

煤炭

2025年08月04日

中国神华 (601088)

——点评：集团煤电化运资产有望注入，将夯实公司一体化运营模式

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**8月1日，公司公告，收到控股股东国家能源集团的《关于筹划重大事项的通知》，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。
- **交易将涉及 13 项资产，体量预计较大。**本次交易涉及的重组标的，包括国家能源集团持有的国源电力、神华煤制油化工公司、新疆能源、乌海能源、包头矿业、神延煤炭、晋神能源、内蒙古平庄煤业、内蒙建投、神华煤炭运销公司、国能港口公司、航运公司、电子商务公司等 13 项资产的股权。国家能源集团与中国神华于 2005 年 5 月 24 日签订的《避免同业竞争协议》、于 2018 年 3 月 1 日签订的《避免同业竞争协议之补充协议》、于 2023 年 4 月 28 日签署的《避免同业竞争协议之补充协议（二）》，此次交易旨在进一步解决同业竞争问题、推动优质煤炭资源向上市公司汇聚、夯实公司的一体化运营模式。**2024 年，国家能源集团煤炭产量 6.2 亿吨，中国神华商品煤产量 3.27 亿吨**，集团资产注入后，上市公司煤炭产销量有望大幅增长。**本次交易拟由公司发行 A 股股份及支付现金购买资产，并同步于 A 股募集配套资金。**
- **公司于 7 月 14 日发布 25 年上半年业绩预告，业绩较平稳、超市场预期**，上半年公司实现归母净利润约 236-256 亿元，同比下降 13.2%-20%。即 Q2 单季度业绩为 116.51-136.51 亿元，同比 24Q2 的 136.2 亿元下降 14.46%至增长 0.23%；环比 25Q1 的 119.49 亿元下降 2.49%至增长 14.24%。上半年商品煤产量 1.65 亿吨，同比下降 1.7%；总发电量 987.8 亿千瓦时，同比下降 7.4%；总售电量 929.1 亿千瓦时，同比下降 7.3%。**公司通过促销售、争发电、精管理等方式，保证了上半年业绩的整体平稳运行。**
- **高股息奠定公司长期投资价值。**1月22日公司公告 25-27 年分红规划，提出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%。24 年公司实际分红比率约 76.53%，参考 8 月 4 日收盘价，公司 A 股股息率约 6%；**基于我们模型测算的公司 25 年业绩约 491.08 亿元**，参考 8 月 4 日收盘价，**预计公司 A 股股息率高达 5.0%**。
- **投资分析意见：**由于市场煤价下跌，我们下调公司 25-27 年业绩预测，由 538.52、547.68、555.03 亿元下调至 491.08、501.37、509.08 亿元，25-27 年 eps 分别为 2.47、2.52 和 2.56 元，对应 PE 估值 15、15、15 倍。公司一体化运营业绩稳健、且兼具高股息属性，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济下滑致下游需求下滑，煤炭产品价格超预期下跌、火电发电量及电价大幅下跌。2、**截至目前，本次交易仍处于筹划阶段，交易各方尚未签署正式的交易协议，本次交易尚需履行必要的内部决策程序，并经有权监管机构批准后方可正式实施，本次交易最终能否实施尚存在不确定性。**

市场数据：2025年08月04日

收盘价(元)	37.56
一年内最高/最低(元)	47.50/34.78
市净率	1.7
股息率%(分红/股价)	6.02
流通 A 股市值(百万元)	619,403
上证指数/深证成指	3,583.31/11,041.56

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	21.80
资产负债率%	23.71
总股本/流通 A 股(百万)	19,869/16,491
流通 B 股/H 股(百万)	-/3,377

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818x
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	338,375	69,585	311,896	317,011	320,869
同比增长率(%)	-1.4	-21.1	-7.8	1.6	1.2
归母净利润(百万元)	58,671	11,949	49,108	50,137	50,908
同比增长率(%)	-1.7	-18.0	-16.3	2.1	1.5
每股收益(元/股)	2.95	0.60	2.47	2.52	2.56
毛利率(%)	34.0	34.1	32.0	31.8	31.8
ROE(%)	13.7	2.8	12.0	11.9	11.8
市盈率	13		15	15	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343,074	338,375	311,896	317,011	320,869
其中：营业收入	343,074	338,375	311,896	317,011	320,869
减：营业成本	219,922	223,192	212,013	216,209	218,776
减：税金及附加	18,385	17,784	16,392	16,661	16,864
主营业务利润	104,767	97,399	83,491	84,141	85,229
减：销售费用	425	491	453	460	466
减：管理费用	9,812	10,340	9,531	9,193	9,305
减：研发费用	3,007	2,727	2,495	2,219	2,086
减：财务费用	501	129	189	373	468
经营性利润	91,022	83,712	70,823	71,896	72,904
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-285	-128	-120	-120	-120
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3,691	-535	-530	-530	-530
加：投资收益及其他	4,238	5,204	4,155	4,532	4,630
营业利润	91,367	88,362	74,478	75,892	77,008
加：营业外净收入	-4,191	-2,569	-2,569	-2,569	-2,569
利润总额	87,176	85,793	71,909	73,323	74,439
减：所得税	17,578	16,928	14,268	14,474	14,686
净利润	69,598	68,865	57,640	58,848	59,753
少数股东损益	9,904	10,194	8,532	8,711	8,845
归属于母公司所有者的净利润	59,694	58,671	49,108	50,137	50,908

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。