

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖矿能源(600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

高升: 煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号: S1500524100002

邮箱: gaosheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

西北矿业煤炭并购项目再落地，践行战略规划兑现成长

2025年4月9日

事件: 2025年4月8日，兖矿能源发布关联交易公告，拟以现金140.66亿元收购控股股东山东能源集团有限公司权属公司山东能源集团西北矿业有限公司51%股权，其中以现金47.48亿元收购西北矿业现有股东26%股权，以现金93.18亿元向西北矿业增资。

点评:

- **西北矿业煤炭资源储备丰富，核定产能总计达6105万吨/年。**西北矿业主要布局陕西、甘肃、山西、内蒙古南部等地，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），主要煤炭品种包括动力煤、配焦煤。产能方面，西北矿业在产煤矿产能3605万吨/年，在建煤矿产能1000万吨/年，此外还拥有探矿权资产核定产能1500万吨。产量方面，2022年、2023年和2024年1-11月分别实现产量2950万吨、2834万吨、2862万吨。资源储量方面，西北矿业拥有资源量63.52亿吨，其中在产及在建煤矿资源量为48.61亿吨，探矿权资源量为14.91亿吨；西北矿业拥有可采储量36.52亿吨，其中在产及在建煤矿可采储量为26.86亿吨，探矿权可采储量为9.66亿吨。
- **剔除非经常性亏损干扰，西北矿业2024年盈利呈现增长态势。**西北矿业2024年1-11月净利润14.74亿元，较2023年下降7.92亿元。值得注意的是，2024年西北矿业业绩下降有特殊原因：一是五举煤矿（核定产能300万吨）首年投产仅完成90万吨产量，而各项固定成本及费用较高导致当年亏损6.89亿元；二是为客观公允反映资产价值，西北矿业下属资产计提2.8亿元减值，抵减了西北矿业2024年利润。若剔除上述9.26亿元非经常性亏损，2024年1月至11月调整后净利润约为24亿元，相比2023年有一定的业绩增长。
- **随着存量矿井达产达效和增量项目稳步推进，未来西北矿业成长空间仍然广阔。**2025年，五举煤矿和刘园子煤矿有望实现全面达产，贡献480万吨增量产能。同时，西北矿业拥有油房壕、杨家坪两座在建矿井，在建产能1000万吨/年。此外，西北矿业拥有马福川、毛家川探矿权转采项目，目前正在办理探矿权转采矿权手续，规划产能1500万吨/年。随着存量产能的达产达效以及增量产能项目的稳步推进，未来西北矿业成长空间仍然广阔。
- **本次收购直接增厚兖矿能源盈利水平，是兖矿能实现3亿吨原煤产量目标的关键布局。**2024年1-11月，西北矿业完成商品煤产量2862万吨，约占2024年兖矿能源商品煤产量的20%。以西北矿业2024年1-11月数据年化测算，本次交易将提升兖矿能源2024年营收、净利润约

12.37%和 7.68%，现金收购直接增厚公司盈利水平。此次收购山东能源集团优质资产，兖矿能源实现了西北区域优质煤矿资产注入，也是向 3 亿吨原煤产量目标迈进的重要一步。

- **低现金、低估值实施收购交易，性价比凸显。**本次收购采取“收购股权+现金增资”的方式，兖矿能源既减少了收购股权的现金支付，还通过增资形式将现金流留存于上市公司体内并支撑西北矿业建设发展。同时，转让方承诺 2025 年-2027 年西北矿业累计扣非净利不低于 71.22 亿元，差额以现金补足。2025-2027 年，西北矿业年化扣非净利承诺为 23.74 亿元，以承诺业绩测算，本次并购交易的市盈率为 7.69 倍，低于兖矿能源 A 股市盈率 8.8 倍（4 月 8 日收盘价）。从单吨资源收购价格来看，本次西北矿业单吨资源量收购价格为 2.88 元/吨，单吨可采储量收购价格为 5 元/吨。本次资源收购价款显著低于一级市场平均成交水平，凸显收购性价比。
- **未来兖矿能源将持续聚焦煤炭主业，加快落实 3 亿吨规划目标。**公司在加快落实控股股东所属西北、内蒙古等区域优质煤矿资产注入的同时，也会积极获取陕蒙、新疆等国家能源战略基地“核心产区”优质煤炭资源，同时密切关注境外焦煤、有色金属等资产并购机会。
- **盈利预测及评级：**现阶段煤炭产业仍处于产能短缺驱动的新一轮景气周期，我们预计未来 3 年的国内外煤炭中枢价格有望趋稳运行。随着公司内生产能不断释放，集团股东优质资产有序注入和深化国企改革下的员工股权激励持续推进，兖矿能源有望朝向“清洁能源供应商和世界一流企业”持续成长。我们预测公司 2025-2027 年归属于母公司的净利润分别为 133、139、142 亿元，EPS 为 1.32、1.39、1.41 元/股，对应 PE 为 9.59、9.14、8.98 倍。我们看好公司高水平的治理、内生外延的成长空间和未来发展转型战略，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内外能源政策变化带来短期影响；国内外宏观经济复苏不及预期；发生重大煤炭安全事故风险；公司资产注入进程受到不可抗力影响。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	1,501	1,391	1,376	1,402	1,451
同比(%)	-33.3%	-7.3%	-1.1%	1.9%	3.6%
归属母公司净利润（亿元）	201	144	133	139	142
同比(%)	-39.6%	-28.4%	-8.1%	5.0%	1.7%
毛利率(%)	40.6%	35.8%	34.1%	34.4%	34.3%
ROE(%)	27.7%	17.5%	15.4%	15.4%	15.3%
EPS（摊薄）（元）	2.01	1.44	1.32	1.39	1.41
P/E	6.31	8.81	9.59	9.14	8.98
P/B	1.75	1.54	1.47	1.41	1.38
EV/EBITDA	3.89	5.03	4.29	4.05	3.91

资料来源：： Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 4 月 8 日收盘价。

资产负债表					
单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	963	974	1,044	1,168	1,183
货币资金	377	383	455	574	579
应收票据	9	9	8	8	8
应收账款	70	93	92	93	97
预付账款	51	47	45	46	48
存货	77	76	76	77	80
其他	379	364	369	370	373
非流动资产	2,582	2,612	2,732	2,841	2,941
长期股权投资	240	256	256	256	256
固定资产(合计)	1,125	1,127	1,238	1,335	1,413
无形资产	672	640	668	696	724
其他	545	588	569	553	547
资产总计	3,545	3,586	3,776	4,008	4,124
流动负债	1,231	1,172	1,217	1,248	1,278
短期借款	41	77	97	117	117
应付票据	119	119	126	128	133
应付账款	196	204	202	204	212
其他	876	772	793	799	817
非流动负债	1,128	1,083	1,132	1,231	1,231
长期借款	614	557	657	757	757
其他	515	526	475	474	474
负债合计	2,360	2,255	2,349	2,479	2,510
少数股东权益	457	504	564	627	691
归属母公司股东权益	728	826	863	902	923
负债和股东权益	3,545	3,586	3,776	4,008	4,124

重要财务指标					
单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,501	1,391	1,376	1,402	1,451
同比(%)	-33.3%	-7.3%	-1.1%	1.9%	3.6%
归属母公司净利润	201	144	133	139	142
同比(%)	-39.6%	-28.4%	-8.1%	5.0%	1.7%
毛利率(%)	40.6%	35.8%	34.1%	34.4%	34.3%
ROE%	27.7%	17.5%	15.4%	15.4%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	2.01	1.44	1.32	1.39	1.41
P/E	6.31	8.81	9.59	9.14	8.98
P/B	1.75	1.54	1.47	1.41	1.38
EV/EBITDA	3.89	5.03	4.29	4.05	3.91

利润表					
单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,501	1,391	1,376	1,402	1,451
营业成本	891	893	907	919	954
营业税金及附加	64	59	59	60	62
销售费用	50	47	41	42	44
管理费用	85	86	76	77	80
研发费用	29	27	28	28	29
财务费用	39	28	31	35	36
减值损失合计	0	0	-6	-6	-6
投资净收益	23	26	26	26	26
其他	5	-8	-4	1	0
营业利润	370	269	250	262	266
营业外收支	0	4	4	4	4
利润总额	370	273	254	266	270
所得税	99	64	61	64	65
净利润	272	209	193	202	205
少数股东损益	66	59	54	57	58
归属母公司净利润	201	144	133	139	142
EBITDA	536	429	466	494	510
EPS(当年)(元)	2.11	1.46	1.32	1.39	1.41

现金流量表					
单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	162	223	413	419	450
净利润	272	209	193	202	205
折旧摊销	151	153	181	193	204
财务费用	44	33	37	42	45
投资损失	-23	-26	-26	-26	-26
营运资金变动	-283	-157	26	6	20
其它	0	11	2	2	2
投资活动现金流	-122	-97	-277	-277	-280
资本支出	-180	-170	-306	-306	-306
长期投资	32	54	5	5	0
其他	25	19	24	24	26
筹资活动现金流	-325	-124	-63	-23	-165
吸收投资	51	175	0	0	0
借款	161	-20	120	120	0
支付利息或股息	-299	-223	-132	-142	-165
现金流净增加额	-281	1	72	119	5

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。