

大规模资产收购启动，黑金龙头再启航

2025 年 08 月 04 日

► **事件：**8 月 1 日，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》，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。

► **标的资产覆盖“煤电化运销”，解决同业竞争问题，加强一体化运营能力。**本次交易涉及重组标的 13 家，包含避免同业竞争协议中承诺收购的资产（除宁夏煤业），具体包括 6 项煤炭资产（国源电力、乌海能源、包头矿业、神延煤炭、晋神能源、平庄煤业）、1 项煤电一体化（内蒙建投）、2 项化工资产（化工公司、新疆能源）、以及 4 项销售运输相关资产（煤炭运销公司、港口公司、航运公司、电子商务公司），业务范围涵盖“煤电化运销”。长期以来，一体化运营能力是公司区别于其他煤炭企业以及在能源行业、资本市场有更高估值的核心竞争力，重组后将进一步增强。

► **重组后煤炭资源量和产能大幅提升。**2024 年，国家能源集团煤炭产量 6.2 亿吨，销量 8.5 亿吨，中国神华煤炭产量 3.3 亿吨，销量 4.6 亿吨，国家能源集团仍有近 3 亿吨产能在上市公司体外。据不完全统计，本次重组合计涉及煤炭在产产能 2.79 亿吨、在建产能 2000 万吨，中国神华现有煤炭在产产能 3.75 亿吨、在建产能 1600 万吨、规划产能 4000 万吨，若上述资产全部注入，上市公司煤炭在产产能增厚 74.5%、在建产能增厚 1.25 倍。

► **高分红比例有望维持。**2022-2024 年度，公司承诺分红比例不低于 60%，实际分红比例 2022-24 年分别达到 72.8%/75.2%/76.5%，均高于承诺。2025-2027 年度，公司拟进一步提升承诺分红比例下限至 65%，并有望实施中期利润分配，发展信心及股息价值凸显。因公司注重保持利润分配政策连续性、稳定性和可预期性，我们预计重大资产重组事项不会影响公司分红承诺，未来仍有望维持高比例。

► **公司账面现金充沛，增强现金使用能力有望提升公司综合 ROE。**截至 25Q1 末，公司货币资金达到 1554 亿元，我们预计公司自有现金可解决大部分对价资金需求。与此同时，在保障股东回报基础上，投资高回报项目、并购优质资产有助于提升资金使用效率，增厚净利润并优化资产结构，有望驱动公司综合 ROE 提升。

► **投资建议：**公司经营稳健、通过资产注入优化资源配置，不考虑本次资产重组，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 480.12/493.68/497.32 亿元，对应 EPS 分别为 2.42/2.48/2.50 元，对应 2025 年 8 月 4 日股价的 PE 分别为 16/15/15 倍。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭价格大幅下降；火电需求不及预期；重组进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	338,375	318,244	333,255	345,890
增长率 (%)	-1.4	-5.9	4.7	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	58,671	48,012	49,368	49,732
增长率 (%)	-1.7	-18.2	2.8	0.7
每股收益 (元)	2.95	2.42	2.48	2.50
PE	13	16	15	15
PB	1.7	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

37.56 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihong@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 1.中国神华 (601088.SH) 2025 年一季报点评：业绩表现稳健，煤炭业务盈利增强-2025/04/26
- 2.中国神华 (601088.SH) 2024 年年报点评：业绩、分红稳健，龙头股息价值凸显-2025/03/22
- 3.中国神华 (601088.SH) 2024 年业绩预告点评：业绩亮眼，分红再提升，龙头引领风向-2025/01/23
- 4.中国神华 (601088.SH) 事件点评：收购分红并行，股息价值再提升-2025/01/21
- 5.中国神华 (601088.SH) 2024 年三季报点评：业绩超预期，龙头优势持续释放-2024/10/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338,375	318,244	333,255	345,890
营业成本	223,192	219,565	231,204	242,226
营业税金及附加	17,784	16,726	17,515	18,179
销售费用	491	462	484	502
管理费用	10,340	9,725	10,184	10,570
研发费用	2,727	2,565	2,686	2,788
EBIT	83,880	69,395	71,385	71,836
财务费用	129	319	997	1,070
资产减值损失	-535	-1,378	-1,449	-1,516
投资收益	4,871	4,581	4,797	4,979
营业利润	88,362	72,380	73,842	74,338
营业外收支	-2,569	-2,173	-1,653	-1,616
利润总额	85,793	70,207	72,189	72,722
所得税	16,928	13,853	14,244	14,349
净利润	68,865	56,355	57,946	58,373
归属于母公司净利润	58,671	48,012	49,368	49,732
EBITDA	108,336	94,517	97,870	98,990

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	145,368	153,257	160,773
应收账款及票据	15,502	14,459	15,141	15,715
预付款项	6,232	6,131	6,456	6,763
存货	12,482	11,545	12,157	12,737
其他流动资产	28,494	19,152	19,796	20,440
流动资产合计	205,125	196,655	206,808	216,429
长期股权投资	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	257,149	272,088	286,322	299,808
无形资产	64,776	65,776	66,776	67,776
非流动资产合计	452,943	472,872	489,272	505,329
资产合计	658,068	669,527	696,080	721,758
短期借款	1,037	1,537	2,037	2,537
应付账款及票据	38,205	37,584	39,576	41,463
其他流动负债	53,378	52,493	54,338	56,022
流动负债合计	92,620	91,614	95,952	100,022
长期借款	28,932	29,932	30,932	31,932
其他长期负债	32,564	30,647	30,647	30,647
非流动负债合计	61,496	60,579	61,579	62,579
负债合计	154,116	152,193	157,531	162,601
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
少数股东权益	77,086	85,428	94,006	102,647
股东权益合计	503,952	517,334	538,550	559,157
负债和股东权益合计	658,068	669,527	696,080	721,758

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.37	-5.95	4.72	3.79
EBIT 增长率	-7.80	-17.27	2.87	0.63
净利润增长率	-1.71	-18.17	2.82	0.74
盈利能力 (%)				
毛利率	34.04	31.01	30.62	29.97
净利率	17.34	15.09	14.81	14.38
总资产收益率 ROA	8.92	7.17	7.09	6.89
净资产收益率 ROE	13.74	11.12	11.11	10.89
偿债能力				
流动比率	2.21	2.15	2.16	2.16
速动比率	1.92	1.85	1.86	1.87
现金比率	1.54	1.59	1.60	1.61
资产负债率 (%)	23.42	22.73	22.63	22.53
经营效率				
应收账款周转天数	12.95	13.61	12.83	12.89
存货周转天数	20.43	19.70	18.45	18.50
总资产周转率	0.53	0.48	0.49	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	2.95	2.42	2.48	2.50
每股净资产	21.48	21.74	22.37	22.98
每股经营现金流	4.70	4.03	4.33	4.37
每股股利	2.26	1.85	1.90	1.91
估值分析				
PE	13	16	15	15
PB	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.92	6.79	6.55	6.48
股息收益率 (%)	6.02	4.92	5.06	5.10

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	68,865	56,355	57,946	58,373
折旧和摊销	24,456	25,123	26,484	27,154
营运资金变动	4,146	-2,110	675	525
经营活动现金流	93,348	80,019	86,008	86,896
资本开支	-35,790	-45,308	-44,855	-45,170
投资	-17,675	9,596	0	0
投资活动现金流	-85,359	-32,517	-40,057	-40,190
股权募资	1,015	0	0	0
债务募资	-584	1,165	1,500	1,500
筹资活动现金流	-51,173	-44,549	-38,061	-39,190
现金净流量	-43,100	2,953	7,889	7,516

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048