仅供内部参考，请勿外传

上市公司

公司研究/公司点评

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

煤炭

2026 年 09 月 12 日

中国神华 (601088)

——自产煤吨毛利改善，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2026 年 09 月 11 日
收盘价（元）	47.51
一年内最高/最低（元）	51.18/37.68
市净率	2.3
股息率%（分红/股价）	4.23
流通 A 股市值（百万元）	783,489
上证指数/深证成指	3,888.11/13,471.26

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	20.79
资产负债率%	40.27
总股本/流通 A 股(百万)	21,689/16,491
流通 B 股/H 股（百万）	-/3,377

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司于 2026 年 8 月 28 日发布 2026 年半年度报告及中期利润分配方案公告。26H1，公司实现营业收入 1,893.4 亿元，同比增长 7.9%；归母净利润 287.2 亿元，同比增长 4.1%；扣非归母净利润 269.0 亿元，同比增长 10.6%；基本每股收益 1.339 元/股，同比增长 2.8%。业绩符合预期。

- **自产煤售价小幅上涨，降本带动吨毛利改善。**26H1，公司商品煤产量 249.9 百万吨，同比下降 3.6%；煤炭总销量 300.2 百万吨，同比增长 1.8%；自产煤销量 244.3 百万吨，同比下降 3.3%。自产煤综合平均售价 404.32 元/吨，同比增长 0.9%；吨销售成本 235.62 元/吨，同比下降 0.6%；吨毛利 168.70 元/吨，同比增长 3.2%；毛利率 41.7%，同比提升 0.9 个百分点。单季度看，26Q2 商品煤产量 125.0 百万吨，同比下降 2.80%、环比增长 0.08%；煤炭总销量 152.1 百万吨，同比增长 1.88%、环比增长 2.70%。

- **发售电量同比增长，发电分部毛利率小幅回落。**26H1，公司总发电量 136.64 十亿千瓦时，同比增长 5.6%；总售电量 128.08 十亿千瓦时，同比增长 5.5%。发电分部实现营业收入 525.1 亿元，同比增长 4.5%；营业成本 447.6 亿元，同比增长 5.1%；毛利 77.5 亿元，同比增长 1.3%；毛利率 14.8%，同比下降 0.4 个百分点。综合售电价 0.370 元/千瓦时，同比下降 0.5%；单位售电成本 0.3355 元/千瓦时（含售热），同比下降 0.2%。售电量增长带动收入增加，但售电价降幅大于单位售电成本降幅，毛利率小幅回落。26Q2 总发电量 65.64 十亿千瓦时，同比增长 3.58%、环比下降 7.55%；总售电量 61.36 十亿千瓦时，同比增长 3.35%、环比下降 8.03%。

- **管理费用下降，期间费用小幅减少。**26H1，公司期间费用 101.8 亿元，同比下降 2.4%。销售费用 4.6 亿元，同比下降 9.8%；管理费用 70.6 亿元，同比下降 9.0%；研发费用 10.1 亿元，同比下降 2.4%；财务费用 16.4 亿元，同比增长 46.4%。管理费用下降因人工成本下降；财务费用增长因存款规模下降导致利息收入减少，以及汇率波动带来汇兑损失增加。

- **高股息奠定公司长期投资价值。**公司拟派 26 年中期股息 0.98 元/股（含税），合计 212.6 亿元，分红率 74.0%。假设 26 年维持 25 年 79.1%的分红率，按 26 年预测归母净利润 617.98 亿元、9 月 11 日收盘价 47.51 元测算，26 年 A 股股息率预计 4.74%。

- **投资分析意见：**考虑资产注入并表及煤炭经营改善，上调 26—27 年归母净利润预测至 617.98、649.06 亿元（原值 576.56、593.63 亿元），新增 28 年预测 672.74 亿元，26—28 年 EPS 为 2.85、2.99、3.10 元，按 9 月 11 日收盘价对应 PE 为 17、16、15 倍。公司一体化运营业绩稳健、且兼具高股息属性，我们维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济超预期下滑，下游需求大幅下滑，公司产品售价大幅下降。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	294,916	189,338	407,165	416,568	427,330
同比增长率（%）	-13.2	7.9	38.1	2.3	2.6
归母净利润（百万元）	52,849	28,715	61,798	64,906	67,274
同比增长率（%）	-5.3	4.1	16.9	5.0	3.6
每股收益（元/股）	2.66	1.34	2.85	2.99	3.10
毛利率（%）	35.1	35.5	36.1	35.8	35.8
ROE（%）	12.9	6.4	11.7	11.9	11.9
市盈率	19		17	16	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；26E 数据为重述后口径

仅供内部参考，请勿外传

1．煤炭分部毛利增长，煤化工扭亏

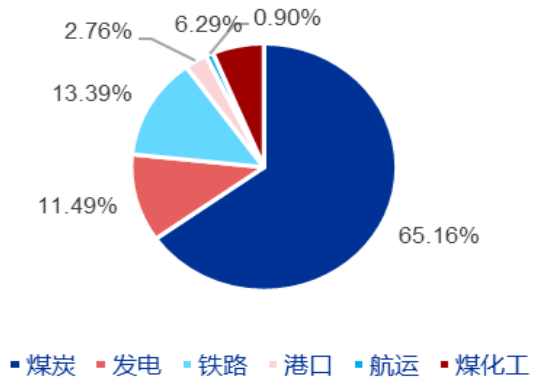
公司于 2026 年 8 月 28 日发布 2026 年半年度报告及中期利润分配方案公告。26H1，公司业绩保持增长，实现营业收入 1,893.4 亿元，同比增长 7.9%；归母净利润 287.2 亿元，同比增长 4.1%；扣非归母净利润 269.0 亿元，同比增长 10.6%；基本每股收益 1.339 元/股，同比增长 2.8%。

资产注入完成并表，业务规模进一步扩大。26H1，公司完成国家能源集团及其子公司所持 12 家标的公司相关股权收购，业务涵盖煤炭、电力、煤化工及运输等领域。其中，国源电力等 11 家纳入合并范围，上半年合计实现归属于母公司股东的净利润 68.81 亿元（合并抵销前）；晋神能源作为联营企业，公司确认投资收益 0.57 亿元。

从各业务分部看，按合并抵销前数据，26H1，**煤炭分部**实现营业收入 1,355.7 亿元，同比增长 6.1%；营业成本 916.4 亿元，同比增长 7.5%；毛利 439.3 亿元，同比增长 3.2%；毛利率 32.4%，同比下降 0.9 个百分点。煤炭销量及平均售价增长带动收入增加，外购煤销量及采购价格增长推高成本。**发电分部**实现营业收入 525.1 亿元，同比增长 4.5%；营业成本 447.6 亿元，同比增长 5.1%；毛利 77.5 亿元，同比增长 1.3%；毛利率 14.8%，同比下降 0.4 个百分点。售电量增长带动收入增加，但成本增速高于收入，毛利率小幅回落。

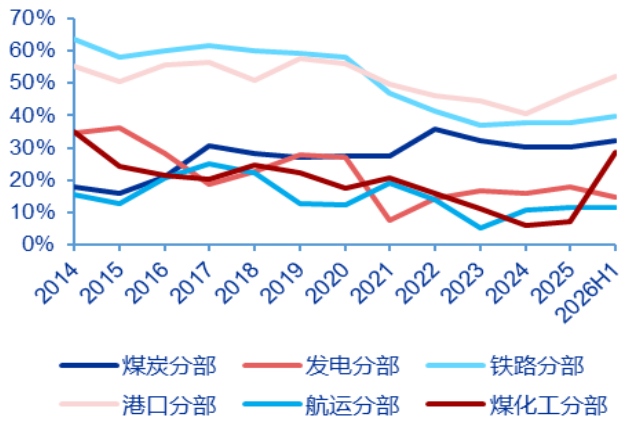
运输板块中，铁路、港口及航运分部合计实现营业收入 315.8 亿元，同比增长 9.2%；毛利 115.0 亿元，同比增长 6.1%。**煤化工分部**实现扭亏，营业收入 147.2 亿元，同比增长 32.3%；毛利 42.4 亿元，毛利率 28.8%，同比提升 19.3 个百分点；利润总额 21.3 亿元，上年同期为-3.4 亿元，同比增利 24.7 亿元。煤化工产品销量增长，带动分部收入改善。

图 1：2026H1 各业务板块毛利占比（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：各业务分部毛利率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

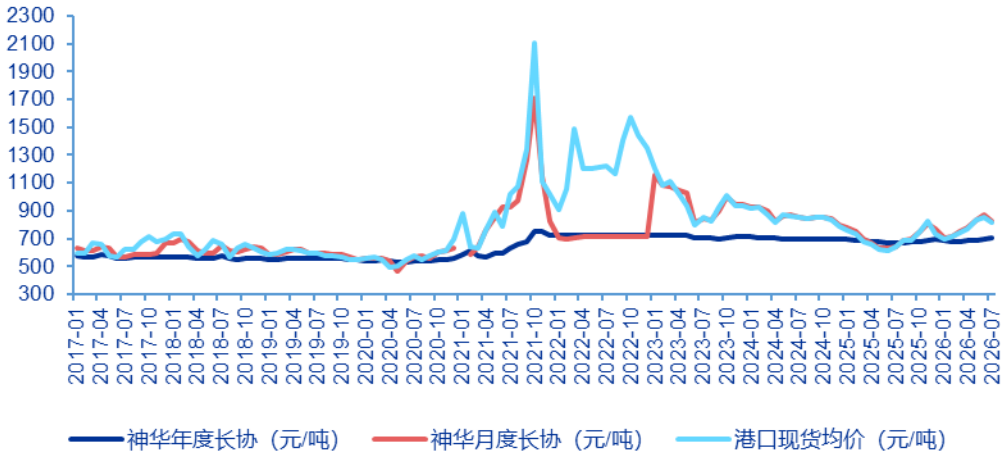
2．自产煤销量下降，吨毛利改善

26H1，公司自产煤售价小幅上涨、吨销售成本下降，吨毛利同比改善。商品煤产量249.9 百万吨，同比下降 3.6%；煤炭总销量 300.2 百万吨，同比增长 1.8%；自产煤销量244.3 百万吨，同比下降 3.3%。自产煤综合平均售价 404.32 元/吨，同比增长 0.9%；吨销售成本 235.62 元/吨，同比下降 0.6%；吨毛利 168.70 元/吨，同比增长 3.2%；毛利率41.7%，同比提升 0.9 个百分点。新街一井二井推进井筒套壁施工，塔然高勒矿井开展北部大巷掘进。

单季度看，2026Q2 商品煤产量 125.0 百万吨，同比下降 2.80%、环比增长 0.08%；煤炭总销量 152.1 百万吨，同比增长 1.88%、环比增长 2.70%。

长协销售总体平稳。26H1，电煤中长期销量 206.9 百万吨，同比增长 0.8%；占集团煤炭总销量 68.9%，同比下降 0.7 个百分点；平均售价 366 元/吨，同比增长 1.4%。电煤中长期销量和均价小幅增长，销量占比略有下降。

图 3：公司煤炭销售高比例长协定价（元/吨）



资料来源：煤炭市场网，公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

表 1：中国神华煤炭销售价格（元/吨）

指标	2025H1 重述	2026H1	同比
自产动力煤	397	397	0.0%
其中：电煤中长期	361	366	1.4%
其他动力煤	570	595	4.4%
自产炼焦煤	621	739	19.0%
外购煤	550	600	9.1%
集团煤炭平均售价	422	441	4.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司煤炭季度经营数据（百万吨）

指标	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q2 环比	2026Q2 同比
商品煤产量	130.6	128.6	85.5	81.2	124.9	125.0	0.08%	-2.80%
煤炭总销量	145.6	149.3	111.6	114.4	148.1	152.1	2.70%	1.88%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2025Q1、2025Q2 为重述后数据。

表 3：公司自产煤业务经营数据（百万吨，亿元，元/吨，%）

指标	2025H1 重述	2026H1	同比
自产煤销量（百万吨）	252.7	244.3	-3.3%
自产煤收入（亿元）	1,012.5	987.8	-2.4%
自产煤成本（亿元）	599.3	575.6	-3.9%
自产煤毛利（亿元）	413.3	412.1	-0.3%
自产煤综合平均售价（元/吨）	400.68	404.32	0.9%
自产煤吨销售成本（元/吨）	237.14	235.62	-0.6%
自产煤吨毛利（元/吨）	163.55	168.70	3.2%
自产煤毛利率（%）	40.8%	41.7%	0.9 个百分点

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：中国神华煤炭长协销售及占比（百万吨，%，元/吨）

指标	2025H1 重述	2026H1	同比/变动
电煤中长期销量（百万吨）	205.3	206.9	0.8%
占集团煤炭总销量比例（%）	69.6%	68.9%	-0.7 个百分点
平均售价（元/吨）	361	366	1.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究



仅供内部参考，请勿外传

3．发售电量增长，发电分部毛利率小幅回落

26H1，公司总发电量 136.64 十亿千瓦时，同比增长 5.6%；总售电量 128.08 十亿千瓦时，同比增长 5.5%。发电分部实现营业收入 525.1 亿元，同比增长 4.5%；营业成本 447.6 亿元，同比增长 5.1%；毛利 77.5 亿元，同比增长 1.3%；毛利率 14.8%，同比下降 0.4 个百分点。综合售电价 0.370 元/千瓦时，同比下降 0.5%；单位售电成本 0.3355 元/千瓦时（含售热），同比下降 0.2%。售电量增长带动收入增加，但售电价降幅大于单位售电成本降幅，毛利率小幅回落。期末装机容量 7,063.6 万千瓦；平均利用小时 1,973 小时，同比下降 4.8%。

单季度看，2026Q2 总发电量 65.64 十亿千瓦时，同比增长 3.58%、环比下降 7.55%；总售电量 61.36 十亿千瓦时，同比增长 3.35%、环比下降 8.03%。

表 5：公司发电季度经营数据（十亿千瓦时）

指标	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q2 环比	2026Q2 同比
总发电量	66.05	63.37	64.09	57.33	71.00	65.64	-7.55%	3.58%
总售电量	62.00	59.37	60.18	53.91	66.72	61.36	-8.03%	3.35%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2025Q1、2025Q2 为重述后数据。

表 6：公司发电业务经营数据（亿元，元/千瓦时，万千瓦，小时，%）

指标	2025H1 重述	2026H1	同比
发电分部收入（亿元）	502.3	525.1	4.5%
发电分部成本（亿元）	425.8	447.6	5.1%
发电分部毛利（亿元）	76.5	77.5	1.3%
综合售电价（元/千瓦时）	0.372	0.370	-0.5%
单位售电成本（含售热）（元/千瓦时）	0.3361	0.3355	-0.2%
发电分部毛利率（%）	15.2%	14.8%	-0.4 个百分点
期末装机容量（万千瓦）		7,063.6	
平均利用小时（小时）	2,073	1,973	-4.8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4．资产规模稳定，拟实施中期分红

资本开支方面，26H1 公司完成资本开支 232.9 亿元，2026 年修订资本开支计划为 559.9 亿元，上半年完成率 41.6%。其中，煤炭业务资本开支 62.7 亿元，主要投向新街一井二井、塔然高勒井田、玻璃沟煤矿、红沙泉二号露天矿等项目建设，以及煤矿设备购置和技术改造。

发电业务资本开支 116.5 亿元，主要用于定州三期、沧东三期等火电项目建设。

运输业务资本开支 22.9 亿元，其中铁路资本开支 12.9 亿元，主要用于东月铁路建设、铁路线扩能改造；港口资本开支 10.0 亿元，主要用于黄骅港（煤炭港区）五期工程等建设；航运资本开支 0.01 亿元。煤化工业务资本开支 29.0 亿元，主要用于煤制烯烃升级示范项目、榆林循环经济煤炭综合利用项目、鄂尔多斯煤液化升级示范项目等建设；其他业务资本开支 1.8 亿元。

表 7：2026 年资本支出计划及上半年完成情况（亿元）

项目	2026 年修订计划	2026H1 完成	完成率

仅供内部参考，请勿外传

煤炭业务	153.5	62.7	40.9%
发电业务	215.2	116.5	54.1%
运输业务	92.0	22.9	24.9%
其中：铁路	71.1	12.9	18.1%
港口	20.8	10.0	48.2%
航运	0.04	0.01	25.0%
煤化工业务	91.5	29.0	31.7%
其他	7.8	1.8	22.6%
合计	559.9	232.9	41.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资金规模整体保持稳定。2026 年 6 月末，公司货币资金 1,355.9 亿元，较 2025 年末重述减少 54.2 亿元；货币资金、其他流动资产、交易性金融资产及其他权益工具投资合计 1,577.8 亿元，较 2025 年末重述减少 0.6 亿元。

表 8：公司持有金融资产和货币资金规模（亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年末重述	2026H1 末
货币资金	1,274.6	1,628.9	1,705.0	1,499.9	1,424.2	1,410.1	1,355.9
其他流动资产	96.4	83.1	66.6	72.8	76.4	98.9	82.8
债权投资	4.0	4.0					
交易性金融资产						-*	67.0
其他权益工具投资	18.5	21.7	23.9	24.9	27.9	69.4	72.1
合计	1,393.4	1,737.7	1,795.5	1,597.5	1,528.4	1,578.4	1,577.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

股东回报方面，公司延续中期分红安排。根据 2025—2027 年度股东回报规划，在符合《公司章程》规定的情形下，每年现金分红金额不少于当年归母净利润的 65%。董事会拟向全体股东派发 2026 年中期现金股息每股 0.98 元（含税），按 2026 年 6 月末股本计算合计 212.6 亿元，占中国企业会计准则下归母净利润的 74.0%。假设公司 26 年维持 25 年 79.1%的分红率，基于我们测算的 26 年归母净利润 617.98 亿元，参考 9 月 11 日收盘价 47.51 元，公司 26 年 A 股股息率预计为 4.74%。

仅供内部参考，请勿外传

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	339,788	294,916	407,165	416,568	427,330
其中：营业收入	339,788	294,916	407,165	416,568	427,330
减：营业成本	223,923	191,465	260,195	267,635	274,356
减：税金及附加	18,217	16,978	27,687	28,327	29,058
主营业务利润	97,648	86,473	119,283	120,606	123,916
减：销售费用	574	527	949	971	996
减：管理费用	10,924	11,380	14,996	15,296	15,602
减：研发费用	2,740	2,854	2,999	3,059	3,120
减：财务费用	382	445	3,570	3,000	2,472
经营性利润	83,028	71,267	96,769	98,280	101,726
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-131	-4	-140	-92	-79
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1,132	-191	-1,671	594	-423
加：投资收益及其他	5,317	4,460	3,952	4,128	4,246
营业利润	87,082	75,532	98,911	102,911	105,470
加：营业外净收入	-4,154	3,807	-1,513	-620	558
利润总额	82,928	79,339	97,398	102,291	106,028
减：所得税	16,929	16,556	21,105	22,160	22,974
净利润	65,999	62,783	76,293	80,131	83,054
少数股东损益	10,194	9,934	14,496	15,225	15,780
归属于母公司所有者的净利润	55,805	52,849	61,798	64,906	67,274

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2025A 为重述前数据

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。