

动力煤

中国神华（601088.SH）

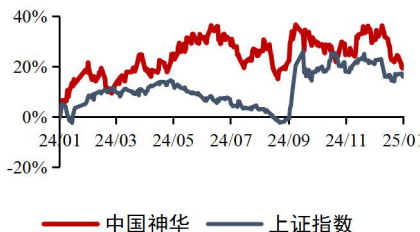
买入-A(维持)

并购增量同步分红提档，龙头价值提升

2025年1月23日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025年1月23日

收盘价(元):	38.41
年内最高/最低(元):	47.50/32.65
流通A股/总股本(亿):	164.91/198.69
流通A股市值(亿):	6,334.21
总市值(亿):	7,631.50

基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元):	2.32
摊薄每股收益(元):	2.32
每股净资产(元):	24.81
净资产收益率(%):	10.91

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司1月21日发布两则重要公告：（一）《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》，公司拟与国家能源集团公司签署《股权转让协议》，国家能源集团公司将所持有的杭锦能源100%股权转让给本公司，转让对价为人民币85,264.95万元，本公司将以自有资金支付。（二）《关于2025-2027年度股东回报规划的公告》，2025-2027年度期间，公司拟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本公司股东的净利润的65%，在此期间综合考虑公司经营情况、资金需求等因素实施中期利润分配。

事件点评

➢ 并购交易助力增储上量，巩固煤炭行业龙头优势。公司披露交易完成后，公司煤炭保有资源量在2024年6月30日数据基础上增加38.41亿吨（评估利用口径），达到375.31亿吨，增幅11.40%；可采储量将增加20.87亿吨（评估利用口径），达到174.47亿吨，增幅13.59%。公司将增加1,000万吨在建煤矿、1,570万吨在产煤矿及2×600MW煤电发电机组，从而增加公司蒙西上游煤炭资源的未来供应、保障一体化产业链高位运行，提高公司在蒙东地区的能源保供能力和协同运营水平，从而巩固公司一体化核心竞争力和长期盈利能力。

➢ 集团业绩承诺兜底，标的资产盈利能力有望改善。公司披露，由于前期塔然高勒井田持续停建，以及敏东一矿“927”事件、对外捐赠的一次性影响，标的公司杭锦能源计提较大额度资产减值和营业外支出，2024年1-8月，杭锦能源账面亏损且截止8月底的净资产为负。但敏东一矿水害因素已整治完毕，已于2024年11月复产，产能逐步恢复，蒙东能源煤电一体化项目有望扭亏为盈；塔然高勒井田建设复工，计划2028年建成、2029年达产；杭锦能源盈利能力有望改善；国家能源集团承诺，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3.83亿元。

➢ 新三年分红比例的下限提高5个百分点，达到65%，彰显股东回报决心和信心。《关于2025-2027年度股东回报规划的公告》承诺2025-2027年公司分红比例不少于65%，相比《关于2022-2024年度股东回报规划的公告》承诺的60%提高了5个百分点。且2022、2023年公司实际分红比例分别为72.77%和75.22%，均明显高于承诺。公司全产业链一体化经营，业绩稳定，分红有保障，且公司考虑实施中期利润分配，分红频次有望提升。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

投资建议

➤ 我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.92\2.93\2.99 元，对应公司 1 月 22 日收盘价 38.09 元，2024-2026 年 PE 分别为 13.0\13.0\12.7 倍，考虑到公司煤炭长协占比较高，全产业链一体化经营模式下，业绩稳健，并购完成后业务规模继续提升，分红底限提高有望保障股息率稳定，且央企市值管理纳入考核有助于提振公司估值，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	342,071	348,775	353,171
YoY(%)	2.8	-0.4	-0.3	2.0	1.3
净利润(百万元)	69,626	59,694	58,016	58,255	59,413
YoY(%)	38.5	-14.3	-2.8	0.4	2.0
毛利率(%)	39.0	35.9	34.3	34.5	34.2
EPS(摊薄/元)	3.50	3.00	2.92	2.93	2.99
ROE(%)	17.8	14.5	13.5	13.1	12.8
P/E(倍)	10.9	12.7	13.0	13.0	12.7
P/B(倍)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
净利率(%)	20.2	17.4	17.0	16.7	16.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211050	198951	216954	239830	270291
现金	170503	149986	175169	189698	227312
应收票据及应收账款	12100	19858	12007	20482	12416
预付账款	6809	5999	6772	6249	6936
存货	12096	12846	13114	13039	13669
其他流动资产	9542	10262	9893	10362	9959
非流动资产	410651	431180	439580	432820	425699
长期投资	49650	55571	58465	61695	64756
固定资产	248381	256933	258665	252430	244649
无形资产	52589	61630	68560	68432	68245
其他非流动资产	60031	57046	53890	50263	48049
资产总计	621701	630131	656533	672649	695990
流动负债	98404	91585	95865	95940	102274
短期借款	5216	2927	3654	4218	4052
应付票据及应付账款	38972	38901	37566	41698	38625
其他流动负债	54216	49757	54645	50025	59597
非流动负债	64052	60176	59236	55936	51603
长期借款	41891	32608	30086	26565	22043
其他非流动负债	22161	27568	29150	29371	29560
负债合计	162456	151761	155227	152003	154004
少数股东权益	65391	69678	79502	89266	99276
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68309	68309	68309
留存收益	290894	299924	313731	324621	336836
归属母公司股东权益	393854	408692	421804	431380	442710
负债和股东权益	621701	630131	656533	672649	695990

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	109734	89687	98507	79793	105164
净利润	81655	69598	67840	68020	69422
折旧摊销	22557	24641	22642	25024	26510
财务费用	877	501	354	118	-214
投资损失	-2420	-3815	-3039	-3427	-3259
营运资金变动	-1012	-11690	10390	-9835	12652
其他经营现金流	8077	10452	321	-108	54
投资活动现金流	-56585	-36974	-28217	-14730	-16184
筹资活动现金流	-78734	-76131	-45108	-50534	-51366
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.50	3.00	2.92	2.93	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	4.96	4.02	5.29
每股净资产(最新摊薄)	19.82	20.57	21.23	21.71	22.28

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	342071	348775	353171
营业成本	210059	219922	224705	228482	232252
营业税金及附加	19972	18385	18333	19200	19099
营业费用	410	425	424	432	438
管理费用	9930	9812	9646	9954	10046
研发费用	3722	3007	2998	3057	3095
财务费用	877	501	354	118	-214
资产减值损失	-4709	-3976	-3964	-4042	-4093
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	3039	3427	3259
营业利润	98138	91367	85199	87384	88112
营业外收入	443	912	912	912	912
营业外支出	2334	5103	3719	4411	4065
利润总额	96247	87176	82392	83885	84959
所得税	14592	17578	14552	15865	15537
税后利润	81655	69598	67840	68020	69422
少数股东损益	12029	9904	9824	9765	10009
归属母公司净利润	69626	59694	58016	58255	59413
EBITDA	119443	112159	105230	108867	111091

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	-0.4	-0.3	2.0	1.3
营业利润(%)	25.4	-6.9	-6.8	2.6	0.8
归属于母公司净利润(%)	38.5	-14.3	-2.8	0.4	2.0
获利能力					
毛利率(%)	39.0	35.9	34.3	34.5	34.2
净利率(%)	20.2	17.4	17.0	16.7	16.8
ROE(%)	17.8	14.5	13.5	13.1	12.8
ROIC(%)	17.9	14.9	14.1	13.9	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.1	24.1	23.6	22.6	22.1
流动比率	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	26.8	21.5	21.5	21.5	21.5
应付账款周转率	5.7	5.6	5.9	5.8	5.8
估值比率					
P/E	10.9	12.7	13.0	13.0	12.7
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.0	6.6	6.8	6.6	6.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

