

兖矿能源 (600188.SH) 煤价下行业绩承压，资产注入&提升分红凸显价值

2023年08月28日

——公司半年报点评报告
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）
汤悦（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790123030035

日期	2023/8/25
当前股价(元)	16.58
一年最高最低(元)	56.14/16.49
总市值(亿元)	1,233.89
流通市值(亿元)	746.01
总股本(亿股)	74.42
流通股本(亿股)	44.99
近3个月换手率(%)	29.99

●煤价下行业绩承压，资产注入&提升分红凸显价值，维持“买入”评级

公司发布半年报，2023H1实现营业收入844.0亿元，同比-15.8%；实现归母净利润102.1亿元，同比-43.4%。单Q2来看，公司实现营业收入399.8亿元，同比-32.3%，环比-10%；实现归母净利润45.58亿元，同比-59.9%，环比-19.4%。2023年上半年海内外煤价下滑显著，海外供给扰动叠加国内稳增长政策，下半年煤价有望企稳回升，但预计全年煤价仍旧有一定程度下行，我们下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润201.1/221.2/232.5亿元（前值344.2/364.0/374.5亿元），同比-35.6%/+10.0%/+5.1%；EPS分别为4.06/4.47/4.70元；对应当前股价，PE为7.7/7.0/6.7倍。公司作为国内龙头煤企，率先制定长期发展规划，明确新能源新材料等转型方向，看好未来成长潜力，此外公司提高分红承诺有望提升投资价值。维持“买入”评级。

●煤价下行&产量下滑抬升成本，煤炭业务盈利承压

煤炭业务：2023H1公司商品煤产量4923万吨，同比-2.78%，其中海外商品煤产量下滑6.2%至1693万吨，主要是因为兖煤澳洲受极端天气、劳动力短缺影响下产量减少；商品煤销量5135万吨，同比-3.2%。2023H1煤炭业务实现收入515亿元，同比-16.0%；煤炭综合售价1002元/吨，同比-13.2%；煤炭综合成本293元/吨，同比+5.3%，整体来看，煤炭业务盈利有所承压。**煤化工业务：**2023H1煤化工产销量分别为372.6/334.3万吨，同比+18.9%/+14.7%；实现营业收入118.1亿元，同比-1.3%，营业成本99.7亿元，同比+8.1%，煤化工业务量升价减略有承压。**电力业务：**2023Q1发/售电量分别为42.6/35.4亿千瓦时，同比+11.3%/9.7%，实现营业收入13.0亿，同比+0.5%；营业成本11.7亿元，同比+8.7%。

●产能有望再增3989万吨，分红承诺提高提升投资价值

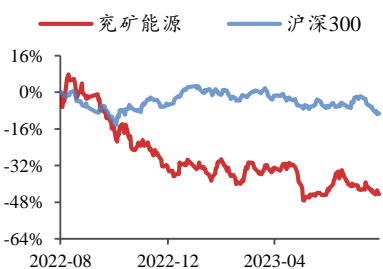
产能有望再增3989万吨：2023年4月28日经公司董事会决议，批准公司与新汶矿业集团有限责任公司、龙口矿业集团有限公司、淄博矿业集团有限责任公司、肥城肥矿煤业有限公司、临沂矿业集团有限责任公司签署股权转让协议，以183.19亿元收购山东能源集团鲁西矿业有限公司（“鲁西矿业”）51%股权；与新汶矿业集团有限责任公司、山东能源签署股权转让协议，以81.12亿元收购兖矿新疆能化有限公司（“新疆能化”）51%股权，该事项仍需股东会决议。鲁西矿业以气煤、1/3焦煤为主，可采储量12.28亿吨，核定产能1900万吨/年，2022年商品煤产销量分别为1205/1134万吨。新疆能化以不粘煤、长焰煤为主，可采储量31.16亿吨，核定产能2089万吨/年，2022年商品煤产销量分别为1681/2047万吨。**分红承诺提升投资价值：**2023年6月公司公布2023-2025年利润分配政策，承诺2023-2025年分红比例不低于60%（此前承诺2020-2024年不低于50%）且每股现金股利不低于0.5元。

●风险提示：经济恢复不及预期，煤炭价格下跌超预期，转型进展慢于预期

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	151,991	200,829	179,627	185,142	188,367
YOY(%)	-29.3	32.1	-10.6	3.1	1.7
归母净利润(百万元)	16,259	30,774	20,106	22,122	23,250
YOY(%)	-28.2	89.3	-35.6	10.0	5.1
毛利率(%)	29.4	40.9	28.7	30.2	31.1
净利率(%)	10.8	15.6	11.2	11.9	12.3
ROE(%)	19.2	30.8	19.0	17.3	15.4
EPS(摊薄/元)	3.32	6.31	4.06	4.47	4.70
P/E(倍)	9.4	5.0	7.7	7.0	6.7
P/B(倍)	2.6	1.9	1.9	1.5	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《量减增本 Q1 承压，资产注入开启高成长——公司一季度点评报告》

-2023.4.29

《全年业绩同比大增，高分红凸显投资价值——公司 2022 年报点评》

-2023.3.26

《充分受益海外能源危机，战略转型成长可期——公司三季报点评报告》

-2022.10.31

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	89,529	88,699	78,189	94,132	126,068	营业收入	151,991	200,829	179,627	185,142	188,367
现金	45,572	45,178	40,113	47,511	87,665	营业成本	107,336	118,609	127,990	129,137	129,740
应收票据及应收账款	6,187	6,690	3,912	7,555	3,988	营业税金及附加	4,225	6,790	6,073	6,260	6,369
其他应收款	2,479	2,964	2,432	3,101	2,443	营业费用	2,997	6,338	5,669	5,843	5,945
预付账款	4,890	4,129	3,870	4,658	3,884	管理费用	6,837	6,589	5,893	6,074	6,180
存货	8,455	8,917	7,710	10,148	7,577	研发费用	1,140	2,117	1,894	1,952	1,986
其他流动资产	21,946	20,822	20,151	21,159	20,511	财务费用	4,913	5,052	2,757	2,777	2,826
非流动资产	199,167	207,097	207,659	206,886	205,880	资产减值损失	-1,106	-2,408	-2,154	-1,850	-1,505
长期投资	20,149	22,330	25,886	29,508	33,178	其他收益	118	157	-0	-0	-0
固定资产	75,835	82,961	92,731	95,415	95,245	公允价值变动收益	-129	-117	-0	-0	-0
无形资产	62,167	59,737	57,246	54,755	52,264	投资净收益	2,144	2,156	1,860	1,860	1,860
其他非流动资产	41,016	42,069	31,796	27,208	25,193	资产处置收益	73	23	-0	-0	-0
资产总计	288,696	295,796	285,848	301,018	331,948	营业利润	24,265	54,096	33,364	36,808	38,688
流动负债	95,722	83,165	85,514	77,959	85,212	营业外收入	439	388	388	388	388
短期借款	5,716	1,319	1,319	1,319	1,319	营业外支出	663	326	326	326	326
应付票据及应付账款	25,690	29,772	21,309	34,204	20,893	利润总额	24,041	54,159	33,427	36,870	38,750
其他流动负债	64,317	52,074	62,885	42,435	63,000	所得税	5,474	14,720	8,357	9,218	9,688
非流动负债	96,486	84,545	65,984	61,057	55,671	净利润	18,567	39,438	25,070	27,653	29,063
长期借款	75,049	59,017	54,819	49,979	44,646	少数股东损益	2,129	8,203	4,964	5,531	5,813
其他非流动负债	21,437	25,529	11,165	11,078	11,025	归属母公司净利润	16,259	30,774	20,106	22,122	23,250
负债合计	192,208	167,710	151,498	139,015	140,882	EBITDA	38,218	67,411	44,155	48,814	50,996
少数股东权益	28,301	33,350	38,314	43,844	49,657	EPS(元)	3.32	6.31	4.06	4.47	4.70
股本	4,874	4,949	7,423	7,423	7,423						
资本公积	814	1,713	1,713	1,713	1,713						
留存收益	57,279	78,178	88,206	99,267	110,892						
归属母公司股东权益	68,186	94,735	96,036	118,159	141,409						
负债和股东权益	288,696	295,796	285,848	301,018	331,948						

现金流量表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,182	53,450	44,506	24,347	58,405
净利润	18,567	39,438	25,070	27,653	29,063
折旧摊销	10,471	10,761	10,691	12,016	13,005
财务费用	4,913	5,052	2,757	2,777	2,826
投资损失	-2,144	-2,156	-1,860	-1,860	-1,860
营运资金变动	-1,464	-3,878	15,970	-16,239	15,372
其他经营现金流	5,840	4,233	-8,122	-0	-0
投资活动现金流	-4,830	-12,632	-9,393	-9,384	-10,139
资本支出	10,440	18,182	6,548	19,926	19,926
长期投资	3,639	4,517	-3,556	-3,635	-3,670
其他投资现金流	9,249	10,067	-6,402	6,907	6,117
筹资活动现金流	-8,035	-43,271	-40,178	-7,565	-8,112
短期借款	-9,998	-4,397	-0	-0	-0
长期借款	14,168	-16,033	-4,197	-4,840	-5,333
普通股增加	14	75	2,474	-0	-0
资本公积增加	659	900	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-12,878	-23,816	-38,456	-2,725	-2,779
现金净增加额	22,928	-1,421	-5,065	7,398	40,154

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-29.3	32.1	-10.6	3.1	1.7
营业利润(%)	70.9	122.9	-38.3	10.3	5.1
归属于母公司净利润(%)	-28.2	89.3	-35.6	10.0	5.1
获利能力					
毛利率(%)	29.4	40.9	28.7	30.2	31.1
净利率(%)	10.8	15.6	11.2	11.9	12.3
ROE(%)	19.2	30.8	19.0	17.3	15.4
ROIC(%)	12.3	23.3	15.9	15.8	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	56.7	53.0	46.2	42.4
净负债比率(%)	62.5	29.2	18.1	7.3	-17.9
流动比率	0.9	1.1	0.9	1.2	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.5	0.7	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	29.7	31.2	33.9	32.3	32.6
应付账款周转率	4.3	4.3	5.0	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.32	6.31	4.06	4.47	4.70
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	10.80	8.99	4.92	11.80
每股净资产(最新摊薄)	12.14	16.47	16.23	20.70	25.40
估值比率					
P/E	9.4	5.0	7.7	7.0	6.7
P/B	2.6	1.9	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	8.4	4.5	6.7	5.9	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn