

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

刘波：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

煤电一体筑牢业绩韧性，战略并购打开成长空间

2026年4月2日

事件：2026年3月30日，中国神华发布2025年度报告，2025年公司实现营业收入2949.16亿元，同比下降13.2%；实现归母净利润528.49亿元，同比下降5.3%；扣非后归母净利润485.89亿元，同比下降19.2%。经营活动现金流量净额750.59亿元，同比下降17.6%；基本每股收益2.660元/股，同比下降5.3%。

点评：

- **煤炭板块：成本管控成效显著，盈利韧性凸显。**产销量方面：2025年，公司商品煤产量3.32亿吨，同比下降1.7%；煤炭销售量4.31亿吨，同比下降6.4%，其中自产煤销量3.32亿吨，同比下降1.6%，外购煤销量0.99亿吨，同比下降19.6%。价格方面：2025年，公司实现煤炭综合售价495元/吨（不含税），同比下降12.1%。按合同分类来看，年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价分别为455/569/556/211元/吨，同比-7.3%/-19.3%/-11.3%/-25.4%，销量占比分别为53.2%/39.4%/3.8%/3.6%。按煤源分类来看，自产煤销售价格为472元/吨，同比下降9.4%；外购煤销售价格为570元/吨，同比下降16.1%。成本方面：2025年，公司自产煤单位生产成本为171.6元/吨，同比下降4.8%，主要得益于安全生产费、维简费、露天煤矿剥离费等成本下降。2025年煤炭业务（合并抵销前）毛利率30.1%，同比微降0.1个百分点，实现利润总额465.97亿元，同比下降9.6%。在市场煤价下行周期，公司成本控制成效显著，盈利能力展现出强大韧性。
- **电力板块：燃料成本下行叠加多元化收入，盈利稳健增长。**产销量方面：2025年，公司总发电量2202亿千瓦时，同比下降3.8%；总售电量2070亿千瓦时，同比下降3.9%。燃煤机组平均利用小时数为4682小时，同比减少340小时，但仍高于全国平均水平336小时。价格方面：2025年，公司实现平均售电价格386元/兆瓦时，同比下降4.0%。成本方面：得益于燃煤采购价格下降，单位售电成本为334.7元/兆瓦时，同比下降6.1%。此外，公司实现容量电费收入51.2亿元及辅助服务收入6.4亿元，收入结构进一步优化。电力板块（合并抵销前）实现利润总额126.27亿元，同比增长13.7%；毛利率18%，同比提升1.9个百分点。
- **其他板块：运输业务稳健增长，化工业务改善。**运输板块：2025年，公司自有铁路运输周转量达3130亿吨公里，同比增长0.3%。铁路分部实现利润总额129.01亿元，同比增长2.7%，毛利率同比微升0.1个百分点至37.9%。港口分部受益于航道疏浚费等成本下降，毛利率同比提升6.0个百分点至46.7%，实现利润总额26.31亿元，同比增长24.0%。航运分部受业务结构调整影响，货运量及周转量分别下降14.3%和23.1%，但利润总额同比增长3.5%至2.69亿元。煤化工板块：受益于上年同期设备检修的低基数，公司聚乙烯销量37.39万吨，同比+12.6%；聚丙烯销量34.98万

吨，同比+11.5%。煤化工板块实现利润总额 0.58 亿元，同比增长 56.8%。

- **2026 年目标稳健，并购开启成长新空间。**公司制定 2026 年经营目标，商品煤产量 3.3 亿吨（同比-0.6%），煤炭销售量 4.35 亿吨（同比+0.9%），发电量 2237 亿千瓦时（同比+1.6%），自产煤单位生产成本预计同比增长 4%左右。公司启动新一轮重大资产重组，拟购买国家能源集团下属 12 家核心企业股权，交易完成后将大幅提升公司资源储备和资产规模。本次交易，公司煤炭保有资源量将提升至 684.9 亿吨，增长率达 64.72%；煤炭可采储量将提升至 345 亿吨，增长率达 97.71%；煤炭产量将提升至 5.12 亿吨，增长率达 56.57%。此次收购旨在根本性解决同业竞争问题，提升一体化运营效率，有望显著增厚股东回报。
- **高分红承诺持续兑现，股东回报丰厚。**公司发布 2025-2027 年度股东回报规划，承诺每年现金分红比例不低于当年归母净利润的 65%。2025 年公司首次实施中期分红，叠加董事会建议的年度末期股息，预计全年派发现金股息总额达 418.11 亿元，占 2025 年度归母净利润的比例高达 79.1%，积极回报股东、与股东共享发展成果的理念得到充分践行。
- **盈利预测与投资评级：**公司高长协比例及煤电港运一体化运营使得经营业绩具有较高稳定性，叠加资产注入打开成长空间，在高现金、高分红、高成长背景下，公司长期投资价值显现。我们预计 2026-2028 年公司实现归母净利润分别为 545/560/581 亿元，EPS 为 2.57/2.64/2.74 元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	3,398	2,949	3,173	3,230	3,338
同比(%)	-1.0%	-13.2%	7.6%	1.8%	3.4%
归属母公司净利润（亿元）	558	528	545	560	581
同比(%)	-6.5%	-5.3%	3.1%	2.8%	3.8%
毛利率(%)	34.1%	35.1%	35.8%	35.8%	35.8%
ROE(%)	13.3%	12.9%	11.8%	11.7%	11.8%
EPS（摊薄）（元）	2.63	2.49	2.57	2.64	2.74
P/E	17.74	18.73	18.17	17.68	17.04
P/B	2.36	2.42	2.14	2.08	2.01
EV/EBITDA	-0.73	-0.51	-0.92	-1.01	-0.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 1 日收盘价；利润预测口径未考虑并购

研究团队简介

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，中国矿业大学（北京）校外专业学位研究生导师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、挂职下属煤矿副矿长，在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究，现为能源与双碳中心研究中心总经理、煤炭钢铁行业首席分析师。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。