

中国神华 (601088.SH)

资产收购规模近千亿元，高比例现金分红可持续

事件：中国神华8月16日发布《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》，涉及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，同时发布了中期利润分配公告。

明确收购范围，进一步整合集团优质资源。此次《预案》明确中国神华拟通过发行A股股份及支付现金的方式购买国家能源集团持有的国源电力、新疆能源、化工公司、乌海能源、平庄煤业、航运公司、包头矿业、煤炭运销公司、电子商务公司和港口公司100%股权、神延煤炭41%股权、晋神能源49%股权，并以支付现金的方式购买西部能源持有的内蒙建投100%股权；同时公司拟向不超过35名特定投资者发行A股股份募集配套资金，A股发行价已定为30.38元/股。此次收购是继2025年初完成杭锦能源100%股权交割后，进一步整合集团煤炭开采、坑口煤电、煤化工及物流服务业务板块优质资源，有利于公司优化产能匹配，提升公司整体盈利能力，进一步巩固其作为全球领先综合能源上市公司的地位。

丰富煤炭资源储量，形成空间产业互补。本次《预案》虽未详细公布标的资产资源情况，但明确指出新疆能源下属新疆准东露天煤矿最新核定产能已达3500万吨/年，是国内第二大露天煤矿，可采储量超过20亿吨，年产量可满足2座千万千瓦级电厂全年需求。此外标的公司还拥有新疆红沙泉一号露天煤矿（核定产能3000万吨/年）、新疆黑山露天煤矿（核定产能1600万吨/年）、内蒙古贺斯格乌拉南露天煤矿（核定产能1500万吨/年）等国内煤炭产能及资源储量领先的大型煤矿。标的煤矿与现有煤炭资源形成地理空间互补，物流资产强化“西煤东运”通道节点功能，煤电一体化项目进一步补齐了中国神华一体化产业链条，共同构建多层次、立体化的现代煤炭供应体系。

标的净资产近千亿元，持续关注交易价格。此次收购涉及13项资产，截至2024年底，标的资产合计总资产为2583.62亿元，合计归母净资产为938.88亿元；2024年度，标的资产合计实现营业收入为1259.96亿元，合计扣非归母净利润为80.05亿元，合计剔除长期资产减值损失影响后的扣非归母净利润为98.11亿元，目前标的资产的审计、评估工作尚未完成，后续仍需关注具体交易价格及股份发行数量。

积极回报投资者，进一步提高分红率。公司公告称此前于6月20日召开的股东大会审议通过了2025-2027年度股东回报规划议案，在符合《中国神华能源股份有限公司章程》规定的情形下，公司2025-2027年度每年以现金方式分配的利润不少于本公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的65%，相比2022-2024年度股东回报规划提高5个百分点。同时，公司拟进行2025年中期利润分配，分配金额不少于2025年上半年本公司实现的归属于本公司股东的净利润的75%。依据公司业绩预告初步估计，中期分红总额177-192亿元，每股分红0.89-0.97元，按2025年8月20日收盘价计算，公司A股股息率为5.85%，H股股息率为6.83%。

维持“强烈推荐”投资评级。我们认为此次收购将显著提升公司未来煤炭产能，同时深化构筑“煤电化运”一体化全产业链，对公司未来盈利能力具有深远影响，具体交易金额仍需持续关注。暂不考虑增发股份及资产收购的影响，

强烈推荐（维持）

周期/煤炭开采

目标估值：NA

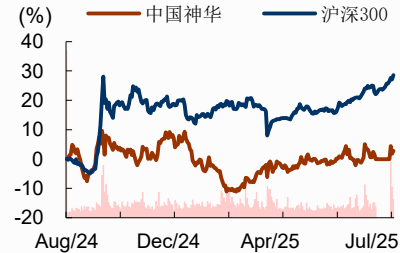
当前股价：38.63元

基础数据

| | |
|-------------|----------------|
| 总股本（百万股） | 19869 |
| 已上市流通股（百万股） | 16491 |
| 总市值（十亿元） | 767.5 |
| 流通市值（十亿元） | 637.0 |
| 每股净资产（MRQ） | 21.8 |
| ROE（TTM） | 12.6 |
| 资产负债率 | 23.7% |
| 主要股东 | 国家能源投资集团有限责任公司 |
| 主要股东持股比例 | 69.52% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 3 | 11 | -0 |
| 相对表现 | -1 | 3 | -26 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国神华（601088）一启动千亿元资产收购，进一步打造“煤电化运”全产业链》2025-08-06
- 《中国神华（601088）一煤电化运一体化布局，铸就央企高分红典范》2025-07-21

谢笑妍 S1090519030003

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

原思雨 研究助理

yuansiyu@cmschina.com.cn

预计 2025-2027 年公司归母净利润 511.74/530.10/556.66 亿元，同比 -12.8%/+3.6%/+5.0%，对应 EPS 分别为 2.58/2.67/2.80 元/股，对应 P/E 分别为 15.0/14.5/13.8，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：煤炭生产不及预期、煤炭价格超预期下跌、煤炭进口超预期、市场电价不及预期等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 343074 | 338375 | 283388 | 308626 | 343647 |
| 同比增长 | 0% | -1% | -16% | 9% | 11% |
| 营业利润(百万元) | 91367 | 88362 | 77231 | 80116 | 84278 |
| 同比增长 | -7% | -3% | -13% | 4% | 5% |
| 归母净利润(百万元) | 59694 | 58671 | 51174 | 53010 | 55666 |
| 同比增长 | -14% | -2% | -13% | 4% | 5% |
| 每股收益(元) | 3.00 | 2.95 | 2.58 | 2.67 | 2.80 |
| PE | 12.9 | 13.1 | 15.0 | 14.5 | 13.8 |
| PB | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 198951 | 205125 | 198617 | 224117 | 252653 |
| 现金 | 149986 | 142415 | 143543 | 165344 | 188761 |
| 交易性投资 | 0 | 17302 | 17302 | 17302 | 17302 |
| 应收票据 | 7983 | 3036 | 2543 | 2769 | 3083 |
| 应收款项 | 11875 | 12466 | 10440 | 11370 | 12660 |
| 其它应收款 | 2731 | 2378 | 1992 | 2169 | 2415 |
| 存货 | 12846 | 12482 | 10282 | 11421 | 12993 |
| 其他 | 13530 | 15046 | 12515 | 13741 | 15438 |
| 非流动资产 | 431180 | 452943 | 453891 | 454990 | 456195 |
| 长期股权投资 | 55571 | 59840 | 59840 | 59840 | 59840 |
| 固定资产 | 256933 | 257149 | 265410 | 273007 | 279993 |
| 无形资产商誉 | 61630 | 64776 | 58298 | 52469 | 47222 |
| 其他 | 57046 | 71178 | 70343 | 69675 | 69141 |
| 资产总计 | 630131 | 658068 | 652509 | 679107 | 708847 |
| 流动负债 | 91585 | 92620 | 71901 | 75685 | 80908 |
| 短期借款 | 2927 | 1037 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 38901 | 38205 | 31472 | 34958 | 39769 |
| 预收账款 | 7208 | 4118 | 3392 | 3768 | 4287 |
| 其他 | 42549 | 49260 | 37037 | 36959 | 36852 |
| 长期负债 | 60176 | 61496 | 61496 | 61496 | 61496 |
| 长期借款 | 29636 | 28932 | 28932 | 28932 | 28932 |
| 其他 | 30540 | 32564 | 32564 | 32564 | 32564 |
| 负债合计 | 151761 | 154116 | 133397 | 137181 | 142404 |
| 股本 | 19869 | 19869 | 19869 | 19869 | 19869 |
| 资本公积金 | 68182 | 68296 | 68296 | 68296 | 68296 |
| 留存收益 | 320641 | 338701 | 344971 | 358577 | 373425 |
| 少数股东权益 | 69678 | 77086 | 85975 | 95184 | 104853 |
| 归属于母公司所有者权益 | 408692 | 426866 | 433136 | 446742 | 461590 |
| 负债及权益合计 | 630131 | 658068 | 652509 | 679107 | 708847 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 89687 | 93348 | 85157 | 86542 | 89045 |
| 净利润 | 69598 | 68865 | 60064 | 62218 | 65335 |
| 折旧摊销 | 24641 | 24172 | 28725 | 28598 | 28514 |
| 财务费用 | 459 | 91 | 108 | 118 | 131 |
| 投资收益 | (3815) | (4871) | (4358) | (4746) | (5285) |
| 营运资金变动 | (1196) | (7518) | 932 | (217) | (315) |
| 其它 | 0 | 12609 | (313) | 571 | 665 |
| 投资活动现金流 | (36974) | (85359) | (25607) | (25219) | (24680) |
| 资本支出 | (37084) | (37032) | (29965) | (29965) | (29965) |
| 其他投资 | 110 | (48327) | 4358 | 4746 | 5285 |
| 筹资活动现金流 | (76131) | (51173) | (58422) | (39522) | (40949) |
| 借款变动 | (30019) | (8067) | (13410) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 168 | 114 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (50666) | (44904) | (44904) | (39404) | (40818) |
| 其他 | 4386 | 1684 | (108) | (118) | (131) |
| 现金净增加额 | (23418) | (43184) | 1128 | 21801 | 23416 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 343074 | 338375 | 283388 | 308626 | 343647 |
| 营业成本 | 219922 | 223192 | 183857 | 204224 | 232328 |
| 营业税金及附加 | 18385 | 17784 | 14894 | 16220 | 18061 |
| 营业费用 | 425 | 491 | 411 | 448 | 499 |
| 管理费用 | 9812 | 10340 | 8660 | 9431 | 10501 |
| 研发费用 | 3007 | 2727 | 2284 | 2487 | 2769 |
| 财务费用 | 501 | 129 | 108 | 118 | 131 |
| 资产减值损失 | (3893) | (556) | (301) | (328) | (365) |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 423 | 333 | 279 | 304 | 338 |
| 投资收益 | 3815 | 4871 | 4079 | 4443 | 4947 |
| 营业利润 | 91367 | 88362 | 77231 | 80116 | 84278 |
| 营业外收入 | 912 | 813 | 681 | 742 | 826 |
| 营业外支出 | 5103 | 3382 | 2832 | 3085 | 3435 |
| 利润总额 | 87176 | 85793 | 75080 | 77773 | 81669 |
| 所得税 | 17578 | 16928 | 15016 | 15555 | 16334 |
| 少数股东损益 | 9904 | 10194 | 8889 | 9208 | 9670 |
| 归属于母公司净利润 | 59694 | 58671 | 51174 | 53010 | 55666 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 0% | -1% | -16% | 9% | 11% |
| 营业利润 | -7% | -3% | -13% | 4% | 5% |
| 归母净利润 | -14% | -2% | -13% | 4% | 5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 35.9% | 34.0% | 35.1% | 33.8% | 32.4% |
| 净利率 | 17.4% | 17.3% | 18.1% | 17.2% | 16.2% |
| ROE | 14.9% | 14.0% | 11.9% | 12.0% | 12.3% |
| ROIC | 14.1% | 13.1% | 11.3% | 11.5% | 11.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 24.1% | 23.4% | 20.4% | 20.2% | 20.1% |
| 净负债比率 | 6.3% | 6.4% | 4.4% | 4.3% | 4.1% |
| 流动比率 | 2.2 | 2.2 | 2.8 | 3.0 | 3.1 |
| 速动比率 | 2.0 | 2.1 | 2.6 | 2.8 | 3.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 17.6 | 17.6 | 16.2 | 18.8 | 19.0 |
| 应收账款周转率 | 21.5 | 19.1 | 19.9 | 22.8 | 23.0 |
| 应付账款周转率 | 5.6 | 5.8 | 5.3 | 6.1 | 6.2 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 3.00 | 2.95 | 2.58 | 2.67 | 2.80 |
| 每股经营净现金 | 4.51 | 4.70 | 4.29 | 4.36 | 4.48 |
| 每股净资产 | 20.57 | 21.48 | 21.80 | 22.48 | 23.23 |
| 每股股利 | 2.26 | 2.26 | 1.98 | 2.05 | 2.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 12.9 | 13.1 | 15.0 | 14.5 | 13.8 |
| PB | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 7.5 | 7.7 | 8.0 | 7.7 | 7.5 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。