

中国神华 (601088.SH)

千亿资产收购方案落地，黑金航母扩容再启航

公司发布《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报告书》公告。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100%股权、新疆能源100%股权、化工公司100%股权、乌海能源100%股权、平庄煤业100%股权、神延煤炭41%股权、晋神能源49%股权、包头矿业100%股权、航运公司100%股权、煤炭运销公司100%股权、港口公司100%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。

- 交易对价：最终交易价款1335.98亿元，其中现金对价935.2亿元，发行股份对价400.8亿元，发行股份的价格为29.4元/股；

业务体量显著提升。通过本次并购，神华煤炭保有资源量将提升至684.9亿吨，增长率达64.2%；采储量将提升至345亿吨，增长率达97.71%；煤炭产量将提升至5.12亿吨，增长率达56.57%；发电装机容量达60881MW，增长率达27.82%；聚烯烃产能达188万吨，增长率达213.33%。

净利润、EPS提升。交易完成后，2025年1-7月中国神华资产总额将提升至8965.87亿元（交易完成前6359.09亿元）、营业收入将提升至2065.09亿元（交易完成前1622.66亿元）、扣非后归母净利润将提升至326.37亿元（交易完成前292.55亿元）、扣非后EPS提升至1.54元/股（交易完成前1.47元/股）。

- 与可比上市公司相比，2025年1-7月标的资产PB1.60（可比公司均值1.59）、PE14.90（可比公司均值12.10）。市盈率水平略高于可比公司，主要系2024年内蒙建投扣非净利润为负数（亏损7.78亿元），2024年上半年内蒙建投察哈素煤矿因停产导致经营亏损。2025年，内蒙建投已经复产，1-7月实现扣非净利润8.56亿元，剔除内蒙建投后，标的资产市盈率水平与可估值水平具备合理性。

公司通过本次交易，进一步整合煤炭开采、坑口煤电、煤化工及物流服务业务板块，大幅提高上市公司核心业务产能与资源储备规模，进一步优化全产业链布局，为推进清洁生产、降低运营成本、提升持续盈利能力创造有利条件，有利于公司降低交易成本、优化产能匹配，提升公司整体盈利能力，从而实现超越简单业务叠加的“1+1>2”战略价值。

长期增厚分红规模，回馈市场，龙头典范。交易完成业绩并表后，根据2024年业绩算，可增厚约80亿元净利润，按2024年公司分红率76.5%左右测算，可同步增厚绝对分红规模约60亿元。

投资建议。本次千亿级资产并购，是中国神华迈向“能源航母”关键点，本次交易系统解决国家能源集团与中国神华同业竞争问题，将集团核心煤炭、煤电、煤化工资产整合到同一上市平台，在国企改革与央企专业化重组大背景下，中国神华此次并购有望助力公司持续抬升估值中枢。不考虑注入资产的业绩并表下，我们预计2025-2027年公司实现归母净利润分别为508/539/567亿元，对应公司PE15.9/15.0/14.2倍，维持公司“买入”评级。

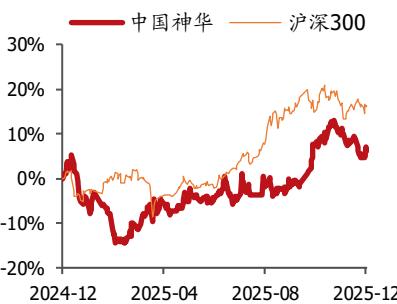
风险提示：国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

买入（维持）

股票信息

| | |
|---------------|------------|
| 行业 | 煤炭开采 |
| 前次评级 | 买入 |
| 12月19日收盘价(元) | 40.59 |
| 总市值(百万元) | 806,463.22 |
| 总股本(百万股) | 19,868.52 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 19.31 |

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

分析师 鲁昊

执业证书编号：S0680525080006

邮箱：luhao@gszq.com

分析师 张卓然

执业证书编号：S0680525080005

邮箱：zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 1.《中国神华(601088.SH):旺季增量补欠，Q3业绩超预期》 2025-10-25
- 2.《中国神华(601088.SH):中期分红79%，业绩超预期，外延并购行稳致远》 2025-08-30
- 3.《中国神华(601088.SH):大规模资产收购启动，外延并购行稳致远，龙头风范尽显》 2025-08-04

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 343,074 | 338,375 | 326,953 | 337,813 | 352,550 |
| 增长率 yoy (%) | -0.4 | -1.4 | -3.4 | 3.3 | 4.4 |
| 归母净利润（百万元） | 59,694 | 58,671 | 50,849 | 53,893 | 56,736 |
| 增长率 yoy (%) | -14.3 | -1.7 | -13.3 | 6.0 | 5.3 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 3.00 | 2.95 | 2.56 | 2.71 | 2.86 |
| 净资产收益率（%） | 14.6 | 13.7 | 11.0 | 10.9 | 10.7 |
| P/E (倍) | 13.5 | 13.7 | 15.9 | 15.0 | 14.2 |
| P/B (倍) | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年12月19日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产 | 198951 | 205125 | 241523 | 380711 | 525995 |
| 现金 | 149986 | 142415 | 179099 | 288093 | 418572 |
| 应收票据及应收账款 | 19858 | 15502 | 14772 | 15103 | 15591 |
| 其他应收款 | 2731 | 2378 | 2385 | 6394 | 8044 |
| 预付账款 | 5999 | 6232 | 6488 | 15725 | 19205 |
| 存货 | 12846 | 12482 | 12730 | 28927 | 37375 |
| 其他流动资产 | 7531 | 26116 | 26048 | 26469 | 27209 |
| 非流动资产 | 431180 | 452943 | 462351 | 470666 | 475915 |
| 长期投资 | 55571 | 59840 | 63905 | 68657 | 73066 |
| 固定资产 | 256933 | 257149 | 256808 | 252449 | 246825 |
| 无形资产 | 61630 | 64776 | 68731 | 73175 | 76843 |
| 其他非流动资产 | 57046 | 71178 | 72907 | 76385 | 79181 |
| 资产总计 | 630131 | 658068 | 703874 | 851377 | 1001910 |
| 流动负债 | 91585 | 92620 | 96650 | 199436 | 302997 |
| 短期借款 | 2927 | 1037 | 2037 | 3037 | 4037 |
| 应付票据及应付账款 | 38901 | 38205 | 39024 | 77681 | 95575 |
| 其他流动负债 | 49757 | 53378 | 55589 | 118718 | 203386 |
| 非流动负债 | 60176 | 61496 | 60280 | 62230 | 64180 |
| 长期借款 | 29636 | 28932 | 30932 | 32932 | 34932 |
| 其他非流动负债 | 30540 | 32564 | 29348 | 29298 | 29248 |
| 负债合计 | 151761 | 154116 | 156930 | 261666 | 367177 |
| 少数股东权益 | 69678 | 77086 | 86059 | 95570 | 105582 |
| 股本 | 19869 | 19869 | 19869 | 19869 | 19869 |
| 资本公积 | 68182 | 68296 | 68296 | 68296 | 68296 |
| 留存收益 | 299924 | 313685 | 344982 | 378238 | 413248 |
| 归属母公司股东权益 | 408692 | 426866 | 460885 | 494141 | 529151 |
| 负债和股东权益 | 630131 | 658068 | 703874 | 851377 | 1001910 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 343074 | 338375 | 326953 | 337813 | 352550 |
| 营业成本 | 219922 | 223192 | 222143 | 226826 | 236898 |
| 营业税金及附加 | 18385 | 17784 | 17982 | 18580 | 19390 |
| 营业费用 | 425 | 491 | 589 | 642 | 599 |
| 管理费用 | 9812 | 10340 | 10136 | 10810 | 11282 |
| 研发费用 | 3007 | 2727 | 2943 | 3716 | 3525 |
| 财务费用 | 501 | 129 | 209 | -43 | -1090 |
| 资产减值损失 | -3691 | -535 | -1639 | -1337 | -1488 |
| 其他收益 | 423 | 333 | 378 | 356 | 367 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3815 | 4871 | 4343 | 4607 | 4475 |
| 资产处置收益 | 83 | 107 | 150 | 113 | 124 |
| 营业利润 | 91367 | 88362 | 75978 | 80854 | 85235 |
| 营业外收入 | 912 | 813 | 800 | 400 | 500 |
| 营业外支出 | 5103 | 3382 | 2000 | 2000 | 2300 |
| 利润总额 | 87176 | 85793 | 74778 | 79254 | 83435 |
| 所得税 | 17578 | 16928 | 14956 | 15851 | 16687 |
| 净利润 | 69598 | 68865 | 59822 | 63403 | 66748 |
| 少数股东损益 | 9904 | 10194 | 8973 | 9510 | 10012 |
| 归属母公司净利润 | 59694 | 58671 | 50849 | 53893 | 56736 |
| EBITDA | 115733 | 108336 | 101043 | 107756 | 113469 |
| EPS(元/股) | 3.00 | 2.95 | 2.56 | 2.71 | 2.86 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -0.4 | -1.4 | -3.4 | 3.3 | 4.4 |
| 营业利润(%) | -6.9 | -3.3 | -14.0 | 6.4 | 5.4 |
| 归属母公司净利润(%) | -14.3 | -1.7 | -13.3 | 6.0 | 5.3 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 35.9 | 34.0 | 32.1 | 32.9 | 32.8 |
| 净利率(%) | 17.4 | 17.3 | 15.6 | 16.0 | 16.1 |
| ROE(%) | 14.6 | 13.7 | 11.0 | 10.9 | 10.7 |
| ROIC(%) | 13.9 | 12.3 | 10.1 | 9.9 | 9.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 24.1 | 23.4 | 22.3 | 30.7 | 36.6 |
| 净负债比率(%) | -22.1 | -19.7 | -24.6 | -40.8 | -58.0 |
| 流动比率 | 2.2 | 2.2 | 2.5 | 1.9 | 1.7 |
| 速动比率 | 1.9 | 1.9 | 2.2 | 1.6 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 30.0 | 27.8 | 26.9 | 28.3 | 28.8 |
| 应付账款周转率 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 3.9 | 2.8 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 3.00 | 2.95 | 2.56 | 2.71 | 2.86 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 4.51 | 4.70 | 4.60 | 8.24 | 9.38 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 20.57 | 21.48 | 23.20 | 24.87 | 26.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 13.5 | 13.7 | 15.9 | 15.0 | 14.2 |
| P/B | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 4.5 | 7.1 | 6.6 | 5.2 | 3.9 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年12月19日收盘价

图表1：上市公司本次交易前后业务数据对比

| 项目 | 交易完成前 | 交易完成后 | 增长率 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 煤炭保有资源量 (亿吨) | 415.8 | 684.9 | 64.7% |
| 煤炭可采储量 (亿吨) | 174.5 | 345 | 97.7% |
| 煤炭产量 (亿吨) | 3.27 | 5.12 | 56.6% |
| 发电装机容量 (MW) | 47,632 | 60,881 | 27.8% |
| 聚烯烃 (万吨) | 60 | 188 | 213.3% |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：上市公司本次交易前后财务数据对比（亿元）

| | 2025年1~7月 | | 2024年 | |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|
| | 交易完成前 | 交易完成后 | 交易完成前 | 交易完成后 |
| 资产总额 | 6,359 | 8,966 | 6,680 | 9,167 |
| 负债总额 | 1,597 | 3,905 | 1,714 | 3,997 |
| 归母所有者权益 | 4,065 | 4,190 | 4,196 | 4,235 |
| 营业总收入 | 1,623 | 2,065 | 3,397 | 4,322 |
| 扣非归母净利 | 293 | 326 | 590 | 669 |
| 资产负债率 (%) | 25.11 | 43.55 | 25.65 | 43.6 |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券股份有限公司（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提供。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com