

## 专项储备进一步提升，业绩释放潜力充足

中国神华（601088.SH）年报点评

### 核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报，2025 年公司实现营业收入 2949.2 亿元，同比下降 13.2%；归母净利润 528.5 亿元，同比下降 5.3%；扣非净利润 485.9 亿元，同比下降 19.2%。
- 核心业务维持稳健，非经常性收益贡献盈利。**（1）2025 年，公司煤炭业务毛利润 666.0 亿元，同比下降 17.3%，主要由于年度长协煤销售均价由 2024 年的 491 元/吨降至 455 元/吨；（2）2025 年，公司其余业务毛利润稳中有升，其中发电业务毛利润 160.9 亿元，同比上升 4.6%，运输业务毛利润 202.9 亿元，同比上升 3.4%，煤化工业务毛利润 4.1 亿元，同比上升 26.2%；（3）2025 年，公司实现营业外支出-31.2 亿元，主要是部分子公司冲销无需支付的专项支出。
- 公司专项储备进一步提升，分红潜力与意愿兼备。**（1）2025 年，公司专项储备 248.3 亿元，较 2024 年（233.2 亿元）进一步提升；（2）公司拟派发 2025 年度末期股息每股 1.03 元（另外 2025 年度中期派发股息每股 0.98 元），中国企业会计准则下分红比例 79.1%，以 2026 年 4 月 1 日 A/H 股收盘价计算，股息率分别为 4.3%/4.8%。
- 资产收购标的过户完成，后续业绩释放值得期待。**（1）3 月 13 日，公司公告，宣布资产收购标的已经完成过户；（2）此次资产收购完成后，公司煤炭可采储量由 174.5 亿吨提升至 345.0 亿吨，增长 97.7%，煤炭产量将由 3.27 亿吨提升至 5.12 亿吨，增长 56.6%，可采年限由 53 年提升至 67 年；（3）公司发电装机容量由 47.6GW 提升至 60.9GW，增长 27.8%，聚烯烃产能由 60 万吨提升至 188 万吨，增长 213.3%。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑资产注入的影响，我们预测公司 2026-2028 年 EPS 分别为 3.00、3.22、3.23 元（原 2026-2027 年预测为 2.83、2.92 元），根据 DDM 估值模型，给予公司目标价 54.37 元，上调评级至“买入”。

### 风险提示

经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	339,788	294,916	406,052	420,963	422,935
同比增长(%)	-1.0%	-13.2%	37.7%	3.7%	0.5%
营业利润(百万元)	87,082	75,532	95,919	102,827	103,228
同比增长(%)	-4.7%	-13.3%	27.0%	7.2%	0.4%
归属母公司净利润(百万元)	55,805	52,849	63,684	68,285	68,552
同比增长(%)	-6.5%	-5.3%	20.5%	7.2%	0.4%
每股收益(元)	2.63	2.49	3.00	3.22	3.23
毛利率(%)	34.1%	35.1%	32.9%	33.6%	33.5%
净利率(%)	16.4%	17.9%	15.7%	16.2%	16.2%
净资产收益率(%)	13.4%	12.6%	14.4%	14.2%	13.9%
市盈率	17.8	18.8	15.6	14.5	14.5
市净率	2.3	2.4	2.1	2.0	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

买入（上调）

股价（2026年04月01日）	46.62元
目标价格	54.37元
52周最高价/最低价	50.38/33.99元
总股本/流通A股（万股）	2,123,177/1,986,852
A股市值（百万元）	989,825
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2026年04月03日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.33	10.32	15.11	30.57
相对表现%	-1.08	14.24	17.35	14.15
沪深300%	-0.25	-3.92	-2.24	16.42



### 证券分析师

蒋山 执业证书编号：S0860525110006  
jiangshan2@orientsec.com.cn  
0755-82819271

李晓渊 执业证书编号：S0860525090002  
lixiaoyuan@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

资源整合推进，资产注入并未拖累 EPS： 2025-12-21  
中国神华（601088.SH）事件点评  
一体化布局的能源巨头，盈利稳健分红可 2025-12-14  
期：中国神华（601088.SH）

## 附录

**表 1：估值假设主要参数**

所得税税率 T	20.00%
永续增长率 $G_n(\%)$	1.00%
无风险利率 $R_f$	1.84%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.58
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.60
市场收益率 $R_m$	8.78%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 ( $K_e$ )	6.01%
债务比率 $D/(D+E)$	5.00%
债务利率 $r_d$	3.50%
WACC	5.85%

数据来源：同花顺 ifind，东方证券研究所

**表 2：DDM 目标价敏感性分析**

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
$K_e(\%)$	4.01%	59.41	70.74	89.61	127.30	239.92
	4.51%	54.08	63.01	77.03	102.25	160.97
	5.01%	49.63	56.82	67.59	85.54	121.38
	5.51%	45.87	51.75	60.25	73.59	97.58
	6.01%	42.65	47.53	54.37	64.62	81.70
	6.51%	39.85	43.96	49.56	57.64	70.34
	7.01%	37.41	40.90	45.55	52.06	61.82
	7.51%	35.25	38.24	42.15	47.49	55.18
	8.01%	33.33	35.92	39.24	43.67	49.87

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	142,415	96,772	113,695	134,708	152,257	营业收入	339,788	294,916	406,052	420,963	422,935
应收票据、账款及款项融资	16,676	20,338	28,002	29,030	29,166	营业成本	223,923	191,465	272,283	279,375	281,256
预付账款	6,232	6,509	8,962	9,291	9,334	销售费用	574	527	726	752	756
存货	12,482	11,850	16,852	17,291	17,407	管理费用	10,924	11,380	12,994	13,471	13,534
其他	27,320	11,500	12,597	12,744	12,763	研发费用	2,740	2,854	3,929	4,074	4,093
<b>流动资产合计</b>	<b>205,125</b>	<b>146,969</b>	<b>180,107</b>	<b>203,064</b>	<b>220,928</b>	财务费用	382	445	351	295	(35)
长期股权投资	59,840	62,044	112,044	112,044	112,044	资产、信用减值损失	1,263	195	926	388	208
固定资产	257,149	272,172	290,837	302,686	310,880	公允价值变动收益	2	1	0	0	0
在建工程	27,575	33,262	34,089	30,834	29,206	投资净收益	4,872	4,155	4,155	4,155	4,155
无形资产	64,776	69,857	67,674	65,491	63,308	其他	(17,774)	(16,674)	(23,079)	(23,937)	(24,051)
其他	43,603	43,457	42,302	41,147	39,992	<b>营业利润</b>	<b>87,082</b>	<b>75,532</b>	<b>95,919</b>	<b>102,827</b>	<b>103,228</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>452,943</b>	<b>480,792</b>	<b>546,947</b>	<b>552,202</b>	<b>555,430</b>	营业外收入	833	685	685	685	685
<b>资产总计</b>	<b>658,068</b>	<b>627,761</b>	<b>727,054</b>	<b>755,266</b>	<b>776,357</b>	营业外支出	4,987	(3,122)	1,000	1,000	1,000
短期借款	1,037	409	19,193	18,685	15,947	<b>利润总额</b>	<b>82,928</b>	<b>79,339</b>	<b>95,604</b>	<b>102,512</b>	<b>102,913</b>
应付票据及应付账款	38,205	41,513	59,036	60,573	60,981	所得税	16,929	16,556	19,950	21,392	21,475
其他	53,378	47,340	48,786	48,980	49,006	<b>净利润</b>	<b>65,999</b>	<b>62,783</b>	<b>75,654</b>	<b>81,120</b>	<b>81,438</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>92,620</b>	<b>89,262</b>	<b>127,015</b>	<b>128,238</b>	<b>125,934</b>	少数股东损益	10,194	9,934	11,971	12,835	12,886
长期借款	28,932	28,268	28,268	28,268	28,268	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55,805</b>	<b>52,849</b>	<b>63,684</b>	<b>68,285</b>	<b>68,552</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.63	2.49	3.00	3.22	3.23
其他	32,564	28,780	14,530	14,530	14,530						
<b>非流动负债合计</b>	<b>61,496</b>	<b>57,048</b>	<b>42,798</b>	<b>42,798</b>	<b>42,798</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>154,116</b>	<b>146,310</b>	<b>169,813</b>	<b>171,036</b>	<b>168,732</b>		<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
少数股东权益	77,086	72,344	84,315	97,150	110,036	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	19,869	19,869	21,232	21,232	21,232	营业收入	-1.0%	-13.2%	37.7%	3.7%	0.5%
资本公积	68,296	81,319	120,028	120,028	120,028	营业利润	-4.7%	-13.3%	27.0%	7.2%	0.4%
留存收益	313,685	281,414	305,161	319,315	329,824	归属于母公司净利润	-6.5%	-5.3%	20.5%	7.2%	0.4%
其他	25,016	26,505	26,505	26,505	26,505	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>503,952</b>	<b>481,451</b>	<b>557,241</b>	<b>584,230</b>	<b>607,625</b>	毛利率	34.1%	35.1%	32.9%	33.6%	33.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>658,068</b>	<b>627,761</b>	<b>727,054</b>	<b>755,266</b>	<b>776,357</b>	净利率	16.4%	17.9%	15.7%	16.2%	16.2%
						ROE	13.4%	12.6%	14.4%	14.2%	13.9%
						ROIC	13.0%	11.3%	13.4%	13.0%	12.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	23.4%	23.3%	23.4%	22.6%	21.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.21	1.65	1.42	1.58	1.75
						速动比率	2.05	1.49	1.26	1.42	1.59
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	25.5	21.0	23.7	20.9	20.6
						存货周转率	14.8	13.2	16.0	13.9	13.8
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.63	2.49	3.00	3.22	3.23
						每股经营现金流	4.58	3.78	4.55	4.80	4.91
						每股净资产	20.11	19.27	22.27	22.94	23.44
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.8	18.8	15.6	14.5	14.5
						市净率	2.3	2.4	2.1	2.0	2.0
						EV/EBITDA	8.8	9.2	7.9	7.3	7.2
						EV/EBIT	10.7	12.3	9.7	9.1	9.0

  

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	65,999	62,783	75,654	81,120	81,438
折旧摊销	18,823	25,822	22,409	24,621	26,667
财务费用	382	445	351	295	(35)
投资损失	(4,872)	(4,155)	(4,155)	(4,155)	(4,155)
营运资金变动	14,005	(1,897)	1,389	(410)	82
其它	(3,251)	(7,939)	926	388	208
<b>经营活动现金流</b>	<b>91,086</b>	<b>75,059</b>	<b>96,574</b>	<b>101,858</b>	<b>104,204</b>
资本支出	(28,469)	(54,708)	(38,066)	(30,066)	(30,066)
长期投资	(4,206)	(2,278)	(50,060)	0	0
其他	(53,420)	35,192	4,155	4,155	4,155
<b>投资活动现金流</b>	<b>(86,095)</b>	<b>(21,794)</b>	<b>(83,970)</b>	<b>(25,911)</b>	<b>(25,911)</b>
债权融资	10,119	(11,183)	(14,250)	0	0
股权融资	114	13,023	40,072	0	0
其他	(58,823)	(98,082)	(21,503)	(54,934)	(60,745)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(48,590)</b>	<b>(96,242)</b>	<b>4,319</b>	<b>(54,934)</b>	<b>(60,745)</b>
汇率变动影响	84	(148)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(43,515)</b>	<b>(43,125)</b>	<b>16,923</b>	<b>21,014</b>	<b>17,548</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。