

## 公司研究

# 千亿规模收购助推利润增厚，高分红预期不变彰显投资价值

## ——中国神华 (601088.SH) 公告点评

### 要点

**事件：**12月19日，公司公告拟通过发行A股股份及支付现金的方式购买国家能源集团持有的煤炭开采、坑口煤电、煤化工及物流服务业务。

**本次交易价格为1336亿元，收购PB\PE分别为1.5\17.0倍：**本次交易中，中国神华拟发行A股股份及支付现金购买控股股东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，其中整体发行股份购买资产支付和现金支付比例为30%和70%。本次交易共涉及12家标的公司，业务覆盖煤炭、坑口煤电、煤化工等多个领域，本次交易涉及的12家标的公司全部股东权益评估价值为1437亿元，结合本次各标的公司拟交易的权益比例，并考虑评估基准日后国家能源集团对化工公司增资49.27亿元事项，此次交易对价为1336亿元，其中现金支付对价为935亿元，通过发行股份支付对价为401亿元，本次发行股份购买资产的发行价格为29.40元/股。截至2025年1-7月，标的资产扣非后归母净利润为46亿元，归母净资产为874亿元，计算得出收购资产PE为17.0倍（年化后），收购PB为1.5倍。

**交易完成后公司煤炭产量增幅达57%，煤炭可采储量增幅达98%：**本次交易将大幅提升上市公司业务体量，煤炭保有资源量增幅65%至685亿吨，煤炭可采储量增幅98%至345亿吨，煤炭产量增幅57%至5亿吨，发电装机容量增幅28%至60811MW，聚烯烃产能增幅213%至188万吨。

**公司盈利能力将进一步提升，承诺2025-2027年分红比例不低于65%：**本次交易完成后，公司2024及2025年1-7月扣非后每股收益分别为3.15、1.54元/股，分别较交易前提升6.06%、4.76%。根据公司6月20日公告《关于公司2025-2027年度股东回报规划的议案》，在符合《公司章程》规定的情形下，上市公司2025-2027年度每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的归属于公司股东的净利润的65%。以收购后2025年1-7月年化扣非归母净利润以及65%分红比例计算，对应12月19日公司A/H股股息率分别为4.51%/5.09%（其中港元兑人民币汇率为0.91）。

**盈利预测、估值与评级：**公司作为煤炭龙头企业，此次收购有利于提高核心业务产能与资源储备规模，进一步优化全产业链布局，不考虑本次收购的情况下，我们维持2025-2027年归母净利润预测为497.67、512.46、522.03亿元，公司承诺2025-2027年分红比例不低于65%，维持“增持”评级。

**风险提示：**煤炭行业产业政策调整风险；产品价格波动风险；拟注入资产经营情况不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	312,384	318,298	324,212
营业收入增长率	-0.42%	-1.37%	-7.68%	1.89%	1.86%
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	49,767	51,246	52,203
归母净利润增长率	-14.26%	-1.71%	-15.18%	2.97%	1.87%
EPS（元）	3.00	2.95	2.50	2.58	2.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.61%	13.74%	11.53%	11.56%	11.49%
P/E	14	14	16	16	15
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-12-19

### 增持（维持）

当前价：40.59元

#### 作者

**分析师：王招华**

执业证书编号：S0930515050001  
021-52523811  
wangzhh@ebscn.com

**分析师：戴默**

执业证书编号：S0930522100001  
021-52523812  
modai@ebscn.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	198.69
总市值(亿元)：	8064.63
一年最低/最高(元)：	32.13/43.49
近3月换手率：	9.11%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.43	6.81	-10.02
绝对	-3.36	7.82	6.29

资料来源：Wind

#### 相关研报

- 资产注入拉开帷幕，黑金航母踵事增华——中国神华 (601088.SH) 重大事件点评 (2025-08-04)
- 行业因素拖累业绩，业务外延扩张值得期待——中国神华 (601088.SH) 2025年一季报点评 (2025-05-02)
- 盈利稳健、分红比例提升，红利龙头价值凸显——中国神华 (601088.SH) 2024年年报点评 (2025-03-23)

表 1：公司本次交易标的情况及具体支付方式 (亿元)

序号	交易对方	交易标的名称及权益比例	支付方式		支付总对价
			发行股份对价	现金对价	
1	国家能源集团	国源电力 100%股权	142	304	446
2	国家能源集团	新疆能源 100%股权	39	83	121
3	国家能源集团	化工公司 100%股权	95	204	299
4	国家能源集团	乌海能源 100%股权	45	97	142
5	国家能源集团	平庄煤业 100%股权	18	38	56
6	国家能源集团	神延煤炭 41%股权	24	52	77
7	国家能源集团	晋神能源 49%股权	12	26	38
8	国家能源集团	包头矿业 100%股权	14	31	45
9	国家能源集团	航运公司 100%股权	7	15	21
10	国家能源集团	煤炭运销公司 100%股权	3	6	9
11	国家能源集团	港口公司 100%股权	2	3	5
12	西部能源	内蒙建投 100%股权		77	77
合计			401	935	1,336

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：公司本次交易前后业务数据情况

项目	交易完成前	交易完成后	增长率
煤炭保有资源量 (亿吨)	416	685	64.72%
煤炭可采储量 (亿吨)	175	345	97.71%
煤炭产量 (亿吨)	3	5	56.57%
发电装机容量 (MW)	47632	60881	27.82%
聚烯烃 (万吨)	60	188	213.33%

资料来源：公司公告，光大证券研究所（交易完成前为 2025 年 6 月 30 日上市公司数据；交易完成后为 2025 年 7 月 31 日标的公司与上市公司加总数据；煤炭产量为 2024 年年度数据）

表 3：本次交易对上市公司主要财务指标的影响

项目	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 (亿元)	6,359	8,966	6,680	9,167
负债总额 (亿元)	1,597	3,905	1,714	3,997
归属母公司股东所有者权益 (亿元)	4,065	4,190	4,196	4,235
营业收入 (亿元)	1,623	2,065	3,397	4,322
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	293	326	590	669
资产负债率 (%)	25%	44%	26%	44%
扣除非经常性损益后的基本每股收益 (元/股)	1.47	1.54	2.97	3.15

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	343,074	338,375	312,384	318,298	324,212
营业成本	219,922	223,192	213,142	217,176	221,209
折旧和摊销	21,860	22,543	24,366	25,474	26,624
税金及附加	18,385	17,784	14,886	15,168	15,450
销售费用	425	491	453	462	470
管理费用	9,812	10,340	9,546	9,727	9,907
研发费用	3,007	2,727	3,000	3,000	3,000
财务费用	501	129	119	121	124
投资收益	3,815	4,871	4,000	4,000	4,000
营业利润	91,367	88,362	73,786	75,962	77,369
利润总额	87,176	85,793	73,186	75,362	76,769
所得税	17,578	16,928	14,637	15,072	15,354
净利润	69,598	68,865	58,549	60,289	61,415
少数股东损益	9,904	10,194	8,782	9,043	9,212
归属母公司净利润	59,694	58,671	49,767	51,246	52,203
EPS(元)	3.00	2.95	2.50	2.58	2.63

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89,687	93,348	74,445	83,072	84,880
净利润	59,694	58,671	49,767	51,246	52,203
折旧摊销	21,860	22,543	24,366	25,474	26,624
净营运资金增加	11,027	-3,591	-6,402	2,403	2,937
其他	-2,894	15,725	6,715	3,949	3,116
投资活动产生现金流	-36,974	-85,359	-9,664	-26,000	-26,000
净资本支出	-35,583	-35,790	-30,000	-30,000	-30,000
长期投资变化	55,571	59,840	0	0	0
其他资产变化	-56,962	-109,409	20,336	4,000	4,000
融资活动现金流	-76,131	-51,173	-46,978	-40,063	-40,729
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-12,778	-372	-1,956	-128	392
无息负债变化	2,083	2,727	-10,618	1,063	526
净现金流	-23,284	-43,100	17,803	17,010	18,151

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	630,131	658,068	659,141	680,552	701,888
货币资金	149,986	142,415	160,218	177,228	195,379
交易性金融资产	0	17,302	0	0	0
应收账款	11,875	12,466	11,246	11,459	11,672
应收票据	7,983	3,036	1,031	1,050	1,070
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	12,846	12,482	12,440	12,622	12,805
其他流动资产	10,262	11,192	11,192	11,192	11,192
流动资产合计	198,951	205,125	202,521	220,066	238,754
其他权益工具	2,486	2,787	2,787	2,787	2,787
长期股权投资	55,571	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	256,933	257,149	259,050	260,877	262,322
在建工程	20,474	27,575	31,831	35,023	37,418
无形资产	61,630	64,776	63,430	62,112	60,820
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	23,437	28,850	28,850	28,850	28,850
非流动资产合计	431,180	452,943	456,619	460,485	463,134
总负债	151,761	154,116	141,542	142,477	143,395
短期借款	2,927	1,037	0	0	0
应付账款	38,320	38,059	38,366	39,092	39,818
应付票据	581	146	0	0	0
预收账款	0	73	0	0	0
其他流动负债	8,781	10,024	10,024	10,024	10,024
流动负债合计	91,585	92,620	79,084	80,424	81,735
长期借款	29,636	28,932	28,932	28,932	28,932
应付债券	2,972	0	2,142	1,705	1,282
其他非流动负债	25,099	30,190	30,190	30,190	30,190
非流动负债合计	60,176	61,496	62,458	62,053	61,660
股东权益	478,370	503,952	517,598	538,074	558,492
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
公积金	79,615	79,729	79,729	79,729	79,729
未分配利润	288,491	302,252	307,116	318,549	329,754
归属母公司权益	408,692	426,866	431,730	443,163	454,368
少数股东权益	69,678	77,086	85,868	94,912	104,124

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.9%	34.0%	31.8%	31.8%	31.8%
EBITDA 率	35.0%	32.2%	31.1%	31.3%	31.5%
EBIT 率	27.9%	25.0%	23.3%	23.3%	23.3%
税前净利润率	25.4%	25.4%	23.4%	23.7%	23.7%
归母净利润率	17.4%	17.3%	15.9%	16.1%	16.1%
ROA	11.0%	10.5%	8.9%	8.9%	8.7%
ROE (摊薄)	14.6%	13.7%	11.5%	11.6%	11.5%
经营性 ROIC	15.9%	13.9%	11.9%	12.0%	12.1%

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.12%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用率	2.86%	3.06%	3.06%	3.06%	3.06%
财务费用率	0.15%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
研发费用率	0.88%	0.81%	0.96%	0.94%	0.93%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.26	2.26	2.00	2.06	2.10
每股经营现金流	4.51	4.70	3.75	4.18	4.27
每股净资产	20.57	21.48	21.73	22.30	22.87
每股销售收入	17.27	17.03	15.72	16.02	16.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	14	16	16	15
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	8.1	8.9	9.8	9.6	9.4
股息率	5.6%	5.6%	4.9%	5.1%	5.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闸路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

**中国光大证券国际有限公司**  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

**Everbright Securities(UK) Company Limited**  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP