

资源整合推进，资产注入并未拖累 EPS

中国神华 (601088.SH) 事件点评

核心观点

- 事件：**2025年12月19日，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（草案）》，拟发行A股及支付现金购买国家能源集团及其全资子公司西部能源持有的相关资产并于A股募集配套资金。
- 交易对价公允，现金支付比例达到70%。**（1）截至2025年7月31日，标的资产合计总资产2334亿元，归母净资产874亿元，2024年合计实现的扣非归母净利润为94亿元，整体交易对价1336亿元，对应PB为1.5倍，对应2024年PE为14倍；（2）公司购买资产向特定投资者发行股份募集资金和支付现金的比例为30%/70%，现金支付935亿元，发行股票价格为29.4元/股（按2024年12月31日每股归母净资产30.38元/股-0.98元/股现金股利计算得出）。
- 收购后长期发展潜力进一步增强，规模进一步扩张。**（1）收购完成后，公司煤炭可采储量由174.5亿吨提升至345.0亿吨，增长97.7%，煤炭产量将由3.27亿吨提升至5.12亿吨，增长56.6%，可采年限由53年提升至67年；（2）收购完成后，发电装机容量由47.6GW提升至60.9GW，增长27.8%，聚烯烃产能由60万吨提升至188万吨，增长213.3%。
- 收购后EPS并未下降，高比例分红有望持续。**（1）公司2025年1-7月扣非EPS为1.47元，不考虑募集配套资金的情况下，收购完成后EPS增厚至1.54元，即便以募集资金总额上限200亿元测算，对应2025年1-7月EPS为1.49元，仍较收购前小幅提升；（2）公司2025-2027年股东回报计划中，公司承诺分红比例下限由60%提升至65%，2022-2024年公司实际分红比例为72.7%/75.2%/76.5%，预计后续仍将延续75%左右的较高分红比例。
- 收购后公司资产负债率有所增长，但仍处于健康水平。**截至2025年7月31日，收购完成后公司资产负债率将由25.1%提升至43.6%。

盈利预测与投资建议

- 不考虑本次资产重组，我们预测公司2025-2027年每股收益分别为2.66、2.83、2.92元，根据DDM估值模型，给予公司目标价47.58元，维持“增持”评级。

风险提示

经济增速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	343,074	338,375	310,083	332,096	343,629
同比增长(%)	-0.4%	-1.4%	-8.4%	7.1%	3.5%
营业利润(百万元)	91,367	88,362	78,212	83,368	86,030
同比增长(%)	-6.9%	-3.3%	-11.5%	6.6%	3.2%
归属母公司净利润(百万元)	59,694	58,671	52,776	56,282	58,093
同比增长(%)	-14.3%	-1.7%	-10.0%	6.6%	3.2%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.66	2.83	2.92
毛利率(%)	35.9%	34.0%	33.2%	33.2%	33.0%
净利率(%)	17.4%	17.3%	17.0%	16.9%	16.9%
净资产收益率(%)	14.9%	14.0%	12.3%	12.7%	12.8%
市盈率	13.5	13.7	15.3	14.3	13.9
市净率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价 (2025年12月19日)	40.59元
目标价格	47.58元
52周最高价/最低价	43.49/32.13元
总股本/流通A股(万股)	1,986,852/1,986,852
A股市值(百万元)	806,463
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告发布日期	2025年12月21日

股价表现



证券分析师

蒋山	执业证书编号：S0860525110006 jiangshan2@orientsec.com.cn 0755-82819271
李晓渊	执业证书编号：S0860525090002 lixiaoyuan@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

一体化布局的能源巨头，盈利稳健分红可 2025-12-14
期：中国神华 (601088.SH)

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	149,986	142,415	139,537	149,443	154,633	营业收入	343,074	338,375	310,083	332,096	343,629
应收票据、账款及款项融资	20,112	16,676	15,282	16,367	16,935	营业成本	219,922	223,192	207,127	221,805	230,101
预付账款	5,999	6,232	5,711	6,116	6,329	销售费用	425	491	450	482	499
存货	12,846	12,482	11,584	12,404	12,868	管理费用	9,812	10,340	9,475	10,148	10,501
其他	10,008	27,320	27,121	27,276	27,357	研发费用	3,007	2,727	3,000	3,000	3,000
流动资产合计	198,951	205,125	199,235	211,606	218,122	财务费用	501	129	60	84	27
长期股权投资	55,571	59,840	59,840	59,840	59,840	资产、信用减值损失	3,976	663	715	1,065	843
固定资产	256,933	257,149	275,156	293,984	312,147	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
在建工程	20,474	27,575	33,028	35,754	37,117	投资净收益	3,815	4,871	4,000	4,000	4,000
无形资产	61,630	64,776	62,925	61,075	59,224	其他	(17,879)	(17,344)	(15,043)	(16,144)	(16,629)
其他	36,572	43,603	41,884	40,225	39,368	营业利润	91,367	88,362	78,212	83,368	86,030
非流动资产合计	431,180	452,943	472,833	490,878	507,696	营业外收入	912	813	400	400	400
资产总计	630,131	658,068	672,068	702,484	725,818	营业外支出	5,103	3,382	1,000	1,000	1,000
短期借款	2,927	1,037	1,013	4,660	3,117	利润总额	87,176	85,793	77,612	82,768	85,430
应付票据及应付账款	38,901	38,205	35,455	37,968	39,388	所得税	17,578	16,928	15,522	16,554	17,086
其他	49,757	53,378	52,967	53,230	53,368	净利润	69,598	68,865	62,089	66,214	68,344
流动负债合计	91,585	92,620	89,435	95,857	95,873	少数股东损益	9,904	10,194	9,313	9,932	10,252
长期借款	29,636	28,932	28,932	28,932	28,932	归属于母公司净利润	59,694	58,671	52,776	56,282	58,093
应付债券	2,972	0	0	0	0	每股收益 (元)	3.00	2.95	2.66	2.83	2.92
其他	27,568	32,564	32,564	32,564	32,564						
非流动负债合计	60,176	61,496	61,496	61,496	61,496						
负债合计	151,761	154,116	150,931	157,353	157,369						
少数股东权益	69,678	77,086	86,399	96,332	106,583						
实收资本 (或股本)	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869						
资本公积	68,182	68,296	68,296	68,296	68,296						
留存收益	299,924	313,685	321,557	335,618	348,685						
其他	20,717	25,016	25,016	25,016	25,016						
股东权益合计	478,370	503,952	521,138	545,131	568,450						
负债和股东权益总计	630,131	658,068	672,068	702,484	725,818						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	69,598	68,865	62,089	66,214	68,344	成长能力					
折旧摊销	19,391	18,756	19,281	21,271	22,577	营业收入	-0.4%	-1.4%	-8.4%	7.1%	3.5%
财务费用	501	129	60	84	27	营业利润	-6.9%	-3.3%	-11.5%	6.6%	3.2%
投资损失	(3,815)	(4,871)	(4,000)	(4,000)	(4,000)	归属于母公司净利润	-14.3%	-1.7%	-10.0%	6.6%	3.2%
营运资金变动	(12,209)	2,003	(28)	(3)	62	获利能力					
其它	16,221	8,466	775	1,065	843	毛利率	35.9%	34.0%	33.2%	33.2%	33.0%
经营活动现金流	89,687	93,348	78,178	84,631	87,852	净利率	17.4%	17.3%	17.0%	16.9%	16.9%
资本支出	(33,416)	(26,042)	(40,067)	(40,067)	(40,067)	ROE	14.9%	14.0%	12.3%	12.7%	12.8%
长期投资	(5,921)	(4,206)	0	0	0	ROIC	14.2%	13.3%	11.3%	11.6%	11.4%
其他	2,363	(55,111)	4,000	4,000	4,000	偿债能力					
投资活动现金流	(36,974)	(85,359)	(36,067)	(36,067)	(36,067)	资产负债率	24.1%	23.4%	22.5%	22.4%	21.7%
债权融资	(4,687)	5,631	0	0	0	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	168	114	0	0	0	流动比率	2.17	2.21	2.23	2.21	2.28
其他	(71,612)	(56,918)	(44,988)	(38,658)	(46,595)	速动比率	2.00	2.05	2.07	2.05	2.12
筹资活动现金流	(76,131)	(51,173)	(44,988)	(38,658)	(46,595)	营运能力					
汇率变动影响	134	84	- 0	- 0	- 0	应收账款周转率	27.2	25.4	23.6	25.3	24.8
现金净增加额	(23,284)	(43,100)	(2,878)	9,906	5,190	存货周转率	14.8	14.7	14.5	15.5	15.3
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						每股指标 (元)					
						每股收益	3.00	2.95	2.66	2.83	2.92
						每股经营现金流	4.51	4.70	3.93	4.26	4.42
						每股净资产	20.57	21.48	21.88	22.59	23.25
						估值比率					
						市盈率	13.5	13.7	15.3	14.3	13.9
						市净率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
						EV/EBITDA	6.5	6.7	7.4	6.9	6.7
						EV/EBIT	7.9	8.2	9.2	8.7	8.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。