

公司研究 | 点评报告 | 中国神华（601088.SH）

资产注入稳步推进，扣非每股收益增厚龙头扩张 迈向新阶段

报告要点

本次公司收购资产预计支付对价 1335.98 亿元，扣非归母净利润口径下对应 2024 年 PE 14.17x。其中，现金支付约 935.19 亿元（占 70%），股份支付约 400.80 亿元（占 30%），发行 A 股价格 29.40 元/股，发行约 13.63 亿股（占总股本 6.42%），锁定期 36 个月，大股东持股比例从 69.58%提升至 71.53%。PB 来看，标的净资产合计约 949.95 亿元，对应 PB(MRQ)为 1.41 倍，截至 12/19 公司为 1.94 倍，PB 估值相对合理。公司作为煤炭行业龙头，本次资产注入若顺利完成，将进一步巩固公司行业龙头地位，公司规模及一体化优势有望进一步增强。

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003
SFC: BUT918



赵超

SAC: S0490519030001
SFC: BUY139



叶如祯

SAC: S0490517070008



庄越

SAC: S0490522090003



韦思宇

SAC: S0490524120007

中国神华 (601088.SH)

2025-12-23

资产注入稳步推进，扣非每股收益增厚龙头扩张迈向新阶段

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

12/19，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）》。

事件评论

- **交易对价&估值：**本次公司收购资产预计支付对价 1335.98 亿元，扣非归母净利润口径下对应 2024 年 PE 14.17x。其中，现金支付约 935.19 亿元（占 70%），股份支付约 400.80 亿元（占 30%），发行 A 股价格 29.40 元/股，发行约 13.63 亿股（占总股本 6.42%），锁定期 36 个月，大股东持股比例从 69.58%提升至 71.53%。PB 来看，标的净资产合计约 949.95 亿元，对应 PB(MRQ)为 1.41 倍，截至 12/19 公司为 1.94 倍，PB 估值相对合理。
- **业绩承诺：**多数资产承诺期为 3 年（2026-2028 年），对于新疆能源、乌海能源、晋神能源承诺期延长至 6 年（2026-2031 年）。具体来看，①2026 年：29.58 亿元。正贡献主要来自：国源电力（15.07 亿元）、平庄煤业（8.68 亿元）、内蒙建投察哈素煤矿（6.79 亿元）、神延煤炭西湾露天煤矿（5.53 亿元）等。负贡献（亏损）主要来自：新疆能源（-7.28 亿元）、乌海能源（-1.70 亿元）、晋神能源（-1.41 亿元）②2027 年：45.45 亿元。新疆能源扭亏为盈，贡献 1.77 亿元，乌海能源微利 0.21 亿元，晋神能源仍小幅亏损 0.07 亿元，其他主要资产承诺利润均较 2026 年有所增长。③2028 年：66.43 亿元。新疆能源、乌海能源、晋神能源均进入显著盈利期，合计贡献约 16.72 亿元；平庄煤业承诺利润大幅跃升至 14.47 亿元，是本年增长的主要动力之一；其他资产承诺利润保持稳定或小幅增长。④2029-2031 年：（仅限承诺期为六年的资产）新疆能源、乌海能源、晋神能源在 2029-2031 年的承诺净利润合计分别为 20.85/26.81/34.49 亿元。**总结而言，** 2026/2027/2028 年业绩承诺分别为 29.58/45.45/66.43 亿元，假设部分资产业绩承诺 2029-2031 年维持 2028 年水平，则预计 2029/2030/2031 年业绩承诺分别为 70.56/76.51/84.20 亿元。
- **分析来看，对于本次交易，1) 现金压力可控：**尽管现金支付高达 935 亿元，但中国神华作为现金流充沛的行业龙头（2024 年经营现金流净额 933 亿元），支付能力充裕。此外公司预计募集配套资金不超过 200 亿元，发行价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%，也将补充现金能力。**2) 增厚每股收益：**根据交易报告书，交易后每股收益（EPS）同比增厚，2025 年 1-7 月扣非每股收益从 1.47 元/股增厚至 1.54 元/股，增厚 4.40%；扣非净利润从 292.55 亿元增至 326.37 亿元；2024 年扣非每股收益从 2.97 元/股增厚至 3.15 元/股，增厚+6.10%；扣非净利润从 589.62 亿元提升至 668.51 亿元（抵消合并后）。**3) 龙头资源规模再扩张：**公司煤炭保有资源量将提升至 684.9 亿吨（+64.72%）；煤炭可采储量将提升至 345 亿吨（+97.71%）；煤炭产量将提升至 5.12 亿吨（+56.57%）；发电装机容量将提升至 60.88GW（+27.82%）；聚烯烃产能将提升至 188 万吨（+213.33%）。
- **投资建议：**公司作为煤炭行业龙头，本次资产注入若顺利完成，将进一步巩固公司行业龙头地位，公司规模及一体化优势有望进一步增强，若不考虑资产注入，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 519/542/550 亿元，若按 12/19 收盘价计算，对应 PE 分别为 15.55x/14.88x/14.66x，按 2024 年分红率 76.5%计算对应股息率为 4.9%/5.1%/5.2%。

风险提示

1、经济承压影响下游需求风险；2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险。

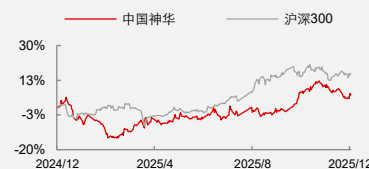
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	40.59
总股本(万股)	1,986,852
流通A股/B股(万股)	1,649,104/0
每股净资产(元)	20.94
近12月最高/最低价(元)	44.39/34.78

注：股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《中国神华：成本控制彰显龙头盈利韧性，稳健回报价值凸显》2025-10-28
- 《量增叠加降本 25Q2 业绩稳固，中期分红 79% 龙头高股息性价比优异》2025-09-10
- 《分红比例高位提升+瑞众人寿举牌中国神华 H 股，龙头中长期价值凸显》2025-03-31



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、经济承压影响下游需求风险：若后期地产复苏较弱，钢铁需求承压下双焦市场价格存在下行风险，公司长协价可能随着市场价出现下调，对业绩影响可能较大。
- 2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险：如海外流动性危机导致气价跌幅较大，可能一定程度压制国内煤价和板块情绪，进一步使得煤炭板块估值存在调整风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	338375	292723	305815	311612	货币资金	142415	161426	188743	216034
营业成本	223192	193945	201655	205835	交易性金融资产	17302	17302	17302	17302
毛利	115183	98778	104160	105777	应收账款	12466	10078	10794	11069
%营业收入	34%	34%	34%	34%	存货	12482	11114	11538	11695
营业税金及附加	17784	15385	16073	16377	预付账款	6232	5664	5674	5850
%营业收入	5%	5%	5%	5%	其他流动资产	14228	13576	13829	13869
销售费用	491	379	406	423	流动资产合计	205125	219161	247879	275819
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	59840	59840	59840	59840
管理费用	10340	8585	9020	9284	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	257149	246901	236653	226405
研发费用	2727	2696	2654	2695	无形资产	64776	67930	71084	74238
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	129	400	503	531	递延所得税资产	6165	6165	6165	6165
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	65013	70013	75013	80013
加: 资产减值损失	-535	-500	-500	-500	资产总计	658068	670010	696634	722480
信用减值损失	-128	-128	-128	-128	短期贷款	1037	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	38059	33072	34387	35099
投资收益	4871	4214	4402	4486	预收账款	73	63	66	67
营业利润	88362	75436	79741	80799	应付职工薪酬	7831	6805	7075	7222
%营业收入	26%	26%	26%	26%	应交税费	8966	7756	8103	8257
营业外收支	-2569	-1069	-1069	-1069	其他流动负债	36654	33944	34658	35046
利润总额	85793	74367	78672	79730	流动负债合计	92620	81640	84290	85691
%营业收入	25%	25%	26%	26%	长期借款	28932	26932	24932	22932
所得税费用	16928	13637	15271	15276	应付债券	0	0	0	0
净利润	68865	60729	63401	64454	递延所得税负债	1348	1348	1348	1348
归属于母公司所有者的净利润	58671	51867	54181	55014	其他非流动负债	31216	31216	31216	31216
少数股东损益	10194	8863	9220	9440	负债合计	154116	141136	141786	141187
EPS (元)	2.95	2.61	2.73	2.77	归属于母公司所有者权益	426866	442926	459680	476684
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	77086	85949	95169	104609
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	503952	528874	554848	581293
经营活动现金流净额	93348	70896	79543	79946	负债及股东权益	658068	670010	696634	722480
取得投资收益收回现金	3488	4214	4402	4486	基本指标				
长期股权投资	-4269	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3362	-9957	-9957	-9957	每股收益	2.95	2.61	2.73	2.77
其他	-81216	-5941	-5967	-5956	每股经营现金流	4.70	3.57	4.00	4.02
投资活动现金流净额	-85359	-11684	-11522	-11427	市盈率	14.72	15.55	14.88	14.66
债券融资	-2972	0	0	0	市净率	2.02	1.82	1.75	1.69
股权融资	1015	0	0	0	EV/EBITDA	7.06	7.72	7.05	6.66
银行贷款增加 (减少)	-2594	-3037	-2000	-2000	总资产收益率	8.9%	7.7%	7.8%	7.6%
筹资成本	-53778	-37163	-38705	-39228	净资产收益率	13.7%	11.7%	11.8%	11.5%
其他	7156	0	0	0	净利率	17.3%	17.7%	17.7%	17.7%
筹资活动现金流净额	-51173	-40200	-40705	-41228	资产负债率	23.4%	21.1%	20.4%	19.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-43184	19011	27316	27291	总资产周转率	0.51	0.44	0.44	0.43

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。