

2025年08月06日

## 中国神华 (601088.SH)

投资评级：买入（维持）

——发布收购预案解决同业竞争 煤炭龙头行稳致远

## 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

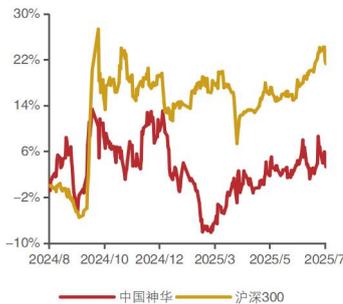
邱达治

SAC: S1350525050001

qiudazhi@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025年08月01日

收盘价(元)	37.56
一年内最高/最低(元)	47.50/34.78
总市值(百万元)	746,261.61
流通市值(百万元)	746,261.61
总股本(百万股)	19,868.52
资产负债率(%)	23.71
每股净资产(元/股)	21.80

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 事件：**公司发布公告，收购国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电、煤制油、煤制气、煤化工等资产，公告称具体方案尚待进一步商讨确定，并视具体情况募集配套资金。
- 继2025年2月初收购杭锦能源后，公司为履行避免同业竞争承诺，再次启动资产注入。**自2014年发布关于履行避免同业竞争承诺的公告以来，公司2025年2月12日公告完成收购杭锦能源的对价支付，为公司承诺以来的首次资产注入。收购杭锦能源增加在产矿井产能1570万吨，增加在建矿井塔然高勒矿产能1000万吨，预计2028年建成、2029年达产。在此基础上，公司2025年8月2日发布公告，收购国家能源集团旗下国源电力、煤制油化工公司、新疆能源化工公司、乌海能源、包头矿业、神延煤炭、晋神能源、平庄煤矿、内蒙建投、煤炭运销公司、港口公司、航运公司、电子商务公司股权，预计资产总额在千亿量级。
- 上述资产中，产能最大的为新疆能源，截至2024年底，新疆能源资产总额400亿元，拥有资源356亿吨，煤炭产能10150万吨/年、电力总装机192.3万千瓦、铁路400公里、活性炭2万吨/年、在建准东20亿立方煤制气项目。此外，乌海能源主业为焦煤，煤炭资源储量15.92亿吨，可采储量5.02亿吨，拥有10座矿井，矿井核定总产能1500万吨/年，设计洗选能力1980万吨/年。从战略上看，此次重组有望实现煤炭产业全链条资源优化配置，进一步提高一体化运营能力，并解决同业竞争问题，是公司长期以来对解决同业竞争问题承诺的重要落地。
- 公司上半年业绩韧性强，股息率仍然较为可观。**公司近日披露2025年上半年业绩情况，预计2025年上半年实现扣非归母净利润233亿元至253亿元，与上年同期相比，减少42亿元至62亿元，下降14.2%至21.0%。考虑到上半年煤价走势疲软，该业绩符合预期。分红方面，本次收购有望显著提升公司煤炭资源保有量，提升煤炭保供能力和一体化运营能力，预计此次购买资产不会影响公司分红能力，根据我们预计的2025年公司归母净利润，以2024年分红率测算，对应2025年8月3日股价的股息率为5.4%。
- 煤价筑底，供需再平衡初期，龙头股息更具确定性及吸引力。**2025年上半年，国内低煤价导致进口煤减量、国内原煤产量环比增幅下降，港口持续去库，行业自发性的出清已经开始，煤价或已经进入底部。叠加2025年7月国家能源局开展煤炭“查超产”核查，煤炭供给端或迎来更为显著的政策出清压力，供给改善步伐有望加快，煤价受供给收缩支撑的力度有望增强。同时，考虑全国煤炭总库存仍然偏高，我们判断当前为供给出清初期，实现完全供需平衡仍需时间，需求端的高增长亦尚不明显，预计秦皇岛港5500大卡动力煤价格会维持在700元/吨中枢运行。因此，建议当前时点战略性看多煤炭板块，保持煤价弹性“会迟到但不会缺席”的预期，中国神华在煤价底部区间是更具股息确定性及吸引力的煤炭龙头。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年的归母净利润为530.7、550.4、566.3亿元，当前股价对应的PE分别为14.1、13.6、13.2倍，我们认为非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，公司对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平。维持“买入”评级。
- 风险提示。**煤价波动超出预期，新能源转型速度加快，储能技术重大突破。

## 盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	331,000	341,013	348,384
同比增长率(%)	-0.42%	-1.37%	-2.18%	3.03%	2.16%
归母净利润(百万元)	59,694	58,671	53,065	55,037	56,626
同比增长率(%)	-14.26%	-1.71%	-9.55%	3.72%	2.89%
每股收益(元/股)	3.00	2.95	2.67	2.77	2.85
ROE(%)	14.61%	13.74%	11.84%	11.71%	11.49%
市盈率(P/E)	12.50	12.72	14.06	13.56	13.18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	178,644	214,861	248,851
应收票据及账款	16,676	14,991	15,445	15,779
预付账款	6,232	6,142	6,328	6,464
其他应收款	2,378	2,415	2,488	2,542
存货	12,482	12,945	13,521	13,789
其他流动资产	24,942	24,267	24,478	24,633
<b>流动资产总计</b>	<b>205,125</b>	<b>239,404</b>	<b>277,121</b>	<b>312,059</b>
长期股权投资	59,840	64,184	68,528	72,872
固定资产	258,715	248,505	237,933	227,001
在建工程	27,575	22,979	18,383	13,788
无形资产	64,776	65,267	68,149	70,923
长期待摊费用	4,175	2,088	0	0
其他非流动资产	37,862	40,362	40,362	40,362
<b>非流动资产合计</b>	<b>452,943</b>	<b>443,384</b>	<b>433,356</b>	<b>424,946</b>
<b>资产总计</b>	<b>658,068</b>	<b>682,788</b>	<b>710,477</b>	<b>737,004</b>
短期借款	1,037	0	0	0
应付票据及账款	38,205	40,177	41,967	42,798
其他流动负债	53,378	54,025	56,300	57,410
<b>流动负债合计</b>	<b>92,620</b>	<b>94,202</b>	<b>98,266</b>	<b>100,208</b>
长期借款	29,958	22,629	15,522	8,848
其他非流动负债	31,538	31,538	31,538	31,538
<b>非流动负债合计</b>	<b>61,496</b>	<b>54,167</b>	<b>47,060</b>	<b>40,386</b>
<b>负债合计</b>	<b>154,116</b>	<b>148,370</b>	<b>145,327</b>	<b>140,594</b>
股本	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	68,296	68,296	68,296	68,296
留存收益	338,701	359,927	381,942	404,592
归属母公司权益	426,866	448,092	470,107	492,757
少数股东权益	77,086	86,327	95,043	103,653
<b>股东权益合计</b>	<b>503,952</b>	<b>534,419</b>	<b>565,150</b>	<b>596,410</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>658,068</b>	<b>682,788</b>	<b>710,477</b>	<b>737,004</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	68,865	60,067	61,514	62,997
折旧与摊销	24,426	23,903	24,372	22,754
财务费用	129	736	237	-221
投资损失	-4,871	-4,871	-4,871	-4,871
营运资金变动	512	4,569	2,564	994
其他经营现金流	4,287	2,635	2,635	2,635
<b>经营性现金净流量</b>	<b>93,348</b>	<b>87,039</b>	<b>86,451</b>	<b>84,289</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-85,359</b>	<b>-9,869</b>	<b>-9,869</b>	<b>-9,869</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-51,173</b>	<b>-40,941</b>	<b>-40,365</b>	<b>-40,429</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-43,100</b>	<b>36,229</b>	<b>36,217</b>	<b>33,991</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>338,375</b>	<b>331,000</b>	<b>341,013</b>	<b>348,384</b>
<b>营业成本</b>	<b>223,192</b>	<b>225,889</b>	<b>235,949</b>	<b>240,626</b>
税金及附加	17,784	16,881	16,028	17,419
销售费用	491	480	495	506
管理费用	10,340	10,129	9,548	9,406
研发费用	2,727	2,668	2,748	2,808
财务费用	129	736	237	-221
资产减值损失	-535	-523	-539	-551
信用减值损失	-128	-125	-129	-132
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4,871	4,871	4,871	4,871
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	107	107	107	107
其他收益	333	333	333	333
<b>营业利润</b>	<b>88,362</b>	<b>78,879</b>	<b>80,652</b>	<b>82,468</b>
营业外收入	813	813	813	813
营业外支出	3,382	3,382	3,382	3,382
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>85,793</b>	<b>76,310</b>	<b>78,083</b>	<b>79,899</b>
所得税	16,928	14,005	14,330	14,663
<b>净利润</b>	<b>68,865</b>	<b>62,306</b>	<b>63,753</b>	<b>65,236</b>
少数股东损益	10,194	9,241	8,716	8,610
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>58,671</b>	<b>53,065</b>	<b>55,037</b>	<b>56,626</b>
EPS(元)	2.95	2.67	2.77	2.85

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-1.37%	-2.18%	3.03%	2.16%
营业利润增长率	-3.29%	-10.73%	2.25%	2.25%
归母净利润增长率	-1.71%	-9.55%	3.72%	2.89%
经营现金流增长率	4.08%	-6.76%	-0.68%	-2.50%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.04%	31.76%	30.81%	30.93%
净利率	20.35%	18.82%	18.70%	18.73%
ROE	13.74%	11.84%	11.71%	11.49%
ROA	8.92%	7.77%	7.75%	7.68%
<b>估值倍数</b>				
P/E	12.72	14.06	13.56	13.18
P/S	2.21	2.25	2.19	2.14
P/B	1.75	1.67	1.59	1.51
股息率	4.99%	4.27%	4.43%	4.55%
EV/EBITDA	8	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。