



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

➤ **事件：**2023 年 3 月 24 日，公司发布 2022 年年度报告，公司 2022 年度实现营业收入 2008.29 亿元，同比增长 32.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 307.74 亿元，同比增长 89.27%。

➤ **减值影响 22Q4 业绩释放。**22Q4 公司实现归属于母公司股东的净利润 36.46 亿元，同比下降 22.88%，环比下降 3.09%。业绩下降主要原因系计提资产减值损失 24.08 亿元，影响公司归母净利润减少 17.13 亿元，拖累公司四季度业绩释放。

➤ **派发特别股息，A 股股息率 13.7%，H 股股息率 21.5%。**据公告，公司拟以分红派息股权登记日总股本为基数，向全体股东每股送红股 0.5 股，并向全体股东派发 2022 年度现金股利 3.07 元/股（含税），另派发特别现金股利 1.23 元/股（含税），合计派发现金股利 4.30 元/股（含税），预计共派发约 212.79 亿元（含税），占公司 2022 年归母净利润的 69.98%，以 2023 年 3 月 24 日 A 股和 H 股收盘价测算，A 股股息率 13.7%，H 股股息率 21.5%。

➤ **煤炭业务产销略有下滑，毛利同比抬升。**2022 年公司生产商品煤 9952.8 万吨，同比下降 5.23%；销售煤炭 10374.6 万吨，同比下降 1.80%。价格方面，商品煤综合售价 1213.00 元/吨，同比增长 52.93%。据年报测算，2022 年自产煤吨煤成本 345.86 元/吨，同比增长 4.00%，贸易煤平均成本 1498.29 元/吨，同比增长 11.87%，商品煤综合成本 485.52 元/吨，同比增长 9.07%。2022 年煤炭业务实现综合毛利率 59.97%，同比增加 16.1 个百分点。2022 年，公司 4 对国家级首批智能化示范矿井通过验收；公司金鸡滩矿批产能核增至 1700 万吨/年；营盘壕煤矿通过竣工验收，由建设型矿井正式成为生产矿井；转龙湾煤矿建成超长智能化综采工作面，具备未来 10 年单面年产千万吨水平。我们预计，伴随公司新增及先进产能不断释放，未来煤炭产量有望回升。

➤ **电力业务实现扭亏，售电量同比增长。**2022 年公司实现发电量 83.73 亿千瓦时，同比增长 15.20%；实现售电量 72.64 亿千瓦时，同比增长 26.21%；实现平均销售电价 0.3750 元/千瓦时，同比上浮 11.60%。2022 年公司发电业务实现毛利率 17.85%，同比抬升 18.25 个百分点。

➤ **化工品价格下滑成本抬升，盈利能力承压。**煤化工业务方面，2022 年公司化工产品产量合计 681.3 万吨，同比增长 17.58%。其中，甲醇销量 338.0 万吨，同比增长 44.46%，平均售价为 2036.98 元/吨，同比增长 4.60%，销售成本为 1938.46 元/吨，同比增长 26.54%；醋酸销量为 71.2 万吨，同比下降 6.03%，平均售价为 3445.22 元/吨，同比增长下降 38.99%，销售成本为 2613.76 元/吨，同比增长 2.31%；醋酸乙酯销量为 36.4 万吨，同比下降 9.62%，平均售价

推荐

当前价格：

维持评级

31.35 元

相关研究

1. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年业绩预告点评：减值与融资费用影响 22Q4 业绩释放-2023/01/28
2. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年三季报点评：22Q3 盈利环比下滑，期待业绩弹性释放-2022/10/30
3. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年半年报点评：海内外煤炭业绩大幅释放，公司盈利大幅增长-2022/08/27
4. 兖矿能源 (600188.SH) 深度报告：长风破浪正当时，直挂云帆济沧海-2022/08/19
5. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：海内外煤价共振，业绩创历史新高点-2022/07/14

为 6296.70 元/吨，同比下降 17.98%，销售成本为 5574.18 元/吨，同比下降 3.41%；液体粗蜡销量为 25.2 万吨，同比下降 43.37%，平均售价为 6785.71 元/吨，同比增长 38.71%，销售成本为 2329.37 元/吨，同比下降 34.64%；乙二醇销量 32.1 万吨，销售价格为 3900.31 元/吨，同比下降 6.53%，销售成本为 3535.83 元/吨，同比增长 28.62%。2022 年公司化工业务实现毛利率 20.53%，同比下滑 11.48 个百分点。2022 年公司鲁南化工高品质醋酐、尼龙 6 项目建成投产，全球首套醋酸甲醛法制丙烯酸中试装置一次开车成功；榆林能化 10 万吨/年 DMMn 项目进入试生产阶段，世界首台多喷嘴对置式半废锅气化炉通过现场验收。随着公司不断向高端化工新材料延伸产业链，高附加值化工产品有望助力化工板块盈利能力提升。

➤ **拉尼娜天气影响澳洲分布产量释放，2023 年有望回暖。**2022 年，受到拉尼娜天气带来强降雨的影响，公司澳洲分部煤炭产销量有所下滑，全年实现煤炭产量 3435.7 万吨，同比下降 17.73%；实现煤炭销量 3413.3 万吨，同比下降 19.44%；平均吨煤销售成本 535.70 元/吨，同比增长 35.09%。根据兖煤澳大利亚 2022 年年度业绩报告，兖煤澳洲莫拉本煤矿拥有将露天矿原煤产量由 1400 万吨提高至 1600 万吨所需的批文，公司预计将于 23Q1 完成产能扩大的最后阶段改造。2023 年，在俄乌冲突持续、海外能源价格高位运行背景下，伴随拉尼娜天气的逐渐好转，我们预计澳洲煤价有望持续上涨、澳洲分部产量有望回升，带动公司业绩释放。

➤ **投资建议：**根据年报，2023 年公司计划销售自产煤 1.03 亿吨，销售煤化工产品 618 万吨。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 343.80/363.50/378.15 亿元，对应 EPS 分别为 6.95/7.35/7.64 元/股，对应 2023 年 3 月 24 日股价的 PE 为 5/4/4 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济增速放缓；煤价大幅下跌；化工品价格大幅下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	200,829	210,065	213,034	216,775
增长率 (%)	32.1	4.6	1.4	1.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,774	34,380	36,350	37,815
增长率 (%)	90.0	10.1	5.7	4.0
每股收益 (元)	6.22	6.95	7.35	7.64
PE	5	5	4	4
PB	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	200,829	210,065	213,034	216,775
营业成本	118,609	125,208	126,268	127,409
营业税金及附加	6,790	7,142	7,243	7,370
销售费用	6,338	7,352	7,456	7,587
管理费用	6,589	6,932	7,030	7,154
研发费用	2,117	2,311	2,343	2,385
EBIT	60,357	61,018	62,653	64,830
财务费用	5,052	2,789	2,346	2,061
资产减值损失	-2,408	-1,109	-1,127	-1,141
投资收益	2,156	2,311	2,343	2,385
营业利润	54,096	58,842	61,545	64,033
营业外收支	62	190	190	190
利润总额	54,159	59,032	61,735	64,223
所得税	14,720	16,057	16,298	16,955
净利润	39,438	42,975	45,437	47,268
归属于母公司净利润	30,774	34,380	36,350	37,815
EBITDA	71,360	72,409	74,661	77,517

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	45,178	50,862	72,670	89,651
应收账款及票据	6,690	6,838	6,934	7,056
预付款项	4,129	4,382	4,419	4,459
存货	8,917	8,567	8,640	8,718
其他流动资产	23,786	22,604	18,196	18,333
流动资产合计	88,699	93,252	110,859	128,217
长期股权投资	22,330	24,640	26,984	29,368
固定资产	82,961	85,199	86,925	88,638
无形资产	59,737	57,135	57,096	57,012
非流动资产合计	207,097	211,452	214,967	218,563
资产合计	295,796	304,704	325,826	346,780
短期借款	1,319	1,119	1,019	919
应付账款及票据	29,772	31,366	31,632	31,917
其他流动负债	52,074	39,772	40,350	40,788
流动负债合计	83,165	72,258	73,001	73,625
长期借款	38,224	36,224	35,224	34,724
其他长期负债	46,321	46,442	46,442	45,442
非流动负债合计	84,545	82,666	81,666	80,166
负债合计	167,710	154,924	154,667	153,791
股本	4,949	4,949	4,949	4,949
少数股东权益	33,350	41,945	51,032	60,486
股东权益合计	128,085	149,781	171,159	192,990
负债和股东权益合计	295,796	304,704	325,826	346,780

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.13	4.60	1.41	1.76
EBIT 增长率	107.49	1.10	2.68	3.47
净利润增长率	90.03	10.07	5.73	4.03
盈利能力 (%)				
毛利率	40.94	40.40	40.73	41.23
净利率	15.55	16.37	17.06	17.44
总资产收益率 ROA	10.56	11.28	11.16	10.90
净资产收益率 ROE	32.97	31.88	30.26	28.54
偿债能力				
流动比率	1.07	1.29	1.52	1.74
速动比率	0.71	0.91	1.20	1.42
现金比率	0.54	0.70	1.00	1.22
资产负债率 (%)	56.70	50.84	47.47	44.35
经营效率				
应收账款周转天数	11.92	12.00	12.00	12.00
存货周转天数	27.44	27.00	27.00	27.00
总资产周转率	0.69	0.70	0.68	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	6.22	6.95	7.35	7.64
每股净资产	19.14	21.79	24.27	26.78
每股经营现金流	10.80	12.16	11.86	12.31
每股股利	4.30	4.86	5.14	5.35
估值分析				
PE	5	5	4	4
PB	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.60	2.27	1.89	1.58
股息收益率 (%)	13.72	15.51	16.40	17.06

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	39,438	42,975	45,437	47,268
折旧和摊销	11,003	11,391	12,008	12,687
营运资金变动	-2,423	3,179	-383	-574
经营活动现金流	53,450	60,190	58,699	60,928
资本开支	-17,873	-14,670	-13,346	-13,973
投资	4,516	1,400	200	100
投资活动现金流	-12,632	-13,270	-8,629	-13,873
股权募资	5,812	0	0	0
债务募资	-28,109	-16,468	-1,100	-1,600
筹资活动现金流	-43,271	-41,237	-28,262	-30,074
现金净流量	-1,421	5,684	21,808	16,981

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026