

中国神华 (601088.SH)

买入 (维持评级)

成本下行支撑盈利韧性，资产注入启新程

投资要点:

公司发布 2025 年年度报告

2025 公司实现营业收入 2949 亿元，同比-13%；归母净利润 528 亿元，同比-10%。单季度来看，25Q4 实现归母净利润 138 亿元，同环比 9.5%/+4.3%。

煤炭业务：销量同比改善，自产煤成本下行。

2025 年商品煤产量 332.1 百万吨，同比-1.7%，其中 25Q4 为 81.2 百万吨，同环比-5.7%/-5%；2025 年煤炭销量 430.9 百万吨，同比-6.4%，其中 25Q4 为 114.4 百万吨，同环比-0.2%/+2.5%。成本方面，2025 年吨煤售价为 513 元/吨，同比-12.2%；吨煤成本 359 元/吨，同比-12.1%；吨毛利为 155 元/吨，同比-12.4%。2025 年自产煤吨煤成本 171.6 元/吨，相较于 2024 年下降 8.6 元/吨，人工成本 (+2.7 元/吨)、原料燃料及动力 (+0.6 元/吨)、修理费 (-0.9 元/吨) 和其他成本 (-12.3 元/吨)。

发电业务及其他：全年发电量小幅承压

电力业务方面，全年发电量小幅承压。2025 年发电量 2202 亿千瓦时，同比-3.8%，其中 25Q4 为 573 亿千瓦时，同比+1.2%，环比-10.5%；2025 年售电量 2070 亿千瓦时，同比-3.9%，其中 25Q4 为 539 亿千瓦时，同环比 +0.9%/-10.4%；2025 年平均上网电价 431 元/兆瓦时，同比-3.3%，单位成本 353 元/兆瓦时，同比-5.6%。其他业务方面，铁路、港口、煤化工及航运 2025 年营收为 437/70/57/40 亿元，同比+1.4%/+2.6%/+1.6%/-20.2%；成本为 272/37/53/35 亿元，同比+1.3%/-7.7%/+0.1%/-20.8%。

12 家核心资产收购过户完成

公司于 2025 年 8 月启动收购国家能源集团持有的 11 家标的公司股权及西部能源持有的 1 家标的公司股权。本次注入后，公司煤炭保有资源量提升至 684.9 亿吨 (+64.7%)，可采储量提升至 345 亿吨 (+97.7%)，煤炭产量提升至 5.12 亿吨 (+56.6%)；电力装机容量提升至 60.9GW (+27.8%)，聚烯烃产能提升至 188 万吨 (+213.3%)。资产注入后，公司一体化产业链进一步强化，规模优势与资源禀赋显著提升。

盈利预测与投资建议

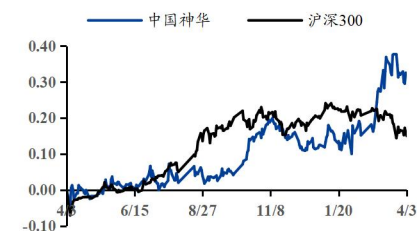
公司业绩表现优异，考虑到公司资产注入尚未并表，暂不考虑被并入资产盈利，上调公司 26-27 年，新增 28 年归母净利润预期分别为 583、619 和 642 亿元，前值 26-27 年归母净利为 533.7、548.3 亿元。当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 17.3、16.3、15.7 倍。公司作为煤炭行业龙头，业绩经营稳健，分红水平维持行业较高水平，维持“买入”评级。

风险提示：煤价大幅下跌、新能源替代超预期、国内产能释放超预期、煤炭长协制度大幅改变

基本数据

日期	2026-04-03
收盘价:	47.58 元
总股本/流通股本(百万股)	21,231.77/16,491.04
流通 A 股市值(百万元)	784,643.59
每股净资产(元)	20.59
资产负债率(%)	23.31
一年内最高/最低价(元)	50.38/36.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、25Q3 增量控本下利润环比改善，电力贡献亮眼——2025.10.27
- 2、25Q2 利润改善显业绩韧性，2025 中期分红 79%——2025.09.03
- 3、自产煤成本下滑&发电增速亮眼，Q3 业绩优异——2024.11.06

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	338,375	294,916	312,286	316,823	319,914
增长率	-1%	-13%	6%	1%	1%
净利润(百万元)	58,671	52,849	58,324	61,920	64,162
增长率	-2%	-10%	10%	6%	4%
EPS(元/股)	2.76	2.49	2.75	2.92	3.02
市盈率(P/E)	17.2	19.1	17.3	16.3	15.7
市净率(P/B)	2.4	2.5	2.3	2.2	2.1

数据来源:公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	96,772	187,151	229,761	293,331	营业收入	294,916	312,286	316,823	319,914
应收票据及账款	18,843	11,639	9,528	8,755	营业成本	191,465	199,043	199,463	198,526
预付账款	6,509	2,986	2,992	2,978	税金及附加	16,978	17,307	17,357	17,622
存货	11,850	12,496	26,927	16,091	销售费用	527	442	449	453
合同资产	0	0	0	0	管理费用	11,380	10,175	10,323	10,742
其他流动资产	12,995	4,706	4,774	4,821	研发费用	2,854	3,022	3,066	3,096
流动资产合计	146,969	218,978	273,983	325,976	财务费用	445	-2,099	-3,629	-3,684
长期股权投资	62,044	62,044	62,044	62,044	信用减值损失	-4	-4	-4	-4
固定资产	272,172	251,053	231,674	213,887	资产减值损失	-191	-191	-191	-191
在建工程	33,262	33,362	33,362	33,262	公允价值变动收益	1	1	1	1
无形资产	69,857	70,536	70,087	70,219	投资收益	4,155	4,155	4,155	4,155
商誉	0	0	0	0	其他收益	297	297	297	297
其他非流动资产	43,457	44,444	45,572	46,400	营业利润	75,532	88,661	94,060	97,425
非流动资产合计	480,792	461,440	442,739	425,812	营业外收入	685	685	685	685
资产合计	627,761	680,417	716,722	751,788	营业外支出	-3,122	1,788	1,788	1,788
短期借款	409	0	0	0	利润总额	79,339	87,558	92,957	96,322
应付票据及账款	41,513	46,292	46,656	46,797	所得税	16,556	18,271	19,398	20,100
预收款项	28	24	31	39	净利润	62,783	69,287	73,559	76,222
合同负债	3,810	5,621	5,703	5,758	少数股东损益	9,934	10,963	11,639	12,060
其他应付款	11,451	11,451	11,451	11,451	归属母公司净利润	52,849	58,324	61,920	64,162
其他流动负债	32,051	31,335	31,450	31,733	EPS (按最新股本摊薄)	2.49	2.75	2.92	3.02
流动负债合计	89,262	94,724	95,290	95,779					
长期借款	28,268	28,318	28,248	28,328					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	28,780	28,780	28,780	28,780					
非流动负债合计	57,048	57,098	57,028	57,108					
负债合计	146,310	151,822	152,318	152,887					
归属母公司所有者权益	409,107	445,289	469,458	491,895					
少数股东权益	72,344	83,307	94,946	107,007					
所有者权益合计	481,451	528,596	564,404	598,901					
负债和股东权益	627,761	680,417	716,722	751,788					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	75,059	115,270	82,215	107,366
现金收益	87,739	96,862	98,200	99,456
存货影响	632	-646	-14,432	10,837
经营性应收影响	-3,427	10,918	2,296	978
经营性应付影响	2,712	4,775	370	150
其他影响	-12,597	3,360	-4,219	-4,055
投资活动现金流	-21,794	-6,166	-5,413	-5,835
资本支出	-50,302	-9,335	-8,442	-9,164
股权投资	-2,204	0	0	0
其他长期资产变化	30,712	3,169	3,028	3,328
融资活动现金流	-96,242	-18,725	-34,192	-37,961
借款增加	-4,301	-359	-70	80
股利及利息支付	-87,204	-46,553	-51,265	-53,626
股东融资	2,630	0	0	0
其他影响	-7,367	28,187	17,142	15,585

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-12.8%	5.9%	1.5%	1.0%
EBIT 增长率	-7.1%	7.1%	4.5%	3.7%
归母公司净利润增长率	-9.9%	10.4%	6.2%	3.6%
获利能力				
毛利率	35.1%	36.3%	37.0%	37.9%
净利率	21.3%	22.2%	23.2%	23.8%
ROE	11.0%	11.0%	11.0%	10.7%
ROIC	16.9%	17.4%	17.0%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	23.3%	22.3%	21.3%	20.3%
流动比率	1.6	2.3	2.9	3.4
速动比率	1.5	2.2	2.6	3.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	16	14	12	10
存货周转天数	23	22	36	39
每股指标 (元)				
每股收益	2.49	2.75	2.92	3.02
每股经营现金流	3.54	5.43	3.87	5.06
每股净资产	19.27	20.97	22.11	23.17
估值比率				
P/E	19	17	16	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	37	33	33	32

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn