

兖矿能源（600188.SH）

向“3 亿吨”产能目标继续迈进

公司发布《兖矿能源集团股份有限公司关联交易公告》。为整合优质煤炭资源，做大做强主业，并有效解决同业竞争，兖矿能源拟以现金 140.66 亿元收购控股股东山能集团“西北矿业”51%股权，其中以现金 47.48 亿元受让西北矿业 26%股权，以现金 93.18 亿元向西北矿业增资。具体交易方案如下：

（一）股权收购

- 拟收购淄博集团所持有西北矿业 15.62%股权，转让价款 28.53 亿元；
- 拟收购龙口集团所持有西北矿业 5.58%股权，转让价款 10.19 亿元；
- 拟收购新矿集团所持有西北矿业 2.56%股权，转让价款 4.68 亿元；
- 拟收购肥城煤业所持有西北矿业 2.24%股权，转让价款 4.09 亿元；

（二）现金增资：公司拟以现金向西北矿业增资 93.18 亿元，其中 25.51 亿元计入注册资本，67.67 亿元计入资本公积。本次转让及本次增资后，公司取得西北矿业 51%股权，西北矿业注册资本由 50 亿元增加至 75.51 亿元，新增注册资本 25.51 亿元均由兖矿能源认购，淄矿集团放弃优先认缴权。

收购公司资源情况：

- 截至本公告日，西北矿业本部及其控股子公司共有 12 家煤炭企业，持有 14 宗矿业权（包含 12 宗采矿权、2 宗探矿权）。采矿权资源量合计 48.6 亿吨，可采储量 26.9 亿吨；探矿权（动力煤）资源储量 14.9 亿吨，可采储量 9.7 亿吨，规划产能 1500 万吨/年。
- 西北矿业 2022 年、2023 年、2024 年 1-11 月份，商品煤产量分别为 2950 万吨、2834 万吨、2862 万吨。
- 产能：在产动力煤（不粘煤、弱粘煤、长焰煤）约 3380 万吨/年产能、在产配焦煤（气煤）225 万吨/年产能。在建 2 个动力煤矿矿井，合计产能 1000 万吨。
- 西北矿业未来增长潜力大。五举煤矿（核定产能 300 万吨/年）与刘园子煤矿（核定产能 180 万吨/年）将于 2025 年全面达产，贡献 480 万吨增量产能；油房壕、杨家坪两座在建矿井（合计核定产能 1000 万吨/年）及马福川、毛家川探矿权转采项目（规划产能 1500 万吨/年）稳步推进，未来合计可释放 2500 万吨/年产能。叠加“六精六提”精益管理模式严控成本、提升生产效率，吨煤成本将持续优化，公司中长期业绩成长空间与抗周期能力显著增强，为兖矿能源战略整合提供增长动能。

资产评估情况：

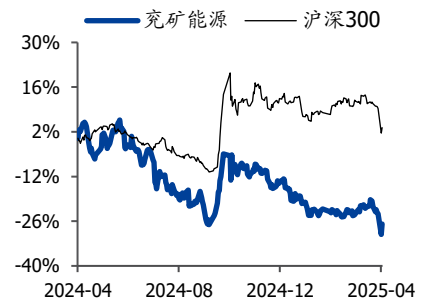
- 2022 年、2023 年、2024 年 1-11 月西北矿业归母净利润分别为 33.9 亿元、14.2 亿元、12.3 亿元。
- 截至 2024 年 11 月 30 日，西北矿业资产总额 534 亿元，负债总额 369 亿元，所有者权益 166 亿元。
- 西北矿业评估基准日总资产账面价值 302 亿元，评估价值 420 亿元，增值 118 亿元，增值 39.0%。评估增值主要源于长期股权投资和矿业权，矿业权增值 165 亿元，增值率 198.1%。
- 业绩补偿承诺：2025-2027 年，目标公司扣非归母净利润累计不低于 71.2 亿元。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
04 月 08 日收盘价（元）	12.66
总市值（百万元）	127,104.63
总股本（百万股）	10,039.86
其中自由流通股（%）	99.60
30 日日均成交量（百万股）	30.31

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号：S0680524070012

邮箱：liuliyu@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号：S0680524100001

邮箱：gaoziming@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号：S0680124070012

邮箱：liaolanqi@gszq.com

相关研究

- 《兖矿能源（600188.SH）：产能成长可期，提质增效降本，夯实资源为王》 2025-03-30
- 《兖矿能源（600188.SH）：Q3 业绩环比改善，未来成长可期》 2024-10-27
- 《兖矿能源（600188.SH）：Q2 业绩环比改善，未来成长可期》 2024-09-03

资源扩张持续布局，盈利能力进一步加强。

- 增强上市公司盈利能力，本次交易完成后将提升上市公司 2024 年度营业收入、合并口径净利润和归属于母公司股东的净利润的比例分别为 12.37%、7.68%和 4.74%。
- 公司煤炭资源量、储量及商品煤产量将大幅提升，交易完成后，公司资源量增加约 63.5 亿吨，可采储量增加约 36.5 亿吨，商品煤产量增加约 3000 万吨。
- 有利于降低股权收购所需支付的现金对价，现金增资有助于优化目标公司股权架构，支持西北矿业下属在建、筹建矿井的建设及开发，进一步提升公司核心竞争力及盈利能力，降低投资风险。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 99/119/138 亿元，对应 PE 为 12.8X、10.7X、9.2X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；煤炭价格不及预期；煤炭产量超预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	150,068	139,124	127,382	136,603	144,699
增长率 yoy（%）	-33.3	-7.3	-8.4	7.2	5.9
归母净利润（百万元）	20,144	14,425	9,895	11,902	13,755
增长率 yoy（%）	-39.6	-28.4	-31.4	20.3	15.6
EPS 最新摊薄（元/股）	2.01	1.44	0.99	1.19	1.37
净资产收益率（%）	27.7	17.5	11.4	12.8	13.9
P/E（倍）	6.3	8.8	12.8	10.7	9.2
P/B（倍）	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 08 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96304	97355	91838	90343	99767
现金	37691	38345	32944	24495	28716
应收票据及应收账款	7846	10209	6861	7800	7941
其他应收款	4201	3484	3374	3621	3836
预付账款	5083	4747	4240	4908	5107
存货	7742	7625	7347	7922	8244
其他流动资产	33740	32945	37073	41597	45923
非流动资产	258160	261200	281871	304160	312623
长期投资	23993	25643	26565	27487	28652
固定资产	112477	112709	130242	148896	156108
无形资产	67156	64019	64746	66133	64932
其他非流动资产	54535	58828	60318	61644	62930
资产总计	354464	358554	373709	394503	412390
流动负债	123142	117202	121952	131282	136088
短期借款	4084	7693	8297	10403	11757
应付票据及应付账款	31455	32322	29279	32456	33774
其他流动负债	87603	77187	84376	88423	90557
非流动负债	112840	108342	110062	111842	113622
长期借款	61355	55700	57700	59700	61700
其他非流动负债	51485	52642	52362	52142	51922
负债合计	235982	225544	232014	243124	249710
少数股东权益	45655	50416	54557	58739	63571
股本	7439	10040	10038	10036	10034
资本公积	-33	4131	4131	4131	4131
留存收益	51953	50096	54649	60161	66638
归属母公司股东权益	72828	82594	87138	92641	99109
负债和股东权益	354464	358554	373709	394503	412390

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16159	22342	32760	34415	36685
净利润	27156	20932	14036	16084	18588
折旧摊销	15115	15298	14407	17778	20143
财务费用	4372	3319	2690	2791	2903
投资损失	-2259	-2626	-2293	-2049	-2605
营运资金变动	-28269	-15663	3849	31	-2106
其他经营现金流	44	1081	71	-220	-238
投资活动现金流	-12203	-9726	-32603	-37581	-25429
资本支出	-17987	-17043	-34179	-38708	-26884
长期投资	3241	5408	-223	-529	-856
其他投资现金流	2543	1909	1799	1655	2311
筹资活动现金流	-32515	-12386	-5519	-5271	-7128
短期借款	-2402	3609	603	2106	1355
长期借款	18526	-5655	2000	2000	2000
普通股增加	2491	2600	-2	-2	-2
资本公积增加	-6612	4164	0	0	0
其他筹资现金流	-44518	-17103	-8121	-9375	-10480
现金净增加额	-28056	143	-5401	-8449	4221

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150068	139124	127382	136603	144699
营业成本	89079	89312	89228	93340	97129
营业税金及附加	6432	5944	5350	6011	6367
营业费用	5002	4713	4331	4918	5209
管理费用	8493	8575	7898	8743	9261
研发费用	2912	2735	2548	2869	3039
财务费用	3903	2792	1923	2132	2413
资产减值损失	-40	-11	-19	167	252
其他收益	261	315	255	164	174
公允价值变动收益	90	-57	0	0	0
投资净收益	2259	2626	2293	2049	2605
资产处置收益	1	106	127	109	116
营业利润	36968	26857	17950	20850	24080
营业外收入	368	953	574	632	719
营业外支出	323	518	529	457	501
利润总额	37013	27292	17995	21025	24298
所得税	9857	6359	3959	4941	5710
净利润	27156	20932	14036	16084	18588
少数股东损益	6568	5875	3509	4182	4833
归属母公司净利润	20144	14425	9895	11902	13755
EBITDA	53613	42866	34325	40935	46853
EPS (元/股)	2.01	1.44	0.99	1.19	1.37

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-33.3	-7.3	-8.4	7.2	5.9
营业利润(%)	-40.8	-27.3	-33.2	16.2	15.5
归属母公司净利润(%)	-39.6	-28.4	-31.4	20.3	15.6
获利能力					
毛利率(%)	40.6	35.8	30.0	31.7	32.9
净利率(%)	13.4	10.4	7.8	8.7	9.5
ROE(%)	27.7	17.5	11.4	12.8	13.9
ROIC(%)	13.0	8.6	6.1	6.6	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	62.9	62.1	61.6	60.6
净负债比率(%)	51.5	55.0	57.1	61.6	56.6
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	20.0	17.1	16.6	20.9	20.7
应付账款周转率	4.1	4.5	4.6	4.8	4.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.01	1.44	0.99	1.19	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.23	3.26	3.43	3.65
每股净资产(最新摊薄)	7.25	8.23	8.68	9.23	9.87
估值比率					
P/E	6.3	8.8	12.8	10.7	9.2
P/B	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.9	5.0	6.1	5.4	4.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 08 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com