



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月01日

基础数据

04月30日收盘价（元）	48.00
总市值（亿元）	10,410.93
总股本（亿股）	216.89

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】中国神华 2025 年三季报点评：成本优势稳固，外延布局提速-2025.10.29

【兴证煤炭】中国神华 2025 年中报点评：控成本强化护城河，成长分红双擎发力-2025.09.04

分析师：张樾樾

S0190526040002  
zhangxixi@xyzq.com.cn

分析师：李冉冉

S0190525010002  
liranran@xyzq.com.cn

中国神华(601088.SH)

## 一体化运营稳业绩，能源航母再启航

投资要点：

**事件：公司发布 2025 年度报告和 2026 年一季报。**1) 2025 年全年：实现营业收入 2,949.16 亿元，同比-13.2%；归母净利润 528.49 亿元，同比-5.3%；2025 年中期+末期合计现金分红 418.11 亿元，分红率 79.1%，合计每股派 2.01 元（中期 0.98 元+末期 1.03 元），按 4 月 30 日收盘价测算 A 股股息率 4.2%。2) 2026 年一季度：实现营业收入 703.97 亿元，同比+1.2%；归母净利润 106.67 亿元，同比-10.7%。对此，我们点评如下：

**煤炭业务：自产煤量稳价跌，吨毛利率仍处优势水平。**2025 年来看，1) 销量稳：自产煤销量 332.3 百万吨，同比微降 1.6%；商品煤产量 332.1 百万吨，同比-1.7%。2) 价跌但成本同步下降，自产煤毛利率仍达 40%：自产煤吨售价同比下跌 49 元/-9.4%至 472 元/吨；自产煤单位生产成本同比-4.8%至 171.6 元/吨，主要受安全生产费、维简费、露天剥离费等其他成本下降驱动；自产煤毛利率 40.0%，同比-3.9pct。3) 煤源结构：2025 年自产煤毛利贡献 628.2 亿元、外购煤毛利仅 6.2 亿元（毛利率 1.1%）。

**电力业务：量价双降，但度电毛利提升、毛利率改善。**1) 2025 年公司电力业务毛利率 18.0%，同比+1.9pct。全年总发电量 2,202 亿度，同比-3.8%，主要受燃煤机组利用小时数同比减少 340 小时影响；售电量 2,070 亿度，同比-3.9%；度电售价 0.386 元，同比-4.0%；单位售电成本 0.3347 元，同比-6.1%（燃煤采购价格下行驱动）；度电毛利 0.051 元，同比+12.7%。2) 装机持续扩张：2025 年新增燃煤装机 5,000MW（九江二期、北海二期、清远二期等 7 台机组建成投运），年末总装机 52,676MW，其中燃煤 49,384MW。

**运输+煤化工业务：稳定高毛利“压舱石”。**2025 年来看，1) 铁路：实现利润总额 129.0 亿元，同比+2.7%，毛利率 37.9%，同比+0.1pct；自有铁路运输周转量 3130 亿吨公里，同比+0.3%，其中非煤货物运量同比+6.5%，神朔铁路 3 亿吨扩能改造工程全面竣工，由 2.2 亿吨跃升至 3 亿吨。2) 港口：实现利润总额 26.3 亿元，同比+24.0%，毛利率显著提升至 46.7%，同比+6.0pct；3) 航运：实现利润总额 2.7 亿元，同比+3.5%，受业务结构调整影响航运周转量-23.1%，但单位成本管控良好，毛利率小幅提升至 11.5%。

**2026Q1：业绩变动主要受煤价同比下滑+财务费用上升+联营企业投资收益减少影响。**

- 煤炭：产量 80.5 百万吨，同比-2.4%；自产煤销量 78.0 百万吨，同比-0.6%；自产煤吨售价 469 元/吨，同比-3.3%；单位生产成本 168 元/吨，同比-14.2%；自产煤毛利率 37.8%，同比-1.7pct。
- 电力：发电量 55.94 亿千瓦时，同比+10.9%，售电量 52.69 十亿千瓦时，同比+11.0%，电量增长主要受益于新增装机投产；度电售价 0.373 元，同比-3.4%；单位售电成本 0.338 元，同比-4.4%、度电毛利约 0.035 元，同比+8.4%；毛利率 16.0%，同比+0.6pct。
- 运输+煤化工合计利润总额 47.5 亿元，毛利率全面改善，其中铁路 42.4%/同比+2.4pct、港口 52.8%/同比+5.4pct、煤化工 12.2%/同比+4.3pct，一体化协同效应持续兑现，是公司穿越煤价周期的核心稳定器。

- 一次性扰动：并购贷款新增导致财务费用同比+83.6%；对联营企业投资收益减少导致投资收益同比-62.2%。

**资产注入 4 月落地。**2026 年 4 月公司完成对国家能源集团 11 家子公司+西部能源 1 家子公司股权收购，股本由 198.69 亿股增至 216.89 亿股；调整后，2026 年公司目标商品煤产量 5.134 亿吨、煤炭销售量 6.181 亿吨、发电量 2,881 亿千瓦时、营业收入 3,600 亿元。

**盈利预测与投资建议：**中国神华凭借煤电一体化协同优势，在煤价下行周期中展现了较强的盈利韧性。煤炭业务自产煤毛利率保持高位，电力业务通过成本管控实现度电毛利提升，运输及煤化工板块毛利率全面改善，成为平滑业绩波动的压舱石。公司维持近 80% 的高分红率，股息回报可观。2026 年完成资产注入打开长期成长空间。中东地缘冲突风险+厄尔尼诺气候影响+海外发运下滑三重因素影响下，预计煤价中枢抬升，公司业绩有望逐步释放。不考虑新注入资产，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 552.17/561.58/571.15 亿元，同比+4.5%/+1.7%/+1.7%，对应 EPS 分别为 2.55/2.59/2.63 元，对应 4 月 30 收盘价 PE 分别为 18.9/18.5/18.2 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济需求大幅波动、煤炭价格超预期下跌、在建电厂投产进度不及预期、安全环保政策加码

### 主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	294916	328808	340695	323978
同比增长	-13.2%	11.5%	3.6%	-4.9%
归母净利润（百万元）	52849	55217	56158	57115
同比增长	-5.3%	4.5%	1.7%	1.7%
毛利率	35.1%	32.5%	32.2%	33.5%
ROE	12.9%	11.5%	11.4%	11.3%
每股收益（元）	2.44	2.55	2.59	2.63
市盈率	19.7	18.9	18.5	18.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>146969</b>	<b>108058</b>	<b>149593</b>	<b>185237</b>
货币资金	96772	55797	95488	133856
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	18843	14304	14745	14046
预付款项	6509	3649	3807	3547
存货	11850	12068	12333	11240
其他	12995	22240	23219	22549
<b>非流动资产</b>	<b>480792</b>	<b>606629</b>	<b>594851</b>	<b>577231</b>
长期股权投资	62044	62044	62044	62044
固定资产	272172	263530	253144	240634
在建工程	33262	34324	35279	32539
无形资产	69857	67693	65524	63350
商誉	0	0	0	0
其他	43457	179039	178859	178664
<b>资产总计</b>	<b>627761</b>	<b>714687</b>	<b>744443</b>	<b>762468</b>
<b>流动负债</b>	<b>89262</b>	<b>93098</b>	<b>97967</b>	<b>92766</b>
短期借款	409	409	409	409
应付票据及应付账款	41513	41907	43604	40659
其他	47340	50782	53955	51698
<b>非流动负债</b>	<b>57048</b>	<b>59672</b>	<b>64672</b>	<b>67672</b>
长期借款	28268	31268	36268	39268
其他	28780	28404	28404	28404
<b>负债合计</b>	<b>146310</b>	<b>152770</b>	<b>162639</b>	<b>160438</b>
股本	19869	21689	21689	21689
未分配利润	269981	273580	277386	281257
少数股东权益	72344	79874	87532	95320
<b>股东权益合计</b>	<b>481451</b>	<b>561917</b>	<b>581804</b>	<b>602031</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>627761</b>	<b>714687</b>	<b>744443</b>	<b>762468</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	52849	55217	56158	57115
折旧和摊销	24842	26200	27610	28941
营运资金的变动	-9242	2662	2725	-2678
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>75059</b>	<b>86726</b>	<b>88577</b>	<b>86135</b>
资本支出	-46000	-15085	-13763	-9547
长期投资	15957	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-21794</b>	<b>-145954</b>	<b>-8944</b>	<b>-4961</b>
债权融资	-13216	1452	5000	3000
股权融资	2630	60047	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-96242</b>	<b>18396</b>	<b>-39941</b>	<b>-42805</b>
现金净变动	-43125	-40975	39691	38368

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>294916</b>	<b>328808</b>	<b>340695</b>	<b>323978</b>
营业成本	191465	221835	231046	215369
税金及附加	16978	18413	19257	18256
销售费用	527	577	601	571
管理费用	11380	11982	12659	11961
研发费用	2854	3005	3175	3000
财务费用	445	-265	343	-590
投资收益	4155	4660	4819	4585
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-191	-300	-300	-200
<b>营业利润</b>	<b>75532</b>	<b>77989</b>	<b>78504</b>	<b>80154</b>
营业外收支	3807	1153	2038	1743
<b>利润总额</b>	<b>79339</b>	<b>79142</b>	<b>80541</b>	<b>81897</b>
所得税	16556	16395	16726	16994
净利润	62783	62747	63816	64903
少数股东损益	9934	7530	7658	7788
<b>归属母公司净利润</b>	<b>52849</b>	<b>55217</b>	<b>56158</b>	<b>57115</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>2.44</b>	<b>2.55</b>	<b>2.59</b>	<b>2.63</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-13.2%	11.5%	3.6%	-4.9%
营业利润增长率	-13.3%	3.3%	0.7%	2.1%
归母净利润增长率	-5.3%	4.5%	1.7%	1.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.1%	32.5%	32.2%	33.5%
归母净利率	17.9%	16.8%	16.5%	17.6%
ROE	12.9%	11.5%	11.4%	11.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.3%	21.4%	21.8%	21.0%
流动比率	1.65	1.16	1.53	2.00
速动比率	1.34	0.85	1.22	1.69
<b>营运能力</b>				
资产周转率	45.5%	49.0%	46.7%	43.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.44	2.55	2.59	2.63
每股经营现金	3.46	4.00	4.08	3.97
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	19.7	18.9	18.5	18.2
PB	2.5	2.2	2.1	2.1

### 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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告准确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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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責任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>