

评级变动报告

中国神华 601088.SH



2026年以来，我国煤炭供给持续偏紧，因此我们对于公司2026年吨煤利润进行上调，对公司远期自产煤销量进行上调，导致公司DDM和动态估值均有所上调。

2026年我国煤炭供给呈偏紧态势。我国煤炭供给持续偏紧，2026年1-5月我国规上工业原煤产量19.8亿吨，同比下降0.3%；海关总署近日公布的数据显示，2026年1-5月，我国累计进口煤炭18262.3万吨，同比下降3.2%。

2026年上半年煤炭需求相对韧性。2026年以来我国规上火电发电量持续正增长，其次美伊冲突推高国际油价，高油价带动煤化工产能利用率提升，从而带动化工煤需求旺盛，煤价中枢持续抬升。

中国神华作为煤炭龙头企业，公司长协煤占比超过80%，业绩稳健且具备一体化产业链优势，公司将持续受益于煤价中枢抬升，根据壹评级DDM估值和动态估值，当前估值处于合理偏高估状态。

公司基本信息



本集团拥有规模可观、高效运营的煤炭、发电业务，拥有铁路、港口和船舶组成的大规模一体化运输网络，高效连接中国西部资源供应与东南沿海能源需求，形成了煤炭、电力、运输、煤化工一体化开发，产运销一条龙经营，各产业板块深度合作、有效协同的核心竞争优势。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	☆☆☆☆☆	DDM估值：价值	6895亿(较上期+11.54%)
当前股价	39.57元	盈利趋势	☆☆☆☆☆	状态	合理估值(上行空间-20%)
总市值	8582.51亿	产业格局	☆☆☆☆☆		
PE-TTM	16.64	护城河	☆☆☆☆☆	动态估值：价值	6334亿(较上期+11.00%)
PB-MRQ	1.71			状态	偏高估(上行空间-26%)

公司盈利预测

中国神华	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3430.7	3383.8	2949.2	3028.3	2892.3	2808.4	2768.9	2736.1
归母净利润(亿)	597.1	586.5	528.3	548.7	509.4	474.5	461.1	449.8
归母净利润增速(%)	-14.2	-1.8	-9.9	3.9	-7.2	-6.9	-2.8	-2.5
经营性净利润(亿)	643.6	626.0	573.9	622.5	576.3	535.2	519.5	506.1
经营性净利润增速(%)	-17.0	-2.7	-8.3	8.5	-7.4	-7.1	-2.9	-2.6
经营性归母净利润(亿)	552.1	533.3	483.1	529.1	489.9	454.9	441.6	430.2
经营性归母净利润增速(%)	-16.5	-3.4	-9.4	9.5	-7.4	-7.1	-2.9	-2.6

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值上升+11.54%；上期 6182.02亿，本期 6895.29亿。动态估值上升+11.00%；上期 5706.05亿，本期 6333.76亿。

我们对公司DDM估值、动态估值进行了上调，主要系我们对公司未来三年和远期业绩进行了调整。

1、我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了调整

1) 未来三年收入预测的提升

我们小幅上调未来三年自产煤销量。考虑到公司2025年自产煤3.32亿吨，同比增长1.5%，超过我们此前预期，因此我们小幅上修自产煤销量预测；此外公司贸易量销量大幅低于预期，我们下调公司贸易煤销量，但考虑到贸易煤毛利率较低，对利润端影响较小。

基于煤炭供给偏紧预期，上调公司自产煤单位销售价格。经审慎评估，我们认为在供给端持续偏紧的背景下，煤价中枢上移，我们对公司自产煤销售进行上调，上调2026-2028年公司单吨销售价格512、492、483元/吨；贸易煤单位销售价格为600、580、575元/吨。

2) 未来三年归母净利润预测的提升

煤价中枢上移，公司自产煤单吨毛利向好。经评估，我们认为在供给端持续偏紧、公司商品煤销售价格上涨的背景下，公司自产煤单吨毛利持续提升，2026-2028年公司自产煤单吨毛利分为220、200、188元/吨；维持贸易煤单吨毛利10元/吨的预测。

2、我们对公司远期营业收入和远期利润进行了上调。

1) 煤炭业务

自产煤远期销售假设：在原预测假设下，考虑到我国煤炭消费见顶回落，2030年公司自产煤销量每年下滑2%，但经过评估，我们认为公司龙头低位相对稳固，即便煤炭整体小幅下滑，公司商品煤下滑幅度小于行业，因此我们把公司自产煤和贸易煤销量从每年下滑2%调整到每年下滑1%；

单吨开采成本上涨假设：我们纳入煤炭成本上涨对公司煤炭销售价格的正向影响，考虑到未来我国煤炭开采成本上升，公司煤炭单吨销售成本每年提升4元，在保证合理单吨毛利的前提下，即公司单吨销售价格每年提升4元。

2) 煤炭配套业务（非煤业务）

非煤业务远期收入假设：在原预测模型下，公司火电、铁路、港口业务跟随公司煤炭业务下滑而下滑，但我们认为火电业务存在电价上调预期，且铁路、港口业务未来或积极拓展非煤业务，因此我们假设公司该部分业务2030年保持稳定，导致收入小幅提升；

非煤业务远期毛利率假设：煤炭配套业务即电力+铁路+港口+航运+煤化工业务，因非煤业务和煤炭业务存在很多抵消项目，基于2025年公司非煤业务盈利相对稳健，此前抵消项目预测按照煤炭收入计算，现在统一变更为按照电力+铁路+港口+航运+煤化工合计变化计算，这样会使得煤炭配套业务毛利率更加稳定在50%左右；

综上所述，2025年环渤海动力煤平均价格大约在700元/吨，我们认为一定程度代表了煤价未来的中枢价格，且长协价在675元/吨，因此我们假设稳态其自产煤吨毛利在188元，保持不变，但由于我们对公司未来自产煤销量和非煤业务收入、毛利率进行了明显上调，导致公司远期归母净利润有所上调。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务主要为煤炭业务和煤炭配套产业业务（铁路、港口、航运、火电、煤化工），未来预测核心假设及逻辑如下：

煤炭业务

收入假设：

- 1) 量：考虑到我国煤炭消费达峰，公司作为煤炭板块龙头企业，假设2028年以后公司未来自产煤和贸易煤销量每年小幅下滑1%左右；
- 2) 价：参考过去十几年煤炭周期波动以及现在动力煤长协基准价格，我们逐步下调公司自产煤销售价格，2028年回落至中枢价格483元/吨左右，后续随着煤炭开采成本上涨，每年提升3元/吨；

盈利能力假设：

- 1) 假设2026-2027年公司自产煤单吨开采成本为292元/吨，但随着煤炭开采难度提升，单吨煤炭成本未来小幅提升1%左右；
- 2) 假设2026-2028年公司自产煤单吨毛利分别为220、200、188元/吨，考虑到未来煤炭价格回落，我们参考过去十几年动力煤中枢价格，从单吨煤炭毛利角度，假设2028年后公司单吨毛利维持在188元/吨左右；

煤炭配套业务（铁路、港口、航运、火电、煤化工）

收入假设：

- 1) 铁路、港口、火电：该部分业务与煤炭周期正相关，2026-2030年随着公司煤炭产量下滑，每年下滑1%，但2030年以后保持不变；
- 2) 煤化工业务：考虑到煤化工下游与宏观经济密切相关，考虑到我国GDP增长，我们假设该业务未来收入依旧能够维持5%的增速；

盈利能力假设：

- 1) 铁路、港口：参考历史毛利率，铁路和港口业务毛利率相对稳健，假设未来保持稳定；
- 2) 火电：假设未来随着煤价下跌，公司火电业务毛利率持续提升，提升至周期中枢水平，远期毛利率为18%；
- 3) 煤化工：参考历史该业务盈利能力水平，该业务毛利率逐步提升，远期毛利率为12%。

公司整体业绩预测

中国神华	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3430.7	3383.8	2949.2	3028.3	2892.3	2808.4	2768.9	2736.1
归母净利润(亿)	597.1	586.5	528.3	548.7	509.4	474.5	461.1	449.8
归母净利润增速(%)	-14.2	-1.8	-9.9	3.9	-7.2	-6.9	-2.8	-2.5
经营性净利润(亿)	643.6	626.0	573.9	622.5	576.3	535.2	519.5	506.1
经营性净利润增速(%)	-17.0	-2.7	-8.3	8.5	-7.4	-7.1	-2.9	-2.6
经营性归母净利润(亿)	552.1	533.3	483.1	529.1	489.9	454.9	441.6	430.2
经营性归母净利润增速(%)	-16.5	-3.4	-9.4	9.5	-7.4	-7.1	-2.9	-2.6

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

煤炭	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2733.1	2686.2	2212.3	2247.1	2135.4	2075.2	2058.6	2045.3
收入增速(%)	-1.5	-1.7	-17.6	1.6	-5.0	-2.8	-0.8	-0.6
经营性净利润(亿)	400.5	390.8	331.3	352.1	306.2	276.5	273.3	269.7
经营性净利率(%)	14.7	14.5	15.0	15.7	14.3	13.3	13.3	13.2
经营性净利润增速(%)	-23.3	-2.4	-15.2	6.3	-13.0	-9.7	-1.2	-1.3
煤炭产业配套	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	697.7	697.6	736.8	781.2	756.8	733.2	710.3	690.8
收入增速(%)	4.0	-0.0	5.6	6.0	-3.1	-3.1	-3.1	-2.7
经营性净利润(亿)	243.1	235.2	242.6	270.4	270.1	258.7	246.3	236.5
经营性净利率(%)	34.8	33.7	32.9	34.6	35.7	35.3	34.7	34.2
经营性净利润增速(%)	-4.1	-3.3	3.2	11.5	-0.1	-4.2	-4.8	-4.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
煤炭	-0.6%	小幅负增长	较好	强	8.3%	6.71	256.2
煤炭产业配套	1.1%	中低	较好	强	7.5%	10.68	227.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
煤炭(亿)	1856.1	911.8	2768.0	542.0	504.0	400.0	3206.0
煤炭产业配套(亿)	2121.4	1361.8	3483.3	180.5	536.0	-	3127.8
公司整体测算(亿)	3977.6	2273.6	6251.2	722.5	1040.0	400.0	6333.8

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	2421.4	744.6	3166.0	542.0	545.0	400.0	3563.0
煤炭产业配套(亿)	2820.3	908.5	3728.8	180.5	577.0	-	3332.3
公司整体测算(亿)	5241.6	1653.1	6894.8	722.5	1122.0	400.0	6895.3

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

中国神华核心业务为煤炭业务，考虑到煤炭行业属于典型的周期性行业，但公司存在火电、煤化工业务，能够部分对冲煤炭周期波动对公司业绩影响，其次公司铁路、港口业务历史盈利相对稳健，业绩可预期性较高，综合判断公司估值确定性中等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。