

中国神华(601088.SH/01088.HK)

非煤业务稳步增长，一体化优势凸显，分红比例升至 78%

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	46.38 元/45.00 港元
合理价值	51.11 元/49.59 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-04-13

核心观点:

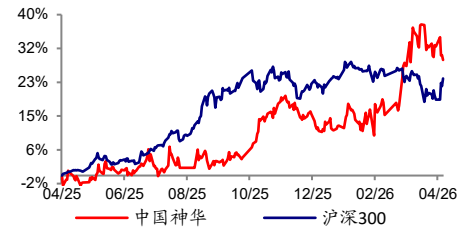
- **25 年归母净利润达约 529 亿元，年度分红比例 78%。**公司发布 25 年年报，全年归母净利润和扣非归母净利润分别为 528.5/485.9 亿元，同比分别-5.3%/-19.2%，其中 Q4 金额分别为 138.0/98.9 亿元，同比分别+11.1%/-30.0%，环比分别-4.3%/-31.3%，非经常性损益主要为冲回煤炭资源专项整治支出 41.2 亿元。公司拟派发末期股息 1.03 元/股，加上中期分红，25 年度累计分红比例 78.2%，较 24 年度提升 1.7pct。26 年公司计划资本支出 380 亿元，较 25 年下降约 15%。
- **25 年自产煤生产成本压降 5%，电力和运输业务利润分别增长 14%和 6%。**25 年公司煤炭/电力/运输/化工业务利润总额分别为 466/126/158/0.6 亿元，同比分别-10%/+14%/+6%/+57%。**煤炭：**根据年报，25 年商品煤产销量分别为 3.32/4.31 亿吨，同比分别-2%/-6%，自产煤价格和成本分别为 472 和 172 元/吨，同比分别-9%/-5%，其中其他成本（安全费、维简费等）下降明显；**电力及运输，**25 年售电量 2070 亿度，平均售电价 0.386 元，同比均为-4%，但度电成本下降 6.1%贡献了利润增长；25 年铁路周转量同比+0.3%，运输利润小幅增长 6%。
- **盈利预测与投资建议：集团资产收购完成，资源、一体化优势凸显，以盈利和分红能力继续提升。**25 年末公司资源量达 414.1 亿吨，同比增长约 20%，公司在建新街一井/二井（均为 800 万吨/年）及塔然高勒煤矿（1000 万吨/年），合计产能 2600 万吨。此外，在建多个机组预计将于 26 年稳步投产。截至 3 月 13 日公司收购国家能源集团持有的 12 项资产，均已过户完成。公司将新增煤炭产能 1.9 亿吨以上，以及新疆、内蒙多项在建和规划矿井；同时，新增国源电力、内蒙建投等多项煤电、煤化及运销资产。暂不考虑本次注入，按中国企业会计准则，预计 26-28 年归母净利润分别为 564/594/625 亿元，给予公司 26 年 18 倍 PE，对应公司合理价值 51.11 元/股，根据公司最新 AH 溢价率，得到 H 股合理价值 49.59 港元/股，维持公司 A、H 股“买入”评级。
- **风险提示。**需求低于预期，资本开支较高，收购资产业绩低于预期等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	338,375	294,916	299,495	311,991	324,738
增长率 (%)	-1.4%	-12.8%	1.6%	4.2%	4.1%
EBITDA	108,630	96,851	109,788	114,850	120,082
归母净利润	58,671	52,849	56,420	59,376	62,463
增长率 (%)	-1.7%	-9.9%	6.8%	5.2%	5.2%
EPS (元/股)	2.95	2.66	2.84	2.99	3.14
市盈率 (P/E)	14.7	15.2	16.3	15.5	14.8
ROE (%)	13.7%	12.9%	13.4%	13.7%	14.0%
EV/EBITDA	6.9	7.6	7.7	7.2	6.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:	沈涛
	SAC 执证号: S0260523030001
	SFC CE No. AUS961
	010-59136686
	shentao@gf.com.cn
分析师:	安鹏
	SAC 执证号: S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-38003693
	anpeng@gf.com.cn
分析师:	宋炜
	SAC 执证号: S0260518050002
	SFC CE No. BMV636
	021-38003691
	songwei@gf.com.cn

相关研究:

中国神华 (601088.SH/01088.HK):25	2026-02-01
年业绩预告总体符合预期, 收购集团资产顺利推进	
中国神华 (601088.SH/01088.HK):25	2026-01-21
年煤电产销量小幅下降, 继续看好能源龙头一体化优势	

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	205,125	146,969	158,775	175,898	195,345
货币资金	142,415	96,772	109,113	124,702	142,592
应收及预付	21,734	25,352	25,094	26,121	27,165
存货	12,482	11,850	11,549	11,994	12,442
其他	28,494	12,995	13,018	13,082	13,146
非流动资产总额	452,943	480,792	489,092	496,410	502,633
长期股权投资	59,840	62,044	63,044	64,044	65,044
固定资产	257,149	272,172	271,435	269,603	266,676
在建工程	27,575	33,262	38,262	43,262	48,262
使用权资产	1,566	1,548	1,548	1,548	1,548
无形资产	64,776	69,857	72,307	74,757	77,207
其他	42,037	41,909	42,496	43,196	43,896
资产总额	658,068	627,761	647,867	672,309	697,978
流动负债总额	92,620	89,262	88,479	90,884	93,319
短期借款	1,037	409	350	300	250
应付及预收	42,323	45,351	44,358	46,078	47,814
其他	49,260	43,502	43,771	44,506	45,256
非流动负债总额	61,496	57,048	56,048	55,048	54,048
长期借款	28,932	28,268	27,268	26,268	25,268
应付债券	0	0	0	0	0
其他	32,564	28,780	28,780	28,780	28,780
负债总额	154,116	146,310	144,527	145,932	147,367
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
其他	406,997	389,238	400,522	412,397	424,890
归母权益合计	426,866	409,107	420,391	432,266	444,759
少数股东权益	77,086	72,344	82,949	94,110	105,851
负债和股东权益	658,068	627,761	647,867	672,309	697,978

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	338,375	294,916	299,495	311,991	324,738
营业成本	223,192	191,465	186,608	193,793	201,033
营业税金及附加	17,784	16,978	17,242	17,961	18,695
销售费用	491	527	535	558	580
管理费用	10,340	11,380	11,557	12,039	12,531
研发费用	2,727	2,854	2,898	3,019	3,143
财务费用	129	445	141	-30	-228
资产信用减值损失	-663	-195	-250	-250	-250
公允价值变动收益	2	1	0	0	0
投资收益	4,871	4,155	4,455	4,755	5,055
营业利润	88,362	75,532	85,016	89,453	94,087
营业外收支	-2,569	3,807	-315	-315	-315
利润总额	85,793	79,339	84,701	89,138	93,772
所得税费用	16,928	16,556	17,675	18,601	19,568
合并净利润	68,865	62,783	67,026	70,537	74,204
少数股东损益	10,194	9,934	10,605	11,161	11,741
归母净利润	58,671	52,849	56,420	59,376	62,463
EPS (元/股)	2.95	2.66	2.84	2.99	3.14

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	93,348	75,059	92,309	97,694	102,134
合并净利润	68,865	62,783	67,026	70,537	74,204
折旧摊销	24,456	24,842	28,837	29,932	31,028
营运资金变动	512	-10,554	-189	921	928
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-85,359	-21,794	40,552	-32,745	-32,445
资本性开支	-35,790	-46,000	-35,300	-35,300	-35,300
投资	-17,675	16,810	-1,200	-1,200	-1,200
其他	-31,894	7,396	77,052	3,755	4,055
融资活动现金流净额	-51,173	-96,242	-47,036	-49,361	-51,799
股本融资	1,015	2,630	0	0	0
债权融资	-584	-13,216	-1,059	-1,050	-1,050
股利分配与偿付利息	-53,778	-87,204	-45,977	-48,311	-50,749
其他	2,174	1,548	0	0	0
现金净增加额	-43,100	-43,125	85,825	15,589	17,890
期初现金余额	108,174	66,413	23,288	109,113	124,702
期末现金余额	65,074	23,288	109,113	124,702	142,592

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-1.4%	-12.8%	1.6%	4.2%	4.1%
营业利润增长率	-3.3%	-14.5%	12.6%	5.2%	5.2%
归母净利增长率	-1.7%	-9.9%	6.8%	5.2%	5.2%
获利能力					
毛利率	34.0%	35.1%	37.7%	37.9%	38.1%
净利率	20.4%	21.3%	22.4%	22.6%	22.9%
ROE	13.7%	12.9%	13.4%	13.7%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	23.4%	23.3%	22.3%	21.7%	21.1%
有息负债率	4.6%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%
流动比率	2.2	1.6	1.8	1.9	2.1
利息保障倍数	31.2	30.2	96.3	104.9	114.4
营运能力					
应收账款周转率	27.8	23.0	23.0	23.0	23.0
存货周转率	17.9	16.2	16.2	16.2	16.2
应付账款周转率	5.9	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标					
每股收益	2.95	2.66	2.84	2.99	3.14
每股净资产	21.48	20.59	21.16	21.76	22.39
每股经营现金流	4.70	3.78	4.65	4.92	5.14
估值比率					
PE	14.7	15.2	16.3	15.5	14.8
PB	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	6.9	7.6	7.7	7.2	6.7

广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

张 云 瀚：资深分析师，美国哥伦比亚大学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。