

# 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。**通过本次收购，煤炭保有资源量将提升至 684.9 亿吨，增长率达 64.72%；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）、营业总收入将提升至 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 PB 1.60（可比公司均值 1.59）、PE 14.90（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

- 《中国神华（601088.SH）：旺季增量补欠，Q3 业绩超预期》 2025-10-25
- 《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
- 《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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	630131	658068	703874	851377	1001910
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	630131	658068	703874	851377	1001910

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	89687	93348	91429	163684	186397
净利润	69598	68865	59822	63403	66748
折旧摊销	24760	24456	26057	28545	31124
财务费用	459	91	1775	1927	2079
投资损失	-3815	-4871	-4343	-4607	-4475
营运资金变动	-5291	4146	5093	71425	87569
其他经营现金流	3976	661	3025	2991	3352
<b>投资活动现金流</b>	-36974	-85359	-33908	-35076	-35063
资本支出	-35583	-35790	-31812	-32331	-32480
长期投资	-2868	-17675	-4266	-5003	-4634
其他投资现金流	1477	-31894	2170	2258	2051
<b>筹资活动现金流</b>	-76131	-51173	-20756	-19614	-20855
短期借款	-2289	-1890	1000	1000	1000
长期借款	-8802	-704	2000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
其他筹资现金流	-65208	-48693	-23756	-22614	-23855
<b>现金净增加额</b>	-23284	-43100	36684	108994	130479

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	87176	85793	74778	79254	83435
所得税	17578	16928	14956	15851	16687
<b>净利润</b>	69598	68865	59822	63403	66748
少数股东损益	9904	10194	8973	9510	10012
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
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。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

#### 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

#### 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

#### 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