

中国神华 (601088.SH)

强烈推荐 (维持)

千亿资产收购方案确认, “能源航母”一体化再升级

事件: 中国神华 12 月 19 日晚发布了《中国神华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)》, 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, 交易价格 1335.98 亿元。

□ **标的质量提升, 资源储量大幅增长。** 此次交易, 中国神华拟发行 A 股股份及支付现金购买国家能源集团持有的国源电力、新疆能源、化工公司、乌海能源、平庄煤业、包头矿业、航运公司、煤炭运销公司、港口公司 100% 股权, 神延煤炭 41% 股权, 晋神能源 49% 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。相较 8 月披露的《预案》, 电子商务公司不再纳入本次标的资产范围。同时在本次交易前, 国源电力、新疆能源、乌海能源、平庄煤业及包头矿业分别进行了预重组, 剥离部分低效资产或与主业关联性较低资产, 主要涉及的资产类型包括关停或低效矿权、新能源资产等。本次交易后, 中国神华的煤炭保有资源量将提升至 684.9 亿吨, 增长率达 64.72%; 煤炭可采储量将提升至 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%; 发电装机容量将提升至 60881MW, 增长率达 27.82%; 聚烯烃产能将提升至 188 万吨, 增长率达 213.33%。

□ **交易价款确认, 现金支付比例 70%。** 本次交易涉及的 12 家标的公司账面价值 900.68 亿元, 全部股东权益评估价值为 1436.75 亿元, 增值率 59.52%, 结合本次各标的公司拟交易的权益比例, 交易价格确定为 1286.71 亿元。在评估基准日后, 国家能源集团对化工公司增资 49.27 亿元, 本次交易的最终交易价款确定为 1335.98 亿元。交易对价的整体股份和现金支付比例分别为 30% 和 70%, 其中现金支付对价为 935.19 亿元, 公司截至 2025 年三季度末, 货币资金 1244.18 亿元, 账面现金充足; 发行股份对价 400.80 亿元, 发行股份的价格为 29.40 元/股。

□ **收购 PB 仅 1.5 倍, 资源成本优势显著。** 截至 2025 年 7 月底, 标的资产合计的总资产为 2334.23 亿元, 合计的归母净资产为 873.99 亿元, 收购 PB 为 1.53 倍, 低于公司当前 PB (LF) 2.03 倍; 2024 年度, 标的资产合计实现营业收入为 1139.74 亿元, 合计的扣非归母净利润为 94.28 亿元, 对应收购 PE 为 14.17 倍, 而公司当前 PE 为 15.61 倍。此外, 本次收购增加煤炭保有资源量 269.1 亿吨, 以支付总对价口径计算, 新增煤炭资源成本 4.96 元/吨, 参考 2024 年山西省煤炭探矿权单位竞拍成交均价 17 元/吨, 公司此次资源成本远低于一级市场竞拍价。

□ **盈利能力提升, EPS 显著增厚。** 本次交易完成后, 中国神华 2024 年每股收益将从 2.97 元/股提升至 3.15 元/股, 增厚 6.10%; 2025 年 1-7 月每股收益将从 1.47 元/股提升至 1.54 元/股, 增厚 4.40%。本次资产收购将显著增加上市公司业务实力, 从而提升上市公司资产质量和盈利能力。债务方面, 交易完成后, 截至 2025 年 7 月底, 公司资产负债率将从 25.11% 增长至 43.55%, 虽然债务规模有较大幅增长, 但资产负债率水平仍低于行业整体资产负债率 46.68%。

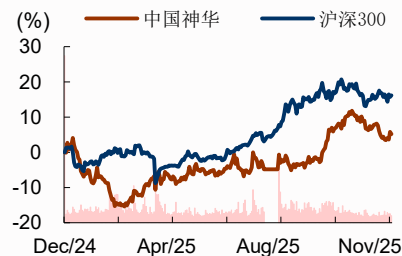
周期/煤炭开采
目标估值: NA
当前股价: 40.59 元

基础数据

总股本 (百万股)	19869
已上市流通股 (百万股)	16491
总市值 (十亿元)	806.5
流通市值 (十亿元)	669.4
每股净资产 (MRQ)	20.9
ROE (TTM)	12.4
资产负债率	24.4%
主要股东	国家能源投资集团有限责任公司
主要股东持股比例	69.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	12	2
相对表现	-3	-7	-14



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国神华 (601088) —煤炭产销同环比修复, 电力业务盈利实现较大增长》2025-10-28
- 2、《中国神华 (601088) —降本增效对冲煤价下跌, 一体化经营凸现业绩韧性》2025-09-16
- 3、《中国神华 (601088) —资产收购规模近千亿, 高比例现金分红可持续》2025-08-21

谢笑妍 S1090519030003

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

原思雨 研究助理

yuansiyu@cmschina.com.cn

- **进一步深化全产业链布局，积极回报投资者。**公司作为国家能源集团下属煤炭及相关资产整合上市平台，中国神华通过本次交易将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。同时，公司坚持回报投资者，中国神华近三年平均分红水平超过 70%，2025 年公司第一次实施中期分红，分红率达 79%。本次交易完成后，公司将继续严格执行“2025-2027 年度股东回报规划”，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%，在保证上市公司可持续发展的前提下兼顾对股东合理的投资回报，更好地维护上市公司股东及投资者利益。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**我们认为此次收购将显著提升公司未来煤炭产能，同时深化构筑“煤电化运”一体化全产业链，对公司未来盈利能力具有深远影响。暂不考虑增发股份及资产收购的影响，预计 2025-2027 年公司归母净利润 511.74/530.10/556.66 亿元，同比-12.8%/+3.6%/+5.0%，对应 EPS 分别为 2.58/2.67/2.80 元/股，对应 P/E 分别为 15.8/15.2/14.5，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：1) 煤炭价格下跌超预期；2) 安全生产事故风险；3) 可再生能源加速替代风险；4) 煤炭需求不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	343074	338375	283388	308626	343647
同比增长	-0%	-1%	-16%	9%	11%
营业利润(百万元)	91367	88362	77231	80116	84278
同比增长	-7%	-3%	-13%	4%	5%
归母净利润(百万元)	59694	58671	51174	53010	55666
同比增长	-14%	-2%	-13%	4%	5%
每股收益(元)	3.00	2.95	2.58	2.67	2.80
PE	13.5	13.7	15.8	15.2	14.5
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	198951	205125	198617	224117	252653
现金	149986	142415	143543	165344	188761
交易性投资	0	17302	17302	17302	17302
应收票据	7983	3036	2543	2769	3083
应收款项	11875	12466	10440	11370	12660
其它应收款	2731	2378	1992	2169	2415
存货	12846	12482	10282	11421	12993
其他	13530	15046	12515	13741	15438
非流动资产	431180	452943	453891	454990	456195
长期股权投资	55571	59840	59840	59840	59840
固定资产	256933	257149	265410	273007	279993
无形资产商誉	61630	64776	58298	52469	47222
其他	57046	71178	70343	69675	69141
资产总计	630131	658068	652509	679107	708847
流动负债	91585	92620	71901	75685	80908
短期借款	2927	1037	0	0	0
应付账款	38901	38205	31472	34958	39769
预收账款	7208	4118	3392	3768	4287
其他	42549	49260	37037	36959	36852
长期负债	60176	61496	61496	61496	61496
长期借款	29636	28932	28932	28932	28932
其他	30540	32564	32564	32564	32564
负债合计	151761	154116	133397	137181	142404
股本	19869	19869	19869	19869	19869
资本公积金	68182	68296	68296	68296	68296
留存收益	320641	338701	344971	358577	373425
少数股东权益	69678	77086	85975	95184	104853
归属于母公司所有者权益	408692	426866	433136	446742	461590
负债及权益合计	630131	658068	652509	679107	708847

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89687	93348	85157	86542	89045
净利润	69598	68865	60064	62218	65335
折旧摊销	24641	24172	28725	28598	28514
财务费用	459	91	108	118	131
投资收益	(3815)	(4871)	(4358)	(4746)	(5285)
营运资金变动	(1196)	(7518)	932	(217)	(315)
其它	0	12609	(313)	571	665
投资活动现金流	(36974)	(85359)	(25607)	(25219)	(24680)
资本支出	(37084)	(37032)	(29965)	(29965)	(29965)
其他投资	110	(48327)	4358	4746	5285
筹资活动现金流	(76131)	(51173)	(58422)	(39522)	(40949)
借款变动	(30019)	(8067)	(13410)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	168	114	0	0	0
股利分配	(50666)	(44904)	(44904)	(39404)	(40818)
其他	4386	1684	(108)	(118)	(131)
现金净增加额	(23418)	(43184)	1128	21801	23416

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	343074	338375	283388	308626	343647
营业成本	219922	223192	183857	204224	232328
营业税金及附加	18385	17784	14894	16220	18061
营业费用	425	491	411	448	499
管理费用	9812	10340	8660	9431	10501
研发费用	3007	2727	2284	2487	2769
财务费用	501	129	108	118	131
资产减值损失	(3893)	(556)	(301)	(328)	(365)
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
其他收益	423	333	279	304	338
投资收益	3815	4871	4079	4443	4947
营业利润	91367	88362	77231	80116	84278
营业外收入	912	813	681	742	826
营业外支出	5103	3382	2832	3085	3435
利润总额	87176	85793	75080	77773	81669
所得税	17578	16928	15016	15555	16334
少数股东损益	9904	10194	8889	9208	9670
归属于母公司净利润	59694	58671	51174	53010	55666

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-0%	-1%	-16%	9%	11%
营业利润	-7%	-3%	-13%	4%	5%
归母净利润	-14%	-2%	-13%	4%	5%
获利能力					
毛利率	35.9%	34.0%	35.1%	33.8%	32.4%
净利率	17.4%	17.3%	18.1%	17.2%	16.2%
ROE	14.9%	14.0%	11.9%	12.0%	12.3%
ROIC	14.1%	13.1%	11.3%	11.5%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	23.4%	20.4%	20.2%	20.1%
净负债比率	6.3%	6.4%	4.4%	4.3%	4.1%
流动比率	2.2	2.2	2.8	3.0	3.1
速动比率	2.0	2.1	2.6	2.8	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
存货周转率	17.6	17.6	16.2	18.8	19.0
应收账款周转率	21.5	19.1	19.9	22.8	23.0
应付账款周转率	5.6	5.8	5.3	6.1	6.2
每股资料(元)					
EPS	3.00	2.95	2.58	2.67	2.80
每股经营净现金	4.51	4.70	4.29	4.36	4.48
每股净资产	20.57	21.48	21.80	22.48	23.23
每股股利	2.26	2.26	1.98	2.05	2.16
估值比率					
PE	13.5	13.7	15.8	15.2	14.5
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.5	7.7	8.0	7.7	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。