

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 能源、钢铁行业联席首席分析师

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

聚焦五大产业并购发展, 远期成长空间广阔

2024年10月26日

事件: 2024年10月25日, 兖矿能源发布2024年三季度报告, 前三季度公司实现营业收入1066.33亿元, 同比-21.5%; 归母净利润114.05亿元, 同比-26.98%; 扣非后归母净利润为110.5亿元, 同比-22.45%; 经营活动产生的现金流量净额182.28亿元, 同比+23.67%。

三季度, 公司实现营业收入343.21亿元, 同比-15.46%; 归母净利润38.37亿元, 同比-15.63%; 扣非后归母净利润为37.52亿元, 同比-10.66%。

点评:

- **煤炭: 产销量持续增长, 成本控制表现优异。**产销量方面: 2024Q1-3, 公司实现煤炭产量10571万吨, 同比+8.8%; 煤炭销量10259万吨, 同比+3.5%; 其中自产煤销量9622万吨, 同比+9%。2024Q3, 公司实现煤炭产量3673万吨, 环比+6.1%; 煤炭销量3472万吨, 环比+1.6%; 其中自产煤销量3246万吨, 环比+4.3%。**价格方面:** 2024Q1-3, 公司实现煤炭销售均价683元/吨, 同比-18.7%; 自产煤销售均价为663元/吨, 同比-16.5%。2024Q3, 公司煤炭销售均价为656元/吨, 环比-9.8%; 自产煤销售均价为654元/吨, 环比-3.2%。**成本方面:** 2024Q1-3, 公司实现煤炭单位成本411元/吨, 同比-13.7%; 自产煤单位成本为376元/吨, 同比-2%。2024Q3, 公司煤炭单位成本378元/吨, 环比-0.4%; 自产煤单位成本364元/吨, 环比-6.5%。
- **煤化工: 产销量同比小幅下降, 盈利水平环比继续改善。**产销量方面: 2024Q1-3, 化工品产量636万吨, 同比-2.2%; 化工品销量570万吨, 同比-3.4%。2024Q3, 化工品产量217万吨, 环比+7.8%; 化工品销量195万吨, 环比+4.5%。**价格方面:** 2024Q1-3, 化工板块实现收入187亿元, 同比-5%。2024Q3, 化工板块实现收入62亿元, 环比-1%。**成本方面:** 2024Q1-3, 化工板块成本为148亿元, 同比-6.4%。2024Q3, 化工板块成本为47亿元, 环比-4.9%。公司化工业务2024Q1-3及三季度分别实现毛利率20.7%和24.2%, 化工板块呈现持续改善态势。
- **聚焦五大产业协同发展, 2024年先后并购三家公司, 在高端装备制造、智慧物流以及矿业三个领域实现扩张发展。**2021年公司《发展战略纲要》提出在现有产业基础上重点发展矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五大战略产业, 并提出清晰发展目标。矿业方面, 力争5-10年煤炭产量规模达到3亿吨/年, 建成8座以上千万吨级绿色智能矿山, 并在现有多种非煤矿产资产的基础上, 拓展钼、金、铜、铁、钾等矿产领域, 实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型。高端化工新材料方面, 按照高端绿色低碳发展方向, 延伸现有化工产业链, 建设化工新材料研发生产基地, 力争5-10年化工品年产量2000万吨以上, 其中化工新材料和高端化工品占比超过70%。新能源方面, 要推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设, 依托现有煤化工产业

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

优势，有序发展下游制氢等产业，力争 5-10 年新能源发电装机规模达到 1000 万千瓦以上，氢气供应能力超过 10 万吨/年。高端装备制造方面，要在现有装备制造产业基础上，专注发展高端煤机制造等传统优势产品，拓展风机等新能源装备制造，培育中高端煤机制造等传统优势产品，培育中高端系列产品。智慧物流方面，要统筹产品、用户、第三方服务商，构建智慧物流体系。2024 年以来，公司先后收购德国沙尔夫公司、物泊科技公司和高地资源公司，在高端装备制造、智慧物流以及矿业三个领域实现扩张发展。

- **收购德国沙尔夫公司，助力公司高端装备制造领域发展。**2024 年 3 月，公司以 3216 万欧元收购沙尔夫公司 52.66% 股权。沙尔夫公司是国际领先的井下单轨吊辅助运输设备生产厂家，公司技术装备水平先进、市场占有率高（全球安装的单轨系统中有 34% 来自沙尔夫公司），在中国、俄罗斯和南非等新兴市场具有优势市场地位。以 2023 年沙尔夫公司归母净利润 488 万欧元计算，兖矿能源收购 PE 估值为 12.5 倍，收购估值水平合理。兖矿能源成功收购沙尔夫公司能够与自身煤炭产业形成协同效应，提高矿井装备技术水平；此外还将以沙尔夫公司为平台吸引欧洲研发人才加入；中长期看本次收购使得兖矿能源在高端装备制造领域有所突破，未来也将有望助力公司在高端装备制造领域持续发展。
- **收购物泊科技公司，依托智慧物流产业发挥潜在协同效应。**2024 年 5 月，公司以 15.5 亿元并购物泊科技 45% 股权，并取得 51.32% 的表决权，对物泊科技形成控制。物泊科技成立于 2018 年 4 月，主营业务为无车承运与无船承运电子平台业务，致力于大宗商品供应链生态整体解决方案。物泊科技利用物联网和互联网技术搭建平台，实现人、车、货的实时感知，为上下游企业间的高效协同提供协助。以 2023 年物泊科技净利润 8707 万元计算，兖矿能源收购 PE 估值为 39.55 倍。值得注意的是，本次收购物泊科技看重的并非其自身盈利能力，而是智慧物流产业与公司煤炭销售业务之间存在的潜在协同效应。通过收购物泊科技，兖矿能源煤炭销售业务生态由客户自提逐步转变为送货上门，进一步增加公司煤炭销售业务的竞争力。未来随着公司 3 亿吨煤炭产量目标的逐步实现，智慧物流产业也有望迎来持续发展。
- **收购高地资源公司，盘活加拿大钾矿资源，迈出由单一煤炭开采向多矿种开发转型的第一步。**2024 年 9 月，兖矿能源以兖煤加拿大 100% 股权和不超过 9000 万美元的出资认购高地资源股权，交易后兖矿能源将对高地资源形成控制。高地资源在澳大利亚注册成立，并于 2012 年 2 月在澳大利亚证券交易所上市，其主要业务为钾肥项目的开发，核心项目为西班牙北部的 Muga 项目。按照 JORC 规范，其探明及控制的原位矿石储量为 1.04 亿吨，氯化钾品位为 16.1%；一期和二期设计产能均为 50 万吨/年，合计产能为 100 万吨/年。目前高地资源拥有的矿权处于绿地开发阶段，尚未产生收入。兖煤加拿大为兖矿能源于 2011 年成立的境外全资子公司，位于加拿大萨斯喀彻温省，是一家从事钾盐勘探开发的公司，持有一项钾盐矿项目（“索西项目”）及其他四项钾盐矿权。索西项目主要产品为氯化钾钾肥，按照 NI43-101 规范，其探明及控制的氯化钾储量为 1.73 亿吨，一期和二期设计产能分别为 200 万吨/年和 80 万吨/年，合计产能为 280 万吨/年。截至 2024 年 9 月兖煤

加拿大拥有的矿权仍处于绿地开发阶段。本次收购高地资源，公司将加拿大钾矿资源予以盘活，实现资产证券化。同时，利用高地资源拓展了公司钾矿业务，正式迈出了由单一煤炭开采向多矿种开发转型的第一步。

- **盈利预测及评级：**产能短缺驱动的新一轮景气周期仍处于早中期，我们预计未来 3 年的国内外煤炭中枢价格将中高位运行。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 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为 153、178、198 亿元，EPS 为 1.53、1.77、1.97 元/股，对应 PE 为 10.41、8.97、8.07 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；国内外宏观经济失速或复苏不及预期；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 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入（亿元） | 1,500 | 1,419 | 1,584 | 1,732 |
| 同比(%) | -33.3% | -5.4% | 11.6% | 9.4% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 201 | 153 | 178 | 198 |
| 同比(%) | -39.6% | -23.9% | 16.0% | 11.2% |
| 毛利率(%) | 40.6% | 35.2% | 36.4% | 37.1% |
| ROE(%) | 27.7% | 17.1% | 18.3% | 18.8% |
| EPS（摊薄）（元） | 2.01 | 1.53 | 1.77 | 1.97 |
| P/E | 7.92 | 10.41 | 8.97 | 8.07 |
| P/B | 2.19 | 1.78 | 1.64 | 1.52 |
| EV/EBITDA | 3.89 | 4.33 | 3.60 | 3.05 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 10 月 25 日收盘价。

| 资产负债表 | | 单位:亿元 | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 962 | 1,169 | 1,367 | 1,636 | |
| 货币资金 | 376 | 607 | 777 | 1,019 | |
| 应收票据 | 9 | 8 | 9 | 10 | |
| 应收账款 | 69 | 59 | 66 | 72 | |
| 预付账款 | 51 | 46 | 50 | 55 | |
| 存货 | 77 | 77 | 84 | 91 | |
| 其他 | 379 | 372 | 381 | 390 | |
| 非流动资产 | 2,581 | 2,735 | 2,852 | 2,957 | |
| 长期股权投资 | 240 | 240 | 240 | 240 | |
| 固定资产(合计) | 1,125 | 1,243 | 1,346 | 1,435 | |
| 无形资产 | 672 | 700 | 728 | 756 | |
| 其他 | 545 | 552 | 538 | 526 | |
| 资产总计 | 3,543 | 3,903 | 4,219 | 4,592 | |
| 流动负债 | 1,231 | 1,329 | 1,444 | 1,554 | |
| 短期借款 | 41 | 61 | 81 | 101 | |
| 应付票据 | 119 | 128 | 140 | 151 | |
| 应付账款 | 196 | 192 | 210 | 227 | |
| 其他 | 876 | 949 | 1,013 | 1,074 | |
| 非流动负债 | 1,128 | 1,169 | 1,218 | 1,317 | |
| 长期借款 | 614 | 714 | 814 | 914 | |
| 其他 | 515 | 456 | 405 | 404 | |
| 负债合计 | 2,359 | 2,498 | 2,662 | 2,871 | |
| 少数股东权益 | 456 | 511 | 584 | 671 | |
| 归属母公司股东权益 | 727 | 895 | 972 | 1,050 | |
| 负债和股东权益 | 3,543 | 3,903 | 4,219 | 4,592 | |

| 重要财务指标 | | 单位:亿元 | | | |
|------------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 1,500 | 1,419 | 1,584 | 1,732 | |
| 同比(%) | -33.3% | -5.4% | 11.6% | 9.4% | |
| 归属母公司净利润 | 201 | 153 | 178 | 198 | |
| 同比(%) | -39.6% | -23.9% | 16.0% | 11.2% | |
| 毛利率(%) | 40.6% | 35.2% | 36.4% | 37.1% | |
| ROE% | 27.7% | 17.1% | 18.3% | 18.8% | |
| EPS(摊薄)(元) | 2.01 | 1.53 | 1.77 | 1.97 | |
| P/E | 7.92 | 10.41 | 8.97 | 8.07 | |
| P/B | 2.19 | 1.78 | 1.64 | 1.52 | |
| EV/EBITDA | 3.89 | 4.33 | 3.60 | 3.05 | |

| 利润表 | | 单位:亿元 | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 1,500 | 1,419 | 1,584 | 1,732 | |
| 营业成本 | 891 | 920 | 1,007 | 1,090 | |
| 营业税金及附加 | 64 | 61 | 68 | 74 | |
| 销售费用 | 50 | 43 | 48 | 52 | |
| 管理费用 | 85 | 78 | 87 | 95 | |
| 研发费用 | 29 | 23 | 25 | 28 | |
| 财务费用 | 39 | 32 | 33 | 35 | |
| 减值损失合计 | 0 | -6 | -6 | -6 | |
| 投资净收益 | 23 | 21 | 24 | 26 | |
| 其他 | 5 | -2 | 2 | 2 | |
| 营业利润 | 370 | 277 | 335 | 380 | |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 利润总额 | 370 | 277 | 335 | 380 | |
| 所得税 | 99 | 69 | 84 | 95 | |
| 净利润 | 272 | 207 | 251 | 285 | |
| 少数股东损益 | 66 | 50 | 69 | 83 | |
| 归属母公司净利润 | 201 | 153 | 178 | 198 | |
| EBITDA | 536 | 486 | 557 | 616 | |
| EPS(当年)(元) | 2.74 | 1.53 | 1.77 | 1.97 | |

| 现金流量表 | | 单位:亿元 | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 162 | 447 | 531 | 576 | |
| 净利润 | 272 | 207 | 251 | 285 | |
| 折旧摊销 | 151 | 177 | 189 | 201 | |
| 财务费用 | 44 | 38 | 42 | 47 | |
| 投资损失 | -23 | -21 | -24 | -26 | |
| 营运资金变动 | -283 | 42 | 66 | 63 | |
| 其它 | 0 | 4 | 6 | 6 | |
| 投资活动现金流 | -122 | -314 | -288 | -286 | |
| 资本支出 | -180 | -315 | -315 | -315 | |
| 长期投资 | 32 | 5 | 5 | 5 | |
| 其他 | 25 | -4 | 22 | 24 | |
| 筹资活动现金流 | -325 | 96 | -73 | -48 | |
| 吸收投资 | 51 | 68 | 0 | 0 | |
| 借款 | 161 | 120 | 120 | 120 | |
| 支付利息或股息 | -299 | -133 | -142 | -167 | |
| 现金流净增加额 | -280 | 231 | 170 | 242 | |

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，现为信达能源煤炭、钢铁联席首席，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，从事煤矿生产技术管理、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。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、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。