

收购西北矿业股权，3 亿吨规划更进一步

2025 年 04 月 09 日

➤ **事件：**2025 年 4 月 8 日，公司公告，公司拟以现金 140.66 亿元收购控股股东山能集团权属公司西北矿业 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。此次收购及增资后，公司将以 51% 的持股比例取得西北矿业控制权。

➤ **收购价格对应约 11 倍 PE (2024 年)。**据公告，西北矿业 2023 年和 2024 年 1 月至 11 月净利润分别为 22.66 亿元、14.74 亿元。但 2024 年业绩下降是有特殊原因的：一是五举煤矿开始试生产，核定 300 万吨的煤矿仅贡献 90 余万吨商品煤产量，而各项固定成本及费用较高导致当年亏损 6.89 亿元，该矿 2025 年达产后将实现盈利；二是为客观公允反映资产价值，以 2024 年 11 月 30 日为评估基准日开展评估时，对西北矿业下属资产计提 2.8 亿元减值，抵减了 2024 年利润。若剔除上述 9.26 亿元非经常性亏损，调整后净利润约 24 亿元，同比呈增长态势。以调整后业绩测算，收购价格对应 2024 年的 PE 约为 11 倍。

➤ **西北矿业具有丰富的煤炭资源储备。**西北矿业本部及其控股子公司中，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），涉及总产能 6105 万吨/年，其中 10 座生产矿井，核定产能 3605 万吨/年，主要分布在陕西、甘肃、山西、内蒙古等省份。近年来，西北矿业年产量不断增长，2022 年、2023 年、2024 年，商品煤产量分别为 2950.29 万吨、2833.8 万吨、3121.99 万吨（年化数）。西北矿业具备资源量 63.52 亿吨，可采储量 36.52 亿吨。以 2024 年基数测算，西北矿业收购完成后，兖矿能源境内资源量可增加 13.6%，年产量增加约 21.91%。

➤ **西北矿业煤炭产量增量空间大，未来成长可期。**西北矿业下属有聚能能源油房壕矿井、平煤长安杨家坪矿井 2 个在建矿井，核定产能合计 1000 万吨/年。此外，还有天峻能源马福川矿井、毛家川矿井 2 项探矿权，核定产能分别为 800 万吨/年、700 万吨/年，目前正在办理探矿权转采矿权手续。以上四个矿井未来的合计产能贡献达 2500 万吨/年，煤炭产量增量空间大。

➤ **三年累计扣非净利润承诺达 71.22 亿元。**公告显示，股东方承诺 2025-2027 年，按中国会计准则计算，目标公司对应的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润累计不低于 71.22 亿元，其中公司预测 2025-2027 年的归母净利润分别为 22.23、23.85、25.13 亿元，均较 2024 年度利润大幅提升。

➤ **投资建议：**公司 3 亿吨产量目标的进一步落实，我们预计 2025-2027 年公司归母净利为 87.17/115.22/119.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.15/1.19 元，对应 2025 年 4 月 8 日股价的 PE 为 15/11/11 倍（未考虑本次收购）。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**本次资产收购仍存在不确定性，煤炭、化工品价格大幅下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	139,124	125,765	131,478	134,427
增长率 (%)	-7.3	-9.6	4.5	2.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	14,425	8,717	11,522	11,993
增长率 (%)	-28.4	-39.6	32.2	4.1
每股收益 (元)	1.44	0.87	1.15	1.19
PE	9	15	11	11
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.66 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiagqi@mszq.com

相关研究

1. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年年报点评：2025 年产量继续增长，成本有望下降-2025/03/29
2. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩环比微增，化工业务继续扩张-2024/10/26
3. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年半年报点评：24H1 产销增长，价格下行影响利润-2024/08/31
4. 兖矿能源 (600188.SH) 事件点评：钾肥资源加码，主业内生外延增长可期-2024/07/20
5. 兖矿能源 (600188.SH) 2024 年一季报点评：24Q1 产销增长，价格波动影响业绩-2024/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139,124	125,765	131,478	134,427
营业成本	89,312	88,563	89,356	91,280
营业税金及附加	5,944	5,408	5,654	5,780
销售费用	4,713	4,276	4,470	4,571
管理费用	8,575	7,797	8,152	8,334
研发费用	2,735	2,515	2,630	2,689
EBIT	27,568	17,474	21,497	22,060
财务费用	2,792	4,457	3,511	3,280
资产减值损失	-11	15	15	15
投资收益	2,626	2,390	2,498	2,554
营业利润	26,857	15,484	20,564	21,416
营业外收支	435	300	300	300
利润总额	27,292	15,784	20,864	21,716
所得税	6,359	3,678	4,861	5,060
净利润	20,932	12,106	16,003	16,656
归属于母公司净利润	14,425	8,717	11,522	11,993
EBITDA	42,866	32,947	37,193	37,761

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	38,345	50,212	59,364	69,348
应收账款及票据	10,209	9,100	9,513	9,727
预付款项	4,747	4,428	4,468	4,564
存货	7,625	7,395	7,461	7,622
其他流动资产	36,429	38,636	39,324	39,453
流动资产合计	97,355	109,771	120,131	130,713
长期股权投资	25,643	25,643	25,643	25,643
固定资产	112,709	115,009	117,310	119,610
无形资产	64,019	64,019	64,019	64,019
非流动资产合计	261,200	261,082	260,974	261,085
资产合计	358,554	370,853	381,105	391,798
短期借款	7,693	7,693	7,693	7,693
应付账款及票据	32,322	31,489	31,771	32,455
其他流动负债	77,187	86,443	85,704	85,894
流动负债合计	117,202	125,625	125,168	126,042
长期借款	55,700	55,200	54,700	54,200
其他长期负债	52,642	52,642	52,642	52,642
非流动负债合计	108,342	107,842	107,342	106,842
负债合计	225,544	233,467	232,510	232,884
股本	10,040	10,040	10,040	10,040
少数股东权益	50,416	53,806	58,286	62,950
股东权益合计	133,010	137,386	148,595	158,914
负债和股东权益合计	358,554	370,853	381,105	391,798

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.29	-9.60	4.54	2.24
EBIT 增长率	-28.39	-36.62	23.03	2.62
净利润增长率	-28.39	-39.57	32.19	4.08
盈利能力 (%)				
毛利率	35.80	29.58	32.04	32.10
净利润率	10.37	6.93	8.76	8.92
总资产收益率 ROA	4.02	2.35	3.02	3.06
净资产收益率 ROE	17.46	10.43	12.76	12.50
偿债能力				
流动比率	0.83	0.87	0.96	1.04
速动比率	0.45	0.51	0.58	0.66
现金比率	0.33	0.40	0.47	0.55
资产负债率 (%)	62.90	62.95	61.01	59.44
经营效率				
应收账款周转天数	21.00	25.28	23.53	23.78
存货周转天数	30.97	30.53	29.93	29.74
总资产周转率	0.39	0.34	0.35	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	1.44	0.87	1.15	1.19
每股净资产	8.23	8.32	8.99	9.56
每股经营现金流	2.23	3.88	3.26	3.40
每股股利	0.77	0.48	0.63	0.66
估值分析				
PE	9	15	11	11
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.68	6.09	5.40	5.32
股息收益率 (%)	6.08	3.77	4.99	5.19

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20,932	12,106	16,003	16,656
折旧和摊销	15,298	15,474	15,696	15,701
营运资金变动	-15,663	8,905	-582	308
经营活动现金流	22,342	38,925	32,737	34,178
资本开支	-17,043	-14,744	-14,974	-15,195
投资	5,408	0	0	0
投资活动现金流	-9,726	-12,354	-12,476	-12,641
股权募资	17,489	0	0	0
债务募资	7,678	-1,500	-1,550	-500
筹资活动现金流	-12,386	-14,703	-11,109	-11,554
现金净流量	143	11,867	9,153	9,983

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048