

中国神华(601088.SH/01088.HK)

收购资产方案落地，资源大幅增长，优势进一步凸显

核心观点：

- 拟通过发行股份+现金 1336 亿元收购集团资产，同时募集配套资金不超过 200 亿元。**根据关联交易公告，公司计划收购国家能源集团持有的 12 项资产（较预案剔除电子商务公司），合计交易对价 1336 亿元，其中股份对价 400.8 亿元（发行量 13.63 亿股，发行价为 29.4 元/股）、现金对价 935.2 亿元，发行股份占当前股本的约 6.9%（大股东持股比例从 69.5% 提升至 71.5%）；同时公司拟发行 A 股募集配套资金不超过 200 亿元，发行价不低于发行期首日前 20 个交易日均价的 80%。
- 12 家公司 24 年合计扣非净利润约 106 亿元，新增煤炭资源 269 亿吨，以及大保当、黑岱沟、五彩湾等多个探矿权。**(1) **净利润和 PE:**标的资产 24 年剔除长期资产减值后的扣非归母净利为 105.7 亿元，约为收购前的 17.9%，收购 PE 约 12.6 倍；25 年 1-7 月年化净利润测算的全年 ROA/ROE 为 2.5%/6.6%；(2) **收购完成有望增厚 EPS:** 收购完成后 24 年和 25 年 1-7 月归母净利润分别增加 13.4% 和 11.6%，EPS 增厚 6.1% 和 4.8% (不考虑配套融资)；(3) **新增资源可观:** 交易完成后，公司将取得煤炭资源量和可采储量分别为 269.1 和 170.5 亿吨 (增加 65% 和 98%)、装机容量 132.5 万千瓦，煤炭和聚烯烃产量将分别增加约 1.85 亿吨和 128 万吨。
- 盈利预测与投资建议:** 本次交易将进一步增强公司运营优势，中长期有望提升盈利和分红能力。一方面，公司将新增煤炭产能 1.9 亿吨以上，以及新疆、内蒙多项在建和规划矿井；另一方面，新增国源电力、内蒙建投等多项煤电、煤化及运销资产，进一步发挥一体化经营优势。暂不考虑本次注入，按中国企业会计准则，预计 25-27 年归母净利润分别为 523、548 和 575 亿元，给予公司 A 股 26 年 17 倍 PE，得到 A 股合理价值 46.85 人民币元/股，根据公司目前 AH 股溢价水平，得到 H 股合理价值 45.80 港元/股，维持公司 A、H 股“买入”评级。
- 风险提示:** 需求可能低预期，标的资产目前盈利能力还相对偏弱，在建项目建设投产需要时间等。

盈利预测：

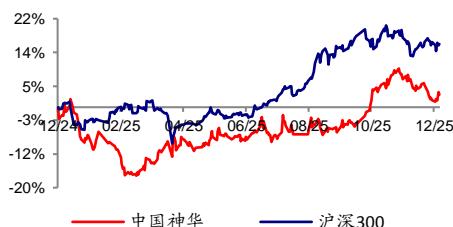
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343,074	338,375	310,460	327,292	338,435
增长率 (%)	-0.4%	-1.4%	-8.2%	5.4%	3.4%
EBITDA	116,805	108,630	97,963	102,898	107,101
归母净利润	59,694	58,671	52,293	54,759	57,498
增长率 (%)	-14.3%	-1.7%	-10.9%	4.7%	5.0%
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.63	2.76	2.89
市盈率 (P/E)	10.4	14.7	15.4	14.7	14.0
ROE (%)	14.6%	13.7%	11.9%	12.1%	12.3%
EV/EBITDA	4.4	6.9	7.0	6.5	6.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	40.59 元/39.68 港元
合理价值	46.85 元/45.80 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-12-21

相对市场表现



分析师：沈涛



SAC 执证号: S0260523030001

SFC CE No. AUS961



010-59136686



shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

相关研究：

中国神华

2025-10-26

(601088.SH/01088.HK):Q3

电力板块业绩大幅增长，一体化优势凸显

联系人：张云瀚 021-38003787

zhangyunhan@gf.com.cn

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	198,951	205,125	212,774	229,806	248,825
货币资金	149,986	142,415	152,827	168,153	187,237
应收及预付	25,857	21,734	19,812	20,865	21,556
存货	12,846	12,482	11,737	12,332	12,712
其他	10,262	28,494	28,397	28,456	27,320
非流动资产总额	431,180	452,943	461,889	469,273	474,797
长期股权投资	55,571	59,840	61,571	64,571	66,571
固定资产	256,933	257,149	258,305	258,591	258,007
在建工程	20,474	27,575	31,575	34,575	37,575
使用权资产	1,583	1,566	1,466	1,366	1,266
无形资产	61,630	64,776	66,995	68,093	69,201
其他	34,989	42,037	41,977	42,077	42,177
资产总额	630,131	658,068	674,663	699,079	723,623
流动负债总额	91,585	92,620	88,578	91,338	93,092
短期借款	2,927	1,037	1,000	900	800
应付及预收	46,109	42,323	39,704	41,729	43,029
其他	42,549	49,260	47,874	48,710	49,263
非流动负债总额	60,176	61,496	60,496	59,496	58,496
长期借款	29,636	28,932	27,932	26,932	25,932
应付债券	2,972	0	0	0	0
其他	27,568	32,564	32,564	32,564	32,564
负债总额	151,761	154,116	149,074	150,834	151,588
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
其他	388,823	406,997	419,547	432,690	446,489
归母权益合计	408,692	426,866	439,416	452,559	466,358
少数股东权益	69,678	77,086	86,172	95,686	105,676
负债和股东权益	630,131	658,068	674,663	699,079	723,623

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	343,074	338,375	310,460	327,292	338,435
营业成本	219,922	223,192	209,876	220,508	227,313
营业税金及附加	18,385	17,784	16,206	17,085	17,666
销售费用	425	491	466	491	508
管理费用	9,812	10,340	9,624	10,801	11,168
研发费用	3,007	2,727	2,484	2,618	2,707
财务费用	501	129	-13	-140	-297
资产信用减值损失	-3,976	-663	-400	-340	-280
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	3,815	4,871	4,755	4,965	5,270
营业利润	91,367	88,362	76,590	80,972	84,778
营业外收支	-4,191	-2,569	-1,000	-900	-700
利润总额	87,176	85,793	75,590	80,072	84,078
所得税费用	17,578	16,928	14,211	15,799	16,590
合并净利润	69,598	68,865	61,379	64,273	67,488
少数股东损益	9,904	10,194	9,086	9,514	9,990
归母净利润	59,694	58,671	52,293	54,759	57,498
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.63	2.76	2.89

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	89,687	93,348	82,544	88,477	92,973
合并净利润	69,598	68,865	61,379	64,273	67,488
折旧摊销	24,859	24,456	25,825	26,776	27,696
营运资金变动	-11,690	512	-1,241	1,154	1,918
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-36,974	-85,359	47,010	-29,450	-28,145
资本性开支	-35,583	-35,790	-32,200	-30,200	-30,200
投资	-2,868	-17,675	-1,731	-3,000	-2,000
其他	1,477	-31,894	80,941	3,750	4,055
融资活动现金流净额	-76,131	-51,173	-41,801	-43,701	-45,745
股本融资	574	1,015	0	0	0
债权融资	-17,362	-584	-1,037	-1,100	-1,100
股利分配与偿付利息	-59,900	-53,778	-40,764	-42,601	-44,645
其他	557	2,174	0	0	0
现金净增加额	-23,284	-43,100	87,753	15,326	19,083
期初现金余额	131,458	108,174	65,074	152,827	168,153
期末现金余额	108,174	65,074	152,827	168,153	187,237

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-0.4%	-1.4%	-8.2%	5.4%	3.4%
营业利润增长率	-6.9%	-3.3%	-13.3%	5.7%	4.7%
归母净利润增长率	-14.3%	-1.7%	-10.9%	4.7%	5.0%
盈利能力					
毛利率	35.9%	34.0%	32.4%	32.6%	32.8%
净利率	20.3%	20.4%	19.8%	19.6%	19.9%
ROE	14.6%	13.7%	11.9%	12.1%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	23.4%	22.1%	21.6%	20.9%
有息负债率	5.6%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%
流动比率	2.2	2.2	2.4	2.5	2.7
利息保障倍数	32.2	31.2	70.7	77.4	83.9
营运能力					
应收账款周转率	30.0	27.8	27.8	27.8	27.8
存货周转率	17.1	17.9	17.9	17.9	17.9
应付账款周转率	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标					
每股收益	3.00	2.95	2.63	2.76	2.89
每股净资产	20.57	21.48	22.12	22.78	23.47
每股经营现金流	4.51	4.70	4.15	4.45	4.68
估值比率					
PE	10.4	14.7	15.4	14.7	14.0
PB	1.5	2.0	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	4.4	6.9	7.0	6.5	6.0

广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
张 云 瀚：高级分析师，美国哥伦比亚大学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：(1) 本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；(2) 研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。