

## 中国神华 (601088.SH)

2025年08月19日

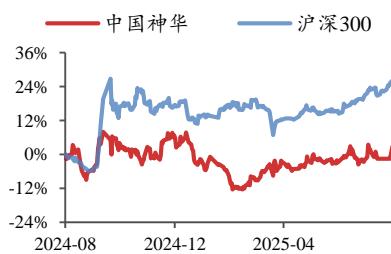
## 开启大规模资产收购，强化一体化运营护城河

## ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/8/18
当前股价(元)	39.23
一年最高最低(元)	47.50/34.78
总市值(亿元)	7,794.42
流通市值(亿元)	6,469.43
总股本(亿股)	198.69
流通股本(亿股)	164.91
近3个月换手率(%)	9.28

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《煤电量价齐跌致业绩回落，高分红中长期价值凸显—公司2025年一季报点评报告》-2025.4.28

《高长协和一体化致业绩稳健，高分红行业标杆—公司2024年报点评报告》-2025.3.24

《提高三年分红承诺彰显价值，拟收资产开启新成长—公司信息更新报告》-2025.1.23

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

## ● 开启大规模资产收购，强化一体化运营护城河，维持“买入”评级

公司发布《中国神华能源股份有限公司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预案》。拟由公司发行A股股份及支付现金购买资产并同步募集配套资金方式，向国家能源集团及西部能源，购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电及煤化工等相关资产，包括国源电力、神延煤炭、新疆能源等12家公司股权以及西部能源持有的内蒙古建投股权。考虑2025年煤价下滑因素和未来行业变化趋势，我们调整2025-2027年盈利预测（暂不考虑资产注入），预计2025-2027年归母净利润为513.1/530.8/535.4亿元（前值为548.8/555.9/562.7亿元），同比-12.5%/+3.5%/+0.9%；EPS为2.58/2.67/2.69元，对应当前股价PE为15/14.5/14.4倍。公司盈利相对稳定，持续高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

## ● 拓宽产业布局，提高一体化核心运营能力

中国神华一体化产业经营范围包括煤炭、铁路、港口、航运、煤电、煤化工六大板块业务。本次交易涉及13项资产的股权，包括6项煤炭资产、1项坑口煤电一体化资产、2项化工资产以及4项运输销售产业资产。标的公司资产质量优异，涵盖资源禀赋优异的煤炭企业和高科技煤化工企业，将显著提升中国神华的整体盈利水平。根据公司公告披露，截至2024年底，标的资产合计总资产2584亿元，合计营业收入1260亿元，合计扣非归母净利润80亿元。收购公司（国源电力、新疆能源、化工公司、乌海能源、平庄煤业、内蒙古建投、神延煤炭、晋神能源、包头矿业、航运公司、煤炭运销公司、电子商务公司、港口公司）2024年扣非归母净利润分别为27.91/7.61/6.69/15.24/1.53/-7.34/25.52/3.87/-2.55/1.85/0.50/0.76/0.44亿元，ROE约为8.26%/6.53%/3.82%/13.17%/4.97%/32.77%/32.36%/5.82%/-4.94%/16.62%/6.19%/41.60%/29.18%。通过本次收购，预计中国神华的资源保有量和产业链完整性将得到显著提升，有利于中国神华长期发展，从而达到实现增厚ROE、EPS等盈利指标的目的。

## ● 资金储备充足财务稳健，维持高回报可持续分红

截至2024年，中国神华货币资金1424亿元，能够支持现金支付；资产负债率23.42%，处于行业较低水平，具备充足债务融资空间；经营活动产生的现金流量净额933亿元，同比+4.2%，且标的资产均为避免同业竞争的承诺资产以及集团的优质存量资产，预计将带来稳定经营性净现金流。交易采用现金加发行股份支付方式，同时配套募集一定资金，充分考虑正常生产经营资本开支，进一步优化公司中长期发展业绩情况。在行业承压的背景下，公司坚持可持续高回报分红政策，规划2025至2027年最低现金分红比例不低于65%且2024年分红率达到76.5%，本次资产注入交易能进一步提升公司一体化运营效率，更好回报投资者。

## ● 风险提示：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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	336,497	354,825	363,125
YOY(%)	-0.4	-1.4	-0.6	5.4	2.3
归母净利润(百万元)	59,694	58,671	51,309	53,084	53,541
YOY(%)	-14.3	-1.7	-12.5	3.5	0.9
毛利率(%)	35.9	34.0	30.6	30.0	29.3
净利率(%)	17.4	17.3	15.2	15.0	14.7
ROE(%)	14.5	13.9	10.8	10.6	10.1
EPS(摊薄/元)	3.00	2.95	2.58	2.67	2.69
P/E(倍)	12.9	13.1	15.0	14.5	14.4
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	198951	207139	259138	277049	310208	<b>营业收入</b>	343074	338375	336497	354825	363125
现金	149986	143845	202108	212878	249211	营业成本	219922	223192	233655	248422	256602
应收票据及应收账款	19858	15605	17560	18477	17847	营业税金及附加	18385	17784	18408	19025	19473
其他应收款	2731	2302	2706	2573	2830	营业费用	425	491	435	471	493
预付账款	5999	6544	5974	7202	6294	管理费用	9812	10340	9868	10466	10819
存货	12846	12666	13937	14403	14842	研发费用	3007	2727	3099	3079	3141
其他流动资产	7531	26177	16854	21516	19185	财务费用	501	129	-1772	-2980	-3843
<b>非流动资产</b>	431180	460883	449114	459130	457172	资产减值损失	-3691	-535	532	561	574
长期投资	55571	59842	68315	76761	85479	其他收益	423	333	453	403	396
固定资产	256933	261820	248077	247902	238484	公允价值变动收益	0	2	1	1	1
无形资产	61630	66663	70115	74689	77569	投资净收益	3815	4871	3702	4129	4234
其他非流动资产	57046	72558	62607	59778	55640	资产处置收益	83	107	150	113	124
<b>资产总计</b>	630131	668022	708252	736179	767380	<b>营业利润</b>	91367	88362	76451	80294	80484
<b>流动负债</b>	91585	105116	97480	99617	102017	营业外收入	912	813	723	816	784
短期借款	2927	4812	3870	4341	4105	营业外支出	5103	3382	3606	4030	3673
应付票据及应付账款	38901	38961	42956	43896	45932	<b>利润总额</b>	87176	85793	73567	77079	77595
其他流动负债	49757	61343	50654	51381	51980	所得税	17578	16928	13491	14962	14867
<b>非流动负债</b>	60176	66261	54051	49580	41240	<b>净利润</b>	69598	68865	60076	62117	62728
长期借款	32608	31682	22978	16754	9290	少数股东损益	9904	10194	8767	9033	9187
其他非流动负债	27568	34579	31074	32826	31950	<b>归属母公司净利润</b>	59694	58671	51309	53084	53541
<b>负债合计</b>	151761	171377	151531	149197	143257	EBITDA	109647	108032	91914	95202	94542
少数股东权益	69678	77086	85853	94886	104074	EPS(元)	3.00	2.95	2.58	2.67	2.69
<b>股本</b>	19869	19869	19869	19869	19869	<b>主要财务比率</b>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	68182	81276	81276	81276	81276	<b>成长能力</b>					
留存收益	299924	292939	323384	359713	403447	营业收入(%)	-0.4	-1.4	-0.6	5.4	2.3
<b>归属母公司股东权益</b>	408692	419559	470868	492096	520049	营业利润(%)	-6.9	-3.3	-13.5	5.0	0.2
负债和股东权益	630131	668022	708252	736179	767380	归属于母公司净利润(%)	-14.3	-1.7	-12.5	3.5	0.9
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	35.9	34.0	30.6	30.0	29.3
						净利率(%)	17.4	17.3	15.2	15.0	14.7
						ROE(%)	14.5	13.9	10.8	10.6	10.1
						ROIC(%)	14.5	13.6	10.9	10.7	10.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	24.1	25.7	21.4	20.3	18.7
						净负债比率(%)	-19.1	-13.5	-27.0	-28.1	-33.6
						流动比率	2.2	2.0	2.7	2.8	3.0
						速动比率	1.9	1.7	2.4	2.5	2.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	30.0	27.7	28.9	28.3	28.6
						应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.58	2.67	2.69
						每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	4.03	3.87	4.09
						每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.12	23.70	24.77	26.17
						<b>估值比率</b>					
						P/E	12.9	13.1	15.0	14.5	14.4
						P/B	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5
						EV/EBITDA	6.8	7.0	7.6	7.2	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，开源证券不对其实内容负责。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形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