

动力煤

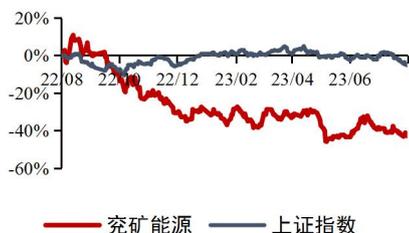
兖矿能源 (600188.SH)

买入-A(维持)

2023年8月26日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 公司发布 2023 年半年度报告：报告期内公司实现营业收入 844.01 亿元，同比-15.84%；归母净利润 102.10 亿元，同比-43.39%；扣非后归母净利润 100.49 亿元，同比-43.66%；经营活动净现金流量 86.61 亿元，同比-35.36%；基本每股收益为 2.09 元，同比-43.52%。加权平均 ROE 为 12.35%，同比减少 12.38 个百分点。其中 Q2 营业收入 399.80 亿元，同比-32.33%；归母净利润 45.48 亿元，同比-59.88%。

事件点评

➢ 商品煤产量减少主要在 Q1，Q2 产量恢复；吨煤售价回落，毛利率降低。公司 2023H1 商品煤产量 4923.2 万吨，同比-2.78%；销量 5135.1 万吨，同比变化-3.24%，产量下滑主要原因是 Q1 山东本部受地质条件变化、采场更替影响，及兖煤澳洲受极端天气、劳动力短缺影响；Q2 公司产量基本恢复正常，产量同比+4.75%，环比+18.5%，其中公司本部及兖煤澳洲商品煤产量分别环比+7.7%、+45.15%。上半年国内外煤价回落，秦港动力末煤、纽卡斯尔港动力煤及澳洲峰景矿硬焦煤 H1 均价分别同比变化-13.93%、-30.64%和-25.51%。H1 公司煤炭售价平均 1002.25 元/吨，同比-13.21%；需求不景气导致销量的下滑，使得公司吨煤成本上涨，H1 公司煤炭平均销售成本 532.82 元/吨，同比+10.5%；煤炭板块毛利率 46.8%，同比下降 11.4 个百分点。

➢ 煤化工产销同增，但售价下行幅度超过成本，毛利降低。由于榆林能化去年同期检修，2023H1 公司煤化工产销同增，合计化工产品产量 372.6 万吨，同比+18.9%；销量 334.3 万吨，同比+14.68%。公司化工产品平均价格为 3533.6 元/吨，同比变化-14%，单位毛利为 551.90 元/吨，同比-41.6%。上半年受下游经济复苏延后影响，国内化工品价格下行，但煤炭价格回落滞后，化工产品成本下降幅度不多，公司煤化工业务毛利有所降低。

➢ 内生外延持续，公司煤炭产能仍有扩大空间；关注下半年海外煤价。公司新疆能化所属新疆准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程(1000 万吨/年)项预计于 2023 年下半年开工，2025 年建成投产。子公司内蒙古矿业产量仍有扩大空间，内生及外延增长，增强公司可持续发展能力。另外，持续关注下半年海外煤炭价格，俄乌争端持续影响国际能源供需格局，下半年若天气偏冷或欧洲天然气供给不足，海外煤炭价格仍有反弹空间。

投资建议

➢ 预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为 2.80\2.95\3.17 元，对应公司 8 月 24 日收盘价 16.72 元，2023-2025 年动态 PE 分别为 5.9\5.6\5.2 倍，继续给予“买

市场数据：2023 年 8 月 25 日

收盘价(元)：	16.58
年内最高/最低(元)：	56.14/16.49
流通 A 股/总股本(亿)：	44.99/74.42
流通 A 股市值(亿)：	746.01
总市值(亿)：	1,233.89

资料来源：最闻

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益：	2.09
摊薄每股收益：	2.09
每股净资产(元)：	23.52
净资产收益率：	10.94

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

入-A”投资评级。

风险提示

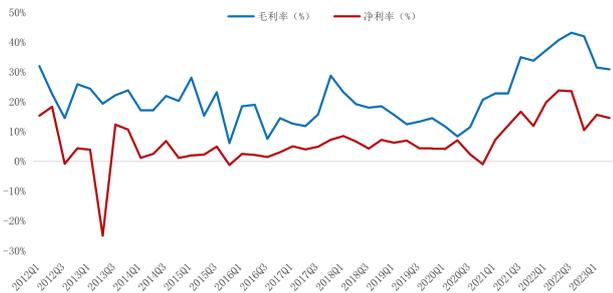
➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；新建项目投产不及预期、海外煤炭价格持续下行风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	151,991	200,829	181,461	184,270	185,183
YoY(%)	-29.3	32.1	-9.6	1.5	0.5
净利润(百万元)	16,259	30,774	20,809	21,946	23,591
YoY(%)	128.3	89.3	-32.4	5.5	7.5
毛利率(%)	29.4	40.9	30.9	31.5	32.5
EPS(摊薄/元)	2.18	4.14	2.80	2.95	3.17
ROE(%)	19.2	30.8	18.9	19.2	19.7
P/E(倍)	7.6	4.0	5.9	5.6	5.2
P/B(倍)	2.1	1.5	1.4	1.4	1.4
净利率(%)	10.7	15.3	11.5	11.9	12.7

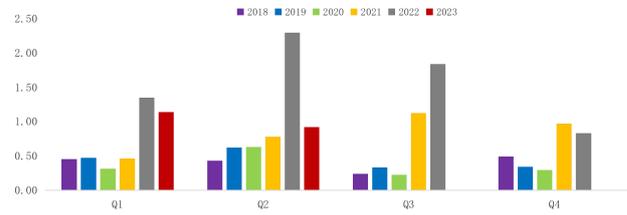
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：2012-2023 年公司分季度毛利率和净利率



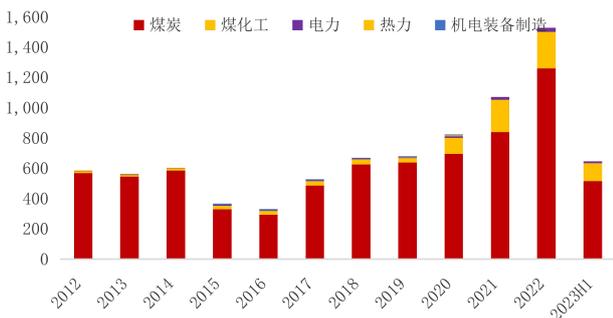
资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2023 年公司分季度 EPS（元/股）



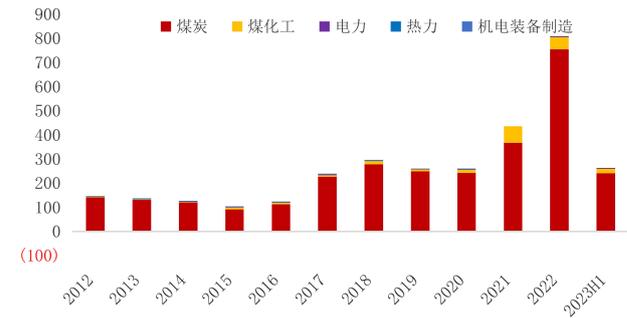
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2012-2023H1 年公司分业务主营业务收入（亿元）



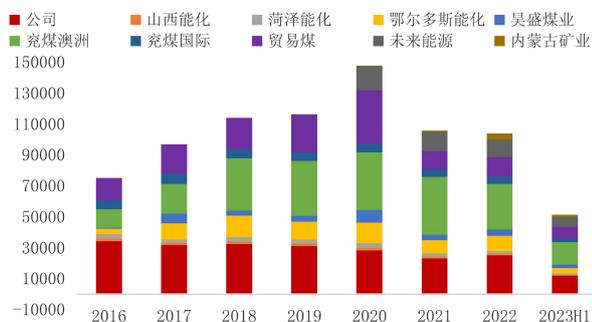
资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2012-2023H1 年分业务毛利（亿元）



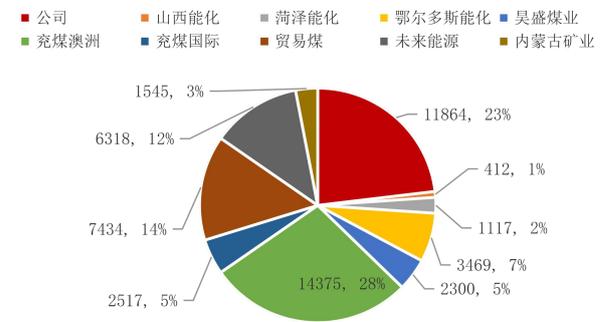
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2016-2023H 年分机构商品煤销量（千吨）



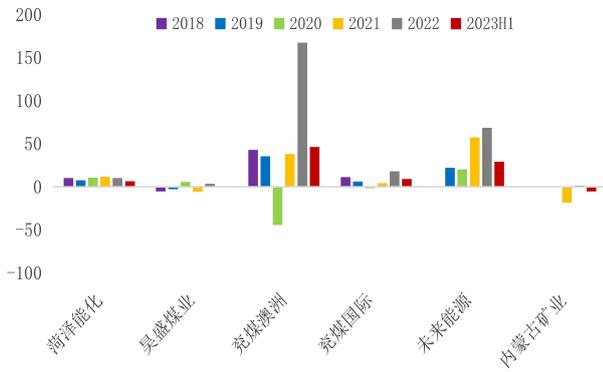
资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：2023H1 年自产商品煤销量构成（千吨）



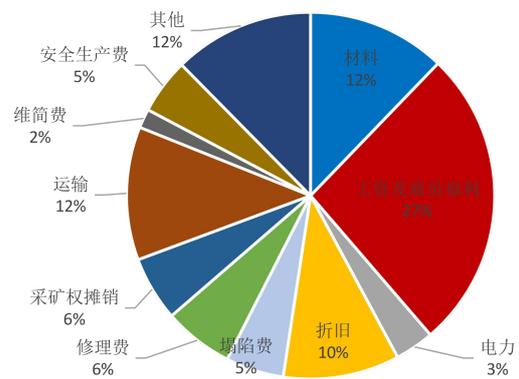
资料来源：wind、山西证券研究所

图 7：2018-2023H1 年主要子公司净利润（亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 8：2022 年自产煤单位成本构成



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本（单位：百万吨、元/吨）

煤炭销量	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
集团合计	25266.00	27802.00	24531.00	26820.00	-3.53%	53068.00	51351.00	-3.24%
公司	7090.00	6479.00	5572.00	6292.00	-2.89%	13569.00	11864.00	-12.57%
菏泽能化	517.00	306.00	470.00	647.00	111.44%	823.00	1117.00	35.72%
山西能化	322.00	283.00	208.00	204.00	-27.92%	605.00	412.00	-31.90%
未来能源	2381.00	2900.00	3182.00	3136.00	8.14%	5281.00	6318.00	19.64%
鄂尔多斯能化	2760.00	2761.00	1919.00	1550.00	-43.86%	5521.00	3469.00	-37.17%
昊盛煤业	261.00	845.00	1061.00	1239.00	46.63%	1106.00	2300.00	107.96%
内蒙古矿业	788.00	984.00	640.00	905.00	-8.03%	1772.00	1545.00	-12.81%
兖煤澳洲	7663.00	7990.00	5923.00	8452.00	5.78%	15653.00	14375.00	-8.16%
兖煤国际	1222.00	1291.00	1263.00	1254.00	-2.87%	2513.00	2517.00	0.16%
贸易煤	2262.00	3963.00	4293.00	3141.00	-20.74%	6225.00	7434.00	19.42%
吨煤价格	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
集团平均	997.09	1298.09	1138.05	878.04	-32.36%	1154.78	1002.25	-13.21%
公司	994.70	1329.45	1155.16	825.90	-37.88%	1154.54	980.54	-15.07%
菏泽能化	1721.08	2461.19	1884.43	1249.35	-49.24%	1996.26	1516.57	-24.03%
山西能化	513.75	656.92	743.13	487.85	-25.74%	580.72	616.73	6.20%
未来能源	722.51	843.35	628.80	605.97	-28.15%	788.87	617.47	-21.73%
鄂尔多斯能化	530.28	655.78	509.58	335.64	-48.82%	593.04	431.86	-27.18%
昊盛煤业	630.48	776.45	601.29	491.01	-36.76%	742.00	541.88	-26.97%
内蒙古矿业	639.53	634.00	511.75	492.36	-22.34%	636.46	500.39	-21.38%
兖煤澳洲	1143.64	1634.70	1462.63	1087.66	-33.46%	1394.30	1242.16	-10.91%
吨煤成本	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
集团合计	448.03	513.56	614.20	458.39	-10.74%	482.36	532.82	10.5%
公司	363.19	310.06	394.63	318.70	2.79%	337.82	354.36	4.90%
菏泽能化	618.37	631.66	717.91	495.20	-21.60%	623.31	588.91	-5.52%
山西能化	330.85	401.80	462.29	431.75	7.45%	364.04	447.17	22.84%

未来能源	161.57	157.09	171.90	158.89	1.14%	159.11	165.44	3.98%
鄂尔多斯能化	180.63	145.80	192.89	78.64	-46.06%	163.21	141.8	-13.09%
昊盛煤业	1013.17	474.95	439.62	273.68	-42.38%	601.96	350.23	-41.82%
内蒙古矿业	385.83	286.52	547.79	453.26	58.20%	330.68	492.42	48.91%
兖煤澳洲	464.89	516.79	742.49	589.27	14.03%	491.38	652.4	32.77%
兖煤国际	374.79	455.30	444.23	527.87	15.94%	416.15	485.9	16.76%
贸易煤	1600.21	1638.36	1743.85	772.86	-52.83%	1624.5	1333.59	-17.91%
吨煤毛利	2022Q1	2022Q2	2023Q1	2023Q2	QoQ	2022H1	2023H1	YoY
集团合计	549.06	784.53	523.85	419.65	-19.89%	672.42	469.43	-30.2%
公司	631.51	1019.40	760.53	507.20	-33.31%	816.72	626.18	-23.3%
菏泽能化	1102.71	1829.53	1166.52	754.15	-35.35%	1372.95	927.66	-32.4%
山西能化	182.90	255.12	280.84	56.10	-80.02%	216.68	169.56	-21.7%
未来能源	560.94	686.26	456.90	447.09	-2.15%	629.76	452.03	-28.2%
鄂尔多斯能化	349.65	509.98	316.69	257.00	-18.85%	429.83	290.02	-32.5%
昊盛煤业	-382.69	301.50	161.67	217.32	34.42%	140.04	191.65	36.9%
内蒙古矿业	253.70	347.49	-36.04	39.09	-208.47%	305.78	7.97	-97.4%
兖煤澳洲	678.75	1117.92	720.14	498.39	-30.79%	902.92	589.76	-34.7%

资料来源：公司公告、山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	89529	88699	103294	86061	101449
现金	45572	45178	62103	42046	60293
应收票据及应收账款	6187	6690	4945	6870	5003
预付账款	4890	4129	4021	4255	4062
存货	8455	8917	9450	9028	9290
其他流动资产	24425	23786	22776	23862	22801
非流动资产	199167	207097	192369	185319	177561
长期投资	20149	22330	24126	25935	27750
固定资产	75835	82961	72341	68755	63813
无形资产	62167	59737	57644	54115	51304
其他非流动资产	41016	42069	38258	36515	34693
资产总计	288696	295796	295663	271380	279010
流动负债	95722	83165	91085	76277	91590
短期借款	5716	1319	1319	1319	1319
应付票据及应付账款	25690	29772	28528	30295	27937
其他流动负债	64317	52074	61237	44662	62333
非流动负债	96486	84545	62849	48512	33890
长期借款	75049	59017	40837	25858	10491
其他非流动负债	21437	25529	22012	22654	23398
负债合计	192208	167710	153934	124789	125479
少数股东权益	28301	33350	38815	44578	50773
股本	4874	4949	7442	7442	7442
资本公积	814	1713	1782	1782	1782
留存收益	57279	78178	90090	103386	117285
归属母公司股东权益	68186	94735	102914	102013	102757
负债和股东权益	288696	295796	295663	271380	279010

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36182	53450	50337	20865	58366
净利润	18567	39438	26274	27710	29787
折旧摊销	10471	10761	9718	9910	10204
财务费用	4913	5052	3168	2450	1770
投资损失	-2144	-2156	-1644	-1656	-1663
营运资金变动	-1464	-3878	12715	-17632	18172
其他经营现金流	5840	4233	107	83	96
投资活动现金流	-4830	-12632	6547	-1287	-879
筹资活动现金流	-8035	-43271	-39959	-39634	-39240
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.18	4.14	2.80	2.95	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	4.86	7.18	6.76	2.80	7.84
每股净资产(最新摊薄)	8.07	10.95	11.70	11.58	11.68

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	151991	200829	181461	184270	185183
营业成本	107336	118609	125405	126164	125076
营业税金及附加	4225	6790	6135	6230	6261
营业费用	2997	6338	4652	5270	5022
管理费用	6837	6589	5953	6045	6075
研发费用	1140	2117	1913	1943	1952
财务费用	4913	5052	3168	2450	1770
资产减值损失	-1669	-2347	91	92	93
公允价值变动收益	-129	-117	-123	-120	-122
投资净收益	2144	2156	1644	1656	1663
营业利润	24265	54096	36019	37990	40842
营业外收入	439	388	388	388	388
营业外支出	663	326	326	326	326
利润总额	24041	54159	36081	38053	40905
所得税	5474	14720	9807	10343	11118
税后利润	18567	39438	26274	27710	29787
少数股东损益	2129	8203	5465	5763	6195
归属母公司净利润	16259	30774	20809	21946	23591
EBITDA	39127	68217	47381	48802	51260

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-29.3	32.1	-9.6	1.5	0.5
营业利润(%)	70.9	122.9	-33.4	5.5	7.5
归属于母公司净利润(%)	128.3	89.3	-32.4	5.5	7.5
获利能力					
毛利率(%)	29.4	40.9	30.9	31.5	32.5
净利率(%)	10.7	15.3	11.5	11.9	12.7
ROE(%)	19.2	30.8	18.9	19.2	19.7
ROIC(%)	12.7	23.6	16.9	19.4	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	56.7	52.1	46.0	45.0
流动比率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	29.7	31.2	31.2	31.2	31.2
应付账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
估值比率					
P/E	7.6	4.0	5.9	5.6	5.2
P/B	2.1	1.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.4	2.8	3.4	3.5	2.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

