



Research and
Development Center

兖矿能源：建设清洁能源供应商和世界一流企业

—公司深度报告

2023年2月20日

证券研究报告

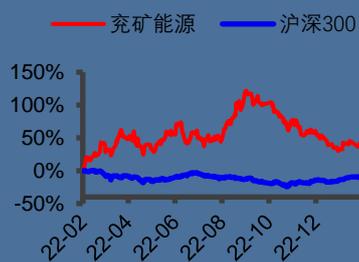
公司深度

深度报告

股票名称 (600188. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 32.30 |
| 52 周内股价 | 24.06-56.14 |
| 波动区间 (元) | |
| 最近一月涨跌幅 (%) | -5.92 |
| 总股本 (亿股) | 49.49 |
| 流通 A 股比例 (%) | 60.36 |
| 总市值 (亿元) | 1598.43 |

资料来源：万得，信达证券研发中心

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

李春驰 能源行业分析师
 执业编号：S1500522070001
 联系电话：010-83326723
 邮箱：lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

兖矿能源：建设清洁能源供应商和世界一流企业

2023 年 2 月 20 日

本期内容提要：

- **昔“中国煤炭巨子”，今综合能化龙头。**1997 年，经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生【1997】154 号文件批准，公司成立。1998 年，兖州煤业于纽约证券交易所、香港联合交易所、上海证券交易所三地上市，成为当时国内唯一一家境内外三地上市的煤炭企业。2002 年公司原煤产量达到 3,843 万吨，利润额连续五年雄居全国同行业首位，是当时国内盈利能力最强的煤炭企业，也是国内最大的煤炭生产商和煤炭出口企业之一。经过多年发展，当前，兖矿能源发展区域由山东扩展至内蒙古、陕西、山西、澳大利亚和加拿大，初步建成山东、陕西、澳洲“三大基地”，业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤机装备和电力及热力业务等，已成为国内特大型综合现代化能源化工公司。
- **兖矿坚定不移秉持国际化发展战略，深耕煤炭清洁高效利用。**兖矿能源深耕澳洲煤炭行业，经过多轮对外并购，兖煤澳大利亚已成为澳洲最大煤炭专营公司，第三大煤炭生产商。受益于海外煤价高企，盈利能力大幅提升，2022 年末，兖煤澳洲提前偿还 27.6 亿美元债务，成为净现金资产。煤化工领域，公司与集团化工产品产销量持续增长，产品链条持续延伸。目前兖矿能源旗下有山东鲁南化工、山西榆林能化、内蒙古荣信化工、陕西未来能源等 4 个高端化工园，涉足煤制烯烃、煤制油、聚甲醛、己内酰胺、醋酸、DMMn 等众多现代煤化工项目。
- **《发展战略纲要》：向“建设国际一流、可持续发展的清洁能源引领示范企业”愿景持续前进。**2022 年，《发展战略纲要》稳步推进。矿业领域，公司层面，营盘壕煤矿投入生产，金鸡滩煤矿获得 200 万吨/年产能核增，转龙湾煤矿中厚煤层超长智能化综采工作面建成投产，具备今后 10 年年产千万吨水平。集团层面，2021 年底开始的以区域为划分的未上市煤炭资产整合进展顺利，形成鲁西矿业、西北矿业、兖矿新疆能化、新矿内蒙古能源四大区域煤炭运营投资主体，煤炭资产注入节奏有望提速；非煤矿业推进钾、金、钼、铜等多元化发展；化工领域新疆化工产业园区建设顺利，多个延链补链项目建设之中，2022 年年初鲁南化工己内酰胺项目投产，2022 年 11 月 28 日，榆林能化 50 万吨/年（一期 10 万吨/年）聚甲氧基二甲醚（DMMn）项目一次性打通全部工艺流程，产出优质产品。这是目前国内最大的单套煤经甲醇制 DMMn 装置；**新能源领域**集团海上风电项目实现全面并网，氢能产业示范项目建设完毕；高端设备制造方面持续突破，形成完善的煤炭采掘机械产品布局，并实现了设备对海外出口；智慧物流领域公司大力推动旗下公路、铁路、港口、园区资产整合与相关建设。
- **聚集煤炭主业，持续完善产业结构，在补链强链中努力推动公司高质量协同发展。**结合《发展战略纲要》展望兖矿能源的未来 5-10 年，煤炭产量规模将达到 3 亿吨，较 2022 年仍有 2 亿吨左右增长空间；化工品年产量 2000 万吨以上，较目前具有 1500 万吨左右的增长空间。除巨大的产品增量空间以外，《发展战略纲要》所涉及的发展目标并非相互孤立，而是在公司现有的资产基础之上，立足煤炭主责主业，通过协同、延伸、聚合的方式，延展公司产业链条，增强公司的盈利增长的确信性和稳定性，最终铸就公司价值创造型的成长与转型之路。煤炭领域主业做大做强，核心资产注入；高端化工新材料领域实现煤炭清洁高效利用和主业延伸；高端装备制造领域以技术设备助力矿山开采；新能源领域实现矿井综合治理推动多能互补开发；智慧物流领域五位一体发展，提升附加价值。

- **我们推断兖矿能源未来有较大可能以现金方式不断收购集团资产。**自2010年至今，兖矿能源对外开展了20起以上的资产收购，收购方式均为现金收购，资金来源为自有资金和债务（非可转债）募集两种渠道。**从兖矿能源过往对集团股东资产的收购方面来看，交易方式全部为现金收购。**煤炭高景气行情下，企业盈利能力、现金水平与资产结构大幅度改善，具备使用现金收购的能力。同时，当前一二级市场估值严重倒挂，增发股份对股权稀释影响较大。综合以上，我们认为使用现金收购集团资产直接增厚业绩相较于增发股份方式，具备更高可行性与可能性。
- **投资建议：**作为国内龙头能源化工公司，兖矿能源仍处于持续价值创造、持续盈利成长的进程之中。公司《战略发展纲要》持续推进，矿业、高端化工新材料领域内生增长动能接连不断，新能源、高端装备制造、智慧物流产业加速布局。外延方面，集团优质煤炭、化工资产整合已毕，注入在即。展望2023年全年，在国内产能短期增长几无挖潜余地，经济有望持续稳健复苏的背景下，煤价中枢有望继续保持高位，大概率进一步提升，我们继续看好未来3-5年的煤炭的高景气周期，随着集团优质资产注入，兖矿能源有望朝向“世界一流的清洁能源供应商”持续成长。**我们预测公司2022-2024年归属于母公司的净利润分别为308.78、363.52、403.45亿元，同比增长87.8%、17.7%、11%；EPS为6.24、7.35、8.15元/股；截止2023年2月17日收盘，对应PE为5.18、4.40、3.96倍；PB为1.79、1.54、1.34倍。维持公司“买入”评级，考虑到行业景气周期的持续性和公司未来成长的确定性，给予2023年8倍PE，目标价58.8元。**
- **风险因素：**1) 国内外能源政策变化带来短期影响；2) 国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期；3) 发生重大煤炭安全事故风险；4) 公司资产注入进程受到不可抗力影响。

| 主要财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元） | 214,992 | 151,991 | 202,894 | 232,913 | 260,042 |
| 同比(%) | 0.1% | -29.3% | 33.5% | 14.8% | 11.6% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 7,613 | 16,438 | 30,878 | 36,352 | 40,345 |
| 同比(%) | -27.5% | 115.9% | 87.8% | 17.7% | 11.0% |
| 毛利率(%) | 13.2% | 29.4% | 40.6% | 39.2% | 39.1% |
| ROE(%) | 14.1% | 24.1% | 34.5% | 35.0% | 33.8% |
| EPS（摊薄）（元） | 1.46 | 3.34 | 6.24 | 7.35 | 8.15 |
| P/E | 6.90 | 7.05 | 5.18 | 4.40 | 3.96 |
| P/B | 0.90 | 1.68 | 1.79 | 1.54 | 1.34 |
| EV/EBITDA | 5.03 | 4.21 | 3.43 | 2.97 | 2.67 |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：截至2023年2月17日收盘价

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 投资聚焦..... | 6 |
| 一、发展与转型：征程壮阔迎激浪，不待扬鞭自奋蹄..... | 7 |
| 二、建设清洁能源供应商和世界一流企业..... | 17 |
| 2.1 矿业：做强煤炭主业，发展多元矿业..... | 17 |
| 2.2 高端化工新材料：延链强链，价值提升..... | 22 |
| 2.3 新能源：战略优先，加速发展..... | 24 |
| 2.4 高端装备制造：重点突破，专精特新..... | 27 |
| 2.5 智慧物流：数字驱动，协同增效..... | 30 |
| 三、聚焦煤炭多元发展，集团煤炭资产有望优先注入..... | 32 |
| 3.1 以煤为主的协同发展战略..... | 32 |
| 3.2 推断兖矿能源以现金方式收购集团资产可能性较大..... | 38 |
| 投资建议..... | 43 |
| 风险因素..... | 44 |

表 目 录

| | |
|--|----|
| 表 1: 东部煤炭国企西部开发情况..... | 9 |
| 表 2: 兖矿能源煤化工产品产能与产量情况（万吨）..... | 16 |
| 表 3: 山东能源集团煤炭资源情况（截止 2021 年末）..... | 18 |
| 表 4: 鲁西矿业煤炭矿井情况..... | 19 |
| 表 5: 西北矿业煤炭矿井情况..... | 19 |
| 表 6: 兖矿新疆能化主要煤炭矿井情况..... | 20 |
| 表 7: 新矿内蒙古能源主要煤炭矿井情况..... | 20 |
| 表 8: 兖矿能源煤化工（万吨）..... | 22 |
| 表 9: 山能装备制造机械产品产销情况（个）..... | 29 |
| 表 10: 鲁西矿业权属矿井煤种..... | 34 |
| 表 11: 政策端持续推动原料用能从不纳入能耗总量考核向不纳入能耗双控考核..... | 35 |
| 表 12: 兖矿能源金鸡滩与营盘壕矿井煤种煤质情况..... | 36 |
| 表 13: 2021 兖矿能源煤炭生产成本构成（百万元）..... | 37 |
| 表 14: 2010 年来兖矿能源主要对外资产收购情况..... | 38 |
| 表 15: 未来能源与鲁南化工资产对价与盈利情况（亿元）..... | 40 |
| 表 16: 陕西煤业与中国神华并购案例..... | 41 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 兖州矿务局发展情况..... | 7 |
| 图 2: 兖矿能源成立后主要资本运作..... | 7 |
| 图 3: 2002 年末兖矿能源资产结构（亿元）..... | 7 |
| 图 4: 上市五年兖矿能源成就..... | 8 |
| 图 5: 1999-2002 兖矿能源原煤产量情况（万吨）..... | 8 |
| 图 6: 兖矿集团对外开发情况..... | 8 |
| 图 7: 兖矿集团煤炭产能产量增长情况（万吨）..... | 9 |
| 图 8: 兖矿能源产能产量增长情况（万吨）..... | 10 |
| 图 9: 澳思达矿区设计..... | 10 |
| 图 10: 澳思达矿区外景..... | 10 |
| 图 11: 自 2004 年布局澳大利亚，深耕多年获取优质资产..... | 11 |
| 图 12: 2022 年兖煤澳洲权益煤炭产销情况（万吨）..... | 12 |
| 图 13: 2022Q1-Q3 兖煤澳洲对兖矿能源煤炭板块贡献率..... | 12 |
| 图 14: 神华于 2021 年退出澳大利亚 Watermark 项目..... | 12 |
| 图 15: 开滦股份对加拿大煤矿开发项目情况..... | 13 |
| 图 16: 兖矿集团口径主要煤化工产能（万吨）..... | 13 |
| 图 17: 兖矿集团口径主要煤化工产品产量（万吨）..... | 14 |
| 图 18: 兖矿能源高端煤化工园区情况..... | 14 |
| 图 19: 鲁南化工主导产品..... | 15 |
| 图 20: 高温费托合成产物加工方案..... | 15 |
| 图 21: 兖矿能源甲醇产能与产量情况（万吨）..... | 15 |
| 图 22: 2021 兖矿能源营收结构（亿元）..... | 16 |
| 图 23: 2022Q1-Q3 兖矿能源营收结构（亿元）..... | 16 |
| 图 24: 兖矿能源未来 5-10 年战略发展思路..... | 17 |
| 图 25: 兖矿能源分区域在产/在建煤炭产能..... | 18 |
| 图 26: Southey 项目位置..... | 21 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 27: 兖煤加拿大已获取的 6 张采矿租约 | 21 |
| 图 28: 兖矿拉美公司布局 | 21 |
| 图 29: 全球首套千吨级醋酸甲醛法制丙烯酸中试装置 | 23 |
| 图 30: 兖矿能源煤化工在产与规划产能 | 23 |
| 图 31: 裕龙岛炼化项目产业园区规划 | 24 |
| 图 32: 裕龙石化主要产品 | 24 |
| 图 33: 山东省海上风电场规划 | 25 |
| 图 34: 山东渤中风电基地位置 | 25 |
| 图 35: 东滩煤矿沉陷区光伏项目外观 | 25 |
| 图 36: 山东新泰采煤沉陷区光伏建设外观 | 25 |
| 图 37: 山东省氢能产业空间布局示意图 | 26 |
| 图 38: 东芝能源固体氧化物电解池 SOEC 研究 | 27 |
| 图 39: 东芝能源聚合物电解池中的 ACLS 结构 | 27 |
| 图 40: 第四届中国制氢与氢能源产业大会 | 27 |
| 图 41: 东华重工煤机产品 | 28 |
| 图 42: 山能装备制造产品 | 29 |
| 图 43: 山能制造机械产品营收 (亿元) | 30 |
| 图 44: 2021 山能制造机械产品营收构成 (亿元) | 30 |
| 图 45: 泰安港公铁水联运物流园建设现场 | 31 |
| 图 46: 营盘壕铁路开工 | 31 |
| 图 47: 兖矿物流科技物流园区 | 31 |
| 图 48: 兖矿物流科技水运港口 | 31 |
| 图 49: 以煤为主的协同发展战略 | 32 |
| 图 50: 原山东能源集团煤炭板块营收与毛利 (亿元) | 32 |
| 图 51: 原山能集团煤炭业务毛利率与原煤采选行业对比 | 32 |
| 图 52: 原山东能源集团煤炭销售结构 (万吨) | 33 |
| 图 53: 原山能集团洗精煤销售情况 | 33 |
| 图 54: 炼焦煤价格具有煤种优势 (元/吨) | 33 |
| 图 55: 原山能集团煤炭销售具有区位优势 (元/吨) | 33 |
| 图 56: 兖矿能源部分在产煤化工产品价格走势 (元/吨) | 35 |
| 图 57: 兖矿能源智慧物流建设思路 | 38 |
| 图 58: 联合煤炭矿井贡献税后利润 (亿元) | 39 |
| 图 59: 2017-2021 兖煤澳洲实现盈利及偿债指标(亿元) | 39 |
| 图 60: 兖矿能源归母净利润与经营活动净现金 (亿元) | 40 |
| 图 61: 兖矿能源货币资金与期末现金余额 (亿元) | 40 |
| 图 62: 兖矿能源 2019-2022 债券发行情况 (亿元) | 40 |
| 图 63: 兖矿能源资产负债率 (%) | 40 |
| 图 64: 中证申万煤炭指数 PE 情况 | 41 |
| 图 65: 兖矿能源 PE 情况 | 41 |

投资聚焦

把创新发展融入企业文化基因，由昔日“中国煤炭巨子”发展为如今“综合能化龙头”。1997年，经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生【1997】154号文件批准，兖矿能源公司成立。1998年，兖州煤业在纽约证券交易所、香港联合交易所、上海证券交易所三地上市，成为当时国内唯一一家境内外三地上市的煤炭企业，也是彼时国内最大的煤炭生产商和煤炭出口企业之一。多年来，兖矿能源坚定不移创新发展，敢于“走出去”，发展区域由山东扩展至陕西、山西、内蒙古、澳大利亚和加拿大，初步建成山东、陕蒙、澳洲“三大基地”，业务范围涵盖煤炭、煤化工、煤机装备和电力及热力业务等，已形成公司煤炭开采+煤化工双主业格局，煤炭资产境内+境外双重布局，已成为国内特大型综合现代化能源化工企业。

站在转型发展新起点，《发展战略纲要》顺应新时代绿色低碳发展潮流，“建设国际一流、可持续发展的清洁能源引领示范企业”愿景引领企业走向未来。2021年12月16日，兖矿能源在上海举行《兖矿能源发展战略纲要》发布会，并将企业名称“兖州煤业”改名为“兖矿能源”。按照《发展战略纲要》，公司将坚定不移走出一条绿色低碳发展之路，坚持“三化”——高碳能源低碳化、清洁能源规模化、综合能源智慧化，聚焦“五大产业”——矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流，沿着“四个路径”——产业发展、绿色低碳、技术创新、国际化，力争成为国际化运营、资本运作、发展质量、规模当量最具竞争力的能源上市公司。值得注意的是，兖矿能源《发展战略纲要》所涉及的产业发展目标并非相互孤立，而是在公司现有的资产基础之上，立足煤炭主责主业，通过协同、延伸、聚合的方式，延展公司产业链条，增强公司的盈利稳定性，最终铸就公司价值创造型的成长与转型之路。

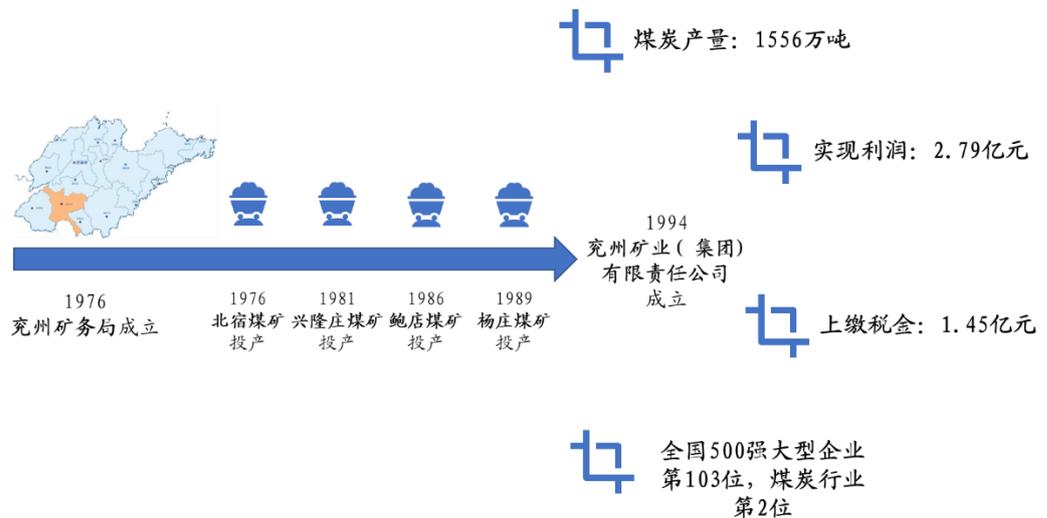
2022年《发展战略纲要》稳步推进，展望未来，我们推断兖矿能源未来有较大可能以现金方式收购集团资产。随着《发展战略纲要》推进，矿业、高端化工新材料领域内生增长动能接连不断，新能源、高端装备制造、智慧物流产业布局加速，集团优质煤炭、化工资产整合已毕，注入在即。与此同时，经梳理近十年来兖矿能源对集团股东资产的收购案例，交易方式全部为现金收购。与此同时，煤炭高景气行情下，企业盈利能力、现金水平与资产结构大幅度改善，具备使用现金收购的能力而且，当前一二级市场价格倒挂，增发股份对股权稀释影响较大。综合以上，我们推断兖矿能源使用现金收购集团资产相较于增发股份方式，具备更高可行性与可能性。站在当下，在国内产能短期增长几无挖潜余地，经济有望持续稳健复苏的背景下，我们看好未来3-5年的国内能源需求与煤炭价格，随着集团股东优质资产的注入，兖矿能源有望朝向“世界一流的清洁能源供应商”持续成长。我们预测公司2022-2024年归属于母公司的净利润分别为308.78、363.52、403.45亿元，同比增长87.8%、17.7%、11%。

一、发展与转型：征程壮阔迎激浪，不待扬鞭自奋蹄

1.1 昔“中国煤炭巨子”，今综合能化龙头

兖矿集团的历史渊源可追溯到 1976 年成立的兖州矿务局。20 世纪 50 年代后期，总面积 3400 平方公里，探明资源储量 91 亿吨的兖州煤田被发现。1975 年，兖州矿区第一对特大型矿井——一年产能 300 万吨的兴隆庄煤矿开工建设；1976 年，兖州矿务局成立；1979 年，三对特大型矿井同时施工。1980 年代至 1990 年代中期兖州矿务局进入了高速发展阶段，根据《兖州矿务局》文献记载，到 1994 年，兖州矿务局煤炭产量达到 1556 万吨；实现利润 2.79 亿元，上缴税金 1.45 亿元。在 1995 年的全国 500 家大型企业排名中位列 103 位，煤炭行业第 2 位。

图 1：兖州矿务局发展情况



资料来源：信达证券研发中心整理

借金融手段推动效益型企业建设，铸就现代能源强企。1997 年，经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生【1997】154 号文件批准，兖州煤业股份有限公司（下称“兖州煤业”“兖矿能源”或“公司”）成立。1998 年，兖州煤业在纽约证券交易所、香港联合交易所、上海证券交易所三地上市，成为当时国内唯一一家境内外三地上市的煤炭企业。

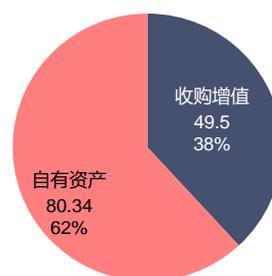
上市以后，兖矿能源深度拥抱资本市场，借助金融工具，公司煤炭主业扩张速度进一步加速。截止 2002 年末，兖矿能源 129.84 亿元的总资产中 49.5 亿元源自收购增值。

图 2：兖矿能源成立后主要资本运作



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2002 年末兖矿能源资产结构（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

千禧年时期，兖矿集团与兖矿能源为国内龙头煤炭企业和煤炭上市公司。对产业的清晰把

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

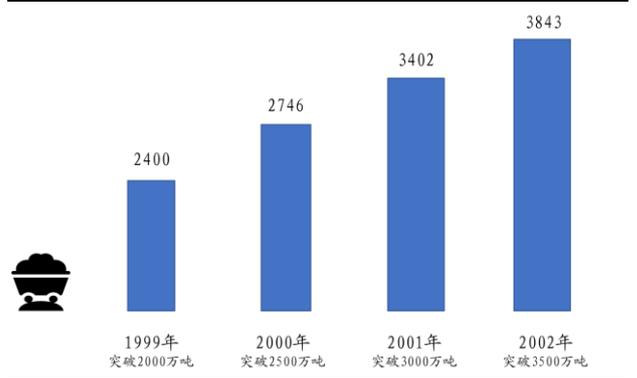
握，对资本运作的超前意识，国际领先的煤炭综采技术，现代化的企业管理体系，兖矿集团与兖矿能源成为了国内煤炭行业的龙头企业。**兖矿集团方面：**从1996年起，兖矿集团销售收入、利润总额连续多年保持全行业第一，1999年企业利润甚至占到国有重点煤炭盈利企业当年利润总额的近六成。**兖矿能源方面：**1998年、2000年、2001年，兖州煤业煤炭产量接连突破2000万吨、2500万吨、3000万吨大关，2002年公司原煤产量达到3,843万吨，**利润额连续五年雄居全国同行业首位，是当时国内盈利能力最强的煤炭企业，也是国内最大的煤炭生产商和煤炭出口企业之一。**

图 4：上市五年兖矿能源成就



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：1999-2002 兖矿能源原煤产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

进入 21 世纪，兖矿集团开启了对外扩张的道路。随着 2002 年菏泽能化公司成立，兖矿集团山东本部的煤炭业务架构基本完善。**此后，兖矿集团开启了省外以及境外的内生与外延增长。****贵州：**2002 年，贵州能化公司成立，负责对公司贵州地区的煤炭资源进行开发利用，青龙矿、发耳矿等多个贵州地区矿井陆续投产投建。**山西：**2003-2004 年，山西能化与榆林能化公司相继成立，负责山西境内煤炭及煤化工项目开发管理，2006 年，天池煤矿投产。**澳大利亚：**2004 年，兖煤澳大利亚公司成立，同年收购新南威尔士州澳思达煤矿，开启了公司在澳发展的全新篇章。**新疆** 2007 年新疆能化公司成立，先后开发投产了硫磺沟煤矿、吉新煤矿，展开对黄草湖、火烧山地区煤炭资源的勘探工作。**内蒙古：**2009-2010 年，鄂尔多斯公司、昊盛煤业公司先后成立，负责了转龙湾、营盘壕、石拉乌素等千万吨级现代化矿井的开发建设。**陕西：**2011 年，未来能源公司成立，2014 年底，千万吨级金鸡滩煤矿建成试生产。

图 6：兖矿集团对外开发情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

东部煤炭企业西部开发领先者。在“走出去”战略的指引下，兖矿集团成为了东部地方煤炭国企在西部布局开发建设的先行者。根据集团债券募集公告，截止2019年末，兖矿集团境内可采煤炭储量41.77亿吨，其中晋陕蒙新四地可采储量29.89亿吨，占总可采储量比例71.56%；境内总产能（含在建矿井）9901万吨/年，晋陕蒙新四地产能5210万吨/年，占比52.62%，同时在陕西、内蒙建有转龙湾、营盘壕、石拉乌素、金鸡滩四座千万吨级特大型煤矿，相较于其他东部地方煤炭国企，兖矿集团在西部的建设与开发成果显著。

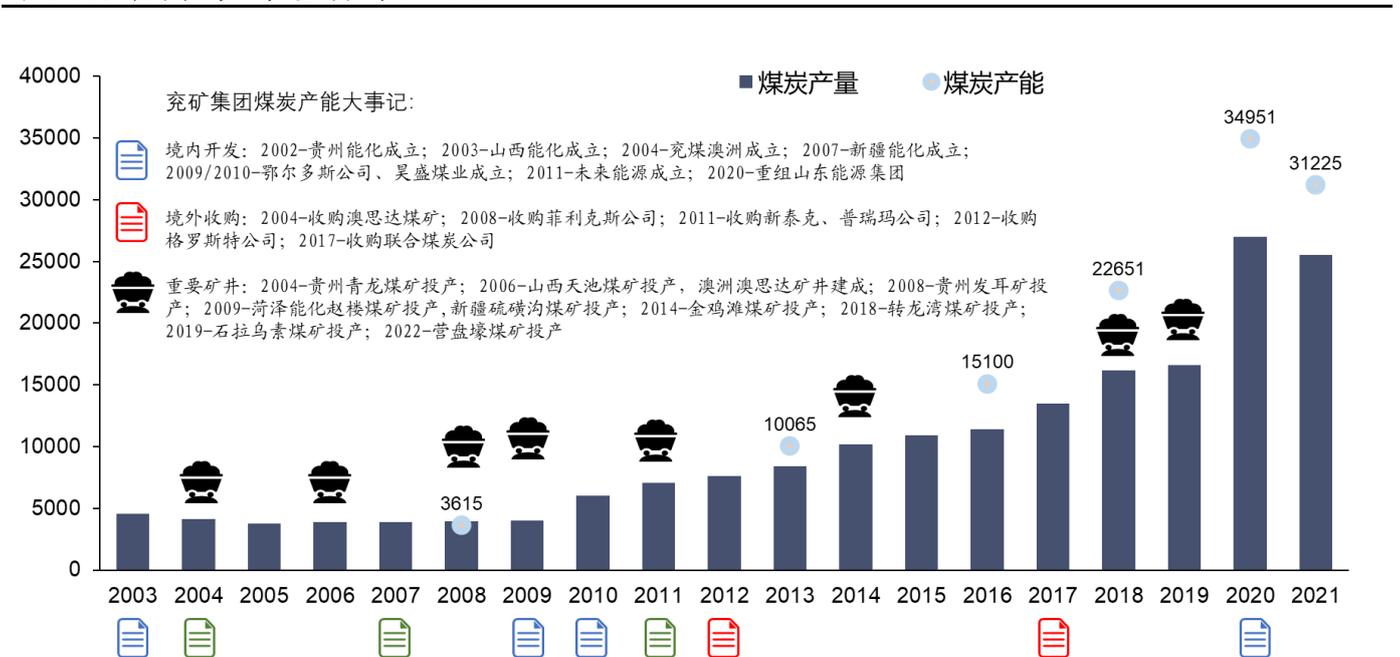
表 1：东部煤炭国企西部开发情况

| 省份 | 地方能源国企 | 可采储量 (亿吨) | 西部可采储量 (亿吨) | 西部资源占比 | 煤炭产能 (万吨/年) | 西部产能 (万吨/年) | 西部产能占比 |
|----|--------|--------------|----------------|--------|----------------|----------------|--------|
| 山东 | 兖矿集团* | 41.77 | 29.89 | 71.56% | 9901 | 5210 | 52.62% |
| 安徽 | 淮南矿业集团 | 57.94 | 17.03 | 29.39% | 7790 | 2300 | 29.53% |
| 河南 | 河南能源集团 | 44.96 | 14.53 | 32.32% | 7731 | 1890 | 24.45% |
| 河北 | 冀中能源集团 | 43.92 | 39.19 | 89.23% | 5983 | 2640 | 44.13% |
| 安徽 | 淮北矿业集团 | 26.78 | 6.74 | 25.17% | 4491* | 800 | 17.81% |
| 河南 | 平煤神马集团 | 9.7 | 0 | 0.00% | 3618 | 0 | 0.00% |
| 河北 | 开滦集团 | 20.75 | 4.62 | 22.27% | 3215 | 740 | 23.02% |
| 江苏 | 徐矿集团 | 13.81 | 13.48 | 97.61% | 2220 | 2040 | 91.89% |

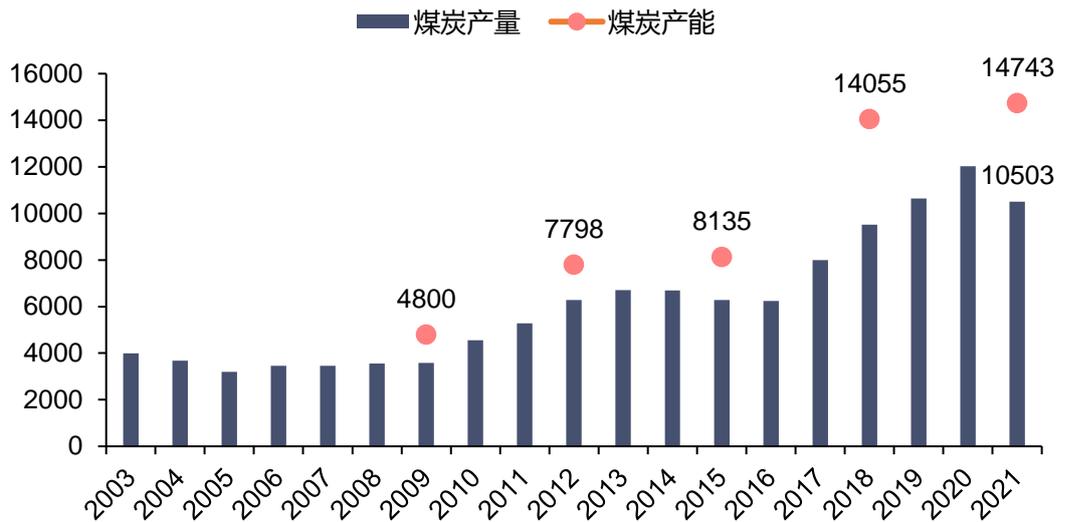
资料来源：各公司债券募集说明书，信达证券研发中心 注：兖矿集团数据截止2019年底，其余集团数据截止2021年底或2022年一季度末；淮北矿业集团煤炭资源与产能数据包含建设中的陶忽图矿井。

兖矿集团重组山东能源集团，国内第二大煤企成立。2020年8月，兖矿集团与原山东能源集团合并及相关事项获批。根据《山东能源集团有限公司与兖矿集团有限公司之合并协议》，兖矿集团将作为合并后存续公司，继承、承接、享有原山能集团的资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务。2021年3月，兖矿集团更名“山东能源集团有限公司”，完成了对原山能集团的重组合并。截至2021年末，山东能源集团煤炭资源量732.83亿吨，可采储量190.43亿吨，煤炭产能3.12亿吨。2020年和2021年，重组后的山东能源集团煤炭产量达到27001万吨和25519万吨，成为国内第二大煤炭企业。

图 7：兖矿集团煤炭产能产量增长情况（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：集团产能统计含部分在建矿井

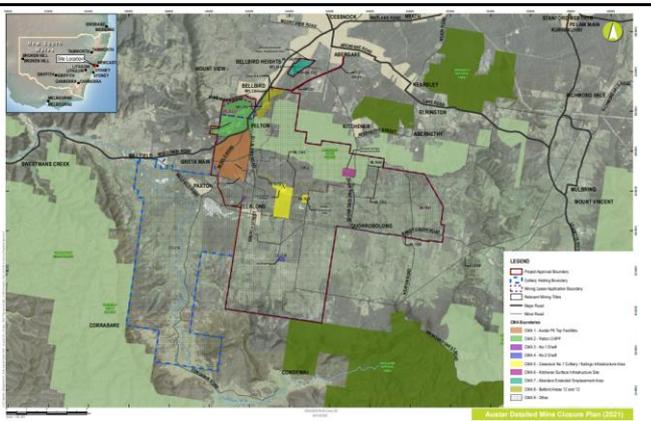
图 8：兖矿能源产能产量增长情况（万吨）


资料来源：兖矿能源债券募集说明书、公司年报，信达证券研发中心 注：兖矿能源煤炭产能为测算调整后的公司权益产能

1.2 风起长林：坚定不移的国际化道路，向世界一流企业进发

综采技术奠基兖矿国际化道路。煤矿综采放顶技术常应用于较厚的煤层，该技术用综采设备将煤层下部采集的同时，通过液压支架的放煤口收集顶部冒落的放顶煤，该方法既增加了采煤效率，降低了井下人工工作强度，而且大大减少了井下煤炭残留，解决了煤炭自燃问题。自 1992 年来，兖矿能源致力于综放开采技术的创新与实践推广，从兴隆庄煤矿到金鸡滩煤矿，兖矿能源的综放开采技术长期处于国际领先地位。

2004 年 10 月，公司以 3200 万澳元正式收购澳洲南田井工煤矿。该煤矿因井下自燃曾“九易其手”，兖矿凭借在综放技术攻关中积累的大量应对煤炭自燃发火的经验，成功将综放技术应用到了南田煤矿 6 米厚的煤层之中。在此过程中，为实现自研的两柱式综采放顶煤液压支架在澳使用，公司向德国鲁尔集团 DBT 公司进行了技术有偿转让，实现了中国煤炭行业首次向发达国家输出采煤装备技术的历史性突破。随后，南田煤矿更名为澳思达煤矿，连续 3 年获评新州安全性最好的矿井。

图 9：澳思达矿区设计


资料来源：兖煤澳洲官网，信达证券研发中心

图 10：澳思达矿区外景


资料来源：兖煤澳洲官网，信达证券研发中心

深耕澳洲煤炭行业，兖煤澳大利亚已成为澳洲最大煤炭专营企业，第三大煤炭生产商。澳思达煤矿的成功收购与开发治理，铺平了兖矿能源在澳收购扩张的道路，铭刻在基因之中的成长发展诉求以及对国际化道路的坚定追求，推动兖矿能源深耕国际煤炭领域，长期布局澳洲煤矿资产。

2009年，公司低价收购菲利克斯公司，获取煤炭资源量15亿吨，煤炭可开采量4.7亿吨，包括目前已达2400万吨年产能的顶级露天动力煤矿井——莫拉本煤矿。

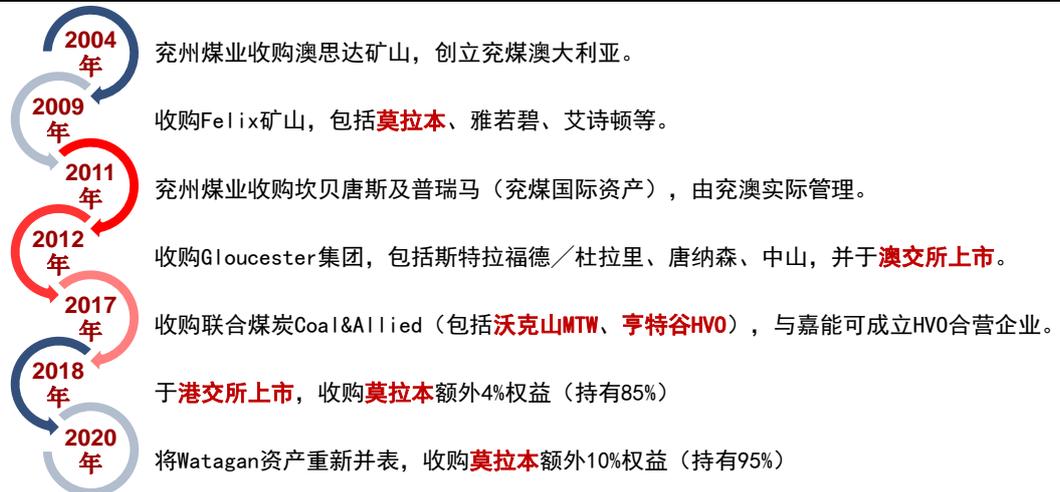
2011年7月，兖矿能源出资收购新泰克煤炭公司；同年12月，公司收购普瑞玛公司（西澳大利亚最大的煤炭生产商，兖矿能源所有，兖煤澳洲代为经营）

2012年，兖煤澳洲收购了格罗斯特公司（Gloucester），获得了斯特拉福德/杜拉里、唐纳森、中山等多个矿井，并实现了在澳交所的借壳上市。是时，兖煤澳洲成为澳洲最大的独立上市公司，兖矿能源也成为国内唯一一家境内外三地上市的公司。

2017年，经过与嘉能可（Glencore）集团的多伦竞购，兖煤澳洲成功收购力拓集团联合煤炭（C&A）公司，获得联合煤炭所属两个煤矿项目三座矿山：HVO（亨特谷，与嘉能可联营，兖煤澳洲拥有51%股权）、MTW（索利山沃克沃思，兖煤澳洲分别拥有该项目两座矿山Mount Thorley 80%和Warkworth 84.5%的权益）的经营权。

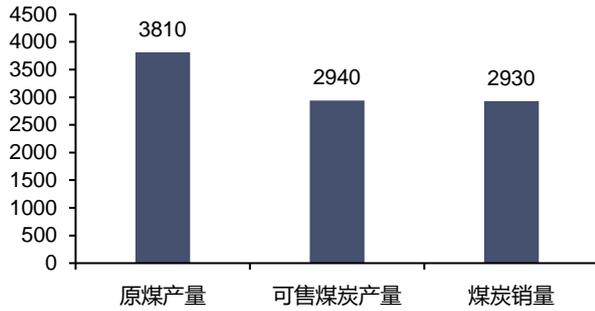
2018年，兖煤澳洲在港交所上市，同时增持莫拉本矿山股权至85%；2020年，兖澳Watagan资产重新并表，同时进一步增持莫拉本矿山股权至95%。

图 11：自 2004 年布局澳大利亚，深耕多年获取优质资产

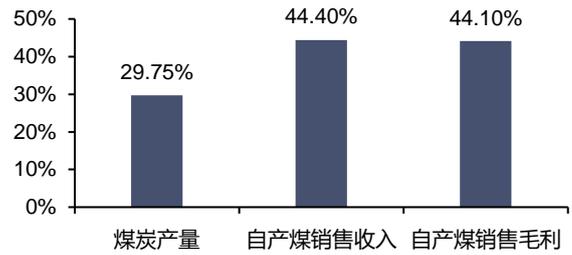


资料来源：wind、信达证券研发中心

截至2021年底，兖澳权益所属资源总量60.13亿吨，权益可采储量11.37亿吨，权益可销售储量8.19亿吨。2022年，兖煤澳洲煤炭权益产量3810万吨，权益可销售煤炭产量2930万吨。2022Q1-Q3兖煤澳洲公司贡献兖矿能源煤炭产量的29.75%；销售收入349.5亿元，贡献兖矿能源自产煤销售收入的44.4%；销售毛利233.7亿元，贡献兖矿能源自产煤销售毛利的44.1%。

图 12: 2022 年兖煤澳洲权益煤炭产销情况 (万吨)


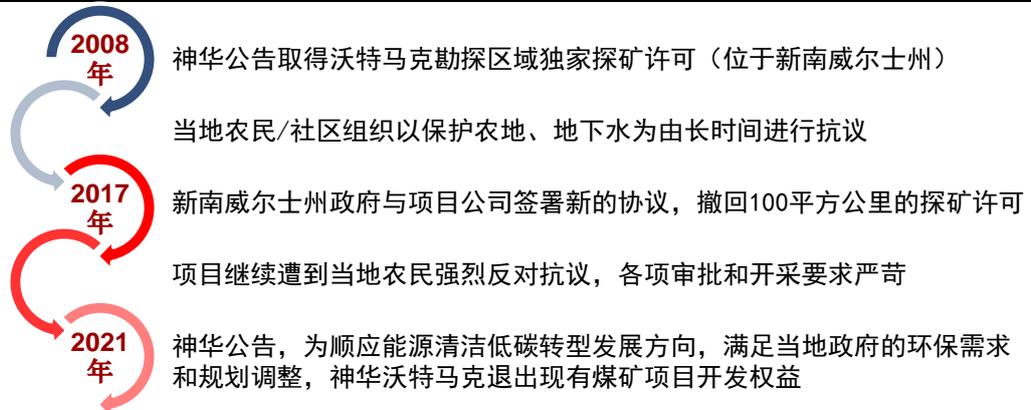
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 2022Q1-Q3 兖煤澳洲对兖矿能源煤炭板块贡献率


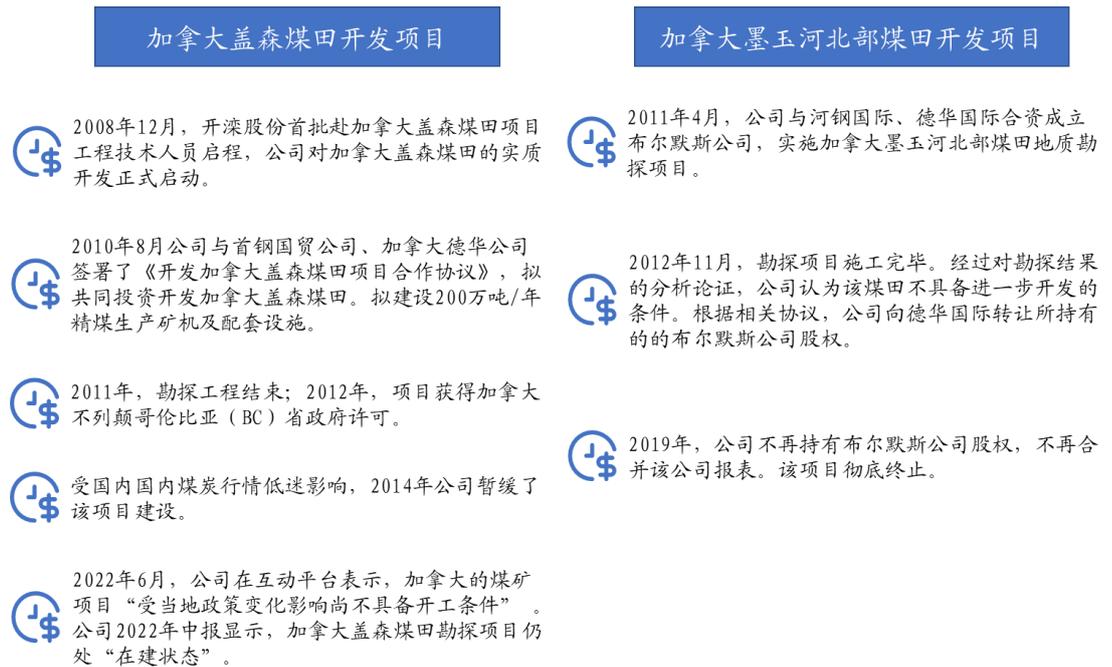
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

提前偿还 27.6 亿美元债务, 兖煤澳洲成为净现金资产。 受益于国际煤炭价格持续高位运行, 兖煤澳洲现金流情况大幅改善, 公司持续偿还债务, 改善债务结构。根据 2022 年兖煤澳洲四季度报告, 2021 年 10 月至 2022 年底, 公司累计提前偿还债务 27.6 亿美元, 2023 年将减少债务带来的融资成本 2.94 亿澳元。截止 2022 年底, 公司账面现金余额 27 亿澳元, 根据公司介绍, 当前公司剩余带息负债约 3 亿美元 (约合 4.3 亿澳元), 公司已处于净现金状态。

兖煤澳洲的发展是中国煤炭企业出海并购的典范。 回顾兖煤澳洲的发展历程与并购案例, 以经济效益为中心、安全生产为前提的发展原则, 持续的技术创新, 分阶段讲重点的项目建设节奏, 清晰完善的公司治理架构, 对当地法律政策的尊重以及管理层本土化的战略, 是兖煤澳洲得以成功的必要因素。相较于其他国内煤炭企业的“出海之路”, 兖煤澳洲的长足发展彰显了兖矿能源管理层的战略眼光与公司管理运营能力。

图 14: 神华于 2021 年退出澳大利亚 Watermark 项目


资料来源: wind, 信达证券研发中心

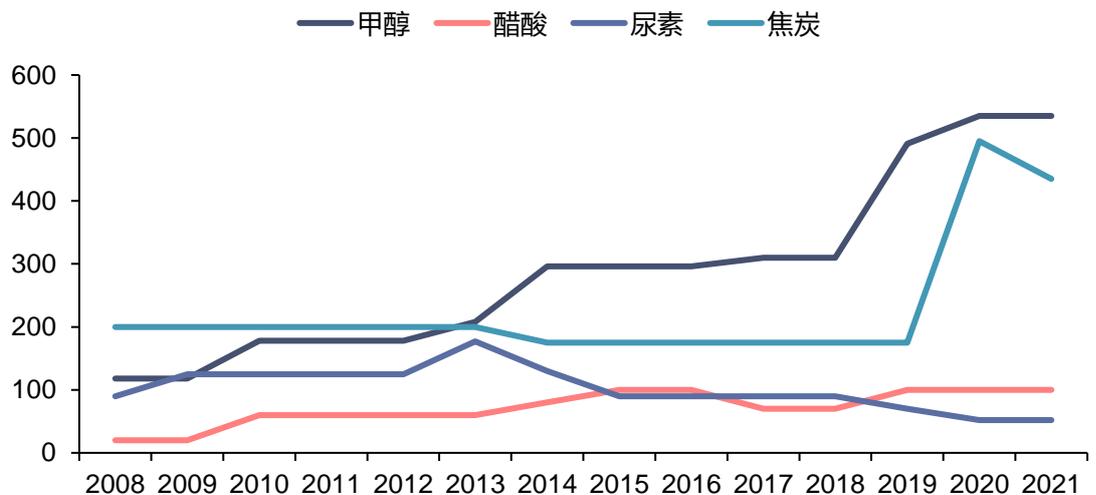
图 15: 开滦股份对加拿大煤矿开发项目情况


资料来源：国资委，wind，东方财富网，信达证券研发中心

1.3 超越煤炭：大力发展煤化工，形成当前双主业格局

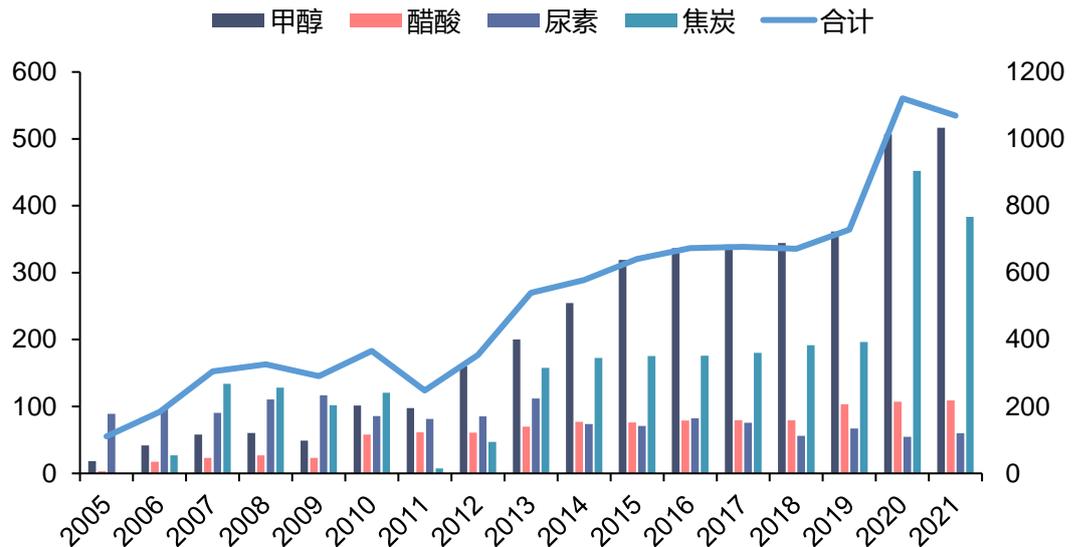
长期重视煤炭主业向下延伸发展，双主业格局已建成。早在1994年，兖矿集团的前身兖州矿务局即提出了包括“以煤炭深加工为主体的综合利用发展”在内的三大发展；2014年，兖矿集团《兖矿集团中长期发展战略纲要》再次明确“优化煤、延伸煤、超越煤”。

自2004年，兖矿集团布局了山东鲁南、陕西榆林、贵州开阳、新疆乌鲁木齐及内蒙古鄂尔多斯五大煤化工产业基地，着力建设煤化工循环工业园区。2021年，集团层面主要煤化工产品产能1122万吨/年，实际产量1069.04万吨，产能利用率95.28%。

图 16: 兖矿集团口径主要煤化工产能（万吨）


资料来源：山东能源集团债券募集说明书，信达证券研发中心

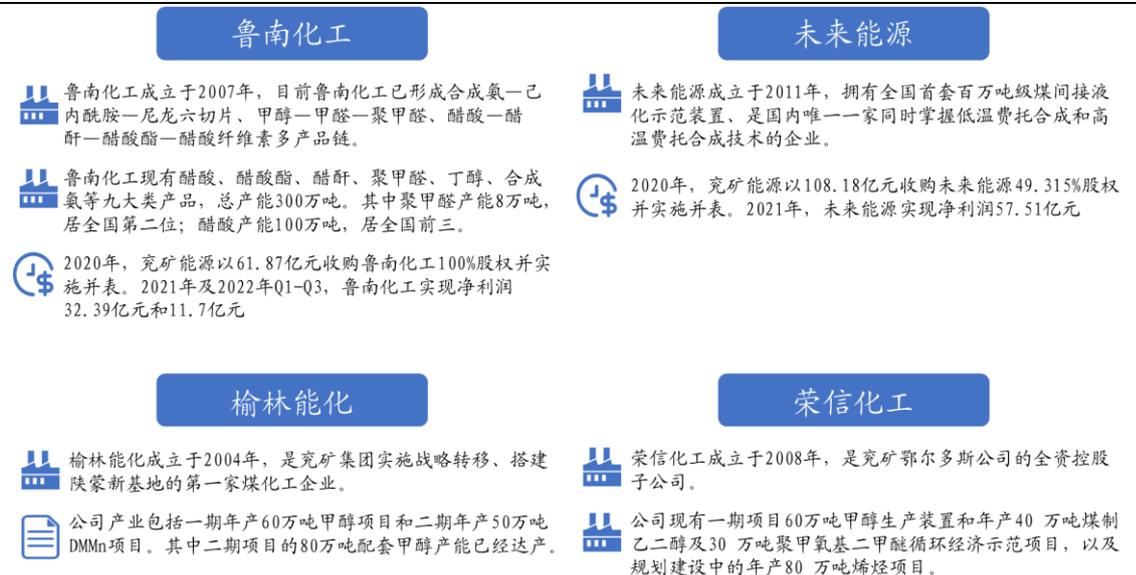
注：2020年焦炭产能上升主要由于合并了原山能集团后合并了枣矿集团所有的焦炭产能所致。

图 17: 兖矿集团口径主要煤化工产品产量 (万吨)


资料来源: 山东能源集团债券募集说明书、信达证券研发中心

注: 2020 年焦炭产量上升主要由于合并了原山能集团后合并了兖矿集团所有的焦炭产能所致。

上市公司层面, 2020 年, 上市公司以 170.05 亿元向集团收购鲁南化工 100% 股权与未来能源 49.315% 的股权, 实现对两家公司的控股并表。至此, 兖矿能源旗下有山东鲁南化工、山西榆林能化、内蒙古荣信化工、陕西未来能源等 4 个高端化工园, 在甲醇、醋酸、尿素等传统煤化工基础上, 大力发展煤制烯烃、煤制油、聚甲醛、己内酰胺、DMMn 等现代煤化工项目。

图 18: 兖矿能源高端煤化工园区情况


资料来源: 鲁南化工、榆林能化、未来能源、鄂尔多斯能化、兖矿能源公司官网, 兖矿能源年报、信达证券研发中心

从技术水平上来看, 兖矿能源煤化工业务多项技术均处于国内行业前沿。山东鲁南化工是煤基精细化工产品产业链“链主”企业, 挂牌“大型煤气化及煤基新材料国家工程研究中心”, 也是国内少数几家掌握聚甲醛生产技术的企业, 可生产近 10 个聚甲醛牌号, 已经快速成长为国内重要的工程塑料和塑料合金的优质供应商; 内蒙古荣信化工 4000 吨水煤浆气化技术达到国际领先水平, 该技术标志着由鲁南化工具有完整知识产权的多喷嘴对置式新型气化炉的工业化与大型化的成功; 未来能源是国内唯一一家同时拥

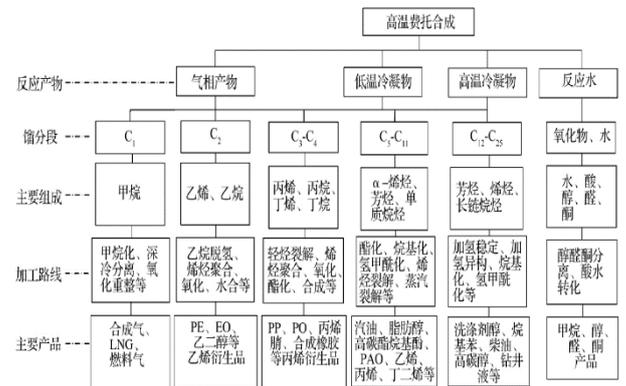
有高、低温费托合成技术的企业，该技术的成熟即保障了“宜油则油，宜化则化”的产物精细化加工利用理念，增强经济效益，也是形成化工多产业耦合发展的技术核心。

图 19: 鲁南化工主导产品



资料来源: 鲁南化工官网, 信达证券研发中心

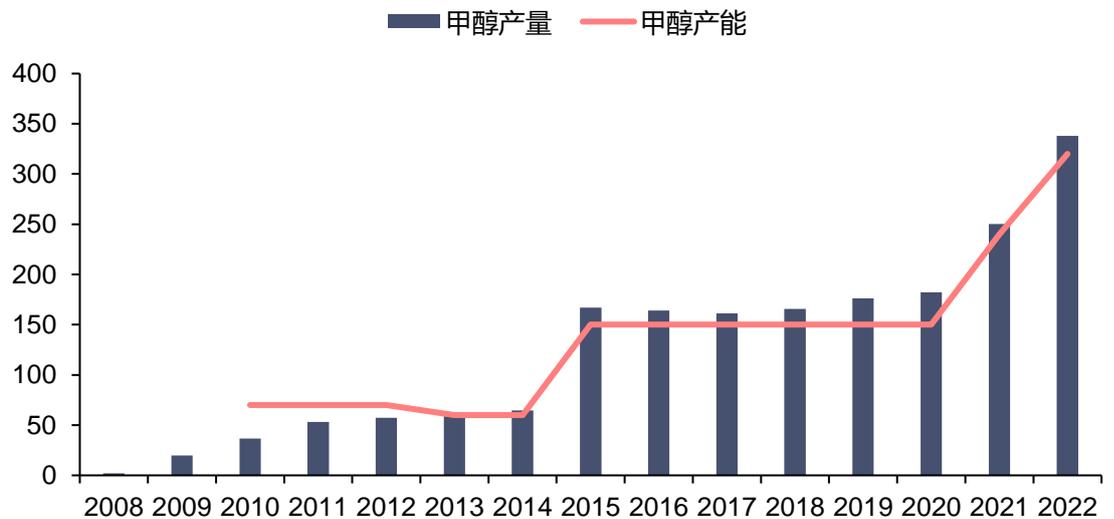
图 20: 高温费托合成产物加工方案



资料来源: 《费托合成技术及其研究进展》(孙启文等), 信达证券研发中心

根据公司公告，随着榆林能化煤化工二期项目甲醇装置的投产以及鲁南化工己内酰胺项目的投产，2022 年公司煤化工产品产量进一步增长。其中，甲醇产量 337.9 万吨，同比增长 35.01%，乙二醇产量 31.1 万吨，同比增加 6.51%；己内酰胺产量 27.3 万吨；聚甲醛 7.4 万吨，同比增长 3.54%。柴油和石脑油产品产量分别为 15.8 万吨和 8.4 万吨。

图 21: 兖矿能源甲醇产能与产量情况 (万吨)



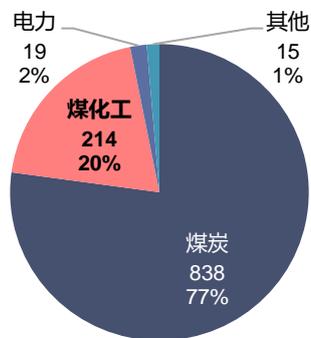
资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

表 2: 兖矿能源煤化工产品产能与产量情况 (万吨)

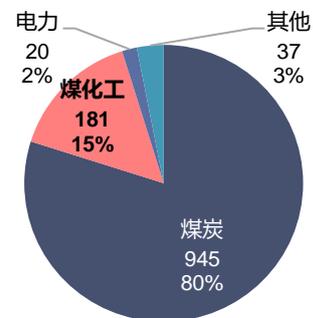
| 产量情况 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------|-------|-------|--------|
| 醋酸产量 | 107.2 | 109.2 | 103.57 |
| 醋酸乙酯产量 | 37.2 | 40.1 | 36.82 |
| 粗液体蜡产量 | 41.3 | 90.7 | 24.16 |
| 乙二醇产量 | - | 29.2 | 31.12 |
| 产能情况 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 醋酸产能 | 100 | 100 | 100 |
| 醋酸乙酯产能 | 20 | 20 | 20 |
| 煤制油产能 | 100 | 100 | 100 |
| 乙二醇产能 | - | 40 | 40 |

资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

2021 年, 兖矿能源煤化工业务营收 214.02 亿元, 占总营收的 19.7%; 销售毛利 68.51 亿元, 占销售毛利的 15.7%; 2022 年 Q1-Q3, 公司煤化工业务营收 180.96 亿元, 占公司前三季度营收的 15%。

图 22: 2021 兖矿能源营收结构 (亿元)


资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

图 23: 2022Q1-Q3 兖矿能源营收结构 (亿元)


资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

二、建设清洁能源供应商和世界一流企业

2021年12月15日，兖矿能源公告了关于未来5-10年的《发展战略纲要》，公司在现有产业布局的基础上，确定矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五个产业发展方向，以高碳能源低碳化、清洁能源规模化、综合能源智慧化为主要思路，打造国际化运营、资本运作、发展质量、规模当量最具竞争力的能源上市公司，向“建设国际一流、可持续发展的清洁能源引领示范企业”愿景持续前进。

图 24：兖矿能源未来 5-10 年战略发展思路



资料来源：兖矿能源战略发布会，信达证券研发中心

2.1 矿业：做强煤炭主业，发展多元矿业

根据兖矿能源公告，矿业方面，公司将“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。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。”

2.1.1 内生与外延并重，集团煤炭资产整合加速

陕蒙基地产能投放，兖矿能源内生增长持续。2022年建设规模1200万吨/年的营盘壕煤矿投入生产，金鸡滩煤矿获得200万吨/年产能核增，转龙湾煤矿中厚煤层超长智能化综采工作面建成投产，具备今后10年年产千万吨水平。山东本部方面，截止2022年6月，万福煤矿矿井建设顺利，工程进度达到92%，2024年有望投产。澳洲基地方面，莫拉本露天煤矿洗煤厂扩建推进顺利，2023年Q1有望完成投入使用，投产后莫拉本煤矿原煤产量有望增长200万吨/年。

图 25: 兖矿能源分区域在产/在建煤炭产能


资料来源: 兖矿能源债券募集说明, 兖矿能源年报, 兖煤澳洲年报, 信达证券研发中心

集团未上市煤炭资产整合加速。根据山东能源集团债务募集说明书, 截止 2021 年末, 山东能源集团煤炭产能 3.12 亿吨/年, 非兖矿能源体内的未上市产能 1.32 亿吨。根据兖矿能源上市时与集团母公司签订的《重组协议》, 为避免与上市公司产生同业竞争, 重组后的山东能源集团旗下未上市煤炭资产有望持续注入兖矿能源体内。

表 3: 山东能源集团煤炭资源情况 (截止 2021 年末)

| | 煤炭资源量 (亿吨) | 煤炭储量 (亿吨) | 煤炭产能 (万吨) |
|----------------|---------------|---------------|--------------|
| 新矿集团 | 209 | 54.67 | 4896 |
| 枣矿集团 | 36 | 3.23 | 2340 |
| 淄矿集团 | 46 | 20.64 | 2520 |
| 肥矿集团 | 30 | 3.7 | 540 |
| 临矿集团 | 109 | 9 | 1662 |
| 龙矿集团 | 19 | 2.89 | 860 |
| 新疆能化 | 53.98 | 30.71 | 150 |
| 贵州矿业 | 20 | 3.42 | 267 |
| 未上市自产合计 | 522.98 | 128.26 | 13235 |
| 兖矿能源 | 209.85 | 62.16 | 17990 |
| 合计 | 732.83 | 190.42 | 31225 |

资料来源: 山东能源集团债券募集说明, 信达证券研发中心

以四大区域管理主体为核心进行煤矿整合。秉持“一个区域一个管理主体、一个投资主体”的理念, 山东能源集团将以鲁西矿业、西北矿业、新疆能化、新矿内蒙能源四个区域公司, 对旗下各矿业集团在山东、陕蒙、新疆地区的煤矿进行整合。

鲁西矿业: 2021 年 12 月, 鲁西矿业成立, 联合重组了临矿集团、龙矿集团、新矿集团、淄矿集团、肥矿集团在菏泽、济宁区域主要骨干矿井。目前, 所属单位 25 家, 其中生产煤矿 16 对, 核定生产能力 2872 万吨/年, 生产冶金矿山 1 对, 其他生产技术服务类、制造类等单位 8 家。根据公司 2022 年财务预算信息披露, 公司总资产 577 亿元, 负债总额 360 亿元, 所有者权益 217 亿元。

表 4：鲁西矿业煤炭矿井情况

| 矿井名称 | 核定产能（万吨/年） | 所属公司 | 所属矿业集团 |
|--------------|-------------|----------------|--------|
| 古城煤矿 | 120 | 山东东山矿业有限责任公司 | 临矿集团 |
| 新驿煤矿 | 105 | 山东东山矿业有限责任公司 | 临矿集团 |
| 王楼煤矿 | 100 | 山东东山矿业有限责任公司 | 临矿集团 |
| 林柏煤矿 | 30 | 山东东山矿业有限责任公司 | 临矿集团 |
| 郭屯煤矿 | 240 | 临沂矿业集团菏泽煤电有限公司 | 临矿集团 |
| 彭庄煤矿 | 80 | 临沂矿业集团菏泽煤电有限公司 | 临矿集团 |
| 鲁西煤矿 | 87 | 山东里能鲁西矿业有限公司 | 临矿集团 |
| 里彦煤矿 | 80 | 山东里能里彦矿业有限公司 | 临矿集团 |
| 新巨龙公司 | 600 | 山东新巨龙能源有限责任公司 | 新矿集团 |
| 李楼煤业公司 | 190 | 山东李楼煤业有限公司 | 龙矿集团 |
| 梁家煤矿 | 220 | 龙口煤电有限公司 | 龙矿集团 |
| 唐口煤业公司 | 390 | 山东唐口煤业有限公司 | 淄矿集团 |
| 新河煤矿 | 90 | 山东新河矿业有限公司 | 淄矿集团 |
| 陈蛮庄煤矿 | 70 | 单县能源有限责任公司 | 肥城煤业 |
| 白庄煤矿 | 140 | 肥城白庄煤矿有限公司 | 肥城煤业 |
| 梁宝寺煤矿 | 330 | 梁宝寺能源有限责任公司 | 肥城煤业 |
| 合计 | 2872 | | |

资料来源：山东能源集团、新矿集团等债券募集说明书，信达证券研发中心

西北矿业：2021 年 12 月，西北矿业成立，联合重组了临矿集团、龙矿集团、新矿集团、淄矿集团、肥矿集团在山西、陕西、甘肃、内蒙区域煤炭矿井资源。目前，公司权属生产矿井 9 对，在建矿井 1 对，筹建矿井 2 对，矿井核定产能 3140 万吨/年，总规划产能 4380 万吨/年。根据公司披露，2021 年，公司营收 178 亿元，期末资产总额 431 亿元。

表 5：西北矿业煤炭矿井情况

| 名称 | 产能（万吨/年） | 所处区域 | 矿井状态 |
|---------------|-------------|------|------|
| 巴彦高勒煤矿 | 800 | 内蒙古 | 在产 |
| 望田煤矿 | 180 | 山西 | 在产 |
| 大恒煤业煤矿 | 360 | 山西 | 在产 |
| 邵寨煤矿 | 120 | 甘肃 | 在产 |
| 双欣矿业 | 500 | 内蒙古 | 在产 |
| 永明煤矿 | 45 | 陕西 | 在产 |
| 水帘洞煤矿 | 135 | 陕西 | 在产 |
| 正通煤矿 | 500 | 陕西 | 在产 |
| 亭南煤矿 | 500 | 陕西 | 在产 |
| 在产产能合计 | 3140 | | |
| 油房壕煤矿 | 500 | 内蒙古 | 在建 |
| 五举煤矿 | 240 | 甘肃 | 筹建 |
| 杨家坪煤矿 | 500 | 陕西 | 筹建 |
| 合计 | 4380 | | |

资料来源：西北矿业公司官网，中国煤炭加工利用协会，信达证券研发中心

兖矿新疆能化：公司成立于 2007 年，下辖包括四个全资子公司、三个控股子公司和一个分公司在内的 8 个权属单位。对山东能源集团的新疆煤炭资产整合后，公司规模当量迅速提升。目前拥有煤炭资源 343 亿吨，累计在疆投资 308 亿元，企业资产总额 214 亿元。

表 6：兖矿新疆能化主要煤炭矿井情况

| 产能 | 产能（万吨/年） | 状态 | 所属公司 |
|-------------|-------------|----|------------------------|
| 伊犁四矿 | 750 | 在产 | 伊犁新矿煤业有限责任公司 |
| 永新煤矿 | 60 | 在产 | 库车市永新矿业有限责任公司 |
| 伊犁一矿 | 1000 | 在产 | 新汶矿业集团（伊犁）能源开发有限责任公司一矿 |
| 昭苏盛泉煤矿 | 60 | 在产 | 昭苏盛泉有限责任公司 |
| 硫磺沟煤矿 | 150 | 在产 | 兖矿新疆矿业有限公司硫磺沟煤矿 |
| 在产合计 | 2020 | | |
| 五彩湾四矿 | 2000 | 筹建 | 新疆兖矿其能煤业有限公司 |
| 合计 | 4020 | | |

资料来源：兖矿新疆能化公司官网，中国煤炭工业协会，信达证券研发中心

新矿内蒙古能源：公司成立于 2007 年，在鄂尔多斯上海庙、棋盘井及锡盟乌拉盖三大区域获取资源储量 49.79 亿吨，建成 9 对矿井，设计产能 2790 万吨，鹰骏三号煤矿建成后将达到 3390 万吨；投产一期 130 万吨/年捣固焦联产 1.2 亿立方米煤气制液化天然气（LNG）项目；配套建设年运量 1500 万吨的上海庙园区西部铁路专用线；合作建设 2×350MW 热电联产和 2×1000MW“蒙电入鲁”电源点项目，累计完成投资 499 亿元，资产总额 385 亿元，控股参股公司 25 家。

表 7：新矿内蒙古能源主要煤炭矿井情况

| 煤矿 | 设计产能（万吨/年） | 生产状态 |
|-------------|-------------|------|
| 长城一矿 | 300 | 在产 |
| 长城二矿 | 400 | 在产 |
| 长城三矿 | 500 | 在产 |
| 长城五矿 | 180 | 在产 |
| 长城六矿 | 150 | 在产 |
| 裕兴煤矿 | 60 | 在产 |
| 鲁新煤矿 | 500 | 在产 |
| 新上海一号煤矿 | 400 | 在产 |
| 榆树井煤矿 | 300 | 在产 |
| 在产合计 | 2790 | |
| 鹰骏三号 | 600 | 在建 |
| 合计 | 3390 | |

资料来源：新矿内蒙古能源公司官网，信达证券研发中心

整合后的煤炭区域投资、管理主体，明确了主体架构，增强了山东能源对权属不同区域的煤炭资产的管理运营能力，同样有利于煤炭资产注入到上市公司之中，进一步提升集团资产证券化程度。**兖矿能源集团煤炭资产注入节奏在 2023 年有望加速。**

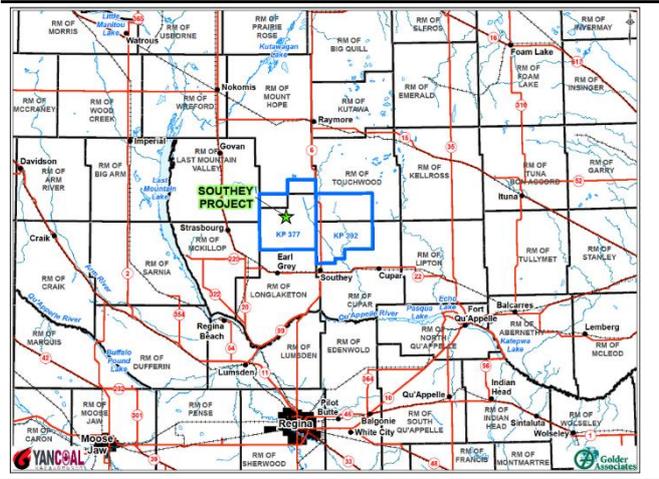
2.1.2 境内外双管齐下，钼、金、铜、铁、钾矿业多元发展

钾矿：兖矿能源钾矿项目主要由 2011 年成立的全资子公司**兖煤加拿大资源有限公司**（下称“兖煤加拿大”）负责加拿大萨斯喀彻温省的钾肥项目。2012 年，兖矿加拿大就开始了包括 2D 和 3D 地震计划以及钻井取芯的地质勘探工作以及环境影响评估，随后确立了 Southey（绍塞）项目。

- **Southey（绍塞）项目：**Southey 项目是一个拟建的绿地溶液钾盐矿，位于里贾纳以北约 60 公里处，该项目的钾盐主要取自 Patient 湖、贝尔平原以及萨斯喀彻温草原蒸发岩层。溶液钾盐开采即将加热后的水或淡盐溶液通过钻孔注入矿床，然后将富含钾盐（KCl）的卤水泵出后蒸发结晶得到矿物的方法。Southey 项目预计产能为 280 万吨/年，项目寿命预计为 65-100 年。

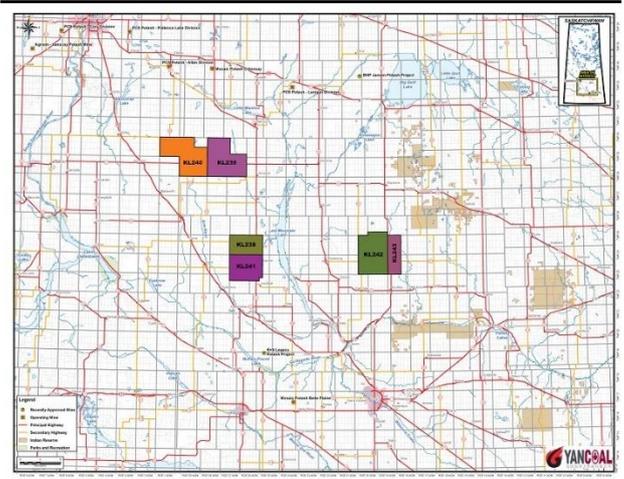
到 2015 年，兖煤加拿大在萨斯喀彻温省持有 19 个钾肥许可证，覆盖面积约 1,325,227 英亩，其中 6 张许可证转为采矿租约。

图 26: Southey 项目位置



资料来源：兖煤加拿大官网，信达证券研发中心

图 27: 兖煤加拿大已获取的 6 张采矿租约



资料来源：兖煤加拿大官网，信达证券研发中心

钼矿：2020 年，兖矿能源增资控股了内蒙古矿业（集团）有限责任公司（下称“内蒙古矿业”），并获得了内蒙古矿业所属的曹四夭钼矿的探矿权。**曹四夭钼矿：**曹四夭钼矿床于 2011 年被发现并开始勘探，位于华北陆块北缘阴山-燕山-辽宁钼成矿带。矿区钼矿石金属矿物主要为辉钼矿、黄铁矿，次为黄铜矿、磁黄铁矿、黑钨矿、磁铁矿，方铅矿、闪锌矿、铁闪锌矿、钛铁矿、毒砂等。主要目的矿物为辉钼矿。该项目勘探备案资源量 109 万吨金属钼，平均品相 0.105%。钼矿开采项目推进顺利。该项目设计采选钼矿石生产能力为 5 万吨/天，年处理矿石 1500 万吨，年产钼 47%精粉 3 万吨。2023 年 1 月，公司已经开启了边坡稳定性研究服务、矿尾矿回收钾长石半工业化试验技术研究服务和半工业化连续选矿试验研究三个项目的招标工作。

金、铜：兖矿集团拉美公司是中国首批走出去拓展拉美市场的国有企业之一。1999 年即涉足委内瑞拉铁路开发建设，与拉美地区多家铁路公司有着良好的合作关系，2014 年 3 月份在原兖矿集团委内瑞拉公司的基础上，重新组建兖矿集团拉美公司，全面布局在拉美地区的战略性开拓与发展。

图 28: 兖矿拉美公司布局



资料来源：兖矿拉美官网，信达证券研发中心

目前，通过“技术换矿权”的独创模式，兖矿拉美公司在厄瓜多尔已获得 520 平方公里的

金属矿采矿权，分别是 220 平方公里的特里姆贝拉和多伦埃杜绿地铜矿矿权和 300 平方公里的太平洋明珠金矿矿权。其中，《厄瓜多尔矿业绿地区块风险勘探可行性研究报告》于 2017 年通过审查，正式立项。

在拉美地区的矿物开采方面，兖矿能源已有较深厚积累。2001 年，兖矿集团与山东黄金集团合资承担了委内瑞拉“索萨·门得斯金矿恢复生产项目”，旨在治理水患淹没长达 40 年之久的委内瑞拉百年老矿索萨·门得斯金矿。该项目 2003 年开工，2007 年 7 月份建成投产，2009 年 3 月将矿山移交给委方，通过该项目运作，掌握了黄金资源与开发的大量第一手资料，积累了丰富而宝贵经验。

2.2 高端化工新材料：延链强链，价值提升

高端化工新材料领域，公司将聚焦高端精细低碳发展方向，做好强链、延链、补链，推进煤基、氨基新材料产业链集群发展，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%。2022 年 10 月，公司化工产品产能已达到 937 万吨（含中间产品和部分在建产品产能）。

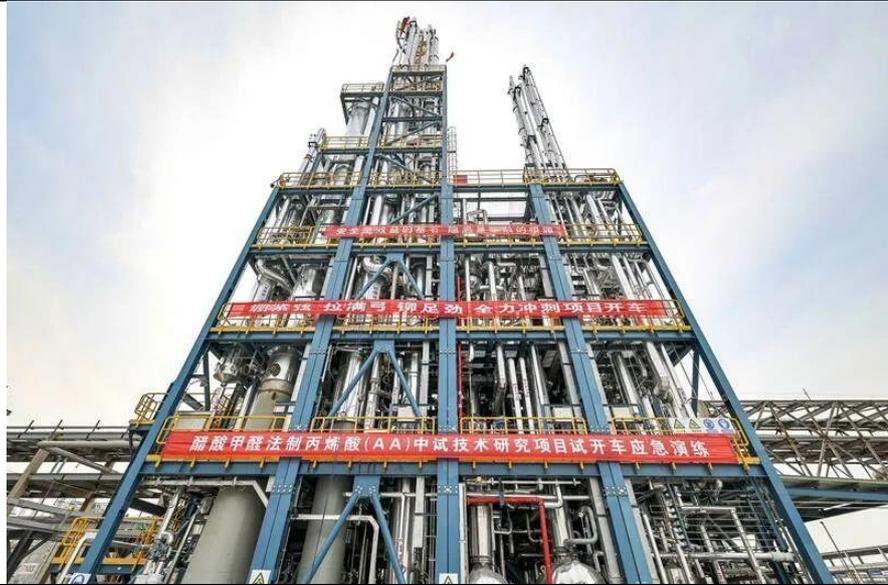
2021-2022 年，公司现代煤化工产品占比分别为 50.3%和 43.7%，距离 70%还有较大上升空间。

表 8：兖矿能源煤化工（万吨）

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------|--------------|---------------|---------------|
| 醋酸 | 107.2 | 109.16 | 103.57 |
| 乙二醇 | | 29.14 | 31.12 |
| 醋酸乙酯 | 37.2 | 40.15 | 36.82 |
| 己内酰胺 | | | 27.26 |
| 聚甲醛 | | 7.15 | 7.4 |
| 粗液体蜡 | 41.3 | 44.81 | 24.16 |
| 稳定轻烃 | | 23.26 | 14.08 |
| 柴油 | | | 11.8 |
| 石脑油 | | | 6.5 |
| 现代煤化工合计 | 185.7 | 253.67 | 262.71 |
| 现代煤化工占比 | 50.5% | 50.3% | 43.7% |
| 甲醇 | 182.3 | 250.31 | 337.95 |
| 其他 | 89.7 | 75.42 | |
| 合计产量 | 457.7 | 579.4 | 600.66 |

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

从公司在建产能来看，**榆林能化**：50 万吨/年 DMMn 生产装置一期项目（10 万吨/年）已于 2022 年底投入生产，后续工程仍在建设中。**荣信化工（鄂尔多斯公司）**：80 万吨烯烃项目获准备案，拟新建 220 万吨/年甲醇制烯烃装置、45 万吨/年聚乙烯装置、45 万吨/年聚丙烯装置、1.5 万吨/年丁烯-1 装置。**未来能源**：拟建 50 万吨每年合成气高温费托制化学品及产品延伸项目，目前正在办理前期评估手续。**鲁南化工**：在建 4 万吨/年聚甲醛产能，拟建 6 万吨聚甲醛产能，建成后鲁南化工聚甲醛产能将达到 14 万吨/年；拟建醋酸酯系统挖潜及柔性生产线，实现醋酸乙酯和醋酸丁酯的柔性生产，最终实现装置产能提升至 13 万吨/年；2022 年 9 月，全球首套千吨级醋酸甲醛法制丙烯酸中试装置在鲁南化工实现中试项目流程全线贯通，该项目的成功打破了原单一石油化工路线生产丙烯酸的束缚，极大地丰富以煤基甲醛和醋酸为原料的下游产业链，标志着鲁南化工在煤化工产品延链补链强链方向上又迈出了坚实的一步。

图 29: 全球首套千吨级醋酸甲醛法制丙烯酸中试装置


资料来源: 国务院国资委、信达证券研发中心

集团层面, 兖矿新疆能化公司产业基地同样处于快速发展阶段。目前, 新疆能化建有年产 60 万吨醇氨联产项目, 产能包括 30 万吨/年合成氨, 52 万吨/年尿素和 30 万吨/年甲醇。在建 6 万吨/年三聚氰胺项目, 该项目于 2022 年 7 月开工, 预计建设时间 22 个月。筹建项目方面, 新疆能化准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目目前已完成安全预评价、职业病危害预评价、水资源论证、水土保持等 13 项前期手续办理工作, 后续手续正处于办理之中, 该项目建成后可增加新疆能化 40 万吨/年聚乙烯和 50 万吨/年聚丙烯产能。此外, 新疆能化参股的新天煤制气项目在 2022 年实现达产, 该项目是世界已建成最大煤制天然气单体项目, 设计年产能 20 亿立方米。

图 30: 兖矿能源煤化工在产与规划产能

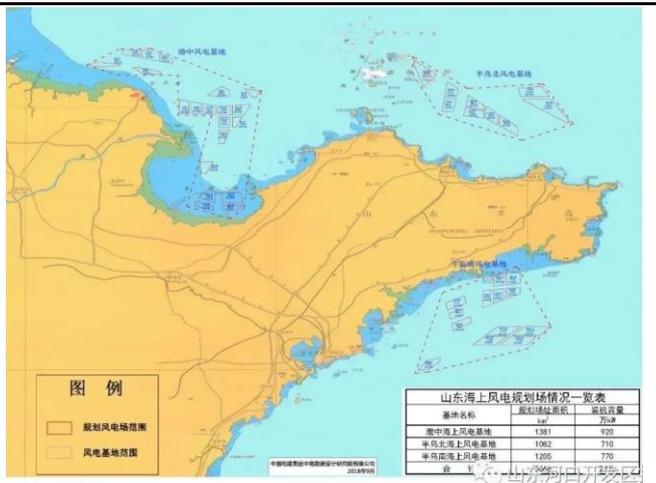
| |  在产 |  在建 |  筹建/拟建 |
|------|--|---|---|
| 鲁南化工 | <ul style="list-style-type: none"> 39万吨/年 甲醇 41万吨/年 尿素 100万吨/年 醋酸 4万吨/年 聚甲醛 30万吨/年 己内酰胺 20万吨/年 醋酸乙酯 10万吨/年 醋酸丁酯 15万吨/年 丁醇 10万吨/年 醋酐 | <ul style="list-style-type: none"> 4万吨/年 聚甲醛 | <ul style="list-style-type: none"> 6万吨/年 聚甲醛 醋酸酯系统挖潜及柔性生产改造项目 含贵金属废料回收处理技术研发与应用项目 醋酸甲醛法制丙烯酸项目 |
| 榆林能化 | <ul style="list-style-type: none"> 60万吨/年 甲醇 | <ul style="list-style-type: none"> 80万吨/年 甲醇 (非售) 50万吨/年 DMMA (10万吨/年一期已投产) | |
| 未来能源 | <ul style="list-style-type: none"> 100万吨/年 煤制油 10万吨/年 费托蜡 | | <ul style="list-style-type: none"> 50万吨每年合成气高温费托制化学品及产品延伸项目 |
| 鄂尔多斯 | <ul style="list-style-type: none"> 180万吨/年 甲醇 (一期+二期) 40万吨/年 乙二醇 | <ul style="list-style-type: none"> 30万吨/年 DMMA | <ul style="list-style-type: none"> 80万吨/年 烯烃项目: <ul style="list-style-type: none"> 100万吨/年 甲醇 45万吨/年 聚乙烯 45万吨/年 聚丙烯 3000吨/年 PGA |
| 新疆能化 | <ul style="list-style-type: none"> 30万吨/年 合成氨 52万吨/年 尿素 30万吨/年 甲醇 | <ul style="list-style-type: none"> 6万吨/年 三聚氰胺 | <ul style="list-style-type: none"> 40万吨/年聚乙烯 50万吨/年聚丙烯 |

资料来源: 各公司项目环评报告, 中国化工报, 信达证券研发中心 注: 兖矿新疆能化为山东能源控股公司

2021 年 11 月, 山东裕龙岛炼化一体化项目发生股权结构调整, 山东能源集团成为裕龙石化第二大股东, 持股比例 46.11%。裕龙岛炼化项目是山东省推动新旧动能转换实现高质量发展的标杆工程, 该项目一期工程设计产能主要包括 2000 万吨/年炼油、300 万吨/年混合

机规模跃升至山东省首位。两个风电场每年可提供绿电超过 30 亿度，等效节约标准煤 92 万吨，等效减排二氧化碳 220 万吨。

图 33: 山东省海上风电场规划



资料来源: 华创新风, 信达证券研发中心

图 34: 山东渤中风电基地位置



资料来源: 华创新风, 信达证券研发中心

2.3.2 光伏发电

光伏发电方面,《山东省能源发展“十四五”规划》,潍坊、滨州、东营等市盐碱滩涂地和济宁、泰安、菏泽、枣庄等市采煤沉陷区是山东省发展光伏产业的关键区域。2020 年山东能源集团重组后,集中整合了山东省内煤炭矿井资源。未来,山东能源有望在山东区域采煤沉陷区光伏项目开发中占据更加重要的地位,起到示范引领作用。

山东能源集团首批自有分布式光伏项目于 2021 年 10 月底开工,这些项目分布济宁、淄博、日照、枣庄、菏泽等 5 个市 8 个县,包括对东华重工、卓意玻纤、日照罗克兰物流园区、东滩煤矿等 14 家权属企业的 43 座厂房屋顶、2 处矸石山在内进行开发建设,总利用面积 106 万平方米,总装机容量 105 兆瓦。项目全容量并网后,年可发电量 1.12 亿千瓦时,销售收入超过 5000 万元,节约用电成本 1200 万元以上;年可替代标煤 3.36 万吨,减排二氧化碳 8.74 万吨。

2022 年 7 月,由山东能源集团新能源有限公司投资建设的东滩新能 5.83 兆瓦和东滩永安 4.2 兆瓦两个地面分布式光伏电站成功并网发电。该项目是山东能源首个煤矿分布式光伏项目,对矿山领域推广光伏清洁能源具有重要示范作用,项目利用兖矿能源东滩煤矿采煤塌陷地进行建设,发电量超过 1200 万千瓦时,节约标准煤 4915 吨,减少二氧化碳排放 11463 吨。

图 35: 东滩煤矿沉陷区光伏项目外观



资料来源: 山东能源集团, 信达证券研发中心

图 36: 山东新泰采煤沉陷区光伏建设外观



资料来源: 大众网, 信达证券研发中心

上市公司层面，公司聚焦“存量优化、能源整合”发展理念，完成《新能源产业发展规划》编制，采用“光储一体+沉陷区治理”路线，推动南屯、鲍店、东滩等煤矿分布式光伏电站建设。目前 10 余个分布式光伏项目已落实指标资源，装机容量 10 万千瓦。

2.3.3 省外风光建设

山东本部之外，山东能源集团西部风电光伏项目开发同样方兴未艾。

- **灵台盛鲁新能源有限公司**：公司成立于 2021 年 8 月，公司目前负责“山东能源灵台县一期 10 万千瓦光伏农业复合发电项目”，该项目于 2021 年 8 月完成备案，2022 年 11 月正式并网发电。
- **新矿内蒙古能源**：积极推进分布式光伏项目，合计取得 5.8MW 的项目建设指标，全部建成后年可产生清洁绿电 948 万 kwh，节约标煤 2888t；同时公司规划建设上海庙精细化工园 500MW“源网荷储”一体化示范项目和上海庙西部采煤沉陷区 200MW 集中式光伏项目。
- **内蒙古盛鲁能化有限公司**：旗下阿拉善盟新能源有限公司、鄂尔多斯市新能源有限公司分别成立于 2019 年 4 月和 2019 年 9 月。阿拉善盟新能源有限公司主导的阿拉善基地 40 万千瓦风电项目于 2022 年 5 月开工建设，2022 年 10 月 122 台风力发电机组基础全部浇筑完成，预计 2023 年年底建成并网。设计年上网电量约为 13 亿千瓦时，每年将可节约标煤约 39.96 万吨，减少二氧化碳排放约 73.9 万吨。鄂尔多斯市新能源有限公司主导的伊和乌素第二风电场 100MW 项目于 2021 年 8 月正式开工，2022 年 12 月，鄂尔多斯盛鲁伊锦风电场 25 台风电机组全部成功并网，预计每年将贡献超过 3 亿千瓦时清洁电能，节约标煤约 9.39 万吨，减少二氧化碳排放约 28.25 万吨。

2.3.4 氢能建设

根据山东省规划，十四五期间，全省将围绕创建“国家氢能产业示范基地”，发挥氢能产业基础优势，健全完善制氢、储(运)氢、加氢、用氢全产业链氢能体系，加快形成“中国氢谷”“东方氢岛”两大高地和山东半岛“氢动走廊”。

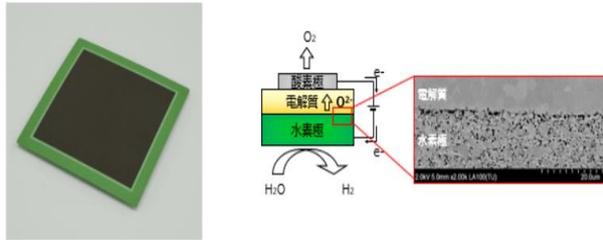
图 37：山东省氢能产业空间布局示意图



资料来源：《山东省氢能产业中长期发展规划(2020-2030 年)》、信达证券研发中心

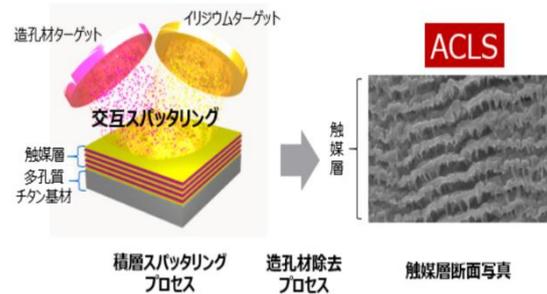
山东能源集团在氢能产业领域早有布局。2021年，公司与日本东芝能源株式会社就纯氢燃料电池系统签署了技术合作协议。目前已合作开发出了100KW长寿命氢燃料发电供热系统，燃料电池系统集成能力水平快速提升。

图 38: 东芝能源固体氧化物电解池 SOEC 研究



资料来源: 东芝能源官网, 信达证券研发中心

图 39: 东芝能源聚合物电解池中的 ACLS 结构



资料来源: 东芝能源官网, 信达证券研发中心

2021年和2022年，山东能源集团作为主办单位之一，分别在北京和济南举办了第三届和第四届中国制氢与氢能源产业大会，会议围绕氢能的制、储、加、运等主题的技术研究、工程应用、政策解读、未来展望进行了深度讨论交流。

图 40: 第四届中国制氢与氢能源产业大会



资料来源: 中国煤炭加工利用协会、搜狐网, 信达证券研发中心

上市公司层面，兖矿能源所权属的兖矿新能源研发创新中心，已建成山东省首座集加氢、加油、充电等多种动力供给于一体的综合能源补给站，并建设800标立方/小时甲醇弛放气制氢项目，氢气纯度达到99.999%，已实现济宁市氢能车辆提供氢气供应。此外，该项目规划建设“1站3区4中心”，除综合能源补给站外，还有氢工艺示范及模型展区、新能源发电示范展区、燃料电池车辆展区及测试区，分析检测中心、智能控制中心、产业展示中心、氢能服务中心，实现制氢、储氢、运氢、用氢产业链研发及示范。

2.3.5 打造多能互补的多元新能源产业

山东能源集团在生物质能领域亦有布局，包括本溪鑫曦生物能源、菏泽华星生物电力、南阳市德长环保科技、西峡县宝能新能源等多家下属单位均正在运营生物质能发电项目。

2.4 高端装备制造：重点突破，专精特新

山东能源集团高端装备制造方面形成了高端煤机和新能源装备两大业务领域，以东华重工、山能装备制造（集团）和新风光三家公司为核心的装备专业化制造平台。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 27

根据究矿能源《战略发展纲要》，高端装备制造领域，公司将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，培育中高端系列产品。2022年，公司加快建设智慧制造园区，与行业头部企业合资合作，推动液压支架电液控系统、防尘风机等智能装备合资合作项目落地，2023年上半年有望投入运营。

2.4.1 高端煤机装备

东华重工：东华重工成立于2013年，以装备制造信息化、成套化、智能化为发展方向，产品方面，公司主要生产以液压支架、单体支护为主的支护产品系列，以掘进机、采煤机为主的采掘产品系列，以刮板输送机、带式输送机为主的输送产品系列，以开关柜、防爆电器为主的电器产品系列，以电缆、高压胶管为主的橡塑产品系列，以轨道交通能量回馈装置、无功补偿（SVG）为主的环保节能产品系列。

图 41：东华重工煤机产品



资料来源：东华重工公司官网、信达证券研发中心

近年来，东华重工高端装备制造接连突破。其研制的ZY21000型、ZFY21000型液压支架屡屡刷新世界纪录，成为全球首台套产品。2021年自主研发的ZY29000型超10米液压支架亮相第十九届中国国际煤炭采矿技术交流及设备展览会，再次刷新世界纪录。2022年4月，公司建成50000KN全球最大液压支架整机实验台，试验能力达到国际领先水平，填补了超10米大型液压支架加载试验空白，为山东能源集团自行研制世界高端大型液压支架打下坚实基础。

目前东华重工凭借产品过硬的品质，实现了与久益环球、卡特彼勒等世界一流企业的合作，并成为卡特彼勒公司合格供应商。

山能装备制造（原山能重装）：公司前身为山东能源重型装备制造集团，是原山东能源所属的主要机械设备制造平台，业务包括煤机装备、煤化工装备、矿物洗选设备、立体车库、装车站和压力容器的制造及再制造，激光熔覆加工能力国内第一。

凭借丰富的产品种类和较强的研发实力，公司在“2019年度中国煤炭机械工业50强企业”中连续第五年保持第二名，维持了较强的行业地位。截至2021年3月末，公司累计获得各类专利740项，其中发明专利86项。2019年以来，公司先后开展了激光熔覆、高端铸造、智能装车站、智能焊接生产线等多项生产装备升级改造项目，高端液压支架实现了配件的“异架互换”，无人值守智能装车站实现国内首创；自主设计研发的放顶煤液压支架取得了国内首张“A类矿用安全标志”证书，填补了国内煤机市场无“A类”液压支架的空白。

图 42：山能装备制造产品



装车站产品



刮板机产品



支架产品



交流电牵引采煤机



带式输送机



加压过滤机液压系统

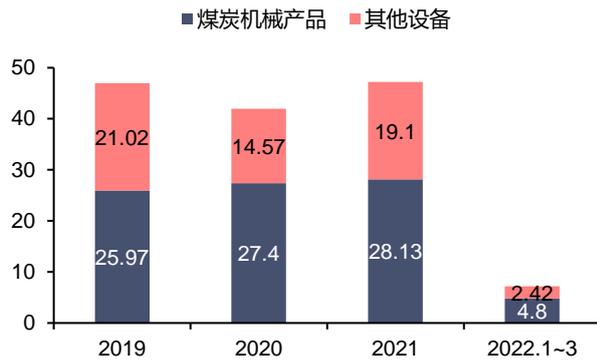
资料来源：山能装备制造公司官网、信达证券研发中心

产销方面，液压支架为公司产销量与营收最多的产品。2021年，公司液压支架产量6222座，销量5802座，创造营收17.4亿元，占机械板块营收的37%。2021年，公司机械板块收入47.23亿元，其中煤机收入28.13亿元，占比59%。

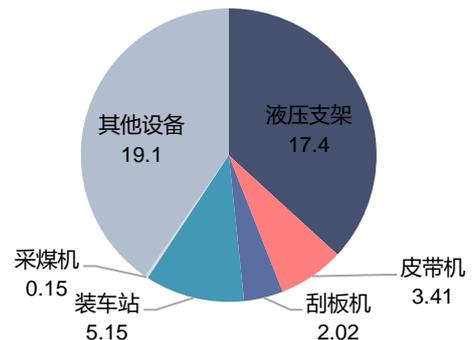
表 9：山能装备制造机械产品产销情况（个）

| 产量 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1-3 |
|------|-------|-------|-------|----------|
| 液压支架 | 5,255 | 7,192 | 6,222 | 1,396 |
| 皮带机 | 175 | 127 | 128 | 9 |
| 刮板机 | 75 | 75 | 75 | 7 |
| 采煤机 | 12 | 24 | 5 | 2 |
| 装车站 | 33 | 40 | 39 | 8 |
| 销量 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.1-3 |
| 液压支架 | 4,546 | 5,244 | 5,802 | 1,165 |
| 皮带机 | 165 | 135 | 128 | 9 |
| 刮板机 | 72 | 77 | 75 | 7 |
| 采煤机 | 12 | 23 | 5 | |
| 装车站 | 33 | 39 | 39 | 8 |

资料来源：山能重装债务评级报告、信达证券研发中心

图 43: 山能制造机械产品营收 (亿元)


资料来源: 山能重装债券跟踪评级报告, 信达证券研发中心

图 44: 2021 山能制造机械产品营收构成 (亿元)


资料来源: 山能重装债券跟踪评级报告, 信达证券研发中心

新风光: 公司成立于 2004 年, 是山东能源集团旗下的专业从事电力电子节能控制技术及相关产品研发、生产、销售和服务于一体的国家高新技术企业。成立以来, 公司始终坚持以大功率电力电子节能控制技术为核心技术平台构筑电气控制装备产品体系, 凭借雄厚的技术实力、先进的生产工艺、显著的成本优势及高素质的管理团队取得了快速发展。2021 年 4 月, 公司在上海科创板上市发行。

2.5 智慧物流: 数字驱动, 协同增效

根据《战略发展纲要》, 智慧物流方面, 兖矿能源统筹产品、用户、第三方服务商, 构建智慧化物流体系。2022 年, 公司有序实施资源整合, 加快建设泰安港、泗河口港、营盘壕集运站等物流园区, 在完成铁路资产整合的基础上, 积极推进陕蒙矿区铁路专用线建设, 全力构建铁路、公路、港航、园区、平台“五位一体”的现代物流产业体系。

2.5.1 物流园区

泰安港公铁水联运物流园: 兖矿泰安港公铁水联运物流园位于泰安市东平县彭集街道, 大清河左岸, 一期工程大体分为码头、铁路专用线两项工程。概算总投资约 23.8 亿元人民币, 货物运量近期每年 1620 万吨, 远期每年 2825 万吨, 依托瓦日铁路、京杭运河、公路网络实现公铁水多式高效无缝对接联运。

设施规划方面, **码头工程**建有 10 万吨存储能力圆筒仓和 40 万吨存储能力自动化圆形料场, 码头作业区建设 1000 吨级泊位 5 个 (结构按 2000 吨级设计), 其中煤炭专用泊位 3 个。**铁路专用线**接轨于瓦日铁路东平站, 新建正线长度 4.829km, 疏解线长度 2.178km, 铺轨总长度为 23.44km, 具备接卸万吨大列能力。该项目于 2022 年 3 月正式开工建设。

泗河口港: 坐落在京杭大运河南阳湖畔, 由“九五”国家计委立项, 2000 年 9 月, 泗河口港正式开工建设, 一期为 300 万吨, 2001 年 12 月建成, 试运转一次成功, 经省质检部门验收, 被誉为“优质样板工程”, 是济三煤矿的配套港口。原设计年吞吐量 500 万吨, 经改造后达到 1000 万吨。2015 年对装船系统进行提速改造后, 泗河口港装船能力达到平均 1200 吨/小时, 年装船能力达到 400 万吨。为满足济宁环湖大道施工需要, 2019 年启动码头二期改扩建工程, 港口年吞吐能力达到 1000 万吨。

2022 年, 为落实山东省政府“加强全省煤炭储备能力建设”要求, 泗河口港再次进行升级扩建, 本次改造将新建 16 个封闭式筒仓, 并配套建设火车翻车系统、地销快速装车站、火车快速装车站及配套煤炭转载输送系统、煤炭反洗加工输送系统, 建成后码头整体储配煤能力将达到 68 万吨。

营盘壕铁路项目: 乌审旗南站至营盘壕铁路项目是经国家发改委批准的与浩吉铁路配套建

设的煤炭集疏运项目，项目位于鄂尔多斯市乌审旗纳林河矿区营盘壕井田边界北侧，浩吉铁路、新上铁路南侧。项目起始于乌审旗南站终点至营盘壕，铁路铺轨里程 14.98 公里，概算投资 9.68 亿元，占地 1363 亩，包括铁路专用线、营盘壕集运站、输煤栈桥三部分。环评设计近、远期运量分别为 1500 万吨/年、3000 万吨/年；汽车受煤系统运量 500 万吨/年，输煤栈桥运量 1000 万吨/年。

营盘壕集运站主要为营盘壕煤矿煤炭运输服务，兼顾吸收周边煤源配煤发运。向南经浩吉铁路可发往华中、华南市场，向西经新上铁路可拓展宁东、蒙西地区。营盘壕煤矿铁路专运线将为我国江西、湖南、湖北等地区提供丰富的煤炭资源，将对转变运输方式、降低运输成本、扩大产品销售半径起到积极作用。该项目于 2020 年 4 月开工建设，2022 年 7 月投运。

图 45: 泰安港公铁水联运物流园建设现场



资料来源: 泰安日报, 信达证券研发中心

图 46: 营盘壕铁路开工



资料来源: 乌审旗人民政府, 信达证券研发中心

2.5.2 兖矿物流

兖矿物流科技有限公司成立于 2022 年 4 月，是在铁路运输处、东平陆港公司、端信供应链公司、兖煤航运公司、鄂尔多斯能化铁路集运中心的基础上，整合兖矿能源所有物流资源，组建成立的大型综合物流服务企业，是兖矿能源实现“智慧物流”高质量发展的管理运营主体。

目前，公司具备铁路 1.5 亿吨、公路 1 亿吨、港航 5000 万吨，整体 3 亿吨/年的发运能力，拥有铁路、公路、港航物流园区 13 处、储配煤能力 2000 万吨/年。主营煤炭、普货、危化品等大宗物资运输及煤炭储配业务，形成覆盖山东、内蒙、陕西、山西、甘肃、新疆、贵州及运河、长江沿岸等全国主要经济区域的物流服务网络。

图 47: 兖矿物流科技物流园区



资料来源: 兖矿物流科技公司官网, 信达证券研发中心

图 48: 兖矿物流科技水运港口



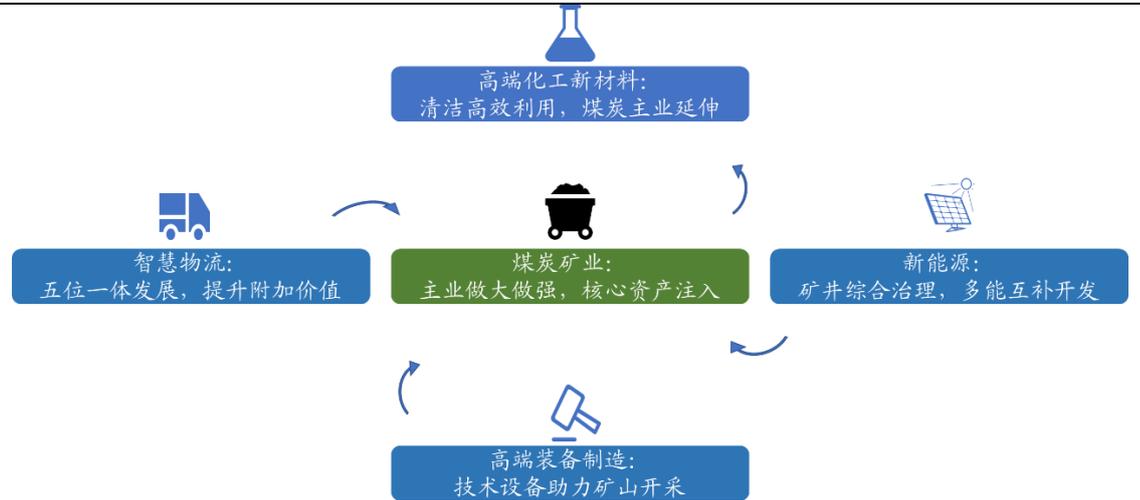
资料来源: 兖矿物流科技公司官网, 信达证券研发中心

三、聚焦煤炭多元发展，集团煤炭资产有望优先注入

3.1 以煤为主的协同发展战略

赋能煤炭核心主业，追求主附协同中的多元发展。回顾兖矿能源的未来 5-10 年《发展战略纲要》，所涉及的产业发展目标并非相互孤立，而是在公司现有的资产基础之上，立足煤炭主业，通过协同、延伸、聚合的方式，延展公司产业链条，增强公司的盈利稳定性，最终铸就公司价值创造型的成长与转型之路。

图 49：以煤为主的协同发展战略



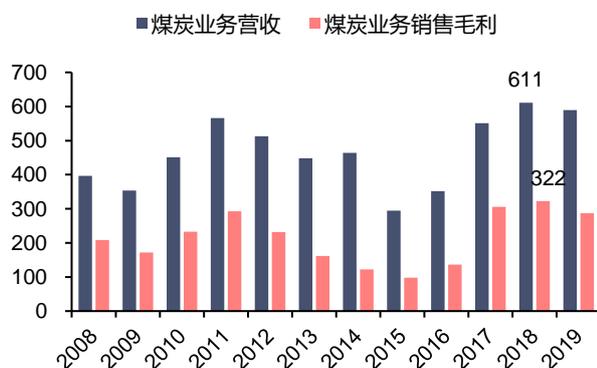
资料来源：信达证券研发中心

3.1.1 矿业发展：高质量煤炭资产注入，直接增强公司盈利能力

原山东能源煤炭资产质量优良，盈利能力行业居前。煤炭业务板块是原山东能源集团利润贡献的主要板块。2017-2019 年，原山东能源集团煤炭板块营收为 550.6、610.7、589.6 亿元，占集团总营收比为 17.86%、18.30%和 16.45%；煤炭板块毛利为 306.1、322.5 和 286.7 亿元，占集团总毛利比为 76.83%、73.53%和 69.66%，是集团最主要的利润来源。

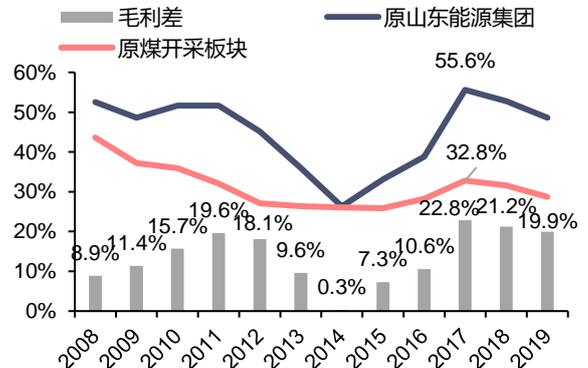
此外，2008-2019 年（原山东能源集团与兖矿集团合并之前），原山东能源集团煤炭资产毛利率整体高于 A 股原煤开采板块平均毛利。从波动幅度来看，即使在 2014 年的煤炭行业景气度底部，原山能集团煤炭资产毛利率同样高出煤炭板块上市公司均值 0.3 个 pct；2017 年，原山能集团煤炭资产毛利率达到 55.6%，高出煤炭板块上市公司均值 22.8 个 pct。

图 50：原山东能源集团煤炭板块营收与毛利（亿元）



资料来源：原山能集团债券募集说明书，信达证券研发中心

图 51：原山能集团煤炭业务毛利率与原煤采选行业对比



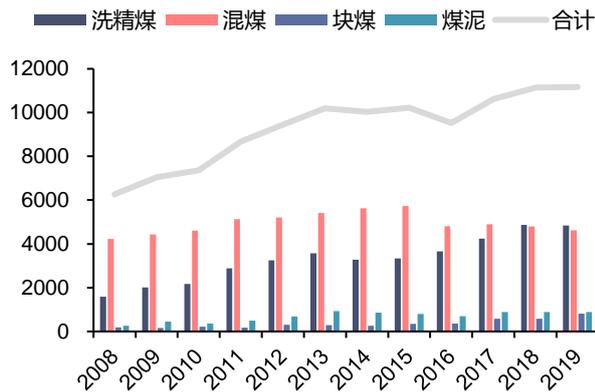
资料来源：原山能集团债券募集说明书，信达证券研发中心

山东地区焦煤资源丰富，原山能集团山东区域矿井多产炼焦配煤。山东地区主要的炼焦配煤请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 32

煤出产地之一，原山东能源旗下权属大量炼焦配煤矿井。从销售结构来看，2019年，原山能集团洗精煤销量4847万吨，占集团煤炭总销量的43.4%；销售金额来看，2019年，洗精煤销售额占到集团煤炭总销售额的70.6%。

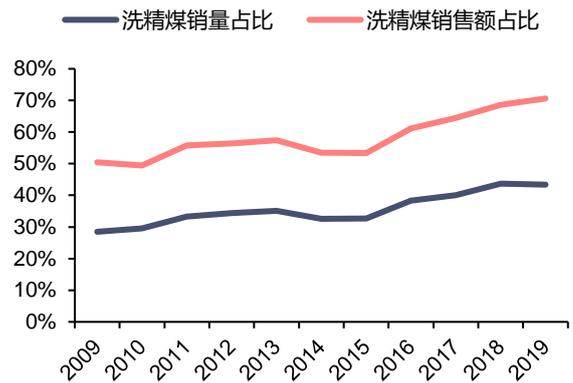
煤种与区位优势，铸就资产盈利保障。炼焦煤资源从稀缺性来说比动力煤更为稀少，普遍埋深较深，开采难度较大，是目前下游冶金行业不可缺少的生产原材料。因此，炼焦煤价格较动力煤价格更高，利润空间弹性更大。同时由于山东地区本身经济发达，毗邻江苏、河南、河北等煤炭消费地与钢铁产地，煤炭销售价格更高。**煤种与区位优势，铸就了原山能集团煤炭资产长期以来良好的盈利能力和利润弹性。**

图 52: 原山东能源集团煤炭销售结构 (万吨)



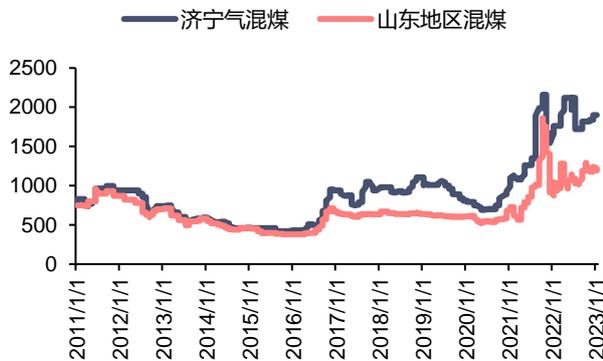
资料来源: 原山能集团债券募集说明书, 信达证券研发中心

图 53: 原山能集团洗精煤销售情况



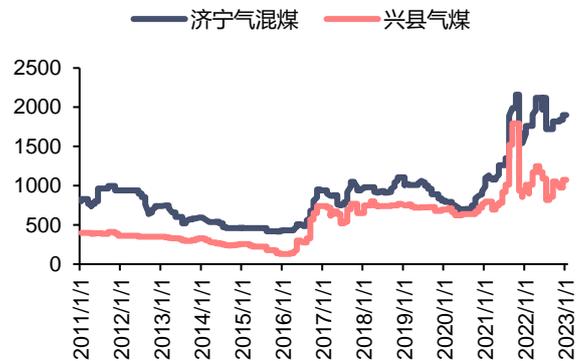
资料来源: 原山能集团债券募集说明书, 信达证券研发中心

图 54: 炼焦煤价格具有煤种优势 (元/吨)



资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

图 55: 原山能集团煤炭销售具有区位优势 (元/吨)



资料来源: 煤炭资源网, 信达证券研发中心

鲁西矿业旗下多为焦煤矿井，以炼焦配煤（气煤、气肥煤）生产为主，品质优良，售价较高，同时焦煤定价机制更为市场化，价格不受限制性管控，在能源大通胀与焦煤稀缺程度逐步凸显的背景下，盈利能力更强。

表 10: 鲁西矿业权属矿井煤种

| 煤矿 | 煤种 |
|-------|-----------|
| 株柏煤矿 | 1/3 焦煤 |
| 古城煤矿 | 气煤 |
| 新驿煤矿 | 气煤 |
| 王楼煤矿 | 气肥煤、肥煤 |
| 郭屯煤矿 | 气肥煤、长焰煤 |
| 彭庄煤矿 | 气肥煤、长焰煤 |
| 鲁西煤矿 | 气肥煤 |
| 里彦煤矿 | 气肥煤 |
| 新巨龙煤矿 | 肥煤 |
| 李楼煤矿 | 气煤、1/3 焦煤 |
| 梁家煤矿 | 长焰煤 |
| 新河煤矿 | 气煤、气肥煤 |
| 唐口煤矿 | 气煤、气肥煤 |
| 陈蛮庄煤矿 | 焦煤 |
| 白庄煤矿 | 气煤、肥煤 |
| 梁宝寺煤矿 | 气煤 |

资料来源：山东能源集团、新矿集团等债券募集说明书，信达证券研发中心

以鲁西矿业新巨龙能源为例，新巨龙矿井位于山东省菏泽市境内，2009 年底正式投产运营。井田面积约 143 平方公里，煤炭资源储量 15.5 亿吨，其中主采煤层平均厚度 7.03 米，煤层赋存稳定、结构简单，适合于重机械化、高效集约化开采。矿井核定产能 600 万吨/年。煤种以肥煤为主，属低灰、低硫、低磷、高发热量、强粘结性的优质稀缺性炼焦煤。2021 年，新巨龙能源实现营业总收入 51.3 亿元，营业利润 15.5 亿元，净利润 11.1 亿元，ROE 水平达 23.1%。

3.1.2 高端化工新材料：延展煤炭主业，实现产业延长

高端煤化工产业，既是“煤炭清洁高效利用”命题的核心解答之一，也是煤炭企业结合自身优势，调整产业结构，延伸产业链条，平滑盈利波动，实现转型发展的重要途径。

煤化工产业是实现国家供应链安全的重要保障。从资源禀赋来看，我国能源资源面临“富煤贫油少气”现实格局，石油与天然气较高的对外依存度，导致了我国大量化工原料难以实现独立自产。煤化工产业的发展，一方面完善了我国的化工体系，实现了对我国丰富的煤炭资源的开发利用，另一方面蓬勃发展的现代煤化工更是逐步实现对石油化工、天然气化工产品链路的替代，高度契合“二十大”报告对“产业链供应链韧性和安全水平”的高度关切。

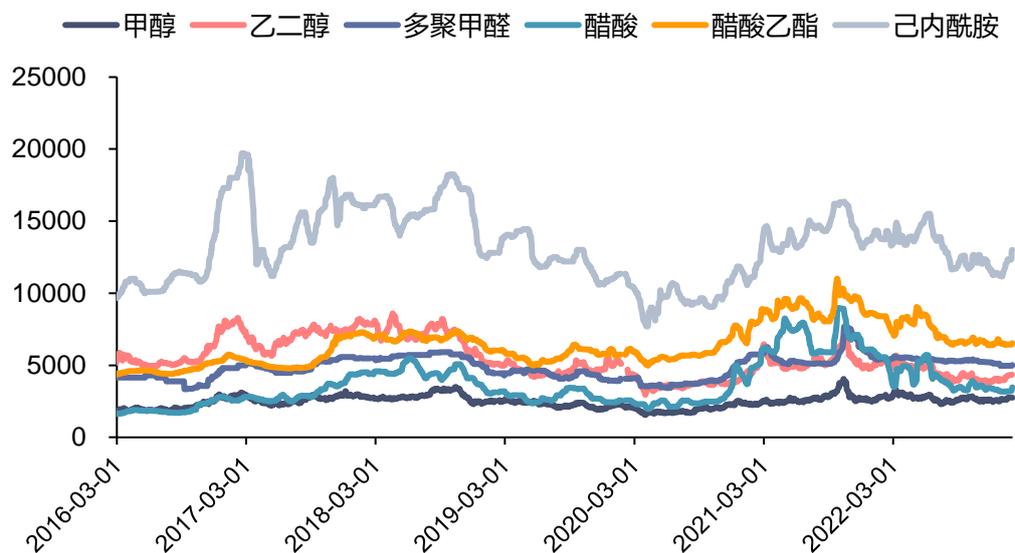
煤炭清洁高效利用是实现“双碳”目标的重要手段，煤化工产业实现煤炭从传统燃料到原材料转变，是煤炭清洁高效利用的重要途径。“双碳”目标提出后，中央多次强调煤炭清洁高效利用的重要性，在政策端持续推动原料用能从不纳入能耗总量考核向不纳入能耗双控考核转变，鼓励国内煤化工产业发展。

表 11: 政策端持续推动原料用能从不纳入能耗总量考核向不纳入能耗双控考核

| 重要会议与政策 | 时间 | 内容 |
|--|------------|---|
| 《2021 年中央经济工作会议》 | 2021.12.10 | 要狠抓绿色低碳技术攻关。要科学考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制……。 |
| 《河南发改委 关于加强能耗和煤炭指标保障支持重大项目建设的通知》 | 2022.01.21 | ……生产烯烃、芳烃、化肥、农药、醇类产品过程中的原料用能，不纳入能耗双控考核。原料用煤不纳入煤炭消费总量控制考核。 |
| 《国家发展改革委 国家统计局关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》 | 2022.10.27 | （一）原料用能不纳入节能目标责任评价考核。在国家开展“十四五”省级人民政府节能目标责任评价考核中，将原料用能消费量从各地区能源消费总量中扣除，据此核算各地区能耗强度降低指标。 （二）科学核算能耗强度及下降率。在核算能耗强度时，原料用能消费量从各地区能源消费总量中扣除，地区生产总值不作调整。在核算能耗强度降低率时，原料用能消费量同步从基年和目标年度能源消费总量中扣除。 |

资料来源：信达证券研发中心整理

从产品价格来看，随着化工产品的基础结构“延长”，复杂程度增加，产品价格与内生价值也在不断增长。

图 56: 兖矿能源部分在产煤化工产品价格走势（元/吨）


资料来源：wind、信达证券研发中心

公司层面，兖矿能源以及兖矿新疆能化下属多个煤矿煤质优良，具有低灰、低硫、低磷、发热量高等品质，是良好的煤化工原料。以陕蒙基地金鸡滩与营盘壕煤矿为例。金鸡滩煤矿原煤硫份 0.74%，灰分 7.76%，属于特低硫、低灰煤，发热量 6100-6300 大卡，是未来能源煤制油项目的直接原料用煤。营盘壕煤矿各开采煤层属特低灰-低灰、特低硫-中硫、低变质阶段烟煤，煤层原煤中含磷、砷、氟、氯等有害元素成份较低，发热量接近 7000 大卡，是良好的动力用煤、气化用煤、水煤浆制作等用煤，也是鄂尔多斯能化达旗化工项目的原料供煤来源。此外，新疆兖矿其能煤业所筹建的五彩湾露天煤矿，地处新疆准东煤田，煤层具备特低灰、特低硫、特低磷、高挥发份、中高热值热值，同样是良好的煤化工原料。

表 12: 兖矿能源金鸡滩与营盘壕矿井煤种煤质情况

| 煤矿 | 生产能力 (万吨/年) | 煤种 | 煤质 | 发热量 | 配套煤化工项目 |
|------|-------------|----------|---|------------------------------------|-------------------------------------|
| 金鸡滩 | 1700 | 不粘煤, 长焰煤 | 原煤硫份 0.74%, 灰分 7.76%, 属于特低硫、低灰煤 | 25.82~26.44MJ/kg (6177-6325 大卡) | 未来能源煤制油项目 |
| 营盘壕 | 1200 | 弱粘煤、长焰煤 | 特低~低灰、低~中硫、低磷、中高挥发分、特高热值、易选、富油~高油的的低变质阶段烟煤, 热稳定性好 | 29.21MJ/kg (6988 大卡) | 鄂尔多斯能化达旗 180 万 t 甲醇转烯烃化工项目 |
| 石拉乌素 | 1000 | 不粘煤, 长焰煤 | 原煤硫份 0.65%, 灰分 9.35%, 属于特低硫、低灰煤 | "29.51MJ/kg | 鄂尔多斯能化甲醇项目 久泰化工大路甲醇项目 金诚泰甲醇项目 |

资料来源: 各项目环评报告、信达证券研发中心

高端化工新材料领域的发展, 是兖矿能源基于既有煤炭主业与高品质煤炭资源所做出的战略选择, 煤炭-煤化工产业链条也能够增强公司成本控制能力、盈利水平, 提升企业应对行业周期波动风险的能力, 加速企业转型进程。

3.1.3 高端装备制造: 技术设备发展助力矿山开采

煤机设备是原煤开采的上游行业, 煤矿开采设备的发展与煤炭行业发展息息相关, 一方面, 原煤开采总量、矿井建设数量与规模的扩大, 为煤机制造提供了更大的市场机会与资金支持, 另一方面, 采煤机械先进程度也将决定矿井建设的速度、井下生产的效率与安全性, 进而影响煤矿经济效益。

煤机制造领域经验积累助力兖矿能源成长与发展。在煤机开采技术与机械制造领域, 兖矿能源已进行了长时间的技术探索与积累, 在支护、掘进、输送等煤机领域形成了完整的产品系列。早在 2004 年, 兖矿能源就通过向德国鲁尔集团 DBT 集团的技术转让, 开创了在澳洲使用国产自研技术和自研装备进行煤矿开采的先例。随着公司子公司东华重工技术的不断突破、煤机装备不断升级, 其产品与方案已经开始实现对公司以及关联企业井下煤矿开采的“技术反哺”。

- 复合材料托辊架在济宁三号煤矿进行井下工业性试验: 由东华重工组织研发的新型带式输送机复合材料上托辊架, 重量轻, 仅为钢制机身的 40%; 正常使用 15 年免维护, 可提升使用寿命近 7 倍。煤矿井下水腐蚀性大, 这种复合材料杜绝了锈蚀问题, 适用于井下潮湿环境。
- 转龙湾煤矿 ZY13000 型液压支架项目: 该项目由东华重工与久益环球公司合作完成, 设计制造严格执行 EN1804 欧洲标准, 2022 年 4 月, 225 架 ZY13000 型液压支架顺利交付。
- 新疆伊犁一矿 ZFY21000 型液压支架项目: ZY21000 型、ZFY21000 型液压支架作为全球首台套产品, 曾屡次刷新世界纪录。交付使用后, 该液压支架将在长达 4000 米的井下工作面服役超过 3 年

3.1.4 新能源: 采煤沉陷区光伏治理方案, 实现企业煤矿全生命周期管理与收益

采煤沉陷区治理是煤炭产地面临的共同难题。煤炭开采不可避免地影响土地, 包括挖损、塌陷、压占及土质、植被破坏等, 在造成生态损失的同时, 沉陷区域土地也难以再次利用, 进而造成当地耕地面积减少等经济损失。

煤炭企业作为开发主体, 需承担采煤沉陷区治理费用。对于企业而言, 开矿前对于塌陷地区的搬迁补偿、开矿后对于塌陷区域的治理与生态修复, 将通过塌陷治理的相关费用, 计

入煤炭生产成本，影响企业利润。以兖矿能源为例，2021年，公司记录发生的塌陷费用18.90亿元，对每吨煤炭生产成本影响18.0元，占自产煤总成本的6.06%。

表 13：2021 兖矿能源煤炭生产成本构成（百万元）

| 成本构成项目 | 本期金额 | 本期占总成本比例(%) |
|--------------|--------------|-------------|
| 一、自产煤成本 | 31,204 | 100 |
| 1.材料 | 3,455 | 11.07 |
| 2.工资及雇员福利 | 7,948 | 25.47 |
| 3.电力 | 915 | 2.93 |
| 4.折旧 | 3,523 | 11.29 |
| 5.塌陷费 | 1,890 | 6.06 |
| 6.修理费 | 2,224 | 7.13 |
| 7.采矿权摊销 | 1,998 | 6.4 |
| 8.运输 | 3,996 | 12.81 |
| 9.维简费 | 490 | 1.57 |
| 10.安全生产费 | 1,406 | 4.5 |
| 11.其他 | 3,360 | 10.77 |
| 二、贸易煤成本 | 15,822 | - |
| 三、合计 | 47,026 | - |

资料来源：公司年报、信达证券研发中心

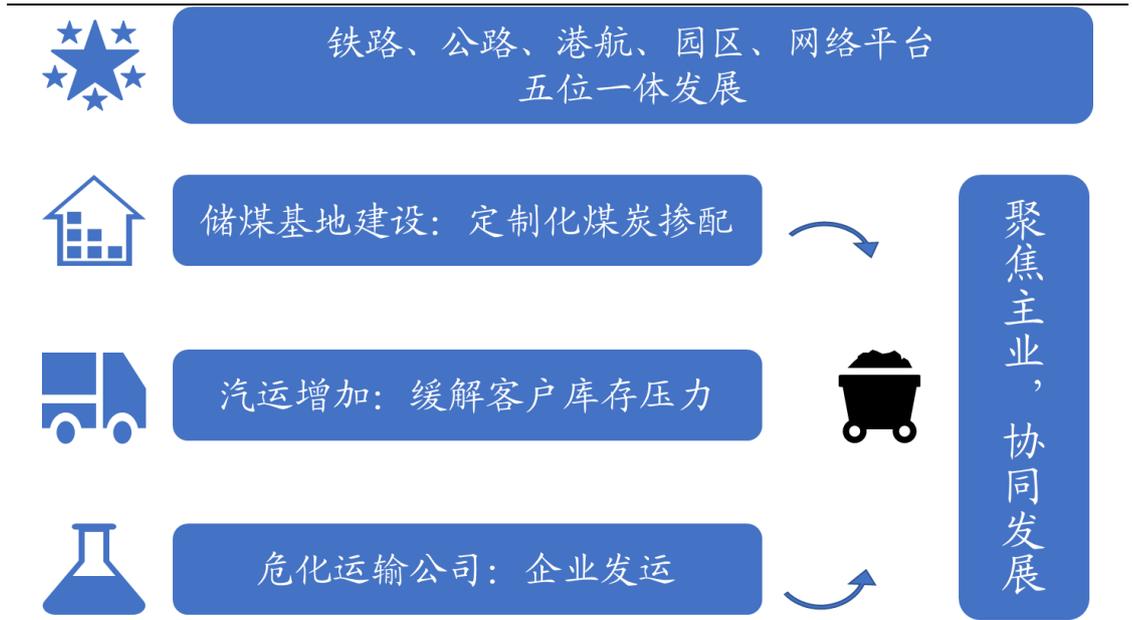
通过光伏等手段，将新能源与采煤沉陷区治理相结合，兖矿能源**一方面**实现了企业对社会责任的承担，践行保护生态的企业责任，并结合“渔光互补”“农光互补”等形式，改善当地经济发展，为政府提供更为充分的生态治理方案；**另一方面**，也通过新能源售电，增加企业的经济效益。兖矿能源对新能源产业的布局，响应了国家生态文明建设的要求号召，结合煤炭开采特点，实现企业社会义务，同时也通过对煤矿全生命周期管理，实现增收增利，最终推动企业长期可持续发展。

3.1.5 智慧物流：从生产向储、运延伸，客户服务能力全面提升

物流是生产与消费的中间环节，起到连接供需的作用，是延伸产业链、提升价值链、打造供应链的重要支撑。兖矿能源以物流园区为基点，以铁路、公路、水路为脉络，建立物流网络管理平台，最终实现铁路、公路、港航、园区、网络平台五位一体的格局。

煤炭运输方面，实现多种运输方式的联营联运，增强对客户订单的按时按量运达能力。同时加强对储煤基地的建设，通过储煤基地实现对煤炭产品进行定制化掺配，使产品更好地适应不同客户的特殊需求，增加煤炭附加值。此外，智慧物流网络的建设也可以更为精准和及时的处理客户订单，增加公路汽运比例，从而降低客户库存压力。

化工方面，公司正着手建立危化品运输公司，实现化工产品销售从客户自提到企业发运的转变，进一步提升产品附加值。

图 57： 兖矿能源智慧物流建设思路


资料来源：信达证券研发中心整理

3.2 推断兖矿能源以现金方式收购集团资产可能性较大

现金收购是兖矿能源对外资产收购的最主要方式。自 2010 年至今，兖矿能源对外开展了 20 起以上的资产收购，所涉及资产收购方式均为现金收购，资金来源为自有资金和债务（非可转债）募集两种渠道。

从兖矿能源对集团股东资产的收购方面来看，交易方式全部为现金收购。

表 14： 2010 年来兖矿能源主要对外资产收购情况

| 时间 | 标的资产 | 交易对手 | 资产对价 (亿元人民币) | 交易方式 |
|--------|--------------------------------------|--------------------|-------------------|------|
| 2010 年 | 对外收购昊盛煤业 51% 股权 | 上海华谊、金诚泰、久泰科技 | 67.00 | 现金 |
| 2010 年 | 安源煤矿全部资产、权益 | | 14.35 | 现金 |
| 2011 年 | 对外收购昊盛煤业 10% 股权 | 久泰满来、久泰科技 | 13.14 | 现金 |
| 2011 年 | 内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司 80% 股权 | | 28.02 | 现金 |
| 2011 年 | 艾诗顿煤矿合资企业 30% 股权 | 新加坡万邦集团 | 16.64 | 现金 |
| 2011 年 | 澳大利亚新泰克控股公司与新泰克 II 控股公司 100% 股权 | | 14.29 | 现金 |
| 2011 年 | 澳大利亚西农普力马煤矿有限公司和西农木炭私有公司 100% 股权 | | 18.63 | 现金 |
| 2011 年 | 加拿大 19 项钾矿资源探矿权 | | 16.81 | 现金 |
| 2012 年 | 昊盛公司 9.45% 股权 | 金诚泰化工 | 8.64 | 现金 |
| 2013 年 | 购内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司 20% 股权 | | 6.80 | 现金 |
| 2014 年 | 昊盛公司 11.59% 股权及其石拉乌素井田获配置 1.5 亿吨煤炭资源 | 新长江公司 | 8.86 | 现金 |
| 2014 年 | 澳大利亚艾诗顿煤矿合资企业 10% 股权 | | 1789.97 万 (澳元) | 现金 |
| 2014 年 | 购鄂尔多斯南部铁路有限责任公司 5% 股权 | 购伊金霍洛旗国有资产运营有限责任公司 | 1.47 | 现金 |
| 2015 年 | 东华重工 100% 股权 | 兖矿集团 | 6.76 | 现金 |
| 2016 年 | 万福煤矿采矿权 | 兖矿集团 | 12.5 | 现金 |
| 2016 年 | 兖矿财务公司 65% 股权 | 兖矿集团 | 11.24 | 现金 |
| 2017 年 | 联合煤炭 100% 股权 | 力拓集团 | 26.9 亿 | 现金 |

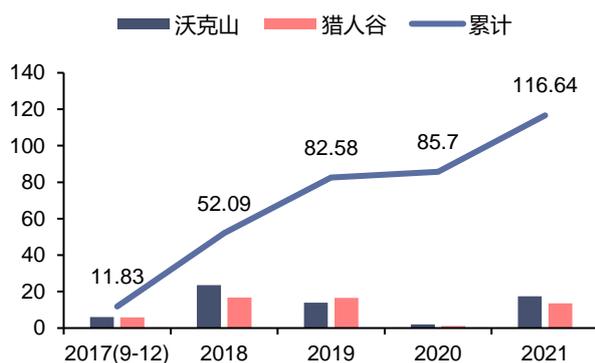
| | | (美元) | |
|-------|---|---------|----|
| 2017年 | 沃克沃斯合资企业 28.898%权益 | 2.30 亿 | 现金 |
| 2017年 | 内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司 25%股权 | 19.43 | 现金 |
| 2018年 | 蓝天公司 29%股权 | 0.13 | 现金 |
| 2018年 | 购莫拉本煤矿合资公司 (“莫拉本”) 4%权益。 | 8,400 万 | 现金 |
| 2019年 | 受让上海东江房地产开发有限公司 100%股权 | 1.85 | 现金 |
| 2019年 | 青岛东方盛隆实业有限公司 100%股权 | 0.53 | 现金 |
| 2020年 | 莫拉本煤炭合营企业 10%权益 | 3.00 亿 | 现金 |
| 2020年 | 未来能源 49.315%股权、精细化工 100%股权、鲁南化工 100%股权、化工装备 100%股权、供销公司 100%股权、济三电力 99%股权和信息化中心相关资产 | 183.55 | 现金 |

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

资产质量方面，上市公司所收购资产质量优质，具备良好的盈利能力。从兖矿能源近期重要资产收购来看，所收购资产均为营运水平较高，盈利能力较强的核心资产，可直接为公司提供经营性现金流，投资收益兑现能力较强，投资回收周期较短。从对价角度来看，这意味着公司对外收购资产时的定价合理，追求以盈利成长为核心的外延增长。

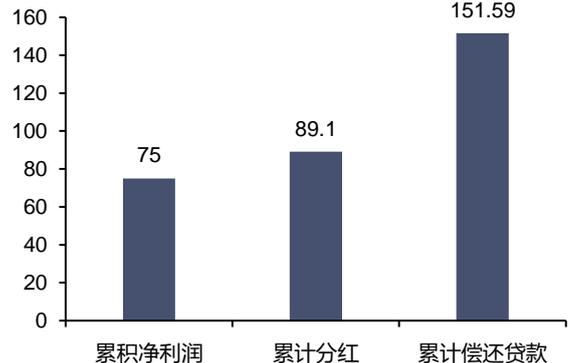
- **兖煤澳洲并购联合煤炭（大圣项目）约 4 年半收回投资。**2017 年 9 月，兖煤澳洲以 25 亿美元抄底收购联合煤炭公司。根据兖煤澳洲 2022 年一季度生产报告，以静态回收期计算方法，兖煤澳洲收购联合煤炭的投资已经全部收回，投资回收期仅四年半左右，比最初预计的 7 年左右时间大幅提前，开创了境外并购投资回收的全新记录。从 2017 年 9 月至 2022 年 3 月，“大圣项目”标的煤矿累计生产权益原煤 1.04 亿吨，占兖煤澳洲总量的 47%，兖煤澳洲权益原煤产量平均每年比收购前增长 2890 万吨以上。按照 2017-2021 年底计算，兖煤澳洲累计实现利润总额 108 亿元人民币，净利润 75 亿元人民币；累计向股东分红 89.1 亿人民币，其中向兖矿能源分红 55.47 亿人民币；累计提前偿还大股东和金融机构贷款 151.59 亿元人民币。为股东提供了丰厚的回报。

图 58：联合煤炭矿井贡献税后利润（亿元）



资料来源：兖矿能源公司官网，信达证券研发中心

图 59：2017-2021 兖煤澳洲实现盈利及偿债指标(亿元)



资料来源：兖矿能源公司官网，信达证券研发中心

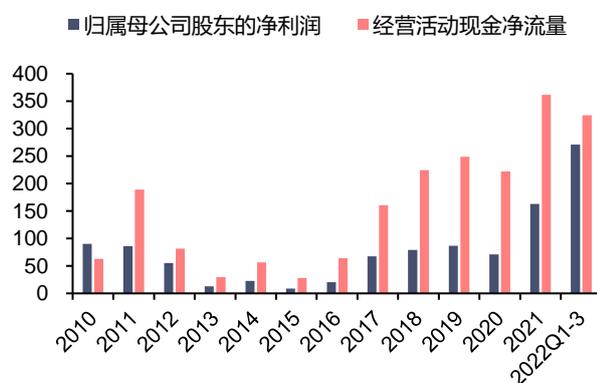
- **鲁南化工与未来能源 2021 年盈利对应综合 PE 仅 2.80 倍。**2020 年，兖矿能源以 183.55 亿元对价，现金收购包括未来能源 49.315%股权、精细化工 100%股权、鲁南化工 100%股权在内的 7 项集团资产。其中，未来能源与鲁南化工股权对应价款为 108.18 和 61.87 亿元。2021 年鲁南化工与未来能源分别实现净利润 32.39 亿元和 57.51 亿元，对应股比折算后标的资产 PE 分别为 1.91 和 3.81 倍，综合 PE 2.80 倍。

表 15: 未来能源与鲁南化工资产对价与盈利情况 (亿元)

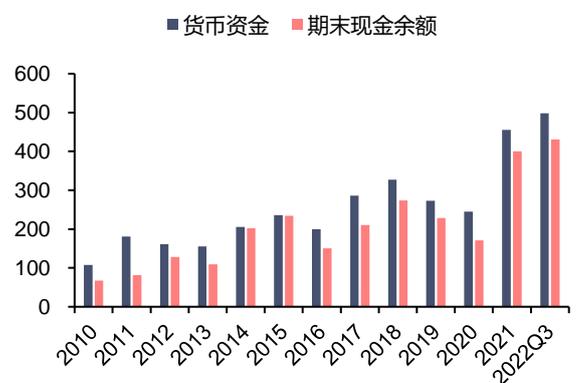
| 标的资产 | 交易价款 | 标的公司 2021 年盈利 | 对应股权盈利 | 对应 PE |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|-------------|
| 未来能源 49.315% 股权 | 108.18 | 57.51 | 28.36 | 3.81 |
| 鲁南化工 100% 股权 | 61.87 | 32.39 | 32.39 | 1.91 |
| 合计 | 170.05 | 89.9 | 60.75 | 2.80 |

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

煤炭高景气行情下, 企业盈利能力、现金水平与资产结构大幅度改善, 具备使用现金收购的能力。截止 2022 年 Q1-Q3, 兖矿能源实现归母净利润 271.28 亿元, 较 2021 年同期增长 135.2%; 实现经营性现金流净额 324.42 亿元, 较 2021 年同期增长 678%; 账面货币资金与期末现金余额分别为 498.6 亿元和 431.15 亿元, 较 2020 年末增长 253.2、260.0 亿元, 较 2021 年末增长 42.9 和 30.7 亿元; 资产负债率 58.7%, 较 2020 年和 2021 年末分别下降 10.49 和 7.88 个 pct。从上述指标可以看出, 受益于煤炭产品价格上涨, 公司目前具有更强的现金流量、资金储备和更为优化的资产结构, 即较 2020 年, 公司具备更强现金收购资产的能力。

图 60: 兖矿能源归母净利润与经营活动净现金 (亿元)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

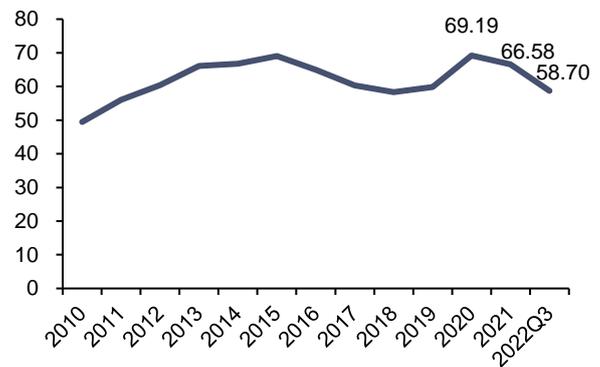
图 61: 兖矿能源货币资金与期末现金余额 (亿元)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司债务结构持续改善, 截止 2022Q3 已回到 2018 年以来低位水平, 具备债务杠杆提升潜力。2020 年, 公司资产负债率上升较为显著, 主要是受 1) 收购公司资产导致的应付投资款增加; 2) 并表内蒙古矿业导致短期借款与递延所得税负债增加; 3) 沃特岗资产回表造成长期应收款减少和应付债券增加; 4) 公司债券发行募资金额增加影响所致。2021 年以来, 随着煤炭价格上涨, 公司盈利与现金流情况持续好转, 新发债务规模下降, 旧有债务持续偿还, 公司资产负债率持续改善, 截 2022 年 Q3, 公司资产负债率 58.7%, 较 2021 年末下降 7.88 个 pct。

图 62: 兖矿能源 2019-2022 债券发行情况 (亿元)

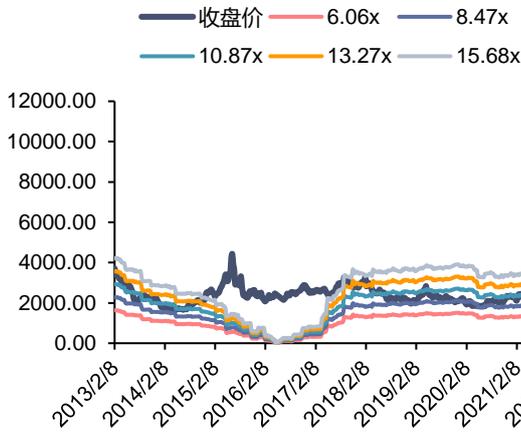

资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 63: 兖矿能源资产负债率 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

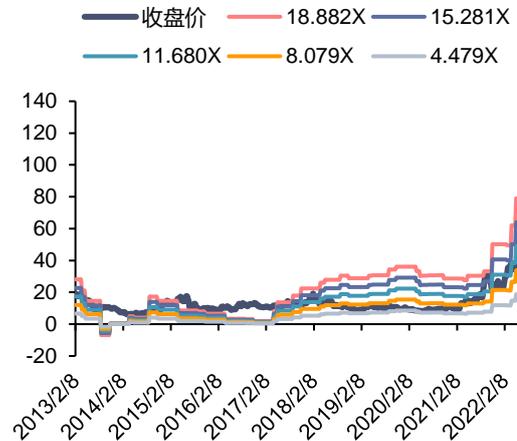
一二级市场价格倒挂，增发股份对股权稀释影响较大。随着企业 EPS 水平的迅速提升，公司 PE 水平已进入到历史底部区间。根据此前我们在《从重置成本角度看煤炭价值修复空间》中的相关研究，虽然近年来资本市场煤炭板块的估值有所修复，但仍然与产业市场对煤炭资产估值存在较大差异，资本市场对煤企的估值明显低于产业市场对煤企的估值。

图 64: 中证申万煤炭指数 PE 情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 65: 兖矿能源 PE 情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

以陕西煤业与中国神华的最新收购为例。陕西煤业以 143.16 亿元现金收购彬长矿业 99.56% 股权，彬长矿业 100% 股权的交易估值为 143.79 亿元。彬长矿业的主要资产为孟村煤矿和小庄煤矿，均处于生产状态。2022 年 1-7 月彬长矿业利润总额为 12.27 亿元，折算年利润总额为 21.03 亿元。若按西部大开发 15% 优惠所得税率考虑，则彬长矿业 2022 年净利润约为 17.88 亿元。2022 年 7 月末彬长矿业的净资产为 98.88 亿元。彬长矿业的收购估值为 8.04 倍 PE 和 1.45 倍 PB，高于申万煤炭行业 2022 年末的 6.08 倍 PE 和 1.35 倍 PB。

陕西煤业以 204.52 亿元现金收购神南矿业公司，神南矿业的主要资产为小壕兔一号煤矿采矿权和小壕兔西部勘查区探矿权，公司处于开发建设阶段，目前尚未盈利。2022 年 9 月公司净资产为 55.7 亿元，神南矿业收购估值为 3.67 倍 PB，高于申万煤炭行业 2022 年末的 1.35 倍 PB。若考虑神南矿业仍需 3-5 年的建矿周期，则一二级市场对煤炭企业估值的差异更大。

中国神华以 99.65 亿元现金收购都城伟业所持锦界能源 30% 股权，本次收购后中国神华对锦界能源的持股比例由 70% 增至 100%。锦界能源是煤电一体化综合能源企业，2022 年 1-10 月，锦界能源净利润为 47.03 亿元，年化净利润 56.44 亿元；10 月末净资产为 149.33 亿元；则本次转让估值分别为 5.89 倍 PE 和 2.22 倍 PB。截至 2022 年末，收购锦界能源的 PE 估值略低于申万煤炭行业的 6.08 倍 PE，而 PB 估值远高于申万煤炭行业的 1.35 倍 PB。

表 16: 陕西煤业与中国神华并购案例

| 收购主体 | 标的资产 | 交易价款 (亿元) | 标的资产权益 (亿元) | 年化资产收益 (亿元) | PE | PB | 申万煤炭指数 PE/PB(2022.12.30) |
|------|----------------|--------------|----------------|----------------|------|------|-----------------------------|
| 陕西煤业 | 彬长矿业 99.56% 股权 | 143.16 | 98.88 | 17.88 | 8.04 | 1.45 | |
| 陕西煤业 | 神南矿业公司 100% 股权 | 204.52 | 55.7 | (在建) | - | 3.67 | 6.08/1.35 |
| 中国神华 | 锦界能源 30% 股权 | 99.65 | 149.33 | 56.44 | 5.89 | 2.22 | |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

一二级市场煤炭资产价格倒挂，意味着使用增发方式进行资产注入，会较大程度稀释控股股东公司股权，拖累每股盈利水平。

综合以上，使用现金进行集团资产的收购，符合兖矿能源长期以来的资产并购方式，考虑到当前兖矿能源强劲的盈利能力、充裕的现金储备以及一二级市场煤炭资产估值倒挂情况，因此我们推断，兖矿能源未来有较大可能以现金方式收购集团资产。

投资建议

作为国内龙头煤炭上市企业，兖矿能源仍处于持续价值创造、持续盈利成长的进程之中。公司《战略发展纲要》持续推进，矿业、高端化工新材料领域内生增长动能接连不断，新能源、高端装备制造、智慧物流产业布局加速。外延方面，集团优质煤炭、化工资产整合已毕，注入在即。展望 2023 年全年，在国内产能短期增长几无挖潜余地，经济有望持续稳健复苏的背景下，我们看好未来 3-5 年的国内能源需求与煤炭价格，随着集团股东优质资产的注入，兖矿能源有望朝向“世界一流的清洁能源供应商”持续成长。我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 308.78、363.52、403.45 亿元，同比增长 87.8%、17.7%、11%；EPS 为 6.24、7.35、8.15 元/股；截止 2023 年 2 月 17 日收盘，对应 PE 为 5.18、4.40、3.96 倍；PB 为 1.79、1.54、1.34 倍。维持公司“买入”评级，考虑到行业景气周期的持续性和公司未来成长的确定性，给予 2023 年 8 倍 PE，目标价 58.8 元。

风险因素

- (1) 国内外能源政策变化带来短期影响;
- (2) 国内外宏观经济失速或复苏严重不及预期;
- (3) 发生重大煤炭安全事故风险;
- (4) 公司资产注入进程受到不可抗力影响。

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 流动资产 | 58,072 | 89,529 | 101,992 | 109,191 | 118,946 | |
| 货币资金 | 24,542 | 45,572 | 55,331 | 56,330 | 57,212 | |
| 应收票据 | 70 | 7 | 10 | 11 | 12 | |
| 应收账款 | 3,979 | 6,179 | 8,249 | 9,469 | 10,572 | |
| 预付账款 | 3,395 | 4,890 | 5,495 | 6,455 | 7,216 | |
| 存货 | 7,715 | 8,455 | 9,500 | 11,159 | 12,474 | |
| 其他 | 18,371 | 24,425 | 23,407 | 25,768 | 31,459 | |
| 非流动资产 | 200,838 | 199,167 | 199,549 | 232,133 | 261,952 | |
| 长期股权投资 | 19,026 | 20,149 | 22,820 | 25,490 | 28,161 | |
| 固定资产(合计) | 66,114 | 75,835 | 71,173 | 97,619 | 121,300 | |
| 无形资产 | 58,855 | 62,167 | 61,090 | 60,013 | 58,937 | |
| 其他 | 56,844 | 41,016 | 44,466 | 49,010 | 53,554 | |
| 资产总计 | 258,910 | 288,696 | 301,541 | 341,324 | 380,898 | |
| 流动负债 | 102,081 | 95,722 | 82,887 | 93,066 | 101,243 | |
| 短期借款 | 15,714 | 5,716 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | |
| 应付票据 | 9,881 | 10,690 | 9,913 | 11,644 | 13,017 | |
| 应付账款 | 14,042 | 14,999 | 13,218 | 15,525 | 17,356 | |
| 其他 | 62,443 | 64,317 | 57,756 | 63,896 | 68,870 | |
| 非流动负债 | 77,047 | 96,486 | 94,486 | 99,486 | 103,486 | |
| 长期借款 | 34,913 | 50,942 | 49,942 | 57,942 | 62,942 | |
| 其他 | 42,133 | 45,544 | 44,544 | 41,544 | 40,544 | |
| 负债合计 | 179,128 | 192,208 | 177,373 | 192,552 | 204,729 | |
| 少数股东权益 | 25,664 | 28,301 | 34,625 | 44,878 | 56,929 | |
| 归属母公司股东权益 | 54,118 | 68,186 | 89,543 | 103,894 | 119,240 | |
| 负债和股东权益 | 258,910 | 288,696 | 301,541 | 341,324 | 380,898 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 营业总收入 | 214,992 | 151,991 | 202,894 | 232,913 | 260,042 | |
| 同比(%) | 0.1% | -29.3% | 33.5% | 14.8% | 11.6% | |
| 归属母公司净利润 | 7,613 | 16,438 | 30,878 | 36,352 | 40,345 | |
| 同比(%) | -27.5% | 115.9% | 87.8% | 17.7% | 11.0% | |
| 毛利率(%) | 13.2% | 29.4% | 40.6% | 39.2% | 39.1% | |
| ROE% | 14.1% | 24.1% | 34.5% | 35.0% | 33.8% | |
| EPS(摊薄)(元) | 1.46 | 3.34 | 6.24 | 7.35 | 8.15 | |
| P/E | 6.90 | 7.05 | 5.18 | 4.40 | 3.96 | |
| P/B | 0.90 | 1.68 | 1.79 | 1.54 | 1.34 | |
| EV/EBITDA | 5.03 | 4.21 | 3.43 | 2.97 | 2.67 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 营业总收入 | 214,992 | 151,991 | 202,894 | 232,913 | 260,042 | |
| 营业成本 | 186,571 | 107,336 | 120,613 | 141,669 | 158,371 | |
| 营业税金及附加 | 3,421 | 4,225 | 6,087 | 6,987 | 7,801 | |
| 销售费用 | 5,425 | 2,997 | 7,101 | 7,453 | 8,049 | |
| 管理费用 | 5,376 | 6,837 | 11,159 | 10,481 | 11,312 | |
| 研发费用 | 510 | 1,140 | 3,043 | 3,494 | 3,901 | |
| 财务费用 | 2,690 | 4,913 | 2,856 | 1,780 | 1,952 | |
| 减值损失合计 | -50 | -1,106 | -2,400 | -5 | -5 | |
| 投资净收益 | 3,686 | 2,144 | 710 | 815 | 910 | |
| 其他 | -440 | -1,317 | 157 | 180 | 201 | |
| 营业利润 | 14,194 | 24,265 | 50,503 | 62,040 | 69,762 | |
| 营业外收支 | -4,941 | -224 | -900 | 100 | 100 | |
| 利润总额 | 9,254 | 24,041 | 49,603 | 62,140 | 69,862 | |
| 所得税 | 2,416 | 5,474 | 12,401 | 15,535 | 17,466 | |
| 净利润 | 6,838 | 18,567 | 37,202 | 46,605 | 52,397 | |
| 少数股东损益 | -775 | 2,129 | 6,324 | 10,253 | 12,051 | |
| 归属母公司净利润 | 7,613 | 16,438 | 30,878 | 36,352 | 40,345 | |
| EBITDA | 23,747 | 39,816 | 57,503 | 67,792 | 76,654 | |
| EPS(当年)(元) | 1.46 | 3.34 | 6.24 | 7.35 | 8.15 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|--|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 经营活动现金流 | 22,233 | 36,182 | 42,746 | 67,238 | 71,230 | |
| 净利润 | 6,838 | 18,567 | 37,202 | 46,605 | 52,397 | |
| 折旧摊销 | 9,837 | 10,728 | 11,369 | 14,126 | 16,891 | |
| 财务费用 | 2,488 | 4,840 | 3,409 | 3,440 | 3,642 | |
| 投资损失 | -3,686 | -2,144 | -710 | -815 | -910 | |
| 营运资金变动 | 8,738 | 1,529 | -11,824 | 3,978 | -695 | |
| 其它 | -1,981 | 2,662 | 3,300 | -95 | -95 | |
| 投资活动现金流 | -13,584 | -4,830 | -14,342 | -45,800 | -45,705 | |
| 资本支出 | -11,598 | -9,939 | -12,381 | -43,944 | -43,944 | |
| 长期投资 | -2,177 | 3,463 | -2,671 | -2,671 | -2,671 | |
| 其他 | 191 | 1,646 | 710 | 815 | 910 | |
| 筹资活动现金流 | -14,408 | -8,035 | -18,647 | -20,440 | -24,642 | |
| 吸收投资 | 889 | 9,193 | 1,025 | 0 | 0 | |
| 借款 | 54,115 | 61,300 | -4,716 | 8,000 | 5,000 | |
| 支付利息或股息 | -10,616 | -10,704 | -18,909 | -25,440 | -28,642 | |
| 现金流净增加额 | -5,843 | 22,928 | 9,758 | 999 | 883 | |

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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，中国注册会计师协会会员，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，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，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，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，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，从事煤炭、煤化工行业的研究。

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。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙憧 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |

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20%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~20%； | 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。