

中国神华 (601088.SH)

大规模资产收购启动，外延并购行稳致远，龙头风范尽显

8月1日晚，公司发布《关于筹划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事项的停牌公告》

- 公告提及中国神华初步考虑拟由公司**发行股份及支付现金**购买国家能源集团持有的**煤炭、坑口煤电以及煤制油煤制气煤化工**等相关资产并募集配套资金。
- 本次交易涉及的重组标的多达十三家，包括“国源电力、化工公司、新疆能源、乌海能源、包头矿业、神延煤炭、晋神能源、平庄煤业、内蒙建投、煤炭运销公司、港口公司、航运公司、电子商务公司”。

资产注入早有布局，提升投资者回报持续践行。2025年4月8日，国家能源集团表态，作为国资委国有资本投资公司试点单位，坚定看好中国资本市场发展前景，积极支持控股上市公司高质量发展。国家能源集团旗下相关控股上市公司已发布公告，从公司生产运营整体平稳、**优化提升投资者回报、集团公司持续注入优质资产等方面向市场传递坚定信心**，全力维护资本市场平稳运行。下一步集团将持续支持各控股上市公司深耕主责主业，增强核心竞争力，**持续推进资产整合，兑现同业竞争承诺，实现优质资产向上市公司集聚**，增强上市公司核心竞争力。

我们认为资产注入是上市公司优化资源配置的重要手段，中国神华作为央企典范，在维护股东权益，提升投资者回报方面的历史表现极其优秀，且始终如一，本次交易将提升中国神华的煤炭资源战略储备与一体化运营能力，深化公司能源全产业链布局，且通过产业链整合降低关联交易成本。

25H1业绩预告超预期，煤炭、电力业务经营韧性凸显。7月14日，公司公布2025年上半年业绩预告，预计2025年上半年归母净利润为236亿元-256亿元，与经重述的去年同期业绩相比，同比下降8.6%至15.7%。2025年上半年，面对煤炭、电力市场量价双降的严峻形势，公司以高质量发展为导向，全力以赴促销售、争发电、精管理、强创效，生产经营态势总体平稳。

- 煤炭业务：25H1公司商品煤产量1.65亿吨，同比-1.7%，商品煤销量2.05亿吨，同比-10.9%；
- 电力业务：25H1公司发电量987.8亿千瓦时，同比-7.4%，售电量929.1亿千瓦时，同比-7.3%。

提质增效持续践行。2025年3月公司发布《关于“提质增效重回报”行动落实情况的公告》，2025年公司坚持“稳中求进、安全为本、创新引领、高质发展”工作方针，全力抓实能源保供，坚定推进转型发展，强化科技创新，高标准完成全年各项目标任务，打好提升内生发展动力和运用市值管理工具的组合拳，确保公司“十四五”完美收官和“十五五”顺利开局。公司2025年计划商品煤产量3.348亿吨，煤炭销售量4.659亿吨，发电量2,271亿千瓦时，资本开支（不含股权投资）417.93亿元。

盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司实现归母净利润分别为503/532/559亿元，对应公司PE14.8/14.0/13.4倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	326,226	337,079	351,799
增长率 yoy (%)	-0.4	-1.4	-3.6	3.3	4.4
归母净利润(百万元)	59,694	58,671	50,282	53,182	55,860
增长率 yoy (%)	-14.3	-1.7	-14.3	5.8	5.0
EPS 最新摊薄(元/股)	3.00	2.95	2.53	2.68	2.81
净资产收益率(%)	14.6	13.7	11.4	11.7	12.0
P/E(倍)	12.5	12.7	14.8	14.0	13.4
P/B(倍)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

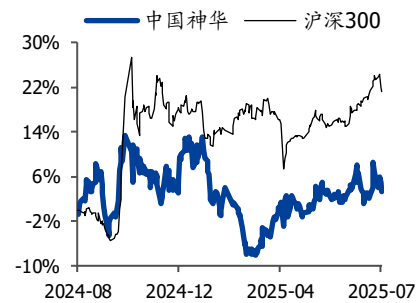
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年08月01日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
08月01日收盘价(元)	37.56
总市值(百万元)	746,261.61
总股本(百万股)	19,868.52
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	29.52

股价走势



作者

分析师 张津铭
执业证书编号: S0680520070001
邮箱: zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰
执业证书编号: S0680524070012
邮箱: liuliyu@gszq.com

分析师 高黎明
执业证书编号: S0680524100001
邮箱: gaoliming@gszq.com

相关研究

- 《中国神华(601088.SH): 市场疲软致盈利承压, 降本增效&资产注入可期》 2025-04-26
- 《中国神华(601088.SH): 分红比例提升至76.5%, 风范尽显》 2025-03-22
- 《中国神华(601088.SH): 杭锦资产注入落地, 分红承诺比例+5%, 龙头风范尽显》 2025-01-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	223313	341640	342126
现金	149986	142415	160915	249035	254080
应收票据及应收账款	19858	15502	14739	15069	15556
其他应收款	2731	2378	2380	6380	5725
预付账款	5999	6232	6493	15738	14281
存货	12846	12482	12740	28951	25619
其他流动资产	7531	26116	26047	26468	26865
非流动资产	431180	452943	464978	473293	478542
长期投资	55571	59840	63905	68657	73066
固定资产	256933	257149	256808	252449	246825
无形资产	61630	64776	68731	73175	76843
其他非流动资产	57046	71178	75534	79012	81808
资产总计	630131	658068	688292	814933	820668
流动负债	91585	92620	100227	203053	183872
短期借款	2927	1037	2037	3037	4037
应付票据及应付账款	38901	38205	39055	77744	66405
其他流动负债	49757	53378	59134	122272	113430
非流动负债	60176	61496	61529	63479	65429
长期借款	29636	28932	30932	32932	34932
其他非流动负债	30540	32564	30597	30547	30497
负债合计	151761	154116	161756	266532	249301
少数股东权益	69678	77086	85959	95344	105202
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积	68182	68296	68296	68296	68296
留存收益	299924	313685	325466	337946	351054
归属母公司股东权益	408692	426866	440577	453057	466165
负债和股东权益	630131	658068	688292	814933	820668

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	89882	162876	81989
净利润	69598	68865	59156	62567	65717
折旧摊销	24760	24456	26057	28545	31124
财务费用	459	91	1775	1927	2079
投资损失	-3815	-4871	-4343	-4607	-4475
营运资金变动	-5291	4146	5134	71453	-15808
其他经营现金流	3976	661	2104	2991	3352
投资活动现金流	-36974	-85359	-35619	-35076	-35063
资本支出	-35583	-35790	-31812	-32331	-32480
长期投资	-2868	-17675	-4266	-5003	-4634
其他投资现金流	1477	-31894	459	2258	2051
筹资活动现金流	-76131	-51173	-35745	-39680	-41881
短期借款	-2289	-1890	1000	1000	1000
长期借款	-8802	-704	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
其他筹资现金流	-65208	-48693	-38745	-42680	-44881
现金净增加额	-23284	-43100	18500	88120	5045

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343074	338375	326226	337079	351799
营业成本	219922	223192	222319	227010	237080
营业税金及附加	18385	17784	17942	18539	19349
营业费用	425	491	587	640	598
管理费用	9812	10340	10113	10787	11258
研发费用	3007	2727	2936	3708	3518
财务费用	501	129	209	157	-660
资产减值损失	-3691	-535	-1639	-1337	-1488
其他收益	423	333	378	356	367
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	3815	4871	4343	4607	4475
资产处置收益	83	107	150	113	124
营业利润	91367	88362	75144	79809	83946
营业外收入	912	813	800	400	500
营业外支出	5103	3382	2000	2000	2300
利润总额	87176	85793	73944	78209	82146
所得税	17578	16928	14789	15642	16429
净利润	69598	68865	59156	62567	65717
少数股东损益	9904	10194	8873	9385	9858
归属母公司净利润	59694	58671	50282	53182	55860
EBITDA	115733	108336	100210	106911	112610
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.53	2.68	2.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	-1.4	-3.6	3.3	4.4
营业利润(%)	-6.9	-3.3	-15.0	6.2	5.2
归属母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-14.3	5.8	5.0
获利能力					
毛利率(%)	35.9	34.0	31.9	32.7	32.6
净利率(%)	17.4	17.3	15.4	15.8	15.9
ROE(%)	14.6	13.7	11.4	11.7	12.0
ROIC(%)	13.9	12.3	10.3	10.5	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	23.4	23.5	32.7	30.4
净负债比率(%)	-22.1	-19.7	-21.5	-36.1	-35.1
流动比率	2.2	2.2	2.2	1.7	1.9
速动比率	1.9	1.9	2.0	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	30.0	27.8	26.9	28.3	28.8
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	3.9	3.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.53	2.68	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	4.52	8.20	4.13
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	22.17	22.80	23.46
估值比率					
P/E	12.5	12.7	14.8	14.0	13.4
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	4.5	7.1	6.3	5.1	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月01日收盘价

图表1: 神华购买资产标的的简览

公司名称	简称	注册地	业务性质	持股比例	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	备注
国家能源集团国源电力有限公司	国源电力	北京市西城区	工业	100.0%	1,247.9	610.3	637.6	143.7	11.1	2021年中报数据
中国神华煤制油化工有限公司	化工公司	北京市东城区	化工	100.0%	382.2	266.0	116.2	117.9	8.4	2021年中报数据
国家能源集团新疆能源化工有限公司	新疆能源	新疆乌鲁木齐市	工业	100.0%	416.7	283.2	133.5	205.0	16.4	2024年报数据
国家能源集团乌海能源有限责任公司	乌海能源	内蒙古乌海市	工业	100.0%	120.0	82.1	37.8	41.6	1.8	2021年中报数据
国家能源集团包头矿业有限责任公司	包头矿业	内蒙古包头市	工业	100.0%	16.4	3.7	12.7	1.2	0.3	2021年中报数据
国家能源集团陕西神延煤炭有限责任公司	神延煤炭	陕西省榆林市神木市	工业	41.0%	105.8	18.7	87.1	71.7	32.0	2022年报数据
山西晋神能源有限公司	晋神能源	山西忻州市	煤炭及制品批发	49.0%	93.3	9.4	83.9	33.7	5.8	2021年报数据
内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	平庄煤业	内蒙古赤峰市	煤炭	100.0%	314.5	231.5	83.0	107.2		2020年报数据
国电建投内蒙古能源有限公司	内蒙建投	内蒙古伊旗	火力发电	100.0%	145.8	97.4	48.4	27.0	-4.9	2023年报数据
神华煤炭运销有限公司	煤炭运销公司	北京市海淀区	商品流通	100.0%	14.6	7.0	7.6	62.7	0.6	2024年报数据
国家能源集团港口有限公司	港口公司	河北省沧州市	运输	100.0%	1.2	0.2	1.1	0.4	0.1	2023年报数据
国家能源集团航运有限公司	航运公司	北京市海淀区	运输	100.0%			1.0		0.0	2023年中报数据
国家能源集团电子商务有限公司	电子商务公司	北京市东城区	电子商务	100.0%	0.4	0.1	0.4	0.1	0.1	2021年中报数据
合计					2,858.8	1,609.5	1,250.3	1,116.6	93.4	

备注: 1) 因各公司财报披露的截止时间不一, 数据仅供参考, 不能做到100%准确; 2) 上述中报数据的营业收入、净利润在加和时已通过乘以2转换为年报数据口径; 3) 持股比例为国家能源投资集团有限责任公司

资料来源: 企查查, 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com