下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

从 1.0 迈向 2.0
——中国神华万亿市值复盘与展望

中国神华（601088. SH）
煤炭开采

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 09 月 23 日

评级：　买入（维持）

分析师：杜冲

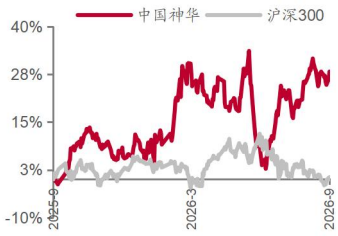
执业证书编号：S0740522040001

Email：duchong@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	21,689.43
流通股本(百万股)	19,868.52
市价(元)	47.21
市值(百万元)	1,023,958.19
流通市值(百万元)	937,992.83

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《煤价升成本降盈利稳增，集团资产注入增厚业绩》2026-08-30
2、《煤价下滑压制盈利，电力改善对冲压力》2026-04-25
3、《业绩稳健龙头韧性彰显，全年现金分红比例 79.1%》2026-04-01

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	338,375	294,916	429,244	445,414	453,524
增长率 yoy%	-1%	-13%	46%	4%	2%
归母净利润（百万元）	58,671	52,849	62,305	66,769	68,976
增长率 yoy%	-2%	-10%	18%	7%	3%
每股收益（元）	2.71	2.44	2.87	3.08	3.18
每股现金流量	4.30	3.46	4.51	4.57	4.69
净资产收益率	12%	11%	13%	13%	13%
P/E	17.5	19.4	16.4	15.3	14.8
P/B	2.4	2.5	2.4	2.3	2.1

备注：股价截止自2026 年 09 月 23 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **导言：中国神华市值破万亿，不仅是煤价上涨带来的周期行情，更是“高确定性现金流+高股息+低利率环境”三重共振下，市场对其估值逻辑从“周期股”切换到“红利资产”的结果。展望未来，煤炭行业迎来高质量发展新时代，行业格局持续优化、煤价高位运行长期保持，中国神华丰厚资源价值有望迎来再次重估：1）新晋煤炭保障基地“新疆”大发展机遇凸显，2）电价市场化及火电调节价值凸显， 3）无风险收益率持续下行高股息价值凸显。因此，持续看好公司长期投资价值，市值增长可期。**

- **独一无二经营模式：煤电运化一体化经营，资源与成本优势构筑长期壁垒。**中国神华是国内领先的综合能源企业，已形成煤炭、电力、铁路、港口、航运及煤化工协同发展的经营体系。截至 2026 年 6 月底，公司保有煤炭资源量达到 1011 亿吨、可采储量达到 358 亿吨，按照 2026 年商品煤产量计划测算，可采年限约 49.77 年。丰富的资源储备为煤炭主业长期稳产提供坚实保障。公司自有运输网络贯通煤炭产、运、销全流程，能够有效降低物流成本、保障煤炭稳定外运；同时，煤炭与电力板块形成盈利对冲，叠加以年度长协和月度长协为主的销售结构，有助于平滑煤价波动，公司跨周期经营韧性较强。

- **现金奶牛分红持续：经营现金流充裕，分红承诺持续提升，红利属性突出。**中国神华 A 股上市以来，盈利中枢、自由现金流、现金分红规模长期稳步抬升，其中 2021-2025 年平均扣非归母净利润达到 583.91 亿元、平均加权 ROE 达到 14.68%、平均经营活动现金流量净额为 924.81 亿元、平均自由现金流为 574.68 亿元、平均资产负债率 24.70%。重资产经营模式、充沛的现金流以及较低的资产负债率，为持续分红提供充分保障。中国神华历年分红水涨船高，自 A 股上市以来累计现金分红合计金额 5028.11 亿元，累计现金分红占同期归母净利润的比例约为 63.64%，且历史股息率常年处于 4.5%-7.0%区间，红利配置价值突出。

- **利率下行估值切换：无风险利率下行叠加中长期资金入市，估值逻辑逐步切换。**2024 年以来，在煤价和业绩总体平稳的背景下，中国神华估值中枢持续抬升，市场定价逻辑正由关注煤价周期与短期业绩，逐步转向关注长期现金流、分红可持续性及红利价值。随着 10 年期国债收益率持续下行，中国神华股息率吸引力进一步增强；叠加中长期资金加速入市、央企市值管理考核不断强化，高股息、低波动、现金流稳定的优质资产有望持续获得增量资金配置，公司估值中枢具备支撑。**中国神华已经成为具备较强红利属性的资产，估值已经从 PE 定价切换到股息率锚定。**

- **做大做强成长可期：内生挖潜与外延并购并举，打开成长空间。**“十四五”以来，中国神华持续推进存量矿井产能核增，并通过收购杭锦能源及实施千亿级资产重组扩充优质煤炭、电力、煤化工和运输资产。2021-2025 年，公司煤炭新增在产核定产能合计达到 2330 万吨/年，其中内生新增 760 万吨/年、外延新增 1570 万吨/年；同期，公司发电装机容量增加 20397MW。2026 年，随着千亿级重大资产重组完成，公司煤炭、电力及煤化工业务规模实现全面扩张。根据交易报告书披露，交易完成后，公司煤炭

下载日志已记录，仅供内部参考

保有资源量、可采储量、煤炭产量、发电装机容量和聚烯烃产量较交易完成前分别增加 269.1 亿吨、170.5 亿吨、1.85 亿吨、13249MW 和 128 万吨，增幅分别达到 64.72%、97.71%、56.57%、27.82%和 213.33%。内生扩张与外延整合协同推进，将进一步强化煤电运化一体化优势，增厚公司长期盈利规模，打开市值增长空间。

- **市值抬升从 1.0 迈向 2.0：资源、电力与利率三重逻辑共振**。展望未来，中国神华市值仍具进一步提升基础：一是新疆已被纳入国家五大煤炭供应保障基地，千亿级并购注入的新疆煤炭资源储量大、服务年限长，随着“疆煤外运”、“疆电外送”通道完善，资源稀缺性及长期现金流价值有望得到更充分定价；二是电价市场化改革打开电价上行空间，同时算力用电增长与新能源占比提升持续增加电力系统对稳定电源、调节资源和备用容量的需求，中国神华火电资产的基础保障、灵活调节及容量支撑价值有望重估；三是无风险利率中枢长期趋势性下行叠加中国神华分红确定性增强，市场对高股息资产的要求回报率有望下降，公司周期风险溢价仍具收窄空间，推动股息率中枢下移和估值中枢进一步抬升。

- **盈利预测、估值及投资评级：基于煤炭新一轮上行周期判断，叠加全球 HALO 交易大背景，我们认为中国神华资产价值重估有望加速，坚定看好公司市值从 1.0 迈向 2.0。**预计中国神华 2026-2028 年营业收入分别为 4292.44/4454.14/4535.24 亿元，同比增速分别为 46%/4%/2%；对应实现净利润 623.05/667.69/689.76 亿元，同比增速分别为 18%/7%/3%，对应 PE 分别为 16.4X/15.3X/14.8X。维持“买入”评级。

- 风险提示：煤炭价格大幅下跌风险、生产扰动风险、地缘冲突超预期风险、数据测算风险及研报使用的信息数据更新不及时的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

本报告系统复盘中国神华万亿市值的形成路径。我们认为，公司估值逻辑正由煤价驱动的周期股，逐步转向以长期现金流和股息回报定价的综合能源核心资产。中国神华万亿市值的背后，并非单一煤价上涨或业绩增长驱动，而是煤电运化一体化经营带来的盈利稳定性、充裕现金流与高比例分红形成的红利属性，以及优质资产持续注入打开的成长空间共同推动的价值重估。展望未来，公司估值仍具进一步提升基础：新疆煤炭资源储量大、服务年限长，随着其国家煤炭供应保障基地地位提升，资源稀缺性和长期现金流价值有望重估；算力用电增长叠加新能源渗透率提升，有望进一步凸显煤电的基础保障和系统调节价值；无风险利率下行及分红确定性增强，则有望推动公司周期风险溢价继续收窄，进一步打开估值与市值空间。

投资逻辑

煤电运化一体化经营构筑竞争壁垒，盈利韧性突出。中国神华拥有规模领先、久期较长的优质煤炭资源，并形成覆盖煤炭、电力、铁路、港口、航运及煤化工的一体化经营体系为公司持续创造稳定现金流奠定基础。

现金流与分红确定性较强，估值逐步向股息率锚定切换。公司经营现金流长期充裕、资产负债率及有息负债水平较低，在满足必要资本开支后仍能持续创造正向自由现金流。在无风险利率下行、中长期资金加速入市及央企市值管理持续强化的背景下，公司稳定股息回报的配置价值进一步凸显，估值体系有望逐步弱化对短期煤价的依赖，转向对长期现金流和股息价值的重新定价。

内生挖潜与外延并购并举，打开盈利与市值增长空间。公司持续推进存量矿井产能核增，并通过收购杭锦能源和实施千亿级资产重组，注入优质煤炭、电力、煤化工及运输资产，使得煤炭产能、资源储量、发电装机及煤化工产量均显著增长，一体化协同优势进一步强化，打开长期成长空间。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设:

1）煤炭业务方面，考虑重大资产重组完成后注入资产并表，公司煤炭产销量将实现明显增长。预计 2026-2028 年公司煤炭产量分别为 5.13/5.19/5.24 亿吨，同比增速分别为 54.6%/1.0%/1.0%；煤炭销量分别为 6.18/6.23/6.28 亿吨，同比增速分别为 43.4%/0.8%/0.8%。考虑中东地缘冲突显著抬升全球能源价格，叠加山西矿难后国内煤炭供给收缩明显，预计 2026-2028 年公司平均煤炭售价分别为 557.6/587.8/600.6 元/吨，同比增速分别为 12.6%/5.4%/2.2%。

2）电力业务方面，考虑公司完成资产注入后电力资产装机规模有所增长，预计 2026-2028 年公司发电量分别为 288.5/294.3/297.4 十亿千瓦时，同比增速分别为 31.0%/2.0%/1.0%。综合考虑新能源发电对火电的电量电价持续冲击，以及容量电价补偿提升，预计 2026-2028 年公司平均售电价格分别为 410/395/379 元/兆瓦时，同比增速分别为-4.8%/-3.8%/-3.9%。

估值与盈利预测：预计中国神华 2026-2028 年营业收入分别为 4292.44/4454.14/4535.24 亿元，同比增速分别为 46%/4%/2%；对应实现净利润 623.05/667.69/689.76 亿元，同比增速分别为 18%/7%/3%，对应 PE 分别为 16.4X/15.3X/14.8X。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一体化经营的能源巨头 6
煤炭产销稳健，资源久期构筑长期壁垒 6
煤电一体化经营，长协机制平滑波动 7
自有网络贯通产运销，构筑低成本物流护城河 9
煤化工延链，成本较为稳定 10
现金奶牛与高比例分红 10
盈利中枢稳步抬升，资本回报维持高位 10
现金分红提升，稳定回报夯实红利属性 12
估值切换：从 PE 估值到“股息率锚定” 13
多因素共振铸就万亿市值 14
资金：中长期资金入市，高股息价值重估 14
政策：市值管理强化，分红确定性提升 16
行业：新增产能受限，行业集中度抬升 17
公司：内生外延并重，打开成长空间 20
市值抬升：从 1.0 迈向 2.0 24
新疆煤炭资源价值重估 24
电力资产价值重估 25
无风险收益率下行催化 30
盈利预测与估值 32
主业核心假设 32
估值与投资建议 32
风险提示 33

图表目录

图表 1： 公司商品煤产量稳步增长，资产注入后规模显著提升 6
图表 2： 公司煤炭销量维持高位，自产煤销量较稳定 6
图表 3： 公司可采储量保持充足，资源久期构筑长期壁垒 6
图表 4： 近年来，公司电力资产装机容量持续扩张 7
图表 5： 2020 年以来，公司发电量稳步增长 7
图表 6： 近年来，公司燃煤发电装机规模稳步增长 7
图表 7： 2020 年以来，公司燃煤发/售电量持续爬升 7
图表 8： 近年来，公司燃煤电厂内部煤炭消纳规模及占自产煤销量比重总体提升 8
图表 9： 公司发电分部燃煤消耗量总体保持较高水平 8
图表 10： 公司平均售电价格与燃煤电价自 2022 年以来逐步回落 8
图表 11： 公司煤炭销售以长协为主，现货销量整体下降 9
图表 12： 公司年度长协价格相对平稳，月度长协与现货价格波动较大 9
图表 13： 公司铁路布局示意图 9
图表 14： 公司航运港口布局示意图 9
图表 15： 公司铁路分部毛利率大幅领先可比铁路公司均值 10
图表 16： 公司港口分部毛利率领先可比港口公司均值 10
图表 17： 公司聚乙烯与聚丙烯产量整体稳步提升 10
图表 18： 公司煤化工产品单位生产成本较为稳定 10
图表 19： 2015 年以来，中国神华盈利中枢有所抬升 11
图表 20： 中国神华加权 ROE 水平在主要重资产公司中处于较高水平 11
图表 21： 公司经营现金流净额中枢震荡上行，2025 年仍维持较高水平 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22：公司自由现金流长期为正，内生造血能力较强 11
图表 23：公司资产负债率长期大幅低于行业均值 12
图表 24：2009 年以来，公司有息负债率显著低于行业均值 12
图表 25：公司财务费用率长期低于行业均值 12
图表 26：2019 年以来，中国神华股利支付率显著提升 12
图表 27：公司估值逻辑由业绩驱动转向红利价值重估 13
图表 28：2024 年以来，公司红利属性获市场认可，估值中枢逐步抬升 14
图表 29：2023 年以来，中长期资金入市制度持续完善 14
图表 30：央企考核纳入市值管理，股东回报导向强化 16
图表 31：能源安全战略下，煤炭基础保障定位持续强化 17
图表 32：新增产能受限，供给约束常态化 18
图表 33：煤炭产量逐步向晋陕蒙新主产区集中 20
图表 34：2026 年 1-8 月全国原煤产量高度集中于晋陕蒙新四大主产区 20
图表 35：中国神华积极推动在产矿井产能核增 20
图表 36：杭锦能源煤炭资产情况梳理 21
图表 37：重大资产并购注入煤炭产能情况 21
图表 38：九江发电电力资产情况梳理 22
图表 39：宁东电厂、徐州电厂与舟山电厂装机容量情况梳理 23
图表 40：中国神华煤电装机占据主导，发电资产分布广泛（截至 2025 年底） 23
图表 41：本次资产并购的煤炭储量丰富 24
图表 42：本次资产并购标的盈利能力一览 25
图表 43：火电定价机制变革，电价市场化持续深化 26
图表 44：算力需求快速增长为电力消费增长注入新动能 27
图表 45：EIA 预计 PJM 地区天然气及煤电发电占比稳中有升 29
图表 46：EIA 预计 PJM 地区天然气及煤电发电量有望持续增长 29
图表 47：中大西洋地区平均零售电价中枢持续抬升 29
图表 48：近年来中大西洋地区火电燃料成本震荡上行 29
图表 49：2025 年以来欧洲主要国家日前电价中枢有所抬升 30
图表 50：2017 年以来公司股息率持续高于 10 年期国债收益率 30
图表 51：四大行股息率自高位明显回落，高股息资产要求回报率并非固定 31
图表 52：中国神华与长江电力股息率差收窄，周期风险溢价有望进一步下降 31
图表 53：中国神华 2026-2028 年关键业务盈利预测假设 32
图表 54：中国神华与可比公司盈利预测与估值表 33

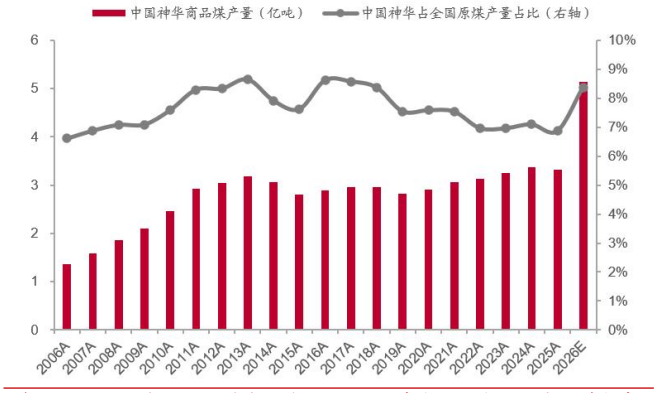
下载日志已记录，仅供内部参考

一体化经营的能源巨头

煤炭产销稳健，资源久期构筑长期壁垒

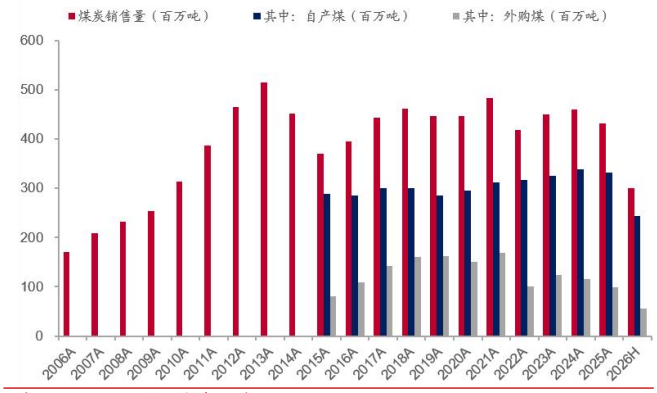
- **煤炭生产规模稳步扩张，自产煤销量保持高位。**中国神华煤炭生产规模长期位居行业前列。回顾过往，公司煤炭产量在前期产能扩张过程中快速增长，随后逐步进入高位稳定阶段；近年来，在存量矿井稳产增产及新增产能逐步释放的支撑下，煤炭产量整体保持稳健。2022 年以来，公司商品煤产量占全国原煤产量的比例总体稳定在 7%左右，体现出公司在国内煤炭供给体系中的重要地位。而在 2026 上半年公司完成资产注入后，煤炭产量大幅提升：公司商品煤产量为 2.50 亿吨，约占全国原煤产量的 10.6%。

图表 1：公司商品煤产量稳步增长，资产注入后规模显著提升



备注：2026E 中全国原煤产量采用 2026 上半年数据年化，中国神华商品煤产量采用 2026 年计划量
来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

图表 2：公司煤炭销量维持高位，自产煤销量较稳定



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **超长资源久期，夯实长期价值。**从资源禀赋看，截至 2026 年 6 月底，公司保有煤炭资源量达到 1011 亿吨，可采储量达到 358 亿吨，资源规模不断扩大。丰富的资源储备不仅为现有产能的持续运营提供了坚实基础，也为未来产能接续和长期稳产预留了充足空间。以 2026 年公司商品煤产量计划量为基准进行测算，公司可采年限处于较高水平：截至 2026 年 6 月末，公司可采年限约为 49.77 年；较长的资源“久期”意味公司具备跨周期、可持续的煤炭供给能力。在煤炭资源获取难度上升、优质矿权日益稀缺的背景下，大规模可采储量与超长资源久期共同构成公司最核心的长期竞争壁垒之一，为煤炭主业长期稳定运营及现金流持续性提供坚实支撑。

图表 3：公司可采储量保持充足，资源久期构筑长期壁垒



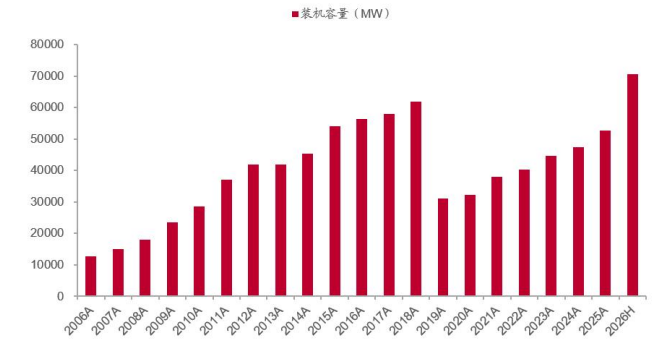
备注：可采年限测算=可采储量/当年商品煤产量/1.4；2026E 采用 2026 上半年保有资源量与可采储量数据，商品煤产量采用 2026 年计划量
来源：公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

煤电一体化经营，长协机制平滑波动

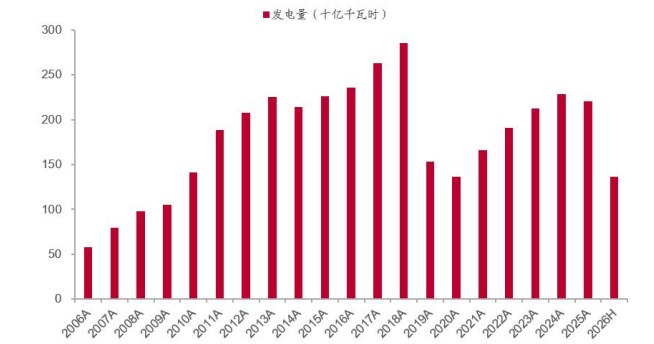
- **煤电业务协同发展，提升经营稳定性。**中国神华持续推进煤电一体化布局，电力业务已形成较大规模。公司发电装机容量由 2006 年的 12631 MW 提升至 2026 年 6 月末的 70636 MW，尽管期间经历阶段性调整，但整体仍呈扩张趋势；发电量亦由 2006 年的 579 亿千瓦时提升至 2025 年的 2202 亿千瓦时（2026 上半年发电量为 1366 亿千瓦时），电力业务规模持续扩大。2026 年 6 月末，公司燃煤发电装机容量为 65638 MW，燃煤发电量为 1324 亿千瓦时、燃煤售电量为 1239 亿千瓦时，燃煤发电业务仍保持较大经营体量。随着电力业务规模增长，发电分部耗用本集团内部销售煤炭量整体保持较高水平。2026 上半年，公司发电分部耗用本集团内部销售煤炭量为 6260 万吨，占自产煤销量的 25.6%，内部消纳占比近年来总体呈提升趋势。内部煤炭消耗为煤炭业务提供了稳定的需求出口，并形成煤炭与电力板块的盈利对冲：煤价上涨时，煤炭板块盈利改善而电力板块燃料成本承压；煤价下行时，电力板块成本改善，可部分对冲煤炭板块盈利回落。因此，公司整体煤炭与电力业务的盈利韧性较强。

图表 4：近年来，公司电力资产装机容量持续扩张



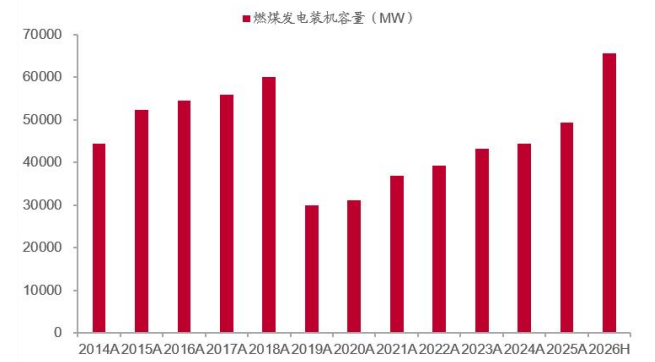
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：2020 年以来，公司发电量稳步增长



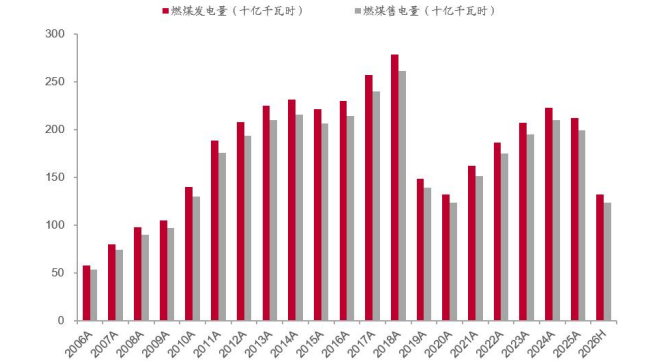
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：近年来，公司燃煤发电装机规模稳步增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：2020 年以来，公司燃煤发/售电量持续爬升



来源：公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：近年来，公司燃煤电厂内部煤炭消纳规模及占自产煤销量比重总体提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

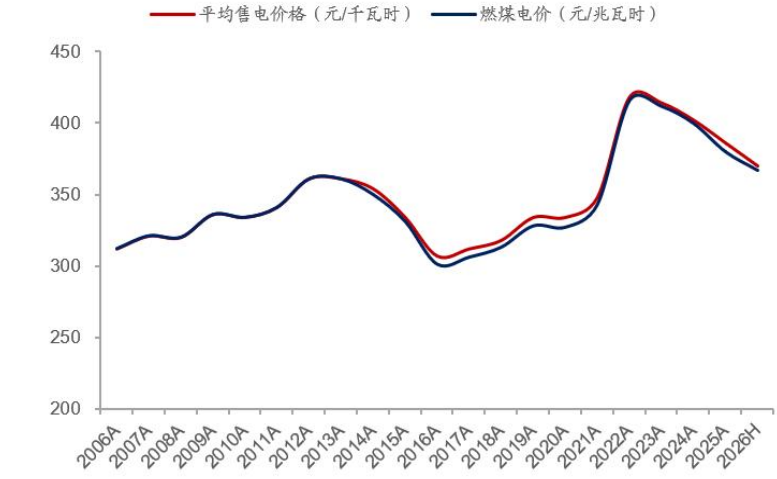
图表 9：公司发电分部燃煤消耗量总体保持较高水平



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **煤电价格同步回落，长协机制增强经营稳定性**。公司平均售电价格在 2022 年达到 418 元/兆瓦时后逐步回落，2026 上半年进一步降至 370 元/兆瓦时；燃煤电价由 2022 年的 416 元/兆瓦时降至 2026 上半年的 367 元/兆瓦时。并且，公司煤炭售价亦有所下行：2025 年年度长协、月度长协及现货价格分别为 455 元/吨、569 元/吨和 556 元/吨，较 2024 年均出现回落，其中月度长协价格降幅相对更为明显。公司自 2018 年以来形成年度长协、月度长协和现货相结合的定价体系，其中年度长协和月度长协构成销售主体。2025 年，公司年度长协销量为 2.29 亿吨、月度长协销量为 1.70 亿吨，合计约 3.99 亿吨；现货销量仅为 0.16 亿吨。从历史表现看，年度长协价格相对更为平稳，以长协为主的销售结构有助于降低现货煤价大幅波动对公司煤炭销售价格的扰动，并提高电力业务燃料成本的可控性，从而增强煤电一体化经营的稳定性。

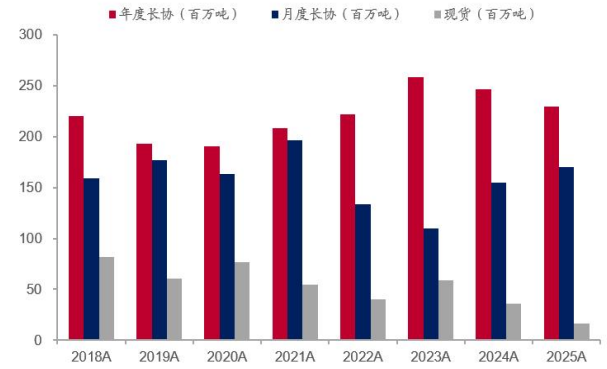
图表 10：公司平均售电价格与燃煤电价自 2022 年以来逐步回落



来源：公司公告，中泰证券研究所

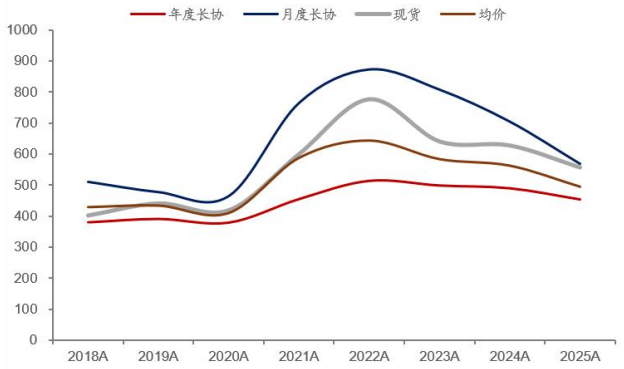
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：公司煤炭销售以长协为主，现货销量整体下降



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12：公司年度长协价格相对平稳，月度长协与现货价格波动较大



来源：公司公告，中泰证券研究所　　单位：不含税，元/吨

自有网络贯通产运销，构筑低成本物流护城河

- **产运销一体化协同，夯实运输成本优势**。中国神华围绕煤炭主业构建了铁路、港口及航运一体化运输网络，实现矿区生产、铁路外运、港口下水和终端交付的全链条协同。相较于依赖外部运力的煤炭企业，公司能够统筹煤源、运力与港口资源，降低物流环节的交易与调度成本，并提升煤炭外运效率及交付稳定性。自有运输网络不仅保障煤炭稳定外运，也将部分物流价值链留存在公司内部，构成煤炭主业的重要成本护城河。运输网络的价值进一步体现为公司铁路和港口业务的高毛利水平：2026 上半年，公司铁路分部毛利率为 39.72%，较可比铁路公司均值高 19.31 个百分点；港口分部毛利率为 52.08%，较可比港口公司均值高 19.82 个百分点。铁路与港口分部长期显著高于行业平均的毛利率，反映出公司稳定货源、规模效应和协同调度带来的成本优势，也使运输网络由单纯的物流保障能力转化为实实在在的利润贡献。

图表 13：公司铁路布局示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

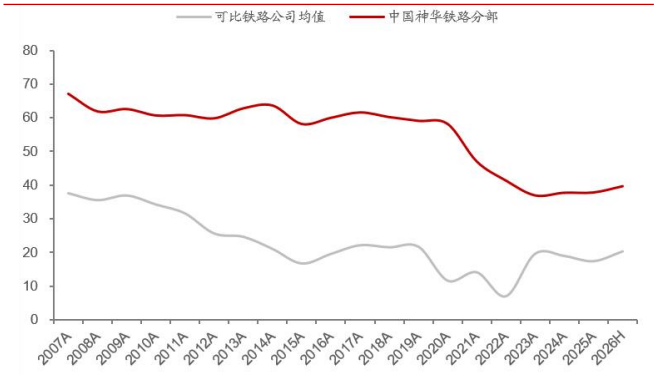
图表 14：公司航运港口布局示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

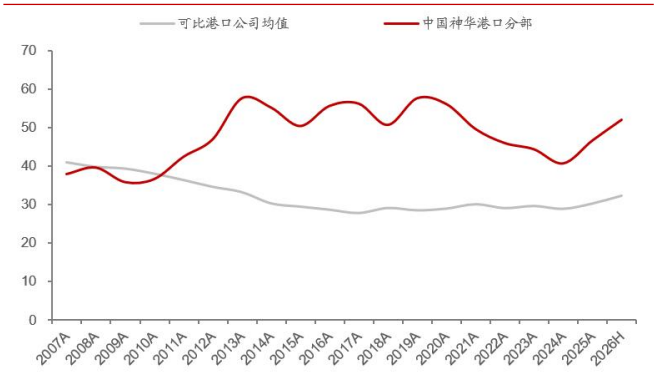
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：公司铁路分部毛利率大幅领先可比铁路公司均值



备注：可比铁路公司采用中信铁路指数内成分股
来源：公司公告，中泰证券研究所　　单位：%

图表 16：公司港口分部毛利率领先可比港口公司均值

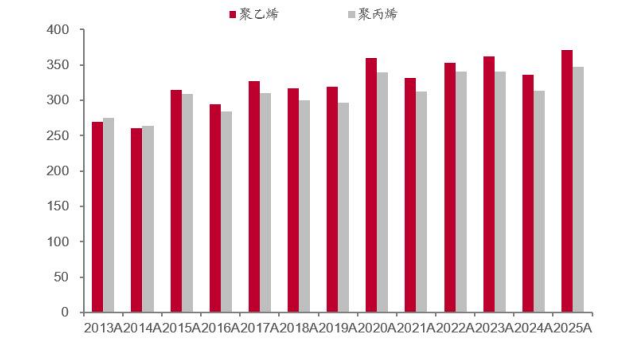


备注：可比港口公司采用申万港口指数内成分股
来源：公司公告，中泰证券研究所　　单位：%

煤化工延链，成本较为稳定

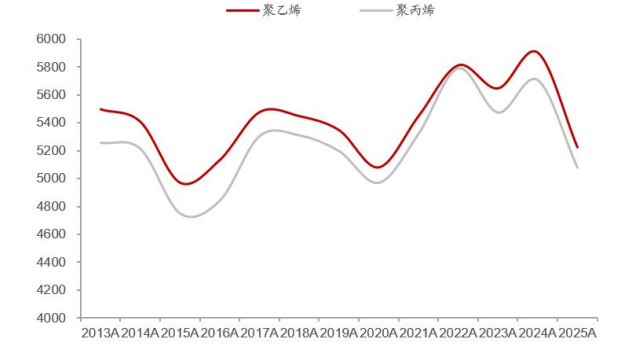
- **煤化工产销稳步增长，成本水平整体稳定。**中国神华煤化工业务以聚乙烯、聚丙烯为核心产品，近年来已形成较为稳定的生产规模。2013-2025 年，公司聚烯烃合计产量由 54.5 万吨提升至 71.8 万吨，合计销量由 53.0 万吨提升至 72.4 万吨；其中，2015 年以后产销量总体维持在较高水平，产销基本匹配。依托公司煤电路港航一体化运营，煤化工业务的原料用煤主要由煤炭板块内部供给保障，因此整体单位生产成本水平较为稳定。

图表 17：公司聚乙烯与聚丙烯产量整体稳步提升



来源：公司公告，中泰证券研究所　　单位：万吨

图表 18：公司煤化工产品单位生产成本较为稳定



来源：公司公告，中泰证券研究所　　单位：元/吨

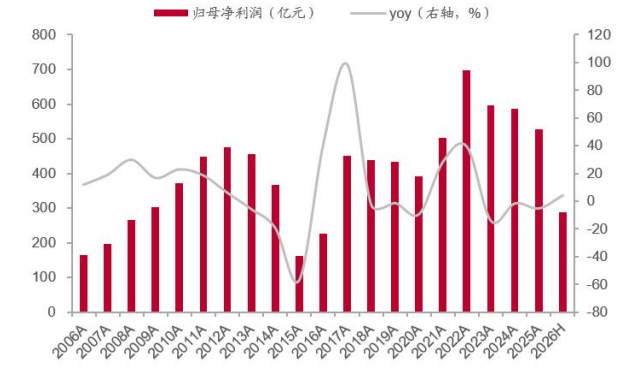
现金奶牛与高比例分红

盈利中枢稳步抬升，资本回报维持高位

- **利润中枢持续上移，ROE 维持较高水平。**公司盈利水平虽随煤炭价格周期有所波动，但长期来看，公司利润中枢持续上移。公司归母净利润由 2006 年的 164 亿元增长至 2012 年的 477 亿元；在 2015 年行业低点降至 161 亿元后，利润规模逐步修复，2017 年起重新回到 400 亿元以上，2021 年以来则连续维持在 500 亿元以上。2025 年，公司实现归母净利润 528 亿元，体现出即使在行业景气下行、经营承压的背景下，公司凭借一体化经营的协同优势，盈利仍然表现出较强的韧性。而 2026 年随着煤炭市场景气度逐步回升，公司盈利同步修复：2026 上半年，公司实现归母净利润 287 亿元。盈利质量方面，中国神华加权 ROE 水平在主要重资产公司中处于较高水平，2026 上半年为 5.83%，体现出公司在重资产经营模式下仍具备较强的资产运营效率和资本回报能力。整体而言，公司利润短期受煤价周期扰动，但依托煤炭、电力、运输及煤化工等业务协同，长期盈利中枢呈现上移趋势。

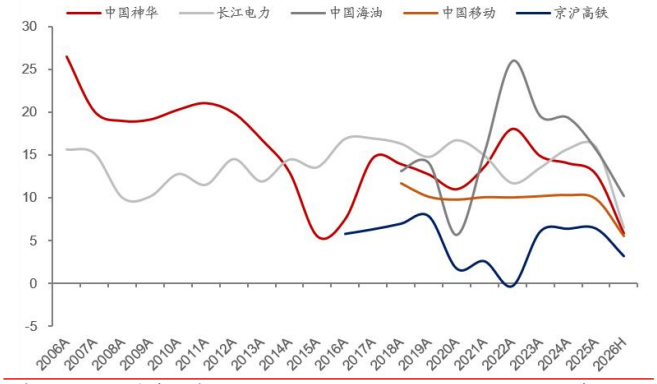
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：2015 年以来，中国神华盈利中枢有所抬升



来源：Wind，中泰证券研究所

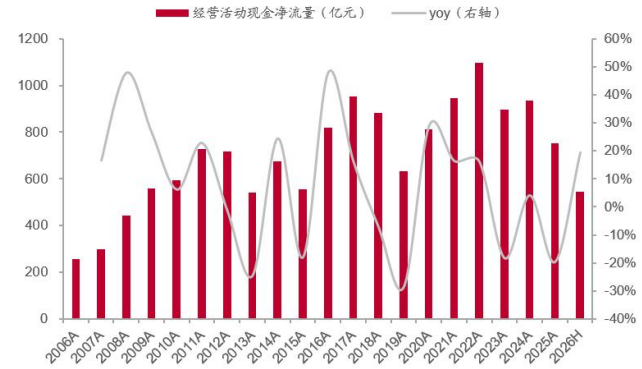
图表 20：中国神华加权 ROE 水平在主要重资产公司中处于较高水平



来源：Wind，中泰证券研究所　　单位：%

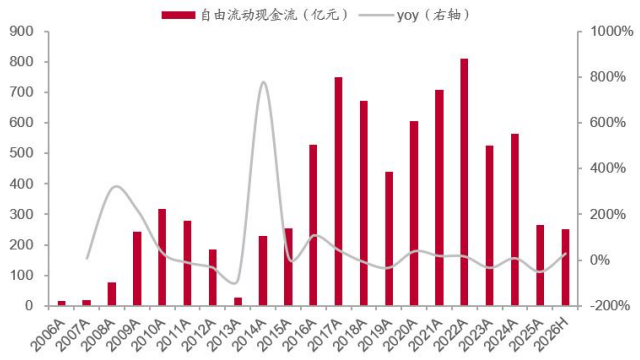
■ **经营现金流充裕，内生造血支撑分红。**中国神华经营现金流长期高于净利润，体现出较强的利润现金转化能力和内生造血能力。公司经营活动现金流量净额中枢呈震荡上行趋势，2022 年达到 1097.34 亿元高点，2025 年仍保持 750.59 亿元的较高规模，2026 上半年为 546.64 亿元；在维持必要资本开支后，公司自由现金流长期为正（即使在煤炭行业景气度偏弱的背景下，公司 2025 年仍达到 266.61 亿元，而 2026 上半年煤炭价格回升后，公司自有现金流同步回升，约为 250.85 亿元），表明公司在满足必要资本投入后，仍具备持续留存现金的能力。充裕且稳定的现金流为公司持续分红提供了坚实基础，也是其红利属性的重要支撑。

图表 21：公司经营现金流净额中枢震荡上行，2025 年仍维持较高水平



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 22：公司自由现金流长期为正，内生造血能力较强

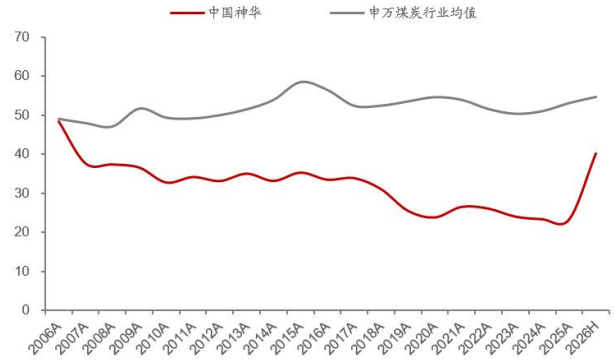


来源：Wind，中泰证券研究所

■ **低杠杆构筑安全垫，稳健财务支撑长期价值。**2019 年以来，公司资产负债率长期处于 20%-30%的较低区间。尽管受重大资产并购影响，但公司 2026 上半年资产负债率为 40.27%，仍然明显低于行业平均的 54.70%。较低杠杆反映出公司经营扩张及资本开支主要依托稳定的经营现金流和内部积累。并且，公司有息负债率及财务费用率均长期低于行业平均水平，反映出公司有息负债规模相对有限、融资成本较低，财务结构保持稳健。对于资源久期长、资本投入较大的综合能源企业而言，稳健的资产负债表既降低了利率波动和再融资环境变化对经营的影响，也增强了公司抵御煤价周期波动的能力，并为保障必要资本开支及维持稳定分红提供了充分支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：公司资产负债率长期大幅低于行业均值



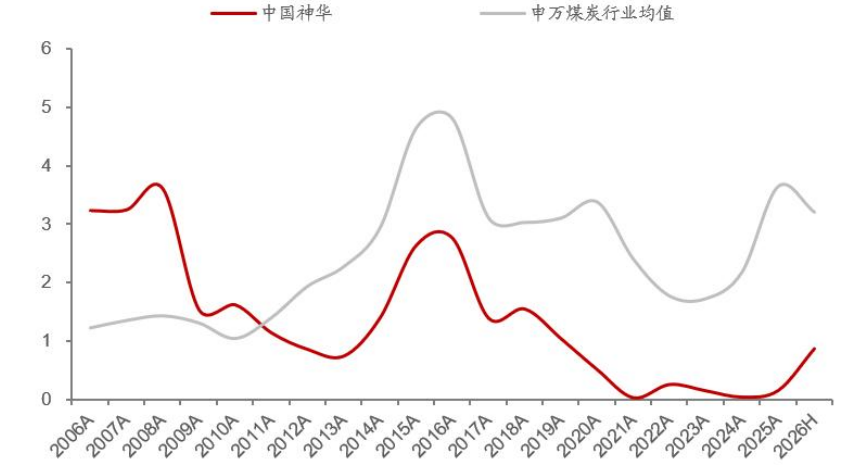
来源：Wind，中泰证券研究所　　单位：%

图表 24：2009 年以来，公司有息负债率显著低于行业均值



来源：Wind，中泰证券研究所　　单位：%

图表 25：公司财务费用率长期低于行业均值



来源：Wind，中泰证券研究所　　单位：%

现金分红提升，稳定回报夯实红利属性

- **分红承诺持续加码，红利属性较为突出。**中国神华持续完善股东回报机制，逐步提高现金分红承诺。2020 年 3 月，公司公告《关于提高公司 2019-2021 年度现金分红比例的公告》，首次发布未来三年分红承诺：2019-2021 年度现金分红比例不低于当年归母净利润的 50%；2022 年 9 月，公司发布《关于 2022-2024 年度股东回报规划的公告》，将分红比例进一步提升至不低于 60%；2025 年 1 月，公司进一步承诺 2025-2027 年度现金分红比例不低于当年归母净利润的 65%，并将在此期间结合经营情况和资金需求实施中期利润分配。公司持续上调分红比例下限，体现其在统筹资本开支与长期发展的前提下，不断加大股东回报力度。实际分红执行层面，公司现金分红比例亦多次超出当期分红规划承诺的下限水平。依托稳定的经营现金流、长期为正的自由现金流及稳健的资产负债表，公司具备较强的持续分红能力；从历史表现看，公司股息率常年处于 4.5%-7%区间，红利属性较为突出。

图表 26：2019 年以来，中国神华股利支付率显著提升

年度	现金分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	股利支付率	每股股利（元）	股息率
2025	418.11	528.49	79.11%	2.01	4.96%
2024	449.03	586.71	76.53%	2.26	5.20%
2023	449.03	596.94	75.22%	2.26	7.21%
2022	506.65	696.26	72.77%	2.55	9.23%

下载日志已记录，仅供内部参考

2021	504.66	502.69	100.39%	2.54	11.28%
2020	359.62	391.70	91.81%	1.81	10.05%
2019	250.61	432.50	57.94%	1.26	6.90%
2018	175.03	438.67	39.90%	0.88	4.90%
2017	680.23	450.37	151.04%	3.42	14.76%
2016	91.49	227.12	40.28%	0.46	2.84%
2015	63.65	161.44	39.42%	0.32	2.14%
2014	147.18	368.07	39.99%	0.74	3.65%
2013	181.00	456.78	39.62%	0.91	5.75%
2012	190.94	476.61	40.06%	0.96	3.79%
2011	179.01	448.22	39.94%	0.90	3.55%
2010	149.17	371.87	40.11%	0.75	3.04%
2009	105.42	302.76	34.82%	0.53	1.52%
2008	91.49	265.88	34.41%	0.46	2.62%
2007	35.80	197.66	18.11%	0.18	0.27%

备注：股息率参考股价为该年度最后一日收盘价
来源：Wind，中泰证券研究所

估值切换：从 PE 估值到“股息率锚定”

- **公司估值逻辑由煤价驱动转向红利价值重估。**从历史表现看，中国神华股价驱动因素经历了多轮“业绩—估值”切换：2009-2011 年煤价上行、盈利改善叠加估值抬升，股价由业绩与估值双轮驱动；2011-2015 年煤价中枢持续下行，公司业绩承压，估值同步下行，股价进入调整阶段。2015-2018 年伴随煤价明显修复，公司盈利回升、估值同步抬升，再度形成双轮驱动；2018-2021 年煤价整体偏弱，公司业绩及股价表现相对承压。2021-2023 年煤价大幅上涨并维持高位，公司盈利中枢显著抬升，同时估值由低位逐步修复，股价上涨同时受益于业绩增长与估值提升。2024 年以来，煤价整体震荡回落，业绩端增量相对有限，但公司估值中枢持续抬升，股价继续上行，驱动力明显由业绩增长转向估值提升，反映市场对公司稳定现金流、高分红能力及长期红利价值的认可持续增强。

图表 27：公司估值逻辑由业绩驱动转向红利价值重估



来源：Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28：2024 年以来，公司红利属性获市场认可，估值中枢逐步抬升



来源：Wind，中泰证券研究所

多因素共振铸就万亿市值

资金：中长期资金入市，高股息价值重估

■ **中长期资金入市制度不断完善。**自 2023 年 7 月证监会明确提出“加快投资端改革、大力发展权益类基金”以来，引导中长期资金入市的相关政策相继出台、且要求持续细化。2024 年 4 月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，系统部署“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”，提出优化保险资金权益投资政策、落实并完善国有保险公司绩效评价办法、完善全国社会保障基金和基本养老保险基金投资政策、提升企业年金和个人养老金投资灵活度，并鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场、提升权益投资规模。2024 年 9 月，证监会等相关部门发布《关于推动中长期资金入市的指导意见》，确立“建设培育鼓励长期投资的资本市场生态”、“大力发展权益类公募基金”、“着力完善各类中长期资金入市配套政策制度”三大方向。2024 年 12 月，中央经济工作会议提出“深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性和适应性”，进一步明确了中长期资金入市的政策方向和改革重点；同期，证监会党委（扩大）会议明确抓好推动中长期资金入市工作，协同构建完善社保基金、保险、年金、理财等“长钱长投”的制度环境，将中长期资金入市作为资本市场改革的重要抓手。2025 年 1 月，中国证监会 2025 年系统工作会议提出以深化投融资综合改革为牵引，协同推动各类中长期资金建立长周期考核机制、提高权益投资比例、深化公募基金改革；同期，六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，从提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性、优化全国社会保障基金和基本养老保险基金投资管理机制、提高企（职）业年金基金市场化运作水平、提高权益类基金的规模和占比、优化资本市场投资生态五个方面作出系统安排。2025 年 3 月，《政府工作报告》重申“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设”。2026 年 1 月，中国证监会 2026 年系统工作会议继续部署深化公募基金改革、持续拓宽中长期资金来源渠道和方式，推出各类适配长期投资的产品和风险管理工具，积极引导长期投资、理性投资、价值投资，全力营造“长钱长投”的市场生态。

图表 29：2023 年以来，中长期资金入市制度持续完善

时间	政策/出处	相关内容
2023 年 7 月	证监会采访	证监会有关负责人就贯彻落实中央政治局会议部署、活跃资本市场提振投资者信心接受媒体采访，表示将加快投资端改革，大力发展权益类基金。加快制定资本

下载日志已记录，仅供内部参考

		市场投资端改革行动方案，从推动公募基金行业高质量发展、持续优化市场投资生态、加大中长期资金引入力度等方面作出系统安排。
2024 年 4 月	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。优化保险资金权益投资政策，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励长期投资。完善保险资金权益投资监管制度，优化上市公司信息披露要求。完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活度。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。
2024 年 9 月	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
2024 年 12 月	中央经济工作会议	深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性和适应性。这一部署进一步明确了中长期资金入市的政策方向和改革重点。
2024 年 12 月	证监会党委（扩大）会议	抓好推动中长期资金入市工作，协同构建完善社保基金、保险、年金、理财等“长钱长投”的制度环境，进一步打通卡点堵点。这表明监管部门将中长期资金入市作为资本市场改革的重要抓手。
2025 年 1 月	中国证监会 2025 年系统工作会议	以深化投融资综合改革为牵引，进一步打通中长期资金入市卡点堵点，协同推动各类中长期资金建立长周期考核机制，提高权益投资比例，深化公募基金改革。
2025 年 1 月	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	一是提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性。二是优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。三是提高企（职）业年金基金市场化运作水平。四是提高权益类基金的规模和占比。五是优化资本市场投资生态。
2025 年 3 月	《政府工作报告》	深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。
2026 年 1 月	中国证监会 2026 年系统工作会议	继续深化公募基金改革，持续拓宽中长期资金来源渠道和方式，推出各类适配长期投资的产品和风险管理工具，积极引导长期投资、理性投资、价值投资，全力营造“长钱长投”的市场生态。

来源：中国证监会，中国人民政府网，新华社，中泰证券研究所

- **中长期资金加速配置，高股息板块价值凸显。**从资金属性看，保险、社保等中长期资金负债端久期长、考核周期长、风险偏好较为稳健。这类主体天然偏好具备高股息、低估值、盈利稳定、现金流充沛特征的资产，随着这类资金入市规模和比例的提升，高股息板块有望直接受益。其中，保险资金作为中长期资金的重要来源，其入市政策与配置机制的变化，对高股息板块的定价影响更为直接。2025 年 1 月，监管部门提出引导大型国有保险公司提高 A 股投资规模和实际比例，并明确自 2025 年起，每年新增保费的 30%用于投资 A 股；在利率中枢下行、优质资产稀缺的背景下，险资更加重视投资收益的长期性与稳定性。从股票投资收益的构成看，短期股价与估值波动会显著影响账面浮盈浮亏，但拉长投资期限，企业盈利增长与持续现金分红才是决定投资回报的核心因素。按新金融工具准则，对于指定为 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）的权益工具，公允价值波动计入其他综合收益，不直接影响当期利润；处置时，累计形成的其他综合收益通常也不再转入当期损益，而是在权益内部结转。由此，符合条件的现金分红成为 FVOCI 账户持续贡献当期利润的主要渠道。这一会计处理，一方面降低了股价波动对险企当期利润的扰动，另一方面弱化了通过股票交易价差增厚当期利润的作用，引导险资更加关注上市公司的持续经营能力与分红质量。盈利稳健、现金流充裕、分红持续且股息率较高的红利资产，既能提供相对稳定的现金回报，又能减少权益投资对报表利润的扰动，满足险资对利润稳定性与长期回报的双重要求，是 FVOCI 账户下较具吸引力的权益配置方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

政策：市值管理强化，分红确定性提升

- **央企考核纳入市值管理，企业分红意愿增强。**2022 年 5 月，国务院国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，试点将上市公司发展质量纳入中央企业负责人经营业绩考核，央企上市公司资本市场表现首次与考核挂钩。2024 年 1 月，国资委在国务院新闻办公室新闻发布会上表示，进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核；同期，中央企业、地方国资委考核分配工作会议明确全面推开上市公司市值管理考核，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价央企控股上市公司市场表现，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，更好地回报投资者。2024 年 4 月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，提出研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系，引导上市公司回购股份后依法注销，鼓励运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。2024 年 11 月，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，将市值管理定义为以提升公司投资价值和股东回报能力为目标的战略管理行为，要求主要指数成份股公司制定并披露市值管理制度，要求上市公司通过综合运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进投资价值合理反映上市公司质量。2024 年 12 月，国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，重点指出“明确市值管理目标和方向”、“用好市值管理‘工具箱’”、“健全工作机制强化正向激励”、“坚守合规底线”这四个方面。

图表 30：央企考核纳入市值管理，股东回报导向强化

时间	政策 / 出处	核心内容
2022 年 5 月	国务院国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》	要求中央企业结合自身实际制定具体方案、抓好落实，并提出试点将上市公司发展质量纳入中央企业负责人经营业绩考核
2024 年 1 月	国务院新闻办公室举行的新闻发布会	国务院国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核
2024 年 1 月	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	全面推开上市公司市值管理考核，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效，同时对踩红线、越底线的违规事项加强惩戒，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。
2024 年 4 月	国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024 年 11 月	证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	主要内容包括：将市值管理定义为上市公司以提高公司质量为基础、为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为，要求上市公司通过综合运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进投资价值合理反映上市公司质量；其中，对主要指数成份股公司要求制定并披露上市公司市值管理制度，对连续 12 个月破净的长期破净公司要求制定并披露估值提升计划且至少每年评估实施效果。
2024 年 12 月	国资委《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	主要内容包括：一是明确市值管理目标和方向；二是用好市值管理“工具箱”；三是健全工作机制、强化正向激励；四是坚守合规底线。

来源：国务院国资委，中国证监会，中国人民政府网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

■ **能源安全战略下，煤炭“压舱石”定位明确，政策预期趋于稳定。**2021 年 12 月，中央经济工作会议明确“立足以煤为主的基本国情”，提出“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”，煤炭在能源体系中的基础地位得到确认。2022 年 3 月，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，强调加强煤炭安全托底保障，建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地。2024 年 4 月，国家发展改革委、国家能源局印发《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》，提出创新产能管理机制、推动煤炭产能保持合理裕度和足够弹性，更好发挥煤炭在能源供应中的兜底保障作用；到 2027 年初步建立煤炭产能储备制度，到 2030 年形成 3 亿吨/年左右的可调度产能储备。2024 年 11 月，全国人大常委会通过《中华人民共和国能源法》（2025 年 1 月 1 日起施行），以法律形式明确“发挥煤炭在能源供应体系中的基础保障和系统调节作用”。2026 年 6 月，国家发展改革委、国家能源局印发《新型能源体系建设“十五五”规划》，提出持续加强煤炭资源勘探和战略接续、重点建设五大煤炭供应保障基地，2030 年煤炭产量占全国比重达到 80%以上，并扩大产能储备规模。近年来的政策显示，煤炭已从能源转型中“被压减”的角色，转变为新型能源体系下的“压舱石”，政策预期趋于稳定，为煤炭企业盈利与分红能力的可持续性提供了制度保障。

图表 31：能源安全战略下，煤炭基础保障定位持续强化

时间	政策 / 出处	核心内容
2021 年 12 月	中央经济工作会议	立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，推动煤炭和新能源优化组合；传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上，大企业特别是国有企业要带头保供稳价。
2022 年 3 月	国家发展改革委、国家能源局《“十四五”现代能源体系规划》	加强煤炭安全托底保障，优化煤炭产能布局，建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地；加快推进煤电由主体性电源向基础保障性和系统调节性电源转型。
2024 年 4 月	国家发展改革委、国家能源局《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》	创新产能管理机制，完善产能储备政策，推动煤炭产能保持合理裕度和足够弹性，增强供给保障能力，更好发挥煤炭在能源供应中的兜底保障作用；到 2027 年，初步建立煤炭产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度产能储备。到 2030 年，力争形成 3 亿吨/年左右的可调度产能储备。
2024 年 11 月	全国人大常委会通过《中华人民共和国能源法》（2025 年 1 月 1 日施行）	第二十八条：国家优化煤炭开发布局和产业结构，鼓励发展煤矿矿区循环经济，优化煤炭消费结构，促进煤炭清洁高效利用，发挥煤炭在能源供应体系中的基础保障和系统调节作用。
2026 年 6 月	国家发展改革委、国家能源局关于印发《新型能源体系建设“十五五”规划》	持续加强煤炭资源勘探和战略接续，科学安排煤炭产能建设，重点建设五大煤炭供应保障基地，2030 年产量占全国比重达到 80%以上。完善煤炭产能储备政策，扩大产能储备规模，2030 年形成 1 亿吨/年以上的产能储备。

来源：国家发展改革委，中国人民政府网，中泰证券研究所

行业：新增产能受限，行业集中度抬升

■ **新增产能受限，供给约束常态化。**

2015 年 9 月，国家发展改革委印发《关于从严控制新建煤矿项目有关问题的通知》，明确东部地区原则上不再新建煤矿项目，中部及东北地区适度建设资源枯竭煤矿生产接续项目，西部地区重点围绕大型煤电基地和现代煤化工项目用煤需要、在充分利用现有生产能力的前提下严格依照规划新建。

下载日志已记录，仅供内部参考

2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出自 2016 年起用 3 至 5 年时间再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，并明确 2016 年起 3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，确需新建煤矿的一律实行减量置换。

2017 年 8 月，国家发展改革委等四部门联合印发《关于明确煤炭产能置换和生产能力核定工作中有关事项的通知》，要求用于产能置换的退出煤矿必须是合法在籍的生产建设煤矿，实际退出产能不得小于新增产能。

2022 年 7 月，应急管理部、国家矿山安全监察局印发《“十四五”矿山安全生产规划》，明确停止审批山西、内蒙古、陕西新建和改扩建后产能低于 120 万吨/年的煤矿，宁夏低于 60 万吨/年，其他地区低于 30 万吨/年。

2022 年 8 月，国家发展改革委等四部门印发《关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》，明确煤与瓦斯突出、冲击地压、高瓦斯、水文地质类型复杂极复杂等灾害严重矿井原则上不得核增生产能力，高瓦斯矿井核增后生产能力不得大于 800 万吨/年。

2024 年 1 月，国务院公布《煤矿安全生产条例》，规定煤矿企业不得超能力、超强度、超定员组织生产。

2025 年 7 月，国家能源局印发《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，针对部分煤矿企业“以量补价”、超公告产能组织生产等行为，在山西、陕西等 8 省（区）启动煤矿生产大核查。

2025 年 7 月，应急管理部发布《煤矿安全规程》（应急管理部令第 17 号），自 2026 年 2 月 1 日起施行，进一步完善煤矿安全技术管理要求，强化瓦斯、水害、冲击地压等重大灾害防治，并对矿井设计及井巷布置、露天煤矿安全等作出更加系统的规范。同时，进一步强化隐蔽致灾因素普查要求，明确煤矿应查明影响安全生产的各类隐蔽致灾因素，并结合普查结果开展矿井设计、采掘部署和灾害治理。

2026 年 5 月，国家应急管理部发布《煤矿重大事故隐患判定标准》（应急管理部令第 21 号），自 2026 年 7 月 1 日起施行。其中，将煤矿重大事故隐患划分为 17 个方面，覆盖超能力、超强度或者超定员组织生产，瓦斯超限作业，防突措施、瓦斯抽采和通风系统，超层越界开采，水害、冲击地压、自然发火以及监控通讯系统等重点环节。其中，煤矿全年原煤产量超过核定（设计）生产能力的 110%，或者井工煤矿季度原煤产量超过核定（设计）生产能力的 30%，即属于“超能力、超强度或者超定员组织生产”重大事故隐患；同时，将生产水平数量、采掘工作面数量和单班作业人数等纳入重大事故隐患判定范围，进一步强化对煤矿生产强度和生产组织的刚性约束。

整体来看，供给侧改革以来，煤炭新增产能管控呈现持续收紧并常态化的趋势，由最初的停止审批新建、减量置换，逐步延伸至产能规模门槛、安全环保约束与超产核查等维度，产能总量受控、供给弹性明显收窄。

图表 32：新增产能受限，供给约束常态化

时间	政策/出处	核心内容
2015 年 9 月	《关于从严控制新建煤矿项目有关问题的通知》	就从严控制新建煤矿项目有关事项做出以下主要指示：一、严格新建煤矿项目核准审查：东部地区原则上不再新建煤矿项目；中部及东北地区适度建设资源枯竭煤矿生产接续项目；西部地区重点围绕大型煤电基地和现代煤化工项目用煤需要，在充分利用现有煤矿生产能力的前提下，严格依照规划新建煤矿项目；二、有序推进已核准煤矿项目建设；三、妥善处理违规在建煤矿项目

下载日志已记录，仅供内部参考

2016 年 2 月	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量；严格控制新增产能。从 2016 年起，3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。
2017 年 8 月	《关于明确煤炭产能置换和生产能力核定工作中有关事项的通知》	用于建设项目和核增产能项目置换的退出煤矿必须是合法在籍的生产建设煤矿，未核准（审批）的建设项目和核增产能项目实际退出煤矿产能（含核减产能）不得小于新增产能。
2022 年 7 月	《“十四五”矿山安全生产规划》	停止审批山西、内蒙古、陕西新建和改扩建后产能低于 120 万吨/年的煤矿，宁夏新建和改扩建后产能低于 60 万吨/年的煤矿，其他地区新建和改扩建后产能低于 30 万吨/年的煤矿；高瓦斯、煤（岩石）与瓦斯（二氧化碳）突出、冲击地压、水文地质类型复杂极复杂等灾害严重的煤矿不得核增生产能力。
2022 年 8 月	《关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》	煤与瓦斯突出、冲击地压、高瓦斯、水文地质类型复杂极复杂等灾害严重矿井原则上不得核增生产能力；对高瓦斯矿井核增后的生产能力不得大于 800 万吨/年。
2024 年 1 月	《煤矿安全生产条例》	煤矿企业不得超能力、超强度或者超定员组织生产。正常生产煤矿因地质、生产技术条件、采煤方法或者工艺等发生变化导致生产能力发生较大变化的，应当依法重新核定其生产能力。
2025 年 7 月	《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》	针对部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产等扰乱市场秩序行为，将在山西、陕西等 8 省（区）启动煤矿生产大核查，要求各地 8 月 15 日前完成核查上报，核查的主要内容包括：①对于 2024 年原煤产量超过公告产能、2025 年 1-6 月单月原煤产量超公告产能 10%；②企业集团公司在安排 2025 年计划时，是否向所属煤矿下达超过公告产能的生产计划及相关经济指标；③煤矿在安排 2025 年季度、月度生产计划时，是否存在不均衡、不合理的情况。
2025 年 7 月	《煤矿安全规程》（应急管理部令第 17 号）	自 2026 年 2 月 1 日起施行，进一步完善煤矿安全技术管理要求，强化瓦斯、水害、冲击地压等重大灾害防治，并对矿井设计及井巷布置、露天煤矿安全等作出更加系统的规范。同时，进一步强化隐蔽致灾因素普查要求，明确煤矿应查明影响安全生产的各类隐蔽致灾因素，并结合普查结果开展矿井设计、采掘部署和灾害治理。
2026 年 5 月	《煤矿重大事故隐患判定标准》	自 2026 年 7 月 1 日起施行。其中，将煤矿重大事故隐患划分为 17 个方面，覆盖超能力、超强度或者超定员组织生产，瓦斯超限作业，防突措施、瓦斯抽采和通风系统，超层越界开采，水害、冲击地压、自然发火以及监控通讯系统等重点环节。其中，煤矿全年原煤产量超过核定（设计）生产能力的 110%，或者井工煤矿季度原煤产量超过核定（设计）生产能力的 30%，即属于“超能力、超强度或者超定员组织生产”重大事故隐患；同时，将生产水平数量、采掘工作面数量和单班作业人数等纳入重大事故隐患判定范围，进一步强化对煤矿生产强度和生产组织的刚性约束。

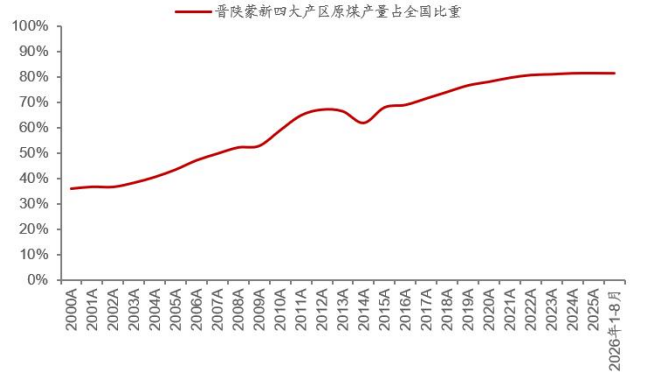
来源：中国应急管理部，国家矿山安全监察局，中国人民政府网，煤炭电力处，煤炭市场报，中泰证券研究所

- **产量向优质产区集中，龙头企业地位强化。**从主产区产量占比看，晋陕蒙新四大主产区原煤产量占全国比重由 2000 年的 35.88%持续提升至 2025 年的 81.72%。2026 年 1-8 月全国原煤产量约 30.64 亿吨，其中内蒙古产量 8.68 亿吨、占比约 28.31%，山西产量 7.56 亿吨、占比约 24.66%，陕西产量 5.38 亿吨、占比约 17.55%，新疆产量 3.41 亿吨、占比约 11.14%，四大

下载日志已记录，仅供内部参考

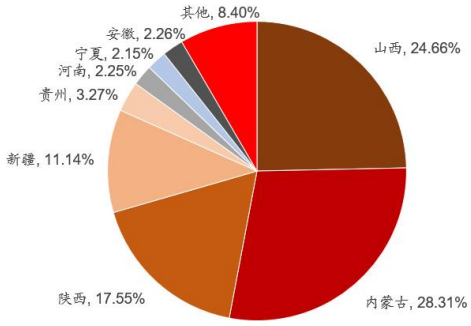
产区合计产量约 25.03 亿吨、占比约 81.67%。我们认为，随着产量持续向资源禀赋优越、开采条件良好、生产成本较低的晋陕蒙新主产区集中，行业竞争格局不断优化，资源与成本优势明显的龙头企业市场地位强化。

图表 33：煤炭产量逐步向晋陕蒙新主产区集中



来源：Wind，中泰证券研究所　　单位：%

图表 34：2026 年 1-8 月全国原煤产量高度集中于晋陕蒙新四大主产区



来源：Wind，中泰证券研究所　　单位：%

公司：内生外延并重，打开成长空间

- **内生增长与外延并购并重，煤炭产能持续扩张**。从煤炭板块的产能扩张路径看，公司坚持内生挖潜与外延并购并重，产能规模与资源储量实现双重跃升，为长期盈利增长与市值空间打开奠定基础：
  - **内生增长方面，存量矿井产能核增稳步推进**。2020 年 2 月，胜利一号露天煤矿由 2000 万吨/年核增至 2800 万吨/年（核增 800 万吨/年）；2022 年 4 月，神山露天煤矿由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年（核增 60 万吨/年）、黄玉川煤矿由 1000 万吨/年核增至 1300 万吨/年（核增 300 万吨/年）、青龙寺煤矿由 300 万吨/年核增至 400 万吨/年（核增 100 万吨/年），三矿合计核增 460 万吨/年；2023 年，保德煤矿由 500 万吨/年核增至 800 万吨/年（核增 300 万吨/年）。上述矿井合计核增产能 1560 万吨/年，在不依赖新增资源的情况下，存量产能实现有效挖潜，为公司煤炭产量与盈利提供了内生增长支撑。

图表 35：中国神华积极推动在产矿井产能核增

矿井名称	原始产能（万吨/年）	核增产能（万吨/年）	核增后产能（万吨/年）	公告时间
胜利一号露天煤矿	2000	800	2800	2020 年 2 月
神山露天煤矿	60	60	120	2022 年 4 月
黄玉川煤矿	1000	300	1300	2022 年 4 月
青龙寺煤矿	300	100	400	2022 年 4 月
保德煤矿	500	300	800	2023 年
合计		**1560**		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **外延扩张方面，公司持续推进优质资产注入。1）收购杭锦能源，夯实煤电协同与战略资源储备**。2023 年 4 月 29 日，公司公告启动收购控股股东部分资产工作，落实与国家能源集团签署的《避免同业竞争协议之补充协议》相关约定；2024 年 1 月 22 日，公司公告拟以 8.53 亿元对价收购国家能源集团所持杭锦能源 100%股权。杭锦能源拥有雁南、扎尼河、敏东一矿 3 座在产煤矿（合计核定产能 1570 万吨/年）、1 座 1000 万吨/年在建煤矿（塔然高勒井田）及 2×600MW 煤电机组，涉及煤炭保有资源量 38.41 亿吨、可采储量 20.87 亿吨。此外，塔然高勒煤矿作为在建矿井，投产后将依托公司下属的塔韩铁路外运，从而保障该矿煤炭外运的稳定性并降低物流成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36：杭锦能源煤炭资产情况梳理

煤矿名称	核定产能（万吨/年）	股权比例	权益产能（万吨/年）	矿井状态
雁南矿	270	100%	270	在产
扎尼河露天矿	800	100%	800	在产
敏东一矿	500	100%	500	在产
塔然高勒煤矿	1000	100%	1000	在建
在产合计	**1570**		**1570**	
合计	**2570**		**2570**	

来源：公司公告，中泰证券研究所

2）超千亿级资产并购，煤电化业务大幅跃升。2025 年 12 月 19 日，公司发布《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）》，拟通过发行 A 股股份及支付现金方式购买国家能源集团持有的国源电力 100%股权、新疆能源 100%股权、化工公司 100%股权、乌海能源 100%股权、平庄煤业 100%股权、神延煤炭 41%股权、晋神能源 49%股权、包头矿业 100%股权、航运公司 100%股权、煤炭运销公司 100%股权、港口公司 100%股权，并以支付现金方式购买西部能源持有的内蒙建投 100%股权。本次交易对价 1335.98 亿元，股份与现金支付比例分别为 30%和 70%，其中现金对价 935.19 亿元，股份发行价格 29.40 元/股、发行约 13.63 亿股，并拟向不超过 35 名特定投资者募集配套资金不超过 200 亿元。根据交易报告书披露，按控股口径，交易完成后公司在产煤炭核定产能达到 5.66 亿吨/年，较交易前增加约 2.1 亿吨/年，权益产能增加约 2.0 亿吨/年；煤炭保有资源量由 415.8 亿吨增至 684.9 亿吨，增加 269.1 亿吨；可采储量由 174.5 亿吨增至 345.0 亿吨，增加 170.5 亿吨；煤炭产量由 3.27 亿吨增至 5.12 亿吨，增加 1.85 亿吨；发电装机容量由 47632MW 增至 60881MW，增加 13249MW；聚烯烃产量由 60 万吨增至 188 万吨，增加 128 万吨。上述指标增幅分别达到 64.72%、97.71%、56.57%、27.82%和 213.33%，整体煤电化业务全面扩容。

图表 37：重大资产并购注入煤炭产能情况

公司简称	煤矿名称	开采方式	核定产能(万吨/年)	持股比例	权益产能（万吨/年）	矿井状态
国源电力	大南湖二矿	露天开采	1300	100%	1300	在产
国源电力	朝阳露天煤矿	露天开采	1100	100%	1100	在产
国源电力	三道沟煤矿	地下开采	900	100%	900	在产
国源电力	上榆泉煤矿	地下开采	700	100%	700	在产
新疆能源	黑山煤矿	露天开采	1600	100%	1600	在产
新疆能源	红沙泉一矿	露天开采	3000	100%	3000	在产
新疆能源	红沙泉二矿	露天开采	1000	100%	1000	在建
新疆能源	准东煤矿	露天开采	3500	100%	3500	在产
新疆能源	乌东煤矿	地下开采	600	100%	600	在产
新疆能源	屯宝煤矿	地下开采	120	100%	120	在产
乌海能源	骆驼山煤矿	地下开采	150	100%	150	在产
乌海能源	平沟煤矿	地下开采	180	100%	180	停产
乌海能源	老石旦煤矿	地下开采	180	100%	180	在产
乌海能源	苏海图煤矿	露天/地下开采	0	100%	0	停产
乌海能源	利民煤矿	地下开采	150	100%	150	在产
乌海能源	露天煤矿	露天/地下开采	160	100%	160	在产

下载日志已记录，仅供内部参考

乌海能源	公乌素煤矿三号井	地下开采	270	100%	270	在产
乌海能源	五虎山煤矿	露天/地下开采	200	100%	200	在产
乌海能源	黄白茨煤矿	地下开采	180	100%	180	在产
平庄煤业	元宝山露天煤矿	露天开采	1200	100%	1200	在产
平庄煤业	白音华一号露天煤矿	露天开采	1200	100%	1200	在产
平庄煤业	贺斯格乌拉南露天煤矿	露天开采	1500	100%	1500	在产
平庄煤业	玻璃沟煤矿	地下开采	400	100%	400	在建
内蒙建投	察哈素煤矿	地下开采	800	100%	800	在产
神延煤炭	西湾露天煤矿	露天/地下开采	1300	41%	533	在产
晋神能源	山西晋神沙坪煤业有限公司	地下开采	800	49%	392	在产
晋神能源	山西河曲晋神磁窑沟煤业有限公司	地下开采	500	49%	245	在产
在产合计			**21410**		**19980**	
合计			**22990**		**21560**	

来源：公司公告，公司投资者问答，中泰证券研究所

- **随煤并购与专项收购并举，电力资产持续扩张。**从外延扩张看，公司电力资产的扩充主要有两条路径：一是随煤炭资产并购附带注入，包括杭锦能源配套的 2×600MW 煤电机组，以及千亿资产重组中随标的一并并入的发电资产；二是公司主动开展的专项电力收购，先后收购九江发电、宁东电厂、徐州电厂、舟山电厂等资产，发电业务规模与区域布局持续完善。
  - 1）2013 年 12 月，公司发布《收购资产暨关联交易公告》，以 5008 万元收购控股股东神华集团全资子公司北京国华电力所持神华国华九江发电 100%股权。九江发电定位于江西省煤炭储备与发电一体化基地，规划建设 4×1000MW 超超临界燃煤机组，其中一期 2×1000MW 于 2018 年竣工投产，二期 2×1000MW 于 2025 年全面投运。

图表 38：九江发电电力资产情况梳理

公司简称	电厂名称	机组规模	装机容量（MW）	股权比例	权益容量（MW）	运行状态
九江电力	九江电厂一期	2×1000MW	2000	100%	2000	在运（2018 年投运）
	九江电厂二期	2×1000MW	2000	100%	2000	在运（2025 年投运）

来源：公司公告，中泰证券研究所

  - 2）2015 年 10 月，公司发布《收购资产暨关联交易公告》，以 2007 年 A 股发行剩余募集资金及自有资金，一次性收购神华集团旗下三家电力企业股权，其中宁东电厂 100%股权、徐州电厂 100%股权、舟山电厂 51%股权评估值分别为 5.22 亿元、39.97 亿元、8.67 亿元，合计约 53.86 亿元。本次收购标的包括宁夏国华宁东发电（2×330MW 循环流化床空冷机组）、国华徐州发电（2×1000MW 超超临界机组）、神华国华（舟山）发电（4 台机组合计 910MW），新增控股装机 3570MW、权益装机 3124MW，公司发电业务规模显著扩大，电力资产布局更加完善，发电板块规模效应进一步发挥。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 39：宁东电厂、徐州电厂与舟山电厂装机容量情况梳理

公司简称	电厂名称	机组规模	装机容量（MW）	股权比例	权益容量（MW）	运行状态
宁夏国华宁东发电	宁东电厂	2×330MW	660	100%	660	在运
国华徐州发电	徐州电厂	2×1000MW	2000	100%	2000	在运
神华国华（舟山）发电	舟山电厂	1×125MW 1×135MW 1×300MW 1×350MW	910	51%	464	在运

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **电力资产持续扩张，区域布局进一步完善。**截至 2025 年底，公司发电总装机容量达到 52676MW，其中燃煤发电装机 49384MW，占比 93.8%；2025 年燃煤发电量和售电量分别为 2122.1、1991.7 亿千瓦时，平均利用小时数为 4682 小时。随着清远电力、九江电力和北海电力合计新增 5000MW 装机投产，公司发电规模与区域覆盖进一步扩大，煤电一体化协同优势持续增强。

图表 40：中国神华煤电装机占据主导，发电资产分布广泛（截至 2025 年底）

发电公司	地理位置	总发电量（亿千瓦时）	总售电量（亿千瓦时）	平均利用小时（小时）	总装机容量（MW）	权益装机容量（MW）
准能电力	内蒙古	37	34	6173	600	347
北电胜利	内蒙古	52	48	3960	1320	829
杭锦能源	内蒙古	56	50	4630	1200	1200
沧东电力	河北	115	110	4563	2520	1285
定州电力	河北	115	107	4553	2520	1021
台山电力	广东	267	252	5187	5150	4120
惠州热电	广东	42	37	6318	660	660
清远电力	广东	111	106	5540	3000	2010
福建能源	福建	263	251	5410	4860	3419
神东电力	陕蒙等地	256	237	5104	5014	4528
锦界能源	陕西	205	189	5502	3720	3720
寿光电力	山东	85	80	4208	2020	1212
九江电力	江西	135	128	5020	4000	4000
四川能源	四川	142	134	5449	2600	1666
孟津电力	河南	44	40	3631	1200	612
柳州电力	广西	15	14	2156	700	490
北海电力	广西	40	38	1768	4000	2080
永州电力	湖南	65	62	3262	2000	1600
岳阳电力	湖南	65	63	3256	2000	1900
南苏 EMM	印尼	14	12	4584	300	210
燃煤发电机组合计/加权平均		**2122**	**1992**	**4682**	**49384**	**36909**
燃气发电	**北京、广东**	**63**	**61**	**2954**	**2194**	**2194**
光伏发电	**陕蒙赣闽等地**	**13**	**13**	**1403**	**1020**	**748**
水电	**四川**	**4**	**4**	**5663**	**78**	**40**

来源：公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

市值抬升：从 1.0 迈向 2.0

新疆煤炭资源价值重估

■ **新疆战略地位提升打开价值重估空间。**从具体矿山资源禀赋看，本次注入煤矿剩余可采储量合计约 175.1 亿吨，其中在产煤矿约 133.4 亿吨；多数主力矿山评估计算年限在 20 年以上，大南湖二矿、乌东煤矿、红沙泉一矿等优质矿山评估计算年限分别约 106 年、111 年和 55 年，较长的资源服务年限有望增强公司煤炭业务长期产量接续能力和现金流稳定性。分区域看，本次注入的大南湖二矿、黑山煤矿、红沙泉一矿、红沙泉二矿、准东煤矿、乌东煤矿和屯宝煤矿均位于新疆，合计核定产能约 11120 万吨／年，其中在产产能约 10120 万吨／年；剩余可采储量合计约 117.8 亿吨，约占本次注入煤矿剩余可采储量的 67.3%，新疆地区由此成为公司新增煤炭资源、产能增长和长期产量接续的核心区域。2026 年 7 月 6 日，国家发展改革委、国家能源局印发《关于印发煤炭工业发展“十五五”规划的通知》。相较《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》对新疆基地提出的“科学规划、把握节奏、梯级利用”以及“就地转化与外运结合”的定位，《煤炭工业发展“十五五”规划》进一步将新疆纳入国家五大煤炭供应保障基地，明确“持续推进山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆煤炭供应保障基地建设”，到 2030 年，五大基地煤炭产量占全国比重超过 80%。同时，《煤炭工业发展“十五五”规划》要求以准东、吐哈、伊犁等地区为重点，统筹“疆电外送”“疆煤外运”通道、大型风光基地建设和现代煤化工项目布局，合理安排开发节奏，提升集约化、规模化开发水平；在跨区调运方面，提出西南地区“稳步提升从新疆基地调入比例”，并“加快‘疆煤外运’通道能力建设，构建形成‘一轴两翼多联’疆煤出区铁路通道体系”。总体来看，新疆煤炭正由“十四五”时期侧重科学规划、梯级利用和就地转化，进一步转向兼顾全国煤炭供应保障、跨区域调运以及煤电、煤化工和新能源协同发展的战略性供应基地。公司此次集中注入新疆优质煤炭资产，与国家煤炭生产重心西移和新疆供应保障基地建设方向高度契合；随着“疆煤外运”、“疆电外送”通道能力提升，新疆煤炭资源的市场覆盖半径、产能释放能力和一体化转化价值有望进一步增强。公司新增新疆资产兼具资源储量大、剩余服务年限长和规模化开发潜力等特征，其战略稀缺性和长期现金流价值有望获得更充分定价，从而为公司估值中枢提升提供支撑。

图表 41：本次资产并购的煤炭储量丰富

公司简称	煤矿名称	核定产能（万吨/年）	剩余可采储量（亿吨）	剩余服务年限（年）	矿井状态
国源电力	大南湖二矿	1300	15.1	106	在产
国源电力	朝阳露天煤矿	1100	9.3	79	在产
国源电力	三道沟煤矿	900	8.1	68	在产
国源电力	上榆泉煤矿	700	4.7	51	在产
新疆能源	黑山煤矿	1600	7.0	40	在产
新疆能源	红沙泉一矿	3000	33.0	55	在产
新疆能源	红沙泉二矿	1000	38.4	160	在建
新疆能源	准东煤矿	3500	16.1	43	在产
新疆能源	乌东煤矿	600	6.1	111	在产
新疆能源	屯宝煤矿	120	2.0	54	在产
乌海能源	骆驼山煤矿	150	0.2	11	在产
乌海能源	平沟煤矿	180	0.9	40	停产
乌海能源	老石旦煤矿	180	0.2	14	在产
乌海能源	苏海图煤矿	0	0.1	0	停产

下载日志已记录，仅供内部参考

乌海能源	利民煤矿	150	0.4	20	在产
乌海能源	露天煤矿	160	0.0	3	在产
乌海能源	公乌素煤矿三号井	270	1.1	31	在产
乌海能源	五虎山煤矿	200	0.6	20	在产
乌海能源	黄白茨煤矿	180	0.4	16	在产
平庄煤业	元宝山露天煤矿	1200	1.6	12	在产
平庄煤业	白音华一号露天煤矿	1200	5.9	42	在产
平庄煤业	贺斯格乌拉南露天煤矿	1500	5.3	32	在产
平庄煤业	玻璃沟煤矿	400	2.3	45	在建
内蒙建投	察哈素煤矿	800	8.0	71	在产
神延煤炭	西湾露天煤矿	1300	5.1	36	在产
晋神能源	沙坪煤矿	800	2.7	24	在产
晋神能源	磁窑沟煤矿	500	0.5	7	在产
在产矿井合计		**21410**	**133.4**		
合计		**22990**	**175.1**		

来源：公司公告，公司投资者问答，中泰证券研究所

- **新疆资产短期盈利尚待释放**。从收购主体盈利表现看，新疆能源 2023 年、2024 年分别实现归母净利润 11.28 亿元、10.34 亿元，保持一定盈利规模。由此看，本次新疆资产的投资价值现阶段更多体现于资源储量、产能规模及长期战略地位，而非即期利润贡献。考虑到相关矿区剩余可采储量较大、服务年限较长，且新疆煤炭外运及疆电外送通道仍在持续完善，未来随着产能进一步释放、运输瓶颈缓解及煤电煤化工一体化协同能力提升，新疆资产盈利能力及现金流贡献仍具改善空间。

图表 42：本次资产并购标的盈利能力一览

标的资产	收购股权比例	主营业务	归母净利润（亿元）		
			2023A	2024A	2025 年 1-7 月
国源电力	100%	煤炭、电力、热力	13.85	24.13	20.48
新疆能源	100%	煤炭	11.28	10.34	-1.12
化工公司	100%	煤制油、煤化工	2.79	13.58	-5.50
乌海能源	100%	焦煤生产、洗选加工	4.77	12.16	-0.46
平庄煤业	100%	煤炭	5.08	-16.43	7.30
内蒙建投	100%	煤炭、电力	-4.89	-71.86	8.61
神延煤炭	41%	煤炭	27.32	28.69	14.02
晋神能源	49%	煤炭	13.99	4.04	0.37
包头矿业	100%	公路收费	0.55	30.22	-0.11
航运公司	100%	海运、江运	-0.76	2.00	1.82
煤炭运销公司	100%	煤炭购销	0.40	0.58	0.28
港口公司	100%	港口服务、煤质检测等	0.30	0.42	0.19
合计			**74.68**	**37.87**	**45.88**

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

电力资产价值重估

- **火电定价机制变革，电价市场化持续深化**。我国燃煤发电上网电价形成机制经历了从政府定价、煤电联动到市场化改革的持续演变。2004 年 12 月，国家发改委印发《关于建立煤电价格联动机制的意见》，首次建立煤电价格联动机制，联动周期不少于 6 个月，周期内平均煤价变动达 5%即相应调整上网电价。2008 年 6 月，国家发改委印发《关于提高电力价格有关问题的通

下载日志已记录，仅供内部参考

知》，自 2008 年 7 月 1 日起提高发电企业上网电价及电网销售电价，并对电煤实施临时价格干预，以缓解火电经营压力。2012 年 12 月，国务院办公厅印发《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，自 2013 年起取消重点合同、取消电煤价格双轨制，煤电企业自主衔接签订合同、自主协商确定价格，同时继续实施并完善煤电价格联动机制，电煤价格波动超 5%时以年度为周期调整上网电价，电力企业消纳煤价波动比例由 30%调整为 10%。2015 年 4 月，中共中央、国务院印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，按照管住中间、放开两头的体制构架，有序放开输配以外的竞争性环节电价；同年 12 月，国家发改委印发《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，对煤电价格实行区间联动，电煤价格与基准煤价波动不超过每吨 30 元的成本由发电企业自行消纳，调整的上网电价和销售电价于每年 1 月 1 日实施。2019 年 10 月，国家发改委印发《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，上浮不超 10%、下浮原则上不超 15%，现行煤电价格联动机制不再执行，自 2020 年 1 月 1 日起实施，煤电电价正式告别政府定价。2021 年 10 月，国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，市场交易价格上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业不受上浮 20%限制，电力现货价格不受上述幅度限制。2023 年 11 月，国家发改委、国家能源局印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，将煤电单一制电价调整为两部制电价，电量电价通过市场化方式形成，容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整；煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元，通过容量电价回收的固定成本比例综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024～2025 年多数地方为 30%左右、部分煤电功能转型较快的地方为 50%左右，2026 年起提升至不低于 50%，自 2024 年 1 月 1 日起实施。2025 年以来，国家发改委、国家能源局先后印发《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》和《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》，推动新能源上网电量全面进入电力市场、通过市场交易形成价格，并明确 2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖、全面开展连续结算运行，煤电电量价格进一步由中长期合同与现货市场共同决定，价格波动加大、峰谷价差拉大，火电定价进入市场供需主导（电价上行空间打开）、容量补偿兜底的新阶段。

图表 43：火电定价机制变革，电价市场化持续深化

时间	政策/出处	核心内容
2004 年 12 月	《关于建立煤电价格联动机制的意见》	首次建立煤电价格联动机制：联动周期不少于 6 个月，周期内平均煤价变动达 5%即相应调整上网电价
2008 年 6 月	《国家发展改革委关于提高电力价格有关问题的通知》	2008 年 7 月 1 日起提高发电企业上网电价及电网销售电价，并对电煤实施临时价格干预
2012 年 12 月	《关于深化电煤市场化改革的指导意见》	自 2013 年起取消重点合同、取消电煤价格双轨制，煤电企业自主衔接签订合同、自主协商确定价格；继续实施并完善煤电价格联动机制，电煤价格波动超 5%时以年度为周期调整上网电价，电力企业消纳煤价波动比例由 30%调整为 10%
2015 年 4 月	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，按照管住中间、放开两头的体制构架，有序放开输配以外的竞争性环节电价
2015 年 12 月	《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》	对煤电价格实行区间联动，电煤价格与基准煤价波动不超过每吨 30 元的成本由发电企业自行消纳，调整的上网电价和销售电价于每年 1 月 1 日实施

下载日志已记录，仅供内部参考

2019 年 10 月	《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》	将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制（上浮不超 10%、下浮原则上不超 15%），现行煤电价格联动机制不再执行，自 2020 年 1 月 1 日起实施
2021 年 10 月	《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价；浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业不受上浮 20%限制；电力现货价格不受上述幅度限制。
2023 年 11 月	《关于建立煤电容量电价机制的通知》	将煤电单一制电价调整为两部制电价，电量电价通过市场化方式形成，容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整。煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024～2025 年多数地方为 30%左右、部分煤电功能转型较快的地方为 50%左右，2026 年起提升至不低于 50%。
2025 年 2 月	《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》	推动新能源上网电量全面进入电力市场、通过市场交易形成价格
2025 年 4 月	《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》	2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖，全面开展连续结算运行，发挥现货市场发现价格、调节供需的关键作用

来源：国家发展改革委，国家能源局，中国人民政府网，西藏自治区人民政府网，济宁市能源局，中泰证券研究所

- **算力拉动电力需求，火电调节价值凸显。**我国持续推动算力与电力协同发展，从顶层设计看，2021 年 5 月国家发改委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局联合印发《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》，统筹围绕国家重大区域发展战略，根据能源结构、产业布局、市场发展、气候环境等，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝以及贵州、内蒙古、甘肃、宁夏等地布局建设全国一体化算力网络国家枢纽节点，加快实施“东数西算”工程；2023 年 12 月国家发改委等部门印发《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》，指出算力是数字经济时代的新型生产力，算力网是支撑数字经济高质量发展的关键基础设施，强调构建联网调度、普惠易用、绿色安全的全国一体化算力网。从需求侧看，算力已成为电力消费的重要增长点，国家能源局方面表示，2025 年我国已建成 42 个万卡级智算集群，全国算力中心总用电量达 1700 亿千瓦时，占全社会用电量的 1.6%，8 大枢纽节点算力用电近 3 年平均增速约 39.5%，远高于全社会用电量平均增速；国家能源局局长王宏志预计，“十五五”时期全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上，到 2030 年达 8000 亿千瓦时，占全社会用电量 6%左右，并表示算力设备对电压稳定性、频率偏差等指标要求极高，要求电力供应既要有“量的满足”更要有“质的稳定”。算力产业高速扩容持续拉动电力尤其是绿电消费增长，但风光新能源固有的波动性、间歇性特征，难以独立满足算力负荷高稳定性、高可靠性供电要求，客观上持续抬升电力系统的调节、备用与兜底保障刚需。如前文所述，在新型电力系统建设背景下，煤电已逐步由电量型电源转向基础保障性、系统调节性电源。算力发展并非直接拉动火电发电量增长，而是通过提升系统灵活性调节需求，持续拓宽火电调峰、备用、容量支撑的应用场景，为火电依托辅助服务市场、容量机制获取稳定收益创造了全新产业机遇。

图表 44：算力需求快速增长为电力消费增长注入新动能

时间	文件/会议	核心内容

下载日志已记录，仅供内部参考

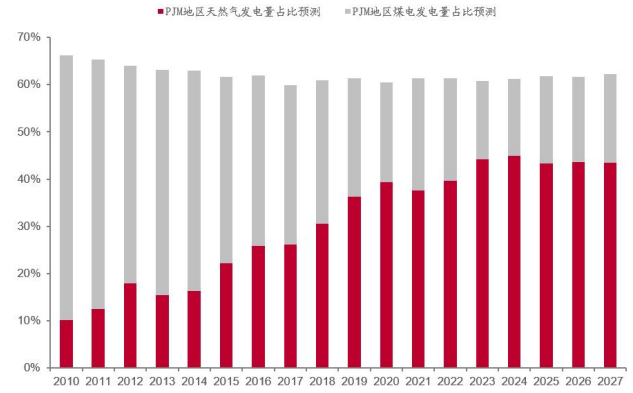
2021 年 5 月	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	统筹围绕国家重大区域发展战略，根据能源结构、产业布局、市场发展、气候环境等，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝，以及贵州、内蒙古、甘肃、宁夏等地布局建设全国一体化算力网络国家枢纽节点。国家枢纽节点之间进一步打通网络传输通道，加快实施“东数西算“工程，提升跨区域算力调度水平。
2023 年 12 月	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	指出“算力是数字经济时代的新型生产力。算力网是支撑数字经济高质量发展的关键基础设施，可通过网络连接多源异构、海量泛在算力，实现资源高效调度、设施绿色低碳、算力灵活供给、服务智能随需”并指导“充分发挥全国一体化算力网络国家枢纽节点引领带动作用，协同推进“东数西算”工程，形成跨地域、跨部门协同发展合力”。
2026 年 5 月	全国“人工智能+”能源现场推进会	国家能源局方面表示，2025 年我国已建成 42 个万卡级智算集群，全国算力中心总用电量达 1700 亿千瓦时，占全社会用电量的 1.6%，8 大枢纽节点算力用电近 3 年平均增速约 39.5%，远高于全社会用电量平均增速。国家能源局局长王宏志预计，“十五五”时期全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上，到 2030 年达 8000 亿千瓦时，占全社会用电量 6%左右；并表示算力设备对电压稳定性、频率偏差等指标要求极高，要求电力供应既要有"量的满足"更要有"质的稳定"。

来源：国家发展改革委，国家能源局，中国人民政府网，中泰证券研究所

- **美国案例：算力需求快速增长，PJM 地区火电出力有望受益。**美国能源部 2026 年 7 月发布的《National Transmission Needs Study》汇总 LBNL、EPRI 及 McKinsey 等机构预测显示，到 2030 年，美国算力中心负荷增量最高可超过 400TWh，相当于 2023 年美国终端用电量的 10%以上。从区域来看，PJM 是算力负荷增长较为集中的电力市场，EIA 指出，美国商业部门电力需求增长受新增数据中心及大型制造设施推动，其中弗吉尼亚州新增负荷将推升 PJM 地区电力需求；伴随算力中心带来的商业用电需求增长，EIA 预计 PJM 天然气发电增长趋势将延续，2027 年夏季天然气发电量较 2025 年夏季预计增长约 6%，增量约 90 亿千瓦时（9TWh）。从发电结构看，PJM 仍高度依赖天然气及煤炭等火电电源：EIA 预计 PJM 地区总发电量将由 2025 年的 9029 亿千瓦时增至 2027 年的 9755 亿千瓦时；其中天然气发电量由 3908 亿千瓦时增至 4242 亿千瓦时，煤电发电量由 1666 亿千瓦时增至 1827 亿千瓦时，天然气及煤电合计发电占比由约 61.7%升至约 62.2%，显示在区域电力需求持续增长背景下，天然气和煤炭等存量火电仍承担重要的电力供应功能。从价格与成本端看，中大西洋地区平均零售电价近年来呈趋势性上行，而火电燃料成本更多表现为周期性波动，其中天然气发电用平均成本波动较大，煤炭发电用平均成本整体相对稳定。综合来看，伴随算力相关用电负荷持续释放，PJM 地区天然气及煤电发电量均有望提升，存量可调度火电的出力需求及系统价值将进一步显现；同时，电价中枢上行而燃料成本未同步持续上涨，为火电运营经济性提供了相对有利的价格成本环境，有望带动当地火电运营景气度边际改善。

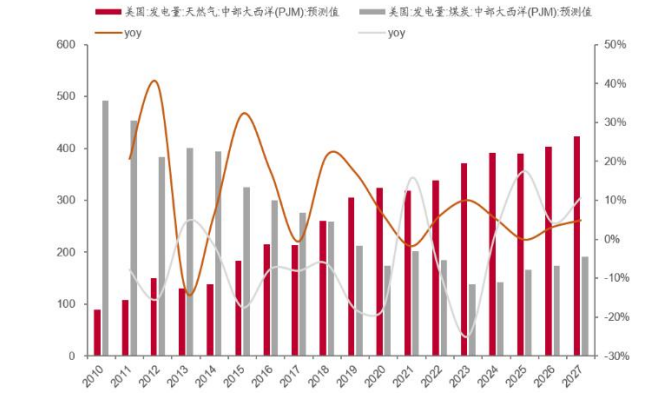
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 45：EIA 预计 PJM 地区天然气及煤电发电占比稳中有升



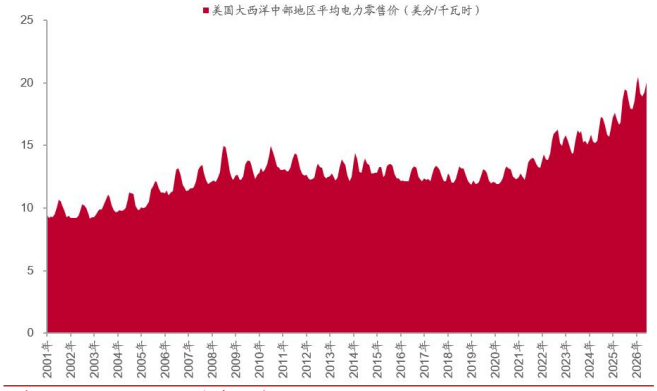
来源：EIA，Wind，中泰证券研究所

图表 46：EIA 预计 PJM 地区天然气及煤电发电量有望持续增长



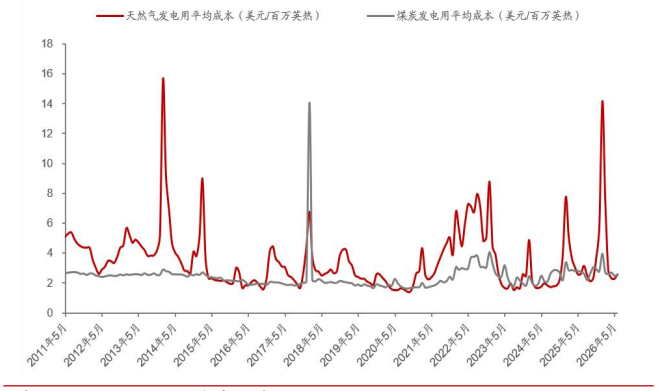
来源：EIA，Wind，中泰证券研究所

图表 47：中大西洋地区平均零售电价中枢持续抬升



来源：EIA，Wind，中泰证券研究所

图表 48：近年来中大西洋地区火电燃料成本震荡上行

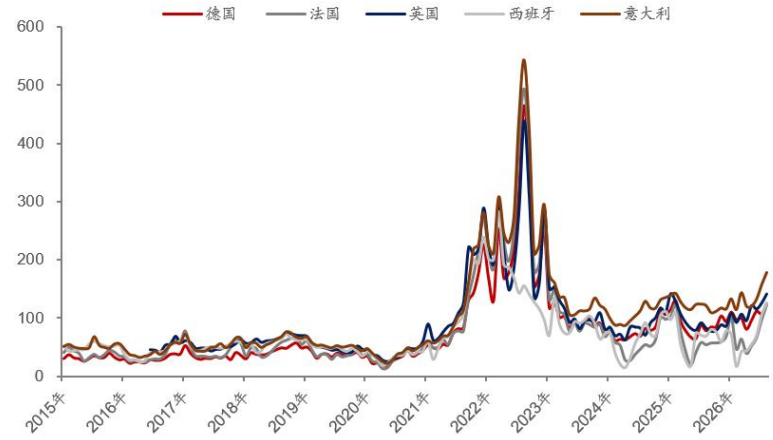


来源：EIA，Wind，中泰证券研究所

- **欧洲案例：主要电力市场电价仍处相对较高水平，电力系统调节价值持续凸显。**从欧洲市场来看，近年来电力批发价格经历 2022 年能源危机期间的大幅上涨后明显回落，但伴随能源供需格局调整以及新能源装机占比持续提升，主要国家日前电价仍呈现较强波动性，且整体价格水平较 2021 年前有所抬升。2025 年以来，德国、法国、英国、西班牙及意大利等主要电力市场日前电价整体出现不同程度回升，其中意大利、英国及德国电价中枢相对较高。欧洲电力市场的价格表现表明，在新能源渗透率不断提升的背景下，电力系统对稳定电源、调节资源及备用容量的需求并未减弱，电力供需阶段性趋紧亦容易通过市场化电价形成较为明显的价格信号。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 49：2025 年以来欧洲主要国家日前电价中枢有所抬升



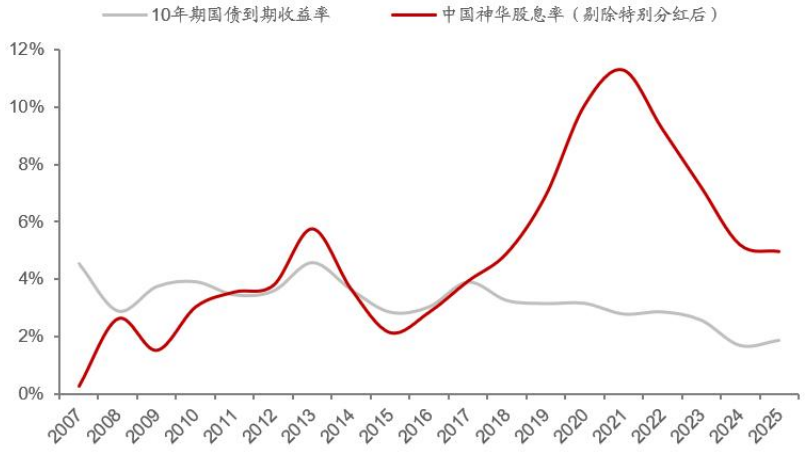
来源：Ember，中泰证券研究所　　单位：EUR/MWh

- 综合来看，无论是美国算力需求快速增长带来的新增电力负荷，还是欧洲能源转型过程中新能源占比提升带来的系统调节需求，均进一步凸显了可调度电源在保障电力供应安全、平抑系统波动以及提供容量支撑方面的价值。

无风险收益率下行催化

- **10 年期国债利率下行，公司配置价值提升。**利率中枢下行是中国神华估值逻辑切换的重要外部驱动。2017 年以后，10 年期国债收益率中枢持续下行，并已由 2017 年的 3.88%左右降至 2025 年的 1.85%；而同期中国神华股息率始终高于 10 年期国债收益率，二者利差明显扩大。从定价逻辑来看，无风险利率下行意味着投资者对高确定性现金流资产的要求回报率降低，具备持续分红能力的资产估值中枢具备抬升基础，中国神华较高且相对稳定的股息回报吸引力进一步凸显：公司拥有较长的资源久期、煤电运化一体化经营体系下稳定的经营现金流以及逐步加码的分红承诺，因此能够为股东提供相对稳定的现金回报。市场对公司的定价也由过去更关注煤价周期和当期盈利，逐步转向关注长期现金流、分红可持续性及红利价值，从而推动公司估值中枢上移。

图表 50：2017 年以来公司股息率持续高于 10 年期国债收益率



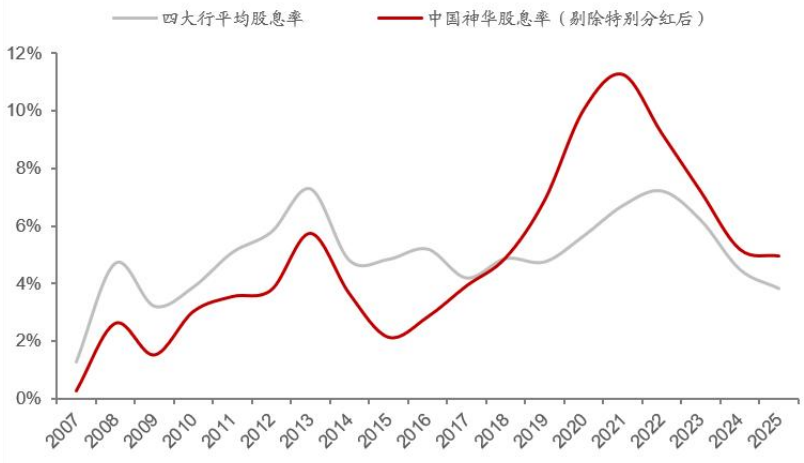
备注：中国神华股息率参考股价为该年度最后一日收盘价；股息率未考虑特别分红的情况
来源：Wind，中泰证券研究所

- **高股息资产要求回报率并非固定，估值重估具备历史参照。**从大型国有银行的历史表现来看，高股息资产的股息率中枢并非一成不变。2022 年以来，伴随市场对大型国有银行稳定分红能力及红利价值的认可提升，四大行平均股息率由 7%左右逐步回落至 2025 年的 4%左右，反映在分红保持相对稳

下载日志已记录，仅供内部参考

定的情况下，股价上涨带动股息率下降，市场对稳定高分红资产的要求回报率有所降低。同期中国神华股息率亦由高位明显回落，但整体仍处于相对较高水平。大型国有银行的历史定价变化表明，较高的历史股息率并非长期固定的估值锚，在无风险收益率下行、分红确定性提升以及市场对红利资产认可度提高的背景下，投资者要求回报率存在阶段性下行可能，为中国神华股息率中枢进一步下降提供一定参照。

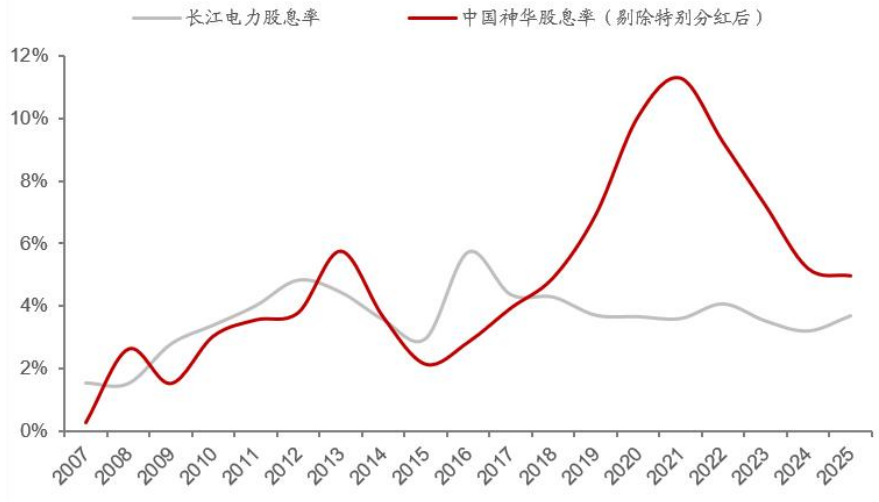
图表 51：四大行股息率自高位明显回落，高股息资产要求回报率并非固定



备注：1）股息率参考股价为该年度最后一日收盘价 2）；2007-2009 年四大行股息率均值未纳入农业银行，采用工商银行、建设银行、中国银行三家银行股息率算术平均；2010 年起纳入农业银行。
来源：Wind，中泰证券研究所

- **周期风险溢价有望收窄，公司估值中枢仍具提升空间。**与现金流更为稳定的长江电力相比，中国神华历史股息率中枢更高、波动更为明显，反映市场对煤炭业务周期属性给予了更高的风险补偿。近年来，长江电力股息率整体维持在 3%-4%左右，而中国神华股息率自 2021 年高位持续回落，二者股息率差明显收窄，反映市场对公司长期现金流及分红稳定性的认可逐步提升。我们认为，中国神华煤炭业务仍具有一定周期属性，其合理股息率中枢仍应高于长江电力等稳定现金流资产，因此不宜简单以长江电力的股息率水平作为直接估值参照；但随着煤电运化一体化经营体系持续强化、盈利及现金流波动降低以及分红确定性增强，公司周期风险溢价仍存在进一步收窄空间，有望推动股息率中枢下移及估值中枢进一步提升。

图表 52：中国神华与长江电力股息率差收窄，周期风险溢价有望进一步下降



备注：股息率参考股价为该年度最后一日收盘价；股息率未考虑特别分红的情况
来源：Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与估值

主业核心假设

- **煤炭业务**
  - **量：**考虑公司完成资产注入后煤炭产销量大幅增长，预计公司 2026-2028 年实现煤炭产量 5.13/5.19/5.24 亿吨，同比增速分别为 54.6%/1.0%/1.0%；对应煤炭销量 6.18/6.23/6.28 亿吨，同比增速分别为 43.4%/0.8%/0.8%。
  - **价：**考虑中东地缘冲突显著抬升全球能源价格，叠加山西矿难后国内煤炭供给收缩明显，煤炭价格中枢抬升，预计公司 2026-2028 年平均煤炭售价为 557.6/587.8/600.6 元/吨，同比增速为 12.6%/5.4%/2.2%。
- **电力业务：**
  - **量：**考虑公司完成资产注入后电力资产装机规模有所增长，预计公司 2026-2028 年实现发电量 288.5/294.3/297.4 十亿千瓦时，同比增速分别为 31.0%/2.0%/1.0%。
  - **价：**综合考虑新能源发电对火电的电量电价持续冲击，以及容量电价补偿提升，预计公司 2026-2028 年综合电价为 410/395/379 元/兆瓦时，同比增速分别为-4.8%/-3.8%/-3.9%。

图表 53：中国神华 2026-2028 年关键业务盈利预测假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	339788	294916	429244	445414	453524
YoY	-1.38%	-13.21%	45.55%	3.77%	1.82%
营业总成本（百万元）	223923	191465	294521	301643	306856
YoY	-0.24%	-14.50%	53.83%	2.42%	1.73%
综合毛利率	34.10%	35.08%	31.39%	32.28%	32.34%
煤炭业务收入（百万元）	268968	221232	355920	377716	388888
YoY	-1.59%	-17.75%	60.88%	6.12%	2.96%
煤炭业务成本（百万元）	187809	154631	246491	249986	253262
YoY	1.11%	-17.67%	59.41%	1.42%	1.31%
毛利率	30.17%	30.10%	30.75%	33.82%	34.88%
电力业务收入（百万元）	95974	89139	111201	109176	106037
YoY	3.86%	-7.12%	24.75%	-1.82%	-2.88%
电力业务成本（百万元）	80514	73052	101874	106184	108124
YoY	4.86%	-9.27%	39.45%	4.23%	1.83%
毛利率	16.11%	18.05%	8.39%	2.74%	-1.97%
其他业务收入（百万元）	61480	61235	79368	80182	82475
YoY	0.47%	-0.40%	29.61%	1.03%	2.86%
其他业务成本（百万元）	40639	39742	58924	60967	62960
YoY	-0.44%	-2.21%	48.27%	3.47%	3.27%
毛利率	33.90%	35.10%	25.76%	23.96%	23.66%
收入：内部抵消（百万元）	-86634	-76690	-117244	-121660	-123876
YoY	-3.34%	11.48%	-52.88%	-3.77%	-1.82%
成本：内部抵消（百万元）	-85039	-75960	-112768	-115495	-117490
YoY	-1.92%	10.68%	-48.46%	-2.42%	-1.73%

备注：图表中 2024 年数据采用中国神华 2025 年报重述后数据
来源：Wind，中泰证券研究所

估值与投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

- 由于中国神华主营煤炭开采、煤炭销售及相关煤炭产业链运营业务，核心业务覆盖煤炭资源开采与销售等相关煤炭业务，我们选取中煤能源、兖矿能源和陕西煤业这三家煤炭企业作为公司的可比公司。按照 9 月 23 日的收盘价，预计中煤能源、兖矿能源和陕西煤业三家可比公司 2026 年平均 PE 为 9.7 倍，而中国神华 2026 年 PE 为 16.4 倍；上述三家可比公司的平均 PB 为 2.1 倍，而中国神华的 PB 为 2.3 倍。
- 预计中国神华 2026-2028 年营业收入分别为 4292.44/4454.14/4535.24 亿元，同比增速分别为 46%/4%/2%；对应实现净利润 623.05/667.69/689.76 亿元，同比增速分别为 18%/7%/3%，对应 PE 分别为 16.4X/15.3X/14.8X。考虑公司煤炭资源禀赋优异，煤电运化一体化经营优势突出，叠加煤炭产销量稳步增长及高分红政策带来的投资价值，公司盈利有望保持稳健，维持“买入”评级。

图表 54：中国神华与可比公司盈利预测与估值表

代码	名称	收盘价	PB	每股收益				市盈率 PE			
		2026/9/23		25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
601898.SH	中煤能源	13.92	1.1	1.35	1.48	1.52	1.55	10.3	9.4	9.1	9.0
600188.SH	兖矿能源	19.77	2.6	0.84	2.20	2.29	2.36	23.7	9.0	8.6	8.4
601225.SH	陕西煤业	25.68	2.5	1.73	2.40	2.64	2.74	14.9	10.7	9.7	9.4
	平均值	/	**2.1**					**16.3**	**9.7**	**9.2**	**8.9**
601088.SH	中国神华	47.21	2.3	2.44	2.87	3.08	3.18	19.4	16.4	15.3	14.8

备注：以上公司 EPS 均采用中泰煤炭团队预测值
来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- **煤炭价格大幅下跌风险**
  若全球经济弱于预期，或导致煤炭市场需求下降，国际煤炭价格或将大幅下跌。
- **生产扰动风险**
  如果公司生产端遭受天气、安全事故等外界因素扰动，则会影响公司煤炭产销量。
- **地缘冲突超预期风险**
  如果全球多地区地缘政治冲突持续发酵，持续时间和影响范围超出预期，可能对煤炭供应链产生重大冲击
- **数据测算风险及研报使用的信息数据更新不及时的风险**
  本报告基于已公开数据对相关财务数据测算，有可能与现实存在较大偏差。此外研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	96,772	128,773	133,624	145,035
应收票据	5,618	8,177	8,485	8,639
应收账款	13,225	19,249	19,974	20,338
预付账款	6,509	10,012	10,255	10,432
存货	11,850	18,228	18,669	18,992
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	12,995	18,914	19,626	19,984
流动资产合计	146,969	203,354	210,633	223,419
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	62,044	62,044	62,044	62,044
固定资产	272,172	275,947	279,430	282,645
在建工程	33,262	24,262	16,262	15,262
无形资产	69,857	68,528	67,244	66,003
其他非流动资产	43,457	44,802	46,035	46,943
非流动资产合计	480,792	475,583	471,015	472,897
资产合计	**627,761**	**678,937**	**681,648**	**696,316**
短期借款	409	12,988	2,241	409
应付票据	337	518	531	540
应付账款	41,176	63,339	64,871	65,992
预收款项	28	41	42	43
合同负债	3,810	5,545	5,754	5,859
其他应付款	11,451	11,451	11,451	11,451
一年内到期的非流动负债	9,364	9,364	9,364	9,364
其他流动负债	22,687	28,619	29,217	29,549
流动负债合计	89,262	131,866	123,470	123,207
长期借款	28,268	25,268	22,268	19,268
应付债券	0	3,312	3,312	3,312
其他非流动负债	28,780	28,780	28,780	28,780
非流动负债合计	57,048	57,360	54,360	51,360
负债合计	**146,310**	**189,226**	**177,830**	**174,567**
归属母公司所有者权益	409,107	424,831	451,862	479,113
少数股东权益	72,344	64,880	51,956	42,635
所有者权益合计	481,451	489,711	503,818	521,748
负债和股东权益	**627,761**	**678,937**	**681,648**	**696,316**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	75,059	97,859	99,082	101,712
现金收益	87,739	97,861	103,347	105,939
存货影响	632	-6,378	-441	-323
经营性应收影响	-3,427	-10,270	646	935
经营性应付影响	14,714	22,357	1,546	1,131
其他影响	-24,599	-5,711	-6,016	-5,971
投资活动现金流	-21,794	-38,790	-46,156	-49,651
资本支出	-50,302	-18,981	-20,265	-27,525
股权投资	-2,204	0	0	0
其他长期资产变化	30,712	-19,809	-25,891	-22,126
融资活动现金流	-96,242	-27,068	-48,075	-40,651
借款增加	-4,301	12,891	-13,747	-4,832
股利及利息支付	-87,204	-47,370	-49,632	-49,738
股东融资	2,630	1,823	2,226	2,024
其他影响	-7,367	5,588	13,078	11,895

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	294,916	429,244	445,414	453,524
营业成本	191,465	294,521	301,643	306,856
税金及附加	16,978	24,896	25,834	26,304
销售费用	527	454	681	728
管理费用	11,380	16,741	17,371	17,687
研发费用	2,854	4,292	4,454	4,535
财务费用	445	380	181	-262
信用减值损失	-4	-863	-523	-361
资产减值损失	-191	-1,816	-1,921	-1,631
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	4,155	4,155	4,363	4,581
其他收益	297	315	306	311
营业利润	75,532	89,807	97,506	100,619
营业外收入	685	804	767	752
营业外支出	-3,122	1,789	1,897	1,810
利润总额	79,339	88,822	96,376	99,561
所得税	16,556	16,876	19,275	19,912
净利润	62,783	71,946	77,101	79,649
少数股东损益	9,934	9,641	10,331	10,673
归属母公司净利润	52,849	62,305	66,769	68,976
NOPLAT	63,135	72,254	77,245	79,440
EPS（摊薄）	2.44	2.87	3.08	3.18

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-12.8%	45.5%	3.8%	1.8%
EBIT 增长率	-7.1%	11.8%	8.2%	2.8%
归母公司净利润增长率	-9.9%	17.9%	7.2%	3.3%
获利能力				
毛利率	35.1%	31.4%	32.3%	32.3%
净利率	21.3%	16.8%	17.3%	17.6%
ROE	11.0%	12.7%	13.3%	13.2%
ROIC	17.4%	19.7%	21.3%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	23.3%	27.9%	26.1%	25.1%
债务权益比	13.9%	16.3%	13.1%	11.7%
流动比率	1.6	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	16	14	16	16
应付账款周转天数	74	64	77	77
存货周转天数	23	18	22	22
每股指标（元）				
每股收益	2.44	2.87	3.08	3.18
每股经营现金流	3.46	4.51	4.57	4.69
每股净资产	18.86	19.59	20.83	22.09
估值比率				
P/E	19	16	15	15
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	12	11	10	10

来源：Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。