

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

李春驰 电力公用联席首席分析师

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

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

短期价格下跌拖累业绩，长期成长空间依旧广阔

2023年8月27日

事件: 2023年8月25日，兖矿能源发布半年度报告，2023年上半年，公司实现营业收入844.01亿元，同比下降15.8%，实现归母净利润102.1亿元，同比下降43.4%；扣非后净利润100.5亿元，同比下降43.7%。经营活动现金流量净额86.6亿元，同比下降35.4%；基本每股收益2.09元/股，同比下降43.5%。

2023年第二季度，公司单季度营业收入399.8亿元，同比下降32.33%，环比下降10%；单季度归母净利润45.58亿元，同比下降59.88%，环比下降19.36%；单季度扣非后净利润44.3亿元，同比下降60.4%，环比下降21.2%。

点评:

- **上半年煤炭销量及价格下滑拖累业绩。** 2023年上半年公司煤炭业务实现营业收入514.66亿元，同比下降16%，营业成本273.61亿元，同比增加6.9%，其中自产煤业务实现营业收入414.36亿元，同比下降18.9%；自产煤营业成本194.23亿元，同比增长9.5%。公司实现商品煤产量4923.2万吨，同比下降2.8%。公司商品煤产量下降，主要是受到兖煤澳洲受劳动力短缺影响产量恢复较慢，以及公司山东本部煤矿产量有所减少的影响。从全年看，兖煤澳洲仍然保持全年产量指引3100-3600万吨不变，菏泽能化工作面生产条件逐步改善，以及昊盛煤业的地质条件限产因素部分消除，我们预计下半年公司煤炭产量将保持恢复性增长。公司自产煤销量4391.7万吨，同比下降6.25%；自产煤销售单价943.51元/吨，同比下降13.48%；自产煤销售成本442.27元/吨，同比增长16.74%。受上半年煤炭价格下行影响，公司自产煤价格同比下滑。自产煤成本上升主要是受到商品煤产销量下降的影响。
- **化工业务逐步向好，以量补价营收趋稳。** 2023年上半年公司煤化工业务实现营业收入118.13亿元，同比下降1.33%；营业成本99.68亿元，同比增加8.12%。煤化工产品产量372.6万吨，同比增加18.93%，煤化工产品销量334.3万吨，同比增长14.68%。公司化工业务以量补价，煤化工业务收入保持稳态。其中甲醇产量175.9万吨，同比增长17.03%，销量174.2万吨，同比增长11.1%，甲醇销售单价1830元/吨，同比下降9.6%，单位成本1869元/吨，同比下降4.7%。甲醇产销量均同比大幅提升，且销售成本边际改善。己内酰胺产量14.8万吨，同比增长20.33%，销量14.6万吨，同比增长17.74%，销售单价10609元/吨，同比下降11.6%，单位成本9842元/吨，同比下降6.6%。
- **资产注入打开成长空间，煤炭煤化工双主业协同发展。** 2023年下半年，公司将通过收购鲁西矿业51%股权和新疆能化51%股权，进一步推动公司转型成长发展。当前我国中东部地区煤炭产量正逐步衰减，尤其是

炼焦煤资源衰竭更快，本次收购鲁西矿业将加强公司中东部地区优质炼焦煤资源的储备。新疆作为我国新兴的煤炭开发基地，近年来煤炭、煤化工产业发展迅速。目前，新疆能化准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程进展顺利，预计 2023 年下半年开工建设，于 2025 年上半年建成投产，建成后将带动煤炭产能增加 1000 万吨/年。此外，新疆能化还拥有黄草湖探矿权，对应煤炭资源储量约 136 亿吨，未来开发潜力大。我们认为，新疆地区受限于运输距离较远，未来其发展方式或将以煤炭和煤化工一体化项目为主，将煤炭资源就地转化为天然气、油、其他化工产品等，再将相应产品对外销售。公司本次收购新疆能化将打开未来成长空间，推动煤炭和煤化工双主业协同发展。公司将持续推进《发展战略纲要》，聚焦 5-10 年向 3 亿吨煤炭产量目标迈进，通过资产收购方式持续获得集团优质煤炭资源和煤化工等资产，未来成长空间广阔。

- **公司高度重视股东回报，高股息低估值彰显投资价值。**2023 年 6 月 30 日，公司发布《2023-2025 年度利润分配政策》，将分红率由 50% 提高至约 60%。公司高度重视股东回报，本次提高分红率彰显公司与股东共享发展成果的决心。结合我们对公司的盈利预测，以 2023 年 8 月 25 日收盘价测算：A 股股息率 11.1%，H 股股息率 18%，公司股息回报水平优异；而反观估值方面，公司当前估值水平处于历史低位，公司 A 股市盈率 TTM 为 4.1 倍，H 股市盈率 TTM 为 3.4 倍。在当前高分红、高股息、低估值状态下，公司具备长期投资价值。
- **盈利预测及评级：**在产能周期驱动的煤炭供给短缺周期，我们预计未来 3-5 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“世界一流的清洁能源供应商”持续成长。我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 227.52、265.21、340.61 亿元，同比增长-27.2%、16.6%、28.4%；EPS 为 3.06、3.56、4.58 元/股；截至 2023 年 8 月 25 日收盘，对应 PE 为 5.42、4.65、3.62 倍；PB 为 1.27、1.26、1.19 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严重不及预期；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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	151,991	200,829	184,185	196,482	219,274
同比(%)	-29.3%	32.1%	-8.3%	6.7%	11.6%
归属母公司净利润（百万元）	16,438	31,236	22,752	26,521	34,061
同比(%)	115.9%	90.0%	-27.2%	16.6%	28.4%
毛利率(%)	29.4%	40.9%	31.8%	33.3%	36.5%
ROE(%)	24.1%	33.0%	23.3%	27.2%	32.7%
EPS（摊薄）(元)	3.34	6.30	3.06	3.56	4.58
P/E	7.05	5.33	5.42	4.65	3.62
P/B	1.68	1.75	1.27	1.26	1.19
EV/EBITDA	4.21	2.75	3.31	2.94	2.23

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2023 年 8 月 25 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	89,529	88,699	81,390	81,607	93,866	
货币资金	45,572	45,178	35,299	33,870	43,314	
应收票据	7	132	121	130	145	
应收账款	6,179	6,558	6,560	6,998	7,810	
预付账款	4,890	4,129	5,023	5,245	5,574	
存货	8,455	8,917	9,633	10,058	10,689	
其他	24,425	23,786	24,753	25,307	26,334	
非流动资产	199,167	207,097	214,814	221,375	224,782	
长期股权投资	20,149	22,330	24,330	26,330	26,330	
固定资产(合计)	75,835	82,961	87,433	90,749	92,911	
无形资产	62,167	59,737	57,025	54,314	51,603	
其他	41,016	42,069	46,026	49,983	53,939	
资产总计	288,696	295,796	296,203	302,982	318,648	
流动负债	95,722	83,165	79,774	82,711	87,338	
短期借款	5,716	1,319	2,000	2,000	2,000	
应付票据	10,690	10,783	10,321	10,776	11,453	
应付账款	14,999	18,989	13,762	14,369	15,271	
其他	64,317	52,074	53,691	55,566	58,615	
非流动负债	96,486	84,545	80,545	78,545	75,545	
长期借款	50,942	38,224	37,224	36,224	34,224	
其他	45,544	46,321	43,321	42,321	41,321	
负债合计	192,208	167,710	160,320	161,256	162,884	
少数股东权益	28,301	33,350	38,344	44,166	51,643	
归属母公司股东权益	68,186	94,735	97,539	97,560	104,121	
负债和股东权益	288,696	295,796	296,203	302,982	318,648	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	151,991	200,829	184,185	196,482	219,274	
同比(%)	-29.3%	32.1%	-8.3%	6.7%	11.6%	
归属母公司净利润	16,438	31,236	22,752	26,521	34,061	
同比(%)	115.9%	90.0%	-27.2%	16.6%	28.4%	
毛利率(%)	29.4%	40.9%	31.8%	33.3%	36.5%	
ROE%	24.1%	33.0%	23.3%	27.2%	32.7%	
EPS(摊薄)(元)	3.34	6.30	3.06	3.56	4.58	
P/E	7.05	5.33	5.42	4.65	3.62	
P/B	1.68	1.75	1.27	1.26	1.19	
EV/EBITDA	4.21	2.75	3.31	2.94	2.23	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	151,991	200,829	184,185	196,482	219,274	
营业成本	107,336	118,609	125,575	131,113	139,344	
营业税金及附加	4,225	6,790	6,446	6,877	7,675	
销售费用	2,997	6,338	5,526	5,894	6,578	
管理费用	6,837	6,589	7,367	7,859	8,771	
研发费用	1,140	2,117	1,842	1,965	2,193	
财务费用	4,913	5,052	2,059	1,412	1,342	
减值损失合计	-1,106	-2,408	-500	-500	-500	
投资净收益	2,144	2,156	1,842	1,965	2,193	
其他	-1,317	-985	184	196	219	
营业利润	24,265	54,096	36,896	43,023	55,284	
营业外收支	-224	62	100	100	100	
利润总额	24,041	54,159	36,996	43,123	55,384	
所得税	5,474	14,720	9,249	10,781	13,846	
净利润	18,567	39,438	27,747	32,342	41,538	
少数股东损益	2,129	8,203	4,994	5,822	7,477	
归属母公司净利润	16,438	31,236	22,752	26,521	34,061	
EBITDA	39,816	71,360	48,300	54,108	65,799	
EPS(当年)(元)	3.34	6.30	3.06	3.56	4.58	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	36,182	53,450	36,503	49,933	60,466	
净利润	18,567	39,438	27,747	32,342	41,538	
折旧摊销	10,728	11,003	14,240	15,395	16,550	
财务费用	4,840	4,965	2,599	2,471	2,358	
投资损失	-2,144	-2,156	-1,842	-1,965	-2,193	
营运资金变动	1,529	-2,423	-6,641	1,290	1,813	
其它	2,662	2,623	400	400	400	
投资活动现金流	-4,830	-12,632	-20,515	-20,392	-18,164	
资本支出	-9,939	-17,873	-20,357	-20,357	-20,357	
长期投资	3,463	4,516	-2,000	-2,000	0	
其他	1,646	724	1,842	1,965	2,193	
筹资活动现金流	-8,035	-43,271	-25,867	-30,971	-32,858	
吸收投资	9,193	5,812	3,443	0	0	
借款	61,300	22,685	-319	-1,000	-2,000	
支付利息或股息	-10,704	-21,506	-25,599	-28,971	-29,858	
现金流净增加额	22,928	-1,421	-9,879	-1,430	9,444	

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，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硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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 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。