

动力煤

中国神华（601088.SH）

买入-A(维持)

业绩符合预期，高比例分红持续

2026年4月9日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026年4月8日

收盘价(元/股):	46.76
年内最高/最低(元/股):	50.38/36.80
流通A股/总股本(亿股):	164.91/216.89
流通A股市值(亿元):	7,711.21
总市值(亿元):	10,141.98

基础数据：2025年12月31日

基本每股收益(元/股):	2.66
摊薄每股收益(元/股):	2.66
每股净资产(元/股):	24.23
净资产收益率(%):	13.04

资料来源：常闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2025年度报告，实现营业收入2949.16亿元，同比下降13.21%；实现归属母公司股东的净利润528.49亿元，同比下降5.3%；基本每股收益2.660元/股，同比下降5.3%。

事件点评

➢ 非煤部分弥补煤价下降影响，业绩基本符合预期。受市场供需形势和价格变化等因素影响，公司煤炭销售量、营业收入等部分指标低于年度经营目标。2025年煤炭、发电、运输及煤化工分部利润总额（合并抵销前）占比为62%、17%、21%和0%，与2024年同比分别变化-5、+3、+2、0个百分点，非煤板块对稳定公司业绩发挥了一定作用。

➢ 煤炭产、销同减，售价小幅下行。2025年公司商品煤产量3.32亿吨（-1.7%），销售量为4.31亿吨（-6.4%），其中自产煤销售3.32亿吨（-1.6%）、外购煤销售0.99亿吨（-19.6%）。外购煤销售量及采购价格下降，导致其采购成本下降。煤炭平均售价495元/吨（自产煤472元/吨，外购煤570元/吨），同比变化-12.1%（自产煤-9.4%，外购煤-16.1%）。煤炭销售定价机制中年度长协、月度长协及现货分别占比53.2%、39.4%和3.8%，现货占比减少4.1个百分点，是售价相对市场煤波动较小的主要原因。合并抵销前，煤炭分部毛利率29.8%，同比下降0.6个百分点。其中：自产煤毛利率40%，同比下降3.9个百分点；外购煤毛利率1.1%，同比下降1个百分点。

➢ 电力量增价减，装机规模继续增长。全年完成总售电量207.00十亿千瓦时，占同期全社会用电量103,682亿千瓦时的2.0%；平均售电价格386元/兆瓦时，同比下降4.0%。2025年实现容量电费收入合计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年发电机组总装机容量为52,676兆瓦。其中，燃煤发电机组总装机容量49,384兆瓦，约占全国煤电发电装机容量12.6亿千瓦的3.9%。新增装机容量合计5,212兆瓦。其中，燃煤发电装机容量增加5,000兆瓦，主要为九江电力3号和4号机组、北海电力3号和4号机组、清远电力3号机组建成投运；水电装机容量减少47兆瓦，主要为子公司四川能源关停和转让部分水电站；对外商业运营的光伏发电装机容量增加259兆瓦，主要为本集团位于广东省、福建省等省份的光伏项目建成投运。

➢ 运输分部业绩整体增长，煤化工分部业绩提升。2025年，自有铁路运输周转量达313.0十亿吨公里，同比增长0.3%；金属矿石、化工品等非煤货物运量26.1百万吨，同比增长6.5%，其中反向非煤货物运量19.0百万吨。2025



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

年，煤化工分部创新推行生产经营与项目建设“一体化”安全管理模式，全年聚丙烯、聚乙烯产品优等品率均达到历史最高水平。合并抵销前煤化工分部利润总额 0.58 亿元（+56.8%），但因为占比较小，对公司整体业绩影响不大。

➤ **高比例分红延续，持续提升股东回报水平。**2025 年度，公司已完成派发 2025 年中期股息人民币 194.71 亿元（含税），加上董事会建议派发的 2025 年度末期股息人民币 223.40 亿元（含税），预计派发的 2025 年度现金股息总额将达 418.11 亿元（含税），为 2025 年度国际财务报告会计准则下归属于公司所有者的本年利润的 77.1%，中国企业会计准则下归属于公司股东的净利润的 79.1%。公司保持稳定的现金分红政策，持续提升股东回报水平。

投资建议

➤ 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 2.63\2.67\2.72 元，对应公司 4 月 8 日收盘价 46.76 元，PE 分别为 17.8\17.5\17.2 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	338,375	294,916	311,196	327,947	341,242
YoY(%)	-1.4	-12.8	5.5	5.4	4.1
净利润(百万元)	58,671	52,849	57,055	57,947	59,013
YoY(%)	-1.7	-9.9	8.0	1.6	1.8
毛利率(%)	34.0	35.1	36.5	35.7	34.6
EPS(摊薄/元)	2.71	2.44	2.63	2.67	2.72
ROE(%)	13.7	13.0	12.3	11.6	10.7
P/E(倍)	17.3	19.2	17.8	17.5	17.2
P/B(倍)	2.4	2.5	2.2	2.0	1.9
净利率(%)	17.3	17.9	18.3	17.7	17.3

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	205125	146969	215097	265917	324363
现金	142415	96772	164754	211072	270088
应收票据及应收账款	15502	18843	17398	20794	18946
预付账款	6232	6509	6935	7233	7510
存货	12482	11850	13255	13523	14826
其他流动资产	28494	12995	12755	13295	12993
非流动资产	452943	480792	477039	476228	471602
长期投资	59840	62044	68010	73976	79942
固定资产	257149	272172	267462	264301	257254
无形资产	64776	69857	71776	74043	75939
其他非流动资产	71178	76719	69790	63908	58466
资产总计	658068	627761	692136	742146	795965
流动负债	92620	89262	86811	94075	95071
短期借款	1037	409	723	566	645
应付票据及应付账款	38205	41513	40738	46995	45883
其他流动负债	53378	47340	45350	46514	48544
非流动负债	61496	57048	56503	55125	50414
长期借款	28932	28268	27723	26345	21634
其他非流动负债	32564	28780	28780	28780	28780
负债合计	154116	146310	143314	149201	145485
少数股东权益	77086	72344	82660	93345	104120
股本	19869	19869	21689	21689	21689
资本公积	68296	81319	79499	79499	79499
留存收益	313685	281414	323004	378504	428263
归属母公司股东权益	426866	409107	466162	499600	546359
负债和股东权益	658068	627761	692136	742146	795965

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	93348	75059	87620	90929	91948
净利润	68865	62783	67371	68632	69789
折旧摊销	24172	24511	23768	25174	26630
财务费用	129	445	-146	-742	-1374
投资损失	-4871	-4155	-4222	-4189	-4205
营运资金变动	512	-10554	908	2087	1154
其他经营现金流	4541	2029	-58	-33	-46
投资活动现金流	-85359	-21794	-15735	-20142	-17752
筹资活动现金流	-51173	-96242	-3904	-24469	-15180
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.71	2.44	2.63	2.67	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	4.30	3.46	4.04	4.19	4.24
每股净资产(最新摊薄)	19.68	18.86	21.49	23.03	25.19

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	338375	294916	311196	327947	341242
营业成本	223192	191465	197548	210716	223074
营业税金及附加	17784	16978	17135	18469	19004
营业费用	491	527	556	586	610
管理费用	10340	11380	12008	12655	13168
研发费用	2727	2854	2760	3041	3095
财务费用	129	445	-146	-742	-1374
资产减值损失	-663	-195	-206	-217	-226
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	4871	4155	4222	4189	4205
营业利润	88362	75532	85705	87525	87989
营业外收入	813	685	749	717	733
营业外支出	3382	-3122	1924	1822	1002
利润总额	85793	79339	84530	86420	87720
所得税	16928	16556	17159	17788	17931
税后利润	68865	62783	67371	68632	69789
少数股东损益	10194	9934	10316	10684	10776
归属母公司净利润	58671	52849	57055	57947	59013
EBITDA	109884	104171	108020	110714	112832

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.4	-12.8	5.5	5.4	4.1
营业利润(%)	-3.3	-14.5	13.5	2.1	0.5
归属于母公司净利润(%)	-1.7	-9.9	8.0	1.6	1.8
获利能力					
毛利率(%)	34.0	35.1	36.5	35.7	34.6
净利率(%)	17.3	17.9	18.3	17.7	17.3
ROE(%)	13.7	13.0	12.3	11.6	10.7
ROIC(%)	14.0	13.6	13.0	12.4	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	23.4	23.3	20.7	20.1	18.3
流动比率	2.2	1.6	2.5	2.8	3.4
速动比率	1.9	1.3	2.1	2.5	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	19.1	17.2	17.2	17.2	17.2
应付账款周转率	5.8	4.8	4.8	4.8	4.8
估值比率					
P/E	17.3	19.2	17.8	17.5	17.2
P/B	2.4	2.5	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	9.1	10.0	9.1	8.6	7.9

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

