

2026年04月11日

中国神华 (601088. SH)

——盈利稳健提分红，资产注入促增长

投资评级：买入（维持）

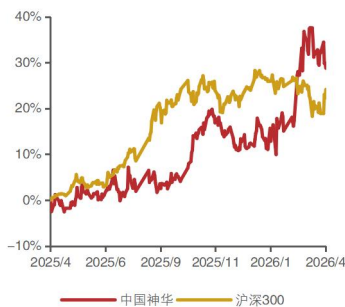
投资要点：

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月10日

收盘价(元)	46.38
一年内最高/最低(元)	50.38/36.80
总市值(百万元)	1,005,955.96
流通市值(百万元)	921,501.96
总股本(百万股)	21,689.43
资产负债率(%)	23.31
每股净资产(元/股)	20.59

资料来源：聚源数据

- 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-13.2%；实现归母净利润 528.5 亿元，同比-5.3%；实现扣非后归母净利润 485.9 亿元，同比-19.2%。2025 年 Q4，公司实现营业收入 817.7 亿元，同比-3.0%，环比+9.0%；实现归母净利润 138.0 亿元，同比+11.1%，环比-4.3%；实现扣非后归母净利润 98.9 亿元，同比-29.9%，环比-31.3%。
- 煤炭业务全年量价承压，Q4 煤价企稳回升。2025 年，产量方面，**公司实现商品煤产/销量 3.32/4.31 亿吨，同比-1.7%/-6.4%，实现自产煤销量 3.32 亿吨，同比-1.6%，自产煤中年度长协煤销量占比 69.0%，同比-4.0pct，**公司自产煤产销量、贸易煤销量同比下滑，年度长协煤销量占比下降；价格方面，**实现煤炭综合售价 495 元/吨（不含税），同比-12.1%，自产煤均价 472 元/吨（不含税），同比-9.4%，自产年度长协煤均价 455 元/吨（不含税），同比-7.3%，自产非年度长协煤均价 510 元/吨（不含税），同比-15.3%，**受行业环境影响公司煤价同比承压；成本方面，**实现自产煤吨煤生产成本 171.6 元/吨，同比-4.8%，**成本显著优化；毛利方面，**实现煤炭业务毛利 666.0 亿元，同比-17.9%，实现自产煤销售毛利 628.2 亿元，同比-18.6%，自产煤吨煤毛利 189 元/吨，同比-17.3%，**受价格影响毛利同比下降。单从 Q4 看，产量方面，**实现商品煤产/销量 0.81/1.14 亿吨，环比-5.0%/+2.5%，实现自产煤销量 0.84 亿吨，环比-3.7%，自产煤中年度长协煤销量占比 72.8%，环比+9.8pct，**公司自产煤产销量环比下降，年度长协煤销量占比显著回升；价格方面，**实现煤炭综合售价 517 元/吨（不含税），环比+8.6%，自产煤均价 478 元/吨（不含税），环比+5.1%，自产年度长协煤均价 463 元/吨（不含税），环比+6.9%，自产非年度长协煤均价 518 元/吨（不含税），环比+5.3%，**公司 Q4 自产煤长协及非长协的价格均跟随行业环比回升，且长协价格回升幅度较大，或反映公司长协履约情况改善；成本方面，**实现自产煤吨煤生产成本 166.8 元/吨，环比+1.2%，**Q4 成本季节性小幅上升，仍保持良好成本管控；毛利方面，**实现煤炭业务毛利 180.7 亿元，环比+12.9%，实现自产煤销售毛利 164.3 亿元，环比+7.1%，自产煤吨煤毛利 196.5 元/吨，环比+11.2%，**受益煤价回升，公司煤炭业务毛利 Q4 环比增长，而归母净利润环比承压，或主要系四季度期间费用、减值损失等项目集中确认，对利润形成拖累。**
- 电力业务盈利突出，电煤成本下降对冲电价压力。2025 年，**公司实现发/售电量 2202/2070 亿千瓦时，同比-3.8%/-3.9%；加权平均利用小时数 4546 小时，同比-8.2%；实现平均售电均价 386 元/兆瓦时，同比-4.0%，单位售电成本 334.7 元/兆瓦时，同比-6.1%，单位售电毛利 51.3 元/兆瓦时，同比+12.7%。**2025Q4，**公司实现发售电 573.3/539.1 亿千瓦时，环比-10.5%/-10.4%，同比+1.2%/+0.9%。得益于降本增效及一体化经营优势，公司 2025 年电力业务实现了 160.9 亿元毛利，同比+4.1%，有效对冲电量电价的下滑，保持强劲的盈利能力。
- 注入集团资产缓解同业竞争，优化资源配置增强一体化运营能力。**2025 年 8 月，公司公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟收购

其控股股东国家能源集团旗下煤炭、电力、化工等资产，2025年12月20日，公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》，2026年3月12日，公告购买资产而新增的股份完成登记。本次交易有望提升上市公司资产规模和盈利能力，据公司2026年2月公告，以2024年度财务数据为例，该交易完成前后，公司归母净利润将从589.62亿元增加至668.51亿元，增厚78.89亿元。从战略上看，此次重组是公司长期以来对解决同业竞争问题承诺的重要落地，既缓解同业竞争问题，又有利于提高上市公司资源储备规模与核心业务产能，促进煤炭产业全链条资源优化配置，进一步提高一体化运营能力，增强分红能力。

- **盈利预测与评级：**暂不考虑资产注入带来的利润增厚，我们预计公司2026-2028年的归母净利润为551.8、578.2、604.2亿元，当前股价对应的PE分别为18.2、17.4、16.7倍。公司高比例长协煤保证煤炭主业盈利稳健；煤电化陆港航全产业链一体化运营，有效实现降本增利，并熨平煤价波动，公司提升业绩稳定性；承诺2025-2027年65%及以上的高分红，2025年度分红方案将现金分红比例提升至79.1%，现金流充沛、负债率低，具备可持续的高比例分红能力；随着集团优质资产注入，行业地位有望大幅领先，带动煤炭产能、储量跃升，电力及化工业务均有增量，一体化协同能力有望显著提升。维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤炭价格超预期下跌，电价超预期下跌，新能源转型速度大幅加快。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	338,375	294,916	311,264	315,984	320,724
同比增长率（%）	-1.37%	-12.84%	5.54%	1.52%	1.50%
归母净利润（百万元）	58,671	52,849	55,182	57,824	60,420
同比增长率（%）	-1.71%	-9.92%	4.41%	4.79%	4.49%
每股收益（元/股）	2.71	2.44	2.54	2.67	2.79
ROE（%）	13.74%	12.92%	11.48%	11.73%	11.95%
市盈率（P/E）	17.15	19.03	18.23	17.40	16.65

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	96,772	166,502	181,366	198,541
应收票据及账款	20,338	20,858	21,174	21,492
预付账款	6,509	6,015	6,106	6,198
其他应收款	2,910	2,579	2,618	2,657
存货	11,850	11,555	11,587	11,619
其他流动资产	8,590	7,565	7,680	7,795
流动资产总计	146,969	215,074	230,531	248,302
长期股权投资	62,044	65,934	69,825	73,715
固定资产	273,720	277,727	280,794	282,921
在建工程	33,262	27,718	22,175	16,631
无形资产	69,857	69,311	70,295	71,211
长期待摊费用	5,849	5,732	5,247	4,393
其他非流动资产	36,060	37,660	37,660	37,660
非流动资产合计	480,792	484,083	485,996	486,531
资产总计	627,761	699,157	716,527	734,833
短期借款	409	509	559	589
应付票据及账款	41,513	37,038	37,141	37,244
其他流动负债	47,340	46,982	47,182	47,383
流动负债合计	89,262	84,529	84,882	85,216
长期借款	29,239	23,344	17,348	11,275
其他非流动负债	27,809	27,809	27,809	27,809
非流动负债合计	57,048	51,153	45,157	39,084
负债合计	146,310	135,682	130,040	124,300
股本	19,869	21,689	21,689	21,689
资本公积	81,319	139,562	139,562	139,562
留存收益	307,919	319,507	331,650	344,338
归属母公司权益	409,107	480,759	492,902	505,590
少数股东权益	72,344	82,716	93,586	104,943
股东权益合计	481,451	563,475	586,487	610,533
负债和股东权益合计	627,761	699,157	716,527	734,833

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	62,783	62,710	65,849	68,933
折旧与摊销	24,842	25,399	26,777	28,155
财务费用	445	348	25	-211
投资损失	-4,155	-4,280	-4,280	-4,280
营运资金变动	-10,554	-3,208	-290	-292
其他经营现金流	1,698	3,529	3,529	3,529
经营性现金净流量	75,059	84,498	91,609	95,834
投资性现金净流量	-21,794	-25,094	-25,094	-25,094
筹资性现金净流量	-96,242	10,327	-51,651	-53,565
现金流量净额	-43,125	69,730	14,864	17,175

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	294,916	311,264	315,984	320,724
营业成本	191,465	196,706	197,251	197,797
税金及附加	16,978	17,919	18,191	18,464
销售费用	527	556	565	573
管理费用	11,380	12,011	12,193	12,376
研发费用	2,854	3,012	3,058	3,104
财务费用	445	348	25	-211
资产减值损失	-191	-1,338	-1,359	-1,379
信用减值损失	-4	-127	-129	-131
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,155	4,280	4,280	4,280
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	7	66	66	66
其他收益	297	351	351	351
营业利润	75,532	83,944	87,911	91,808
营业外收入	685	685	685	685
营业外支出	-3,122	1,788	1,788	1,788
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	79,339	82,841	86,808	90,705
所得税	16,556	17,287	18,115	18,928
净利润	62,783	65,554	68,693	71,777
少数股东损益	9,934	10,372	10,869	11,357
归属母公司股东净利润	52,849	55,182	57,824	60,420
EPS(元)	2.44	2.54	2.67	2.79

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-12.84%	5.54%	1.52%	1.50%
营业利润增长率	-14.52%	11.14%	4.73%	4.43%
归母净利润增长率	-9.92%	4.41%	4.79%	4.49%
经营现金流增长率	-19.59%	12.57%	8.42%	4.61%
盈利能力				
毛利率	35.08%	36.80%	37.58%	38.33%
净利率	21.29%	21.06%	21.74%	22.38%
ROE	12.92%	11.48%	11.73%	11.95%
ROA	8.42%	7.89%	8.07%	8.22%
估值倍数				
P/E	19.03	18.23	17.40	16.65
P/S	3.41	3.23	3.18	3.14
P/B	2.46	2.09	2.04	1.99
股息率	1.61%	4.33%	4.54%	4.74%
EV/EBITDA	8	9	8	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。