

# 中国神华 (601088.SH)

## 业绩稳健、高分红率彰显投资价值

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2025 年报：**2025 年公司实现营收 2949 亿元 (-13.2%)，归母净利润 528.5 亿元 (-5.3%)，扣非归母净利润 485.9 亿元 (-19.2%)；其中 2025Q4 公司实现营收 817.7 亿元 (-3.0%)，归母净利润 138.0 亿元 (+11.1%)，扣非归母净利润 98.9 亿元 (-29.9%)。

**煤炭业务：产销保持平稳，成本下降，但煤价下行拖累利润。**2025 年公司商品煤产量 3.3 亿吨，同比-1.7%；煤炭销量 4.3 亿吨，同比-6.4%，其中自产商品煤销量 3.3 亿吨，同比-1.6%。价格方面，自产煤、外购煤销售均价分别为 472 元/吨、570 元/吨，分别同比-49 元/吨、-109 元/吨。销售结构方面，2025 年年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 53.2%/39.4%/3.8%/3.6%，分别同比-0.3pct/+5.8ct/-4.1pct/-1.4pct。自产煤单位成本为 171.6 元/吨，同比下降 8.6 元/吨，降幅主要来自其他成本中的安全生产费、维简费、露天煤矿剥离费等的下降。受煤价回落影响，2025 年煤炭板块利润总额约 466 亿元，同比-9.6%。项目进展方面，新街一井、二井建设全力推进，新街三井、四井项目前期工作有序推进，杭锦能源塔然高勒井田项目已完成北部进回风立井等工程建设，按计划推进巷道等施工。

**电力业务：受需求疲软影响，发电量、利用小时数均有所下滑，但容量电费收入可观&原材料煤炭价格下降，利润总额实现同比双位数增长。**2025 年公司发/售电量为 2202/2070 亿千瓦时，分别同比-3.8%/-3.9%；发电机组平均利用小时数为 4546 小时，同比减少 408 小时；平均售电价格 386 元/兆瓦时，同比-4%；由于平均燃煤采购价格下降，公司单位售电成本 334.7 元/兆瓦时，同比-6.1%；容量电费收入合计 51.2 亿元（含税），平均容量电费获得率为 99.1%，实现辅助服务（包括调峰、调频等）收入合计 6.4 亿元（含税）。2025 年电力板块实现利润总额 126 亿元，同比+13.7%。截至 2025 年底公司发电机组总装机容量 52676MW；其中燃煤发电机组总装机容量 49384 兆瓦，同比增加 5000 兆瓦。

**运输业务：铁路、港口、航运盈利均有增长，整体经营稳健。**2025 年自有铁路运输周转量增长 0.3%，神朔铁路扩能改造工程竣工，运能从 2.2 亿吨增加至 3 亿吨；黄骅港装船量增长 1.2%，连续 7 年位居全国煤炭港首位，天津煤码头装船量同比增长 1.4%，此外航道疏浚费、修理费等下降致港口业务营业成本同比下降 7.7%。2025 年铁路/港口/航运分部营收分别为 437/70/40 亿元，分别同比 +1.4%/+2.6%/-20.2%；毛利率则分别同比 +0.1pct/+6pct/+0.7pct；实现利润总额为 129/26/2.7 亿元，分别同比 +2.7%/+24%/+3.5%。

**其他业务：煤化工业务盈利显著改善，海外业务运营平稳高效。**2025 年公司烯烃销量 72 万吨，同比+12%，受益于原料端煤炭价格中枢的下行以及产量的增加，毛利率增加 1.4pct，实现利润总额 0.6 亿元，同比+56.8%。海外业务方面，印尼发电项目经营质效稳步提升，印尼美朗 2 台 35 万千瓦机组顺利建成投运；美国宾州页岩气项目 2025 年生产的归属于公司的权益气量为 1.06 亿立方米。

**资产注入增厚主营业务资产，进一步增强公司竞争力。**2025 年公司完成杭锦能源资产注入和整合，提高能源保供能力和协同运营水平。同时，公司推进

### 公司研究·财报点评

#### 煤炭·煤炭开采

**证券分析师：刘孟峦**      **证券分析师：胡瑞阳**  
 010-88005312                      0755-81982908  
 liumengluan@guosen.com.cn      huruiyang@guosen.com.cn  
 S0980520040001                      S0980523060002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	47.69 元
总市值/流通市值	1012543/1012543 百万元
52 周最高价/最低价	50.38/36.80 元
近 3 个月日均成交额	1764.46 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国神华 (601088.SH) - 千亿规模收购助力未来发展，龙头行稳致远》——2025-12-25
- 《中国神华 (601088.SH)：发电业务量降本，助力业绩改善》——2025-10-28
- 《中国神华 (601088.SH)：降本提效成本明显改善，中期分红率 79%》——2025-09-01
- 《中国神华 (601088.SH)：下游需求疲软致业绩承压，内增外延仍有成长空间》——2025-04-28
- 《中国神华 (601088.SH)：业绩稳健、高分红率彰显投资价值》——2025-03-23

发行股份及支付现金购买国家能源集团公司下属 12 家核心企业股权并募集配套资金项目，交易规模创 A 股发行股份购买资产类项目新高，交易完成后将大幅提升公司资源储备和资产规模、基本解决同业竞争、进一步增强公司核心竞争力。

**高分红率彰显投资价值。**公司派发 2025 年度末期股息 1.03 元/股（含税），股息总额为 223.4 亿元（含税），加上中期分红，2025 年公司分红总额约 418 亿元（含税），占中国企业会计准则下归母净利润的 79.1%，占国际财务报告会计准则下归母净利润的 77.1%。以 4 月 2 日的收盘价计算，对应 A 股股息率为 4.2%，H 股股息率为 4.9%。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

2026 年受印尼煤炭减产以及地缘冲突等影响，油煤价差走扩，国内煤价表现好于预期，上调盈利预测。暂不考虑公司购买集团 12 家标的并表的影响，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 571/571/577 亿元（2026-2027 年前值为 544/554 亿元）。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	338,375	294,916	311,906	318,687	326,704
(+/-%)	-1.4%	-12.8%	5.8%	2.2%	2.5%
净利润(百万元)	58671	52849	57096	57125	57726
(+/-%)	-1.7%	-9.9%	8.0%	0.0%	1.1%
每股收益(元)	2.95	2.66	2.87	2.88	2.91
EBIT Margin	24.8%	24.3%	26.1%	25.7%	25.5%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	12.9%	13.5%	13.2%	12.9%
市盈率 (PE)	16.2	17.9	16.6	16.6	16.4
EV/EBITDA	10.4	11.5	10.8	10.5	10.2
市净率 (PB)	2.22	2.32	2.25	2.18	2.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	142415	96772	96772	96772	96772	营业收入	338375	294916	311906	318687	326704
应收款项	15502	18843	19929	20362	20874	营业成本	223192	191465	196992	202435	208294
存货净额	12482	11850	12367	12564	12807	营业税金及附加	17784	16978	17956	18346	18808
其他流动资产	17424	19504	20628	21076	21606	销售费用	491	527	557	569	584
<b>流动资产合计</b>	<b>205125</b>	<b>146969</b>	<b>149695</b>	<b>150774</b>	<b>152060</b>	管理费用	10340	11380	12036	12297	12607
固定资产	284724	305434	335595	361040	381013	研发费用	2727	2854	3018	3084	3162
无形资产及其他	64776	69857	67528	65200	62871	财务费用	129	445	825	1392	1784
投资性房地产	43603	43457	43457	43457	43457	投资收益	4871	4155	4400	4400	4400
长期股权投资	59840	62044	64248	66452	68656	资产减值及公允价值变动	(533)	(190)	(187)	(187)	(187)
<b>资产总计</b>	<b>658068</b>	<b>627761</b>	<b>660524</b>	<b>686923</b>	<b>708057</b>	其他收入	(2415)	(2554)	(2721)	(2787)	(2865)
短期借款及交易性金融负债	13410	9773	28081	42143	50471	营业利润	88362	75532	85030	85073	85976
应付款项	38205	41513	43324	44014	44867	营业外净收支	(2569)	3807	685	685	685
其他流动负债	41005	37976	39633	40285	41089	<b>利润总额</b>	<b>85793</b>	<b>79339</b>	<b>85715</b>	<b>85758</b>	<b>86661</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>92620</b>	<b>89262</b>	<b>111037</b>	<b>126442</b>	<b>136426</b>	所得税费用	16928	16556	17887	17895	18084
长期借款及应付债券	28932	28268	28268	28268	28268	少数股东损益	10194	9934	10732	10738	10851
其他长期负债	32564	28780	24996	21212	17428	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>58671</b>	<b>52849</b>	<b>57096</b>	<b>57125</b>	<b>57726</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>61496</b>	<b>57048</b>	<b>53264</b>	<b>49480</b>	<b>45696</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>154116</b>	<b>146310</b>	<b>164301</b>	<b>175922</b>	<b>182122</b>	净利润	58671	52849	57096	57125	57726
少数股东权益	77086	72344	74681	77020	79383	资产减值准备	(3156)	(344)	27	19	17
股东权益	426866	409107	421541	433981	446553	折旧摊销	22543	23356	21953	24677	27152
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>658068</b>	<b>627761</b>	<b>660524</b>	<b>686923</b>	<b>708057</b>	公允价值变动损失	533	190	187	187	187
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	129	445	825	1392	1784
每股收益	2.95	2.66	2.87	2.88	2.91	营运资本变动	(3903)	(8492)	(3015)	(3501)	(3397)
每股红利	2.71	4.39	2.25	2.25	2.27	其它	4006	2507	2310	2319	2346
每股净资产	21.48	20.59	21.22	21.84	22.47	<b>经营活动现金流</b>	<b>78694</b>	<b>70066</b>	<b>78559</b>	<b>80826</b>	<b>84032</b>
ROIC	14.70%	12.53%	14%	13%	13%	资本开支	0	(41460)	(50000)	(48000)	(45000)
ROE	13.74%	12.92%	14%	13%	13%	其它投资现金流	(17302)	17302	0	0	0
毛利率	34%	35%	37%	36%	36%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(21571)</b>	<b>(26362)</b>	<b>(52204)</b>	<b>(50204)</b>	<b>(47204)</b>
EBIT Margin	25%	24%	26%	26%	25%	权益性融资	84	2630	0	0	0
EBITDA Margin	31%	32%	33%	33%	34%	负债净变化	(704)	(664)	0	0	0
收入增长	-1%	-13%	6%	2%	3%	支付股利、利息	(53778)	(87204)	(44662)	(44684)	(45155)
净利润增长率	-2%	-10%	8%	0%	1%	其它融资现金流	44186	83759	18308	14063	8327
资产负债率	35%	35%	36%	37%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(64694)</b>	<b>(89347)</b>	<b>(26355)</b>	<b>(30622)</b>	<b>(36828)</b>
股息率	5.7%	9.2%	4.7%	4.7%	4.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(7571)</b>	<b>(45643)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	16.2	17.9	16.6	16.6	16.4	货币资金的期初余额	149986	142415	96772	96772	96772
P/B	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1	货币资金的期末余额	142415	96772	96772	96772	96772
EV/EBITDA	10.4	11.5	10.8	10.5	10.2	企业自由现金流	0	30152	33309	38029	44633
						权益自由现金流	0	113246	50964	50990	51549

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032