

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国神华 (601088)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

高升 能源、钢铁行业联席首席分析师

执业编号: S1500524100002

邮箱: gaosheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

# 收购资产&加码分红，双轨驱动价值增长

2025 年 1 月 23 日

事件: 2025 年 1 月 21 日, 中国神华发布《中国神华关于收购国家能源集团杭锦能源有限责任公司 100% 股权的关联交易公告》及《中国神华关于 2025-2027 年度股东回报规划的公告》, 对此我们点评如下:

- 《中国神华关于收购国家能源集团杭锦能源有限责任公司 100% 股权的关联交易公告》(下称《杭锦能源收购公告》): 中国神华拟与国家能源集团公司签署《股权转让协议》, 约定以经备案的杭锦能源截至评估基准日(即 2024 年 8 月 31 日)的股东全部权益评估值为基础, 国家能源集团公司将所持有的杭锦能源 100% 股权转让给中国神华, 转让对价为人民币 85,264.95 万元, 中国神华将以自有资金支付。
- 提高公司资源储备, 巩固一体化运营优势。** 本次交易涉及煤炭保有资源量 38.41 亿吨(评估利用口径)、可采储量 20.87 亿吨(评估利用口径), 分别占 2024 年 6 月末中国神华保有资源量和可采储量的 11.40% 和 13.59%。按 2024 年 6 月末的资源量计算, 本次交易将使中国神华煤炭保有资源量增至约 375.3 亿吨、可采储量增至约 174.5 亿吨, 显著提高中国神华煤炭资源储备。交易完成后, 中国神华煤炭产能将合计增加 2,570 万吨/年(含在建产能 1,000 万吨/年), 煤电发电机组装机容量将增加 1,200MW。塔然高勒井田 2029 年达产后, 标的公司营业收入和盈利能力将大幅提升。此外, 塔然高勒井田建成投产后将有效增加中国神华下属塔韩铁路及下游铁路运量。本次交易将进一步夯实中国神华一体化运营模式、强化一体化运营优势、提升中国神华长期营收规模和盈利能力。

表: 截至 2025 年 1 月 21 日, 杭锦能源及其控股子公司拥有 3 座已投产煤矿

序号	煤矿名称	煤类	原煤发热量 (千卡/千克)	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	剩余服务年限 (年)
1	雁南矿	褐煤	2,920	4.24	2.47	270	20.16
2	扎尼河露天矿	长焰煤	3,060	1.88	1.05	800	12.12
3	敏东一矿	褐煤、长焰煤	3,180	11.75	6.85	500	98.63
	合计	—	—	17.87	10.37	1,570	—

资料来源:《杭锦能源收购公告》, 信达证券研发中心

- 收购标的有望扭亏为盈, 且出具盈利承诺。** 杭锦能源 2022 年盈利 8,356.38 万元, 在 2023 年净利润由下降至亏损的主要原因是: 因“927”事件, 敏东一矿自 2023 年 9 月至 2024 年 10 月停产, 蒙东能源煤电一体化项目亏损, 并于 2023 年计提减值准备 13.50 亿元。2024 年 1-8 月亏损的主要原因为: (1) 因“927”事件, 敏东一矿自 2023 年 9 月至 2024 年 10 月停产; (2) 大雁矿业于 2024 年捐赠内蒙古生态综合治理资金 15.43 亿元。杭锦能源于 2014 年 10 月至 2023 年 3 月塔然高勒煤矿停建期间累计计提减值准备

43.19 亿元，2024 年 8 月末净资产为负值。**截至报告发出日 2025 年 1 月 21 日，亏损主要原因及资产计提情况均已初步解决：**1. 蒙东能源煤电一体化项目敏东一矿已于 2024 年 11 月复产，水害因素已整治完毕，目前正在逐步恢复产能。2. 塔然高勒井田建设已于 2023 年 4 月复工，计划 2028 年建成、2029 年达产。随蒙东能源煤电一体化项目扭亏为盈和塔然高勒井田投产后，杭锦能源盈利能力将逐步提高。此外，国家能源集团公司承诺，杭锦能源 2024 年 9-12 月及 2025-2029 年度按企业会计准则经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润累计不低于 38,310.27 万元。若杭锦能源承诺期内累计实现净利润未达到累计承诺净利润，国家能源集团公司将以现金方式向中国神华进行补偿。**根据盈利承诺的 3.83 亿元，杭锦能源应当在未来向中国神华每年贡献不低于 0.72 亿的净利润，略低于 2022 年的净利润 0.84 亿元。**

表：杭锦能源 2022、2023 年度及 2024 年 1-8 月的模拟并表主要财务指标（亿元）

报告期	资产总额	资产净额	营业收入	净利润	扣非净利润
2022	118.65	-25.16	52.54	0.84	0.62
2023	107.39	-44.14	51.15	-19.36	1.12
2024 年 1-8 月	107.71	-61.91	30.45	-26.38	0.31

资料来源：《杭锦能源收购公告》，信达证券研发中心

➤ 以矿权交易角度看，收购在建塔然高勒矿井折价较明显，资源储量与久期盈利提升或是本次交易的重点。塔然高勒井田位于鄂尔多斯市，井田面积 227.25 平方公里，煤类为不粘煤和长焰煤，原煤平均热值 4,904 大卡，明显高于在运营矿井（3,000 大卡左右）。评估利用口径保有资源量 20.54 亿吨、评估利用口径可采储量 10.50 亿吨，证载产能 1,000 万吨/年，服务年限 77.76 年，建设总投资 75.11 亿元，截至评估基准日已完成投资 37.60 亿元。2023 年 4 月塔然高勒井田建设复工，预计 2028 年建成、2029 年达产。根据信达能源团队发布的《煤炭 2025 年度策略报告：或跃在渊》，2023 年以来内蒙古地区收购共发生三起，分别为

1. 中石化长城能源收购纳林河巴彦柴达木井田煤炭资源详查探矿

(成交价 301.5 亿元，保有资源量 21.3 亿吨，吨资源单价 14.2 元/吨)；

2. 兖矿能源收购霍林河矿区一号井田煤炭资源详查探矿权(成交价 37.17 亿元，保有资源量 10.4 亿吨，吨资源单价 3.6 元/吨)；

3. 荣盛能源收购准格尔中部矿区哈达图井田煤炭资源探矿权(成交价 亿元，保有资源量 21.3 亿吨，吨资源单价 6.9 元/吨)。

而本次收购支付金额为 8.52 亿元，截至评估基准日 2024 年 8 月 31 日杭锦能源资产净额为-61.91 亿(塔然高勒煤矿停建期间累计计提减值准备 43.19 亿元)。假设本次交易(70.43 亿)仅用于购买杭锦能源全部矿

井资源储量（在建塔然高勒井田及三座运营矿井 38.41 亿吨），则吨资源单价仅为 1.83 元/吨，明显低于以上三笔交易。

- **发布 2025-2027 股东回报规划,持续回馈股东:** 根据《中国神华关于 2025-2027 年度股东回报规划的公告》，2025-2027 年度期间，每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于股东的净利润的 65%，在此期间综合考虑经营情况、资金需求等因素实施中期利润分配。该分红承诺较 2022-2024 年度分红承诺提高 5pct。结合考虑中国神华 2022、2023 年度实际分红率分别为 72.8%、75.2%，我们认为公司有望保持较高分红比例，持续回馈股东。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为伴随经济刺激政策带来需求边际好转，煤炭价格中枢有望保持中高位；同时全社会用电量持续高增，公司电量电价齐涨趋势有望延续，从而支撑盈利能力提高。公司高长协比例及一体化运营使得经营业绩具有较高稳定性，叠加高现金、高分红属性，未来投资价值有望更加凸显。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 587.68/570.20/580.36 亿元，EPS 为 2.96/2.87/2.92 元/股，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤炭、电力相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故等。

重要财务指标	单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	344,533	343,074	326,829	328,511	339,636
同比(%)	2.6%	-0.4%	-4.7%	0.5%	3.4%
归属母公司净利润	69,648	59,694	58,768	57,020	58,036
同比(%)	39.1%	-14.3%	-1.6%	-3.0%	1.8%
毛利率(%)	39.0%	35.9%	35.7%	34.3%	34.0%
ROE(%)	17.7%	14.6%	14.0%	13.2%	13.1%
EPS (摊薄)(元)	3.51	3.00	2.96	2.87	2.92
P/E	10.87	12.68	12.88	13.27	13.04
P/B	1.92	1.85	1.80	1.75	1.71
EV/EBITDA	3.56	4.46	5.68	5.74	5.48

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 1 月 23 日收盘价



## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

李栋，南加州大学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。