

# 中国神华（601088.SH）

## 千亿规模收购助力未来发展，龙头行稳致远

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 煤炭 · 煤炭开采

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn 执证编码：S0980520040001  
证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523060002

### 事项：

公司公告《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，业务覆盖煤炭、坑口煤电、煤化工等多个领域，有利于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。截至2025年7月31日，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；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，合计的剔除长期资产减值损失影响后的扣非归母净利润为105.70亿元，对应整体交易对价1286.71亿元。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，调整后最终整体交易对价为1335.98亿元。其中现金支付对价约为935亿元；发行股份购买资产的发行价格为29.40元/股，股份发行数量为1,363,248,446股，占本次发行股份购买资产完成后上市公司总股本的比例约为6.42%。

**国信煤炭观点：**1) **本次交易有利于增厚公司业绩。**交易后公司2024年扣除非经常性损益后的基本每股收益将提升至3.15元/股，增厚6.10%。2025年1-7月扣除非经常性损益后的基本每股收益将提升至1.54元/股，增厚4.40%。此外根据业绩承诺，承诺的部分业绩在2026-2028年的合计为29.6亿元/45.5亿元/66.4亿元，2027-2028年增速分别为54%、46%，为上市公司提供增长动能。2) **本次交易巩固公司龙头地位。**本次交易后公司煤炭储量增加97.7%，煤炭产量将提升至5.12亿吨，在全国原煤产量中占比约10.8%，进一步巩固行业龙头地位，同时增强产业链协同能力。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。。

### 评论：

## ◆ 巩固公司行业龙头地位，提升公司资产质量

**巩固煤炭行业龙头地位。**通过本次交易，中国神华的煤炭保有资源量将提升至684.9亿吨，增加64.72%；煤炭可采储量将提升至345亿吨，增加97.71%；煤炭产量将提升至5.12亿吨，增加56.57%。2024年全国原煤产量约47.6亿吨，本次交易后中国神华产量占比将达到10.8%，进一步巩固中国神华行业龙头地位，并提高公司话语权；同时可采年限由之前的53年增加至67年，大幅提高资源储备。

**本次交易的标的公司拥有优质、丰富的煤炭资源，适宜建设现代化高产高效煤矿。**新疆能源下属新疆准东露天煤矿截至2025年最新核定产能已达3500万吨/年，是国内第二大露天煤矿，可采储量超过20亿吨，其开采的31号不粘煤具有低灰、特低硫、中高热值的特性，是优质化工及动力用煤，年产量可满足2座千万千瓦级电厂全年需求。此外，还包括有新疆红沙泉一号露天煤矿（核定产能3000万吨/年）、新疆黑山露天煤矿（核定产能1600万吨/年）、内蒙古贺斯格乌拉南露天煤矿（核定产能1500万吨/年）等国内煤炭产能及资源储量领先的大型煤矿。

**增强产业链协同。**除煤炭产能外，本次交易后公司发电装机容量增加27.8%、聚烯烃产能增加213.3%，产业链协同进一步增强。

表1: 公司本次交易前后业务数据

项目	交易完成前	交易完成后	增长率
煤炭保有资源量 (亿吨)	415.8	684.9	64.72%
煤炭可采储量 (亿吨)	174.5	345	97.71%
煤炭产量 (亿吨)	3.27	5.12	56.57%
发电装机容量 (MW)	47,632	60,881	27.82%
聚烯烃 (万吨)	60	188	213.33%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 煤炭产量为 2024 年年度数据

### ◆ 增厚公司业绩, 利于回报股东

**本次交易有望增厚公司业绩。**本次交易后公司 2024 年扣除非经常性损益后的基本每股收益将提升至 3.15 元/股, 增厚 6.10%。2025 年 1-7 月扣除非经常性损益后的基本每股收益将提升至 1.54 元/股, 增厚 4.40%。同时根据业绩承诺, 承诺的部分业绩在 2026-2028 年的合计为 29.6 亿元/45.5 亿元/66.4 亿元, 2027-2028 年增速分别为 54%、46%, 为上市公司提供增长动能。

**剥离低效资产, 标的公司盈利能力仍有提升空间。**为提高标的的质量, 标的公司国源电力、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。2024 年受捐赠等的影响, 部分标的公司业绩由盈转亏, 2025 年 1-7 月, 受煤价中枢大幅下行、部分装备改造升级等的影响, 部分标的公司业绩显著下滑。未来随着煤机中枢的回升、偶然影响的减退、产能的释放, 标的公司的盈利能力仍有提升空间。根据最终交易对价, 本次交易 PE 为 14.2 (按照 2024 年扣非归母净利润), 交易 PB 为 1.5 (截至 2025 年 7 月 31 日), 截至 2025 年 12 月 24 日, 中国神华 PE 为 15.5, PB 为 2.0。

表2: 公司本次交易前后的财务数据 (亿元)

项目	2025 年 7 月 31 日/2025 年 1-7 月		2024 年 12 月 31 日/2024 年度	
	交易完成前	交易完成后	交易完成前	交易完成后
资产总额	6,359.09	8,965.87	6,680.22	9,167.10
负债总额	1,596.60	3,904.90	1,713.78	3,996.79
归属母公司所有者权益	4,065.05	4,190.38	4,195.57	4,234.63
营业总收入	1,622.66	2,065.09	3,397.39	4,321.83
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	292.55	326.37	589.62	668.51
资产负债率 (%)	25.11	43.55	25.65	43.6
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, 国信证券经济研究所整理

表3: 本次收购详情

序号	标的公司	评估价格 (亿元)	拟交易的权益比例	交易价格 (亿元)	业绩及产能情况
1	国源电力	445.82	100%	445.82	火电控股总装机容量 1191 万千瓦, 控股核定煤炭产能 4000 万吨/年, 以及 5 宗探矿权
2	新疆能源	121.21	100%	121.21	煤炭产能 8970 万吨/年, 另有 4 宗探矿权
3	化工公司	249.51	100%	249.51	主要产品为煤制油、聚烯烃
4	乌海能源	142.14	100%	142.14	煤炭产能 1470 万吨/年 (含因技改原因暂时停产的平沟煤矿, 产能 180 万吨/年), 另有 1 宗探矿权
5	平庄煤业	55.84	100%	55.84	煤炭产能 3900 万吨/年, 另有探矿权 4 宗
6	内蒙建投	77.28	100%	77.28	火电总装机容量 132 万千瓦, 煤炭产能 800 万吨/年
7	神延煤炭	187.60	41%	76.92	煤炭产能 1300 万吨/年
8	晋神能源	77.16	49%	37.81	煤炭产能 1300 万吨/年
9	包头矿业	45.43	100%	45.43	主要收入及利润来源于车辆通行费收费、站台租赁费用, 另有 3 宗探矿权
10	航运公司	21.42	100%	21.42	主要收入及利润来源于水上运输服务费
11	煤炭运销	8.61	100%	8.61	主要收入及利润来源于煤炭购销业务

12	公司	港口公司	4.74	100%	4.74	主要收入及利润来源于清车底煤、煤炭采制样和煤质快检业务
----	----	------	------	------	------	-----------------------------

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议：公司资产规模大幅提升，稳步向前

本次交易大幅提高公司煤炭储量、为公司未来发展提供增长动能，助力公司巩固行业龙头地位，并增厚公司业绩。暂不考虑本次交易并表的影响，预计 2025-2027 年归母净利润为 527/544/554 亿元，对应 PE 为 15.5/15.0/14.8。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司各业务产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

#### 相关研究报告：

- 《中国神华（601088.SH）：发电业务量增本降，助力业绩改善》——2025-10-28
- 《中国神华（601088.SH）：降本提效成本明显改善，中期分红率 79%》——2025-09-01
- 《中国神华（601088.SH）：下游需求疲软致业绩承压，内增外延仍有成长空间》——2025-04-28
- 《中国神华（601088.SH）：业绩稳健、高分红率彰显投资价值》——2025-03-23
- 《中国神华（601088.SH）：煤炭业务盈利能力增强，龙头优势凸显》——2024-10-27

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	149986	142415	142415	142415	150381	营业收入	343074	338375	300261	311426	318530
应收款项	19858	15502	13756	14267	14593	营业成本	219922	223192	194975	202547	207753
存货净额	12846	12482	10942	11283	11499	营业税金及附加	18385	17784	16514	17128	17519
其他流动资产	16261	17424	15461	16036	16402	销售费用	425	491	601	623	637
<b>流动资产合计</b>	<b>198951</b>	<b>205125</b>	<b>199877</b>	<b>201304</b>	<b>210177</b>	管理费用	9812	10340	10509	10900	11149
固定资产	277407	284724	302729	316584	323671	研发费用	3007	2727	1501	1557	1593
无形资产及其他	61630	64776	62617	60458	58298	财务费用	501	129	289	292	106
投资性房地产	36572	43603	43603	43603	43603	投资收益	3815	4871	4000	4000	4000
长期股权投资	55571	59840	64109	68378	72647	资产减值及公允价值变动	(3691)	(533)	(554)	(554)	(554)
<b>资产总计</b>	<b>630131</b>	<b>658068</b>	<b>672935</b>	<b>690326</b>	<b>708396</b>	其他收入	(2786)	(2415)	(1201)	(1257)	(1293)
短期借款及交易性金融负债	10106	13410	18346	13564	10000	营业利润	91367	88362	79617	82125	83520
应付款项	38901	38205	33492	34535	35196	营业外净收支	(4191)	(2569)	(2569)	(2569)	(2569)
其他流动负债	42578	41005	36139	37288	38017	<b>利润总额</b>	<b>87176</b>	<b>85793</b>	<b>77048</b>	<b>79556</b>	<b>80951</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>91585</b>	<b>92620</b>	<b>87978</b>	<b>85387</b>	<b>83213</b>	所得税费用	17578	16928	15203	15697	15973
长期借款及应付债券	32608	28932	28932	28932	28932	少数股东损益	9904	10194	9155	9453	9619
其他长期负债	27568	32564	37560	42556	47552	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>59694</b>	<b>58671</b>	<b>52691</b>	<b>54406</b>	<b>55360</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>60176</b>	<b>61496</b>	<b>66492</b>	<b>71488</b>	<b>76484</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>151761</b>	<b>154116</b>	<b>154470</b>	<b>156875</b>	<b>159697</b>	净利润	59694	58671	52691	54406	55360
少数股东权益	69678	77086	79234	81453	83710	资产减值准备	319	(3156)	60	37	20
股东权益	408692	426866	439231	451998	464989	折旧摊销	21860	22543	20539	22714	24498
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>630131</b>	<b>658068</b>	<b>672935</b>	<b>690326</b>	<b>708396</b>	公允价值变动损失	3691	533	554	554	554
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	501	129	289	292	106
每股收益	3.00	2.95	2.65	2.74	2.79	营运资本变动	(4618)	(3903)	727	5798	5499
每股红利	3.01	2.71	2.03	2.10	2.13	其它	(353)	5548	2088	2181	2237
每股净资产	20.57	21.48	22.11	22.75	23.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>80593</b>	<b>80236</b>	<b>76659</b>	<b>85689</b>	<b>88167</b>
ROIC	15.93%	14.70%	13%	13%	13%	资本开支	0	(24322)	(37000)	(35000)	(30000)
ROE	14.61%	13.74%	12%	12%	12%	其它投资现金流	0	(17302)	0	0	0
毛利率	36%	34%	35%	35%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5921)</b>	<b>(45893)</b>	<b>(41269)</b>	<b>(39269)</b>	<b>(34269)</b>
EBIT Margin	27%	25%	25%	25%	25%	权益性融资	134	1015	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	32%	33%	33%	负债净变化	(8802)	(704)	0	0	0
收入增长	-0%	-1%	-11%	4%	2%	支付股利、利息	(59900)	(53778)	(40326)	(41638)	(42369)
净利润增长率	-14%	-2%	-10%	3%	2%	其它融资现金流	42081	66035	4936	(4782)	(3564)
资产负债率	35%	35%	35%	35%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(95189)</b>	<b>(41914)</b>	<b>(35390)</b>	<b>(46420)</b>	<b>(45932)</b>
股息率	7.3%	6.6%	4.9%	5.1%	5.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(20517)</b>	<b>(7571)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7966</b>
P/E	13.7	13.9	15.5	15.0	14.8	货币资金的期初余额	170503	149986	142415	142415	142415
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	货币资金的期末余额	149986	142415	142415	142415	150381
EV/EBITDA	8.5	9.1	10.1	9.6	9.4	企业自由现金流	0	61616	45399	56659	64115
						权益自由现金流	0	126947	50103	51643	60466

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032