,264兆瓦；黄骅港等多个综合港口和码头（总装船能力约2.7亿吨/年），约2.24百万载重吨自有船舶的航运船队，以及生产能力约60万吨/年的煤制烯烃项目。我们对公司该业务的市场界定为公司业务所在区域的煤炭配套行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司具有显著的重资产属性，这源于对自有铁路、港口、发电机组及煤矿矿井的巨额资本投入，这些资产虽初始投资大、维护成本高，但也构成了深厚的行业壁垒，保障了公司在能源供应中的主导地位 and 经营稳定性。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司具有明显的重资产特征，截至2024年底，公司固定资产2571亿元，无形资产648亿元，资产周转率较低，主要系煤炭、铁路、港口都属于典型的重资产行业。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度较低，主要系公司核心煤炭业务中约80%为长协煤，和下游火电企业绑定较深，公司铁路、港口业务相对来说具有区位垄断优势，因此公司不需要大额支出销售费用。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度中等，根据2024年公司年报披露，本集团前五大客户占整体营业收入的55.8%，其中本集团对关联方的收入占营业收入的32.7%，下游客户主要为通过长协合同的绑定的火电用户，关联方主要为国家能源集团下的其他企业。

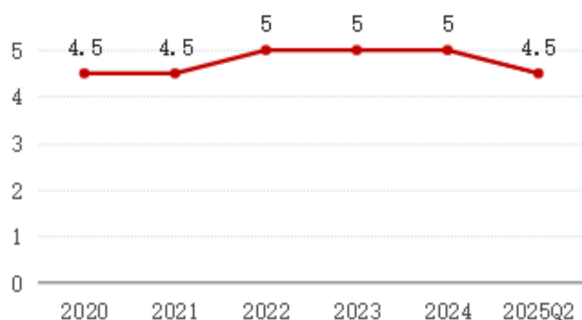
4. 历史经营绩效

公司整体盈利能力优秀，由于2023年煤价持续下行，公司成长能力走低，但公司业务控制力极高和股东回报率极好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



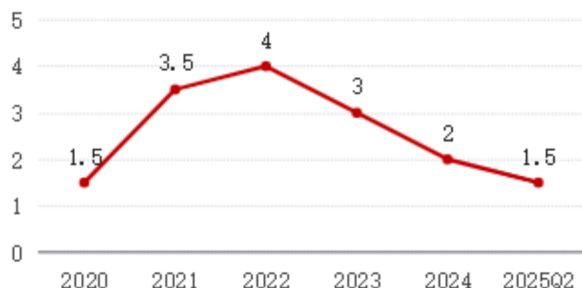
数据来源：公司财报，壹评级

过去几年煤价均处于周期高位，公司盈利能力较强。2025年上半年动力煤价格下跌幅度较大，一定程度影响了公司利润，导致盈利能力有所走低，但公司整体盈利能力依旧优秀。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



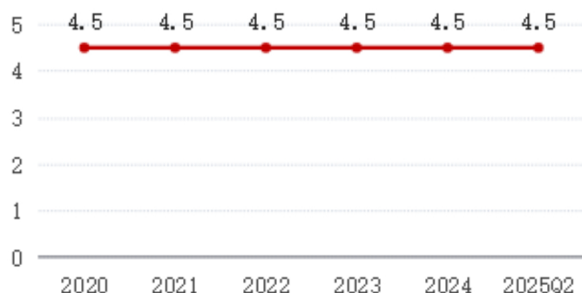
数据来源：公司财报，壹评级

近几年公司成长能力持续下滑，主要系2020年煤价开始一轮周期向上行情，中国神华业绩屡创新高，成长能力星级提升，但2023年开始煤价周期回落，公司业绩也随之有所回落，成长能力走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



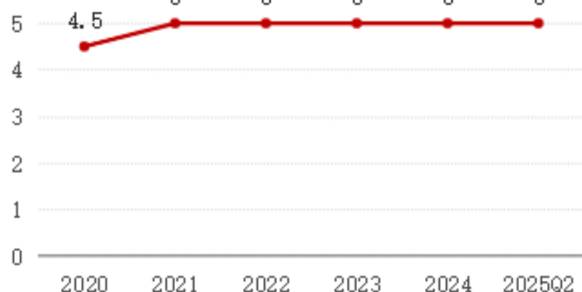
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力非常好，主要系公司整体现金流较好，经营现金流净额/净利润比例大约100%，说明公司盈利质量较高，且公司几乎无上游，下游主要为火电企业，公司在产业链中话语权较强，不存在被大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司非常注重股东回报，多年来维持了70%以上的分红率，股息率超过5%，主要系公司煤炭板块未来在建产能有限，公司经营性现金流充裕，属于典型的高分红高股息资产。

5. 四维评级

公司整体成长空间较低，未来煤价周期回落，盈利趋势较差，但公司产业格局较好，煤炭一体化产业布局构建公司独特护城河，护城河较深。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

在我国能源转型大背景下，煤炭及其部分配套行业属于衰退行业，成长空间较低。

煤炭(0.5星)：

考虑到我国煤炭消费将于明后两年见顶达峰，行业存在负增长预期，公司作为煤炭龙头企业，短期煤炭产能提升空间有限，未来随着煤炭消费下滑，公司煤炭产量大概率承压下滑，公司成长空间较低。

煤炭产业配套(1.5星)：

由于公司煤炭产量存在下滑预期，公司煤炭配套业务，如铁路、港口等也存在需求小幅下滑预期，主要系公司铁路运输和港口吞吐的主要货品为煤炭，因此成长空间也较低。

5.2 盈利趋势

★★☆☆☆

现在我国动力煤价格依旧处于周期中枢价格偏高位置，未来随着煤价回落，公司盈利趋势较差。

煤炭(1.5星)：

截至2025年8月底，动力煤现货价格依旧处于周期中枢价格偏高位置，我们预测未来煤炭消费达峰之后，煤炭行业大概率出现供给宽松从而导致煤价下跌，考虑周期回落，煤炭业务未来盈利能力存在下滑预期。

煤炭产业配套(2.5星)：

煤炭配套业务主要系铁路、港口等业务，相对来说具有一定的公用事业属性，在所在地区具有一定的区位优势，盈利相对稳定，但随着煤炭消费量下跌，或将存在盈利向下趋势。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司煤炭业务竞争格局一般，但公司铁路、港口业务存在一定的公用事业属性，整体产业格局较好；

煤炭(3星)：

我国煤炭行业大部分为央企或地方政府控股企业，公司隶属国家能源集团，煤炭产能排名上市公司第一，但由于煤炭属于大宗商品，同质化程度较高，因此产业格局一般。

煤炭产业配套(4星)：

公司煤炭产业配套业务主要系铁路、港口等，相对来说具有一定的区位优势，且属于政府管控性行业，整体来说竞争格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河极深，主要系公司形成了煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的核心竞争优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
煤炭	(4.5星) 经壹评级调整后，平滑煤炭周期对公司盈利能力的扰动，公司净资产收益率相对来说较为优秀，且公司煤炭产量位居行业第一，公司在产业话语权较强，因此公司护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司护城河为煤炭资源优势，主要系公司拥有优质、丰富的煤炭资源，适宜建设现代化高产高效煤矿，且公司煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列，短期内公司煤炭资源具有不可替代性。
煤炭产业配套	(4星) 经壹评级调整后，公司煤炭配套产业即铁路、港口等业务净资产收益率处于市场中游水平，但考虑到公司铁路、港口业务具有一定的区位优势，因此公司护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司煤炭配套产业中铁路、港口具有一定的区位优势，火电和煤化工业务具有一体化产业布局成本优势，公司能够一定程度对冲煤价波动对业绩影响，且煤炭产业短期内不会消失，因此护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于DDM估值和动态估值方法，经过测算公司估值现在处于合理偏高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为煤炭业务和煤炭配套产业业务（铁路、港口、航运、火电、煤化工），未来预测核心假设及逻辑如下：

煤炭业务

收入假设：

- 1) 量：考虑到我国煤炭消费达峰，公司作为煤炭板块龙头企业，假设公司未来自产煤和贸易煤销量每年小幅下滑2%左右；
- 2) 价：参考过去十几年煤炭周期波动以及现在动力煤长协基准价格，我们逐步下调公司自产煤销售价格，未来回落至中枢价格480元/吨的位置；

盈利能力假设：

- 1) 考虑到未来煤价周期回落，公司单位煤炭成本存在一定的优化空间，但随着煤炭开采难度提升，单吨煤炭成本未来小幅提升0.5%左右；
- 2) 考虑到未来煤炭价格回落，我们参考过去十几年动力煤中枢假设，从单吨煤炭毛利角度，假设2027年公司单吨毛利回落到188元/吨左右；

煤炭配套业务

收入假设：

- 1) 铁路、港口、火电：该部分业务与煤炭周期正相关，随着公司煤炭产量下滑，存在小幅下滑趋势；
- 2) 煤化工业务：考虑到煤化工下游与宏观经济密切相关，我们假设该业务收入依旧能够存在小个位数增速；

盈利能力假设：

- 1) 铁路、港口：参考历史毛利率，铁路和港口业务毛利率相对稳健，我们假设煤炭产量下滑，未来该部分业务毛利率存在小幅下滑只；
- 2) 火电：假设未来随着煤价下跌，公司火电业务毛利率持续提升，提升至周期中枢水平；
- 3) 煤化工：参考历史该业务盈利能力水平，该业务毛利率逐步提升。

表2：公司整体业绩预测

中国神华	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3445.3	3430.7	3383.8	3109.3	3033.1	2941.8	2889.1	2837.7
归母净利润(亿)	696.2	597.1	586.5	508.7	487.2	469.1	451.4	434.5
归母净利润增速(%)	38.5	-14.2	-1.8	-13.3	-4.2	-3.7	-3.8	-3.7
经营性净利润(亿)	775.5	643.7	626.2	532.5	507.3	486.0	465.2	445.4
经营性净利润增速(%)	33.1	-17.0	-2.7	-15.0	-4.7	-4.2	-4.3	-4.3
经营性归母净利润(亿)	661.3	552.1	533.5	453.7	432.2	414.1	396.4	379.5
经营性归母净利润增速(%)	34.0	-16.5	-3.4	-15.0	-4.7	-4.2	-4.3	-4.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

煤炭	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2774.7	2733.1	2686.2	2316.7	2239.0	2140.6	2097.7	2055.8
收入增速(%)	-5.2	-1.5	-1.7	-13.8	-3.4	-4.4	-2.0	-2.0
经营性净利润(亿)	520.2	397.0	386.8	278.2	245.9	214.6	206.6	199.2
经营性净利率(%)	18.7	14.5	14.4	12.0	11.0	10.0	9.8	9.7
经营性净利润增速(%)	38.7	-23.7	-2.6	-28.1	-11.6	-12.7	-3.7	-3.6
煤炭产业配套	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	670.6	697.7	697.6	792.6	794.1	801.3	791.4	781.9
收入增速(%)	57.6	4.0	-0.0	13.6	0.2	0.9	-1.2	-1.2
经营性净利润(亿)	255.3	246.7	239.4	254.3	261.3	271.4	258.6	246.2
经营性净利率(%)	38.1	35.4	34.3	32.1	32.9	33.9	32.7	31.5
经营性净利润增速(%)	22.9	-3.3	-3.0	6.2	2.8	3.9	-4.7	-4.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
煤炭	-2.0%	小幅负增长	较好	强	8.5%	6.55	177.8
煤炭产业配套	-1.3%	小幅负增长	较好	强	7.5%	7.24	191.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	1437.9	558.8	1996.6	1027.1	450.0	400.0	2973.8
煤炭产业配套(亿)	2222.1	723.5	2945.6	266.7	480.0	-	2732.3
公司整体测算(亿)	3659.9	1282.2	4942.2	1293.9	930.0	400.0	5706.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	1764.7	491.3	2255.9	1027.1	493.0	400.0	3190.1
煤炭产业配套(亿)	2671.5	595.7	3267.2	266.7	542.0	—	2991.9
公司整体测算(亿)	4436.1	1087.0	5523.1	1293.9	1035.0	400.0	6182.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中国神华核心业务为煤炭业务，考虑到煤炭行业属于典型的周期性行业，但公司存在火电、煤化工业务，能够部分对冲煤炭周期波动对公司业绩影响，其次公司铁路、港口业务历史盈利相对稳健，业绩可预期性较高，综合判断公司估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。