

中国神华（601088.SH）

提高三年分红承诺彰显价值，拟收购资产开启新成长

2025 年 01 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

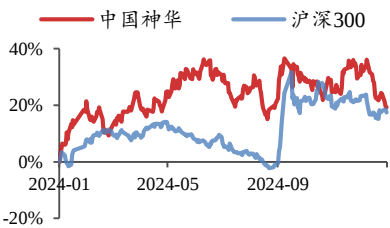
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/1/22
当前股价(元)	38.09
一年最高最低(元)	47.50/32.65
总市值(亿元)	7,567.92
流通市值(亿元)	6,281.44
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近 3 个月换手率(%)	11.52

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 业绩超预期，稳健高分红凸显价值—公司信息更新报告》-2024.10.26

《高长协助力业绩韧性较强，持续高分红彰显投资价值—公司 2024 年中报点评报告》-2024.9.2

《深度系列二：煤企典范，多角度分析股息率锚与空间—公司深度报告》-2024.8.15

● **提高三年分红承诺彰显价值，拟收购资产开启新成长。维持“买入”评级**
公司公告 2025-2027 年度股东回报规划，将 2025-2027 年每年现金分红比例确定为不少于当年归母净利润的 65%，并视情况实施中期分红，相比前次股东回报规划，最低分红比例及分红频次均有提升。此外，公司公告拟收购国家能源集团杭锦能源有限责任公司 100% 股权，交易对价为人民币 8.53 亿元。我们认为，公司积极响应央企市值管理改革政策导向，提升分红比例及频次，有效提高股东回报及市值管理水平，有望提振投资者信心及公司估值水平。杭锦能源收购推进顺利，短期内有望带来煤炭产能增量，中长期看，有望加强集团资产注入预期，打开产能增长空间，成长性更加凸显，煤企龙头地位有望进一步巩固。考虑 2024Q4 煤价下行及营业外支出影响，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 575.2/570.7/580.5（原值 590.6/612.5/623.3）亿元，同比-3.6%/-0.8%/+1.7%；EPS 为 2.90/2.87/2.92 元，对应当前股价 PE 为 13.2/13.3/13.0 倍。公司稳定高盈利有望持续，持续高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

● **高分红龙头引领行业，资产注入再添成长动力**
持续引领煤企分红：2020-2023 年，从分红金额看，公司年度累计分红金额分别为 359.6/504.7/506.6/449.0 亿元，稳居煤企分红金额首位，从分红比例看，公司年度分红比例（含特别分红）分别为 91.8%/100.4%/72.8%/75.2%，居煤企分红率前三。**新三年承诺更进一步，**据本次 2025-2027 年度股东回报规划，年度现金分配不低于归母净利润 65%，相比 2022-2024 年度股东回报规划中 60% 的最低分红比例，提升 5pct，体现公司仍高度重视股东回报，响应央企市值管理政策指引，与股东期待相向而行，也彰显对公司自身经营的信心，在行业高分红趋势下，公司仍是引领行业的价值典范。**拟收购开启资产注入新阶段：**本次拟收购大股东持有的杭锦能源 100% 股权，将巩固公司在煤炭资源和产能上的优势，增强一体化经营和长期盈利能力，带来煤炭保有资源量和可采储量的分别 11.40% 和 13.59% 的增长，增加 1000 万吨在建煤矿、1570 万吨在产煤矿及 2×600MW 煤电发电机组。自 2014 年公司发布关于履行避免同业竞争承诺的公告以来，本次拟收购是集团煤炭资产首次注入尝试，不仅是集团大股东履行避免同业竞争承诺的体现，也有望开启集团资产注入新阶段，未来或将有更多的集团煤炭资产推进注入上市公司的步伐，公司煤炭资源及产量有望或上台阶，进一步增强公司成长性。

● **一体化运营及高比例长协维持稳定盈利，规模仍有提升空间**
煤炭产能内生增长强劲：除本次公告收购的杭锦能源外，公司新街一井、二井项目已取得核准批复；保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年核增申请获批复；李家壕、胜利一号露天矿等产能核增申请有序推进。**盈利稳定，高比例分红有望持续：**公司煤电化陆港航一体化发展有效熨平煤价波动，长协煤比例高，有望维持稳定盈利水平。2023 年公司分红率为 75.2%，对应 2024 年预计盈利及当前收盘价的股息率为 5.7%，投资价值仍十分显著。公司确定 2025-2027 年分红率不低于 65%，分红底线同比提升 5pct，未来实际分红比例有望在当前 75.2% 的基础上进一步提升，我们认为公司既具有持续高分红意愿，也具备稳定盈利的能力，长期投资价值显著。

● **风险提示：**收购资产进度不及预期，经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	344,533	343,074	339,501	345,762	347,931
YOY(%)	2.6	-0.4	-1.0	1.8	0.6
归母净利润(百万元)	69,648	59,694	57,524	57,065	58,050
YOY(%)	39.1	-14.3	-3.6	-0.8	1.7
毛利率(%)	39.0	35.9	34.9	33.8	33.9
净利率(%)	20.2	17.4	16.9	16.5	16.7
ROE(%)	17.8	14.5	13.4	12.8	12.5
EPS(摊薄/元)	3.51	3.00	2.90	2.87	2.92
P/E(倍)	10.9	12.7	13.2	13.3	13.0
P/B(倍)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	211050	198951	222351	244300	256992
现金	170503	149986	182861	194613	216986
应收票据及应收账款	12100	19858	9853	20000	9772
其他应收款	2377	2731	2094	2934	2068
预付账款	6809	5999	7521	5804	7825
存货	12096	12846	12674	13509	12948
其他流动资产	7165	7531	7348	7439	7394
非流动资产	410793	431180	418676	414965	408344
长期投资	49650	55571	61000	67537	73902
固定资产	248381	256933	240530	231014	217154
无形资产	52589	61630	64183	67404	71724
其他非流动资产	60173	57046	52963	49010	45565
资产总计	621843	630131	641028	659264	665336
流动负债	98404	91585	91600	97521	90898
短期借款	5216	2927	4072	3499	3785
应付票据及应付账款	38972	38901	39103	41764	39521
其他流动负债	54216	49757	48426	52259	47591
非流动负债	64120	60176	48691	42158	33363
长期借款	41891	32608	23792	15925	7797
其他非流动负债	22229	27568	24899	26233	25566
负债合计	162524	151761	140291	139680	124261
少数股东权益	65419	69678	79425	88993	98778
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68014	68182	68182	68182	68182
留存收益	290940	299924	317425	334347	351784
归属母公司股东权益	393900	408692	421312	430592	442298
负债和股东权益	621843	630131	641028	659264	665336

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	109734	89687	94836	80843	88259
净利润	81696	69598	67271	66633	67835
折旧摊销	22557	24641	21396	21954	22680
财务费用	877	501	-1131	-2003	-2774
投资损失	-2420	-3815	-1689	-1832	-2142
营运资金变动	-1012	-11690	8721	-3990	2482
其他经营现金流	8036	10452	269	80	179
投资活动现金流	-56585	-36974	-7175	-16212	-13803
资本支出	28684	37084	1858	12508	9293
长期投资	-519	-2887	-5429	-6537	-6365
其他投资现金流	-27382	2997	111	2834	1855
筹资活动现金流	-78734	-76131	-54785	-52879	-52083
短期借款	968	-2289	1145	-572	286
长期借款	-10474	-9283	-8816	-7867	-8128
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6653	168	0	0	0
其他筹资现金流	-62575	-64727	-47114	-44440	-44241
现金净增加额	-25248	-23284	32875	11752	22373

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344533	343074	339501	345762	347931
营业成本	210059	219922	220894	228746	230075
营业税金及附加	19972	18385	18937	18908	19217
营业费用	410	425	412	424	425
管理费用	9930	9812	9747	9908	9980
研发费用	3722	3007	2976	3031	3050
财务费用	877	501	-1131	-2003	-2774
资产减值损失	-3372	-3691	3653	3720	3743
其他收益	603	423	513	513	513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2420	3815	1689	1832	2142
资产处置收益	261	83	172	128	150
营业利润	98138	91367	86106	85214	86732
营业外收入	443	912	678	795	736
营业外支出	2334	5103	5103	5103	5103
利润总额	96247	87176	81680	80906	82365
所得税	14551	17578	14409	14273	14530
净利润	81696	69598	67271	66633	67835
少数股东损益	12048	9904	9747	9568	9785
归属母公司净利润	69648	59694	57524	57065	58050
EBITDA	116770	109647	99301	98165	99562
EPS(元)	3.51	3.00	2.90	2.87	2.92

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.6	-0.4	-1.0	1.8	0.6
营业利润(%)	25.8	-6.9	-5.8	-1.0	1.8
归属于母公司净利润(%)	39.1	-14.3	-3.6	-0.8	1.7
获利能力					
毛利率(%)	39.0	35.9	34.9	33.8	33.9
净利率(%)	20.2	17.4	16.9	16.5	16.7
ROE(%)	17.8	14.5	13.4	12.8	12.5
ROIC(%)	17.5	14.5	13.7	13.3	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.1	24.1	21.9	21.2	18.7
净负债比率(%)	-23.1	-19.1	-27.2	-29.7	-34.3
流动比率	2.1	2.2	2.4	2.5	2.8
速动比率	1.9	1.9	2.1	2.2	2.5
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	32.5	30.0	31.3	30.6	30.9
应付账款周转率	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.51	3.00	2.90	2.87	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	4.51	4.77	4.07	4.44
每股净资产(最新摊薄)	19.83	20.57	21.21	21.67	22.26
估值比率					
P/E	10.9	12.7	13.2	13.3	13.0
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.1	6.7	7.1	7.0	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn