

售价下滑拖累业绩，煤炭扩能值得期待



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 8 月 25 日, 公司发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年, 公司实现营业收入 844.01 亿元, 同比下降 15.84%; 归母净利润 102.10 亿元, 同比下降 43.39%。2023 年二季度, 公司实现营业收入 399.80 亿元, 同比下降 32.33%, 环比下降 10.00%; 归母净利润 45.58 亿元, 同比下降 59.88%, 环比下降 19.37%。

➤ **公司业绩受兖煤澳洲和鄂尔多斯公司拖累较大。** 23H1 兖煤澳洲实现净利润 46.28 亿元, 同比减少 42.4%, 业绩下滑明显, 主要原因为煤炭售价同比下降、销量减少, 且因加大矿井排水和恢复生产等投入、港口和物流价格上涨及澳元升值影响吨煤销售成本上升。23H1 鄂尔多斯公司实现净利润 7.60 亿元, 同比减少 56.3%, 主要因煤炭和煤化工产品售价下滑以及煤炭销量大幅减少 37.17%。

➤ **煤炭业务产销同比下降, 毛利率同比下滑。** 23H1 公司完成商品煤产量 4923.2 万吨, 同比下降 2.78%, 其中子公司昊盛煤业和菏泽能化因地质条件改善商品煤产量分别同比大幅增长 102.20% 和 32.29%; 商品煤销量 5135.1 万吨, 同比下降 3.24%; 商品煤综合售价 1002.25 元/吨, 同比下降 13.21%; 综合销售成本 532.82 元/吨, 同比增长 10.46%; 煤炭业务毛利率达到 46.84%, 同比下降 11.39 个百分点。23Q2 公司实现商品煤产量 2670.0 万吨, 同比增长 4.75%, 环比增长 18.50%; 商品煤销量 2682.1 万吨, 同比下降 3.53%, 环比增长 9.34%; 吨煤售价 878.0 元/吨, 同比下降 32.36%, 环比下降 22.85%; 吨煤销售成本 458.37 元/吨, 同比下降 10.74%, 环比下降 25.37%; 煤炭业务毛利率达到 47.80%, 同比下降 12.64 个百分点, 环比增长 1.77 个百分点。

➤ **化工品成本抬升, 毛利率下滑。** 23H1 公司实现化工品产量 372.6 万吨, 同比增长 18.93%; 化工品销量 334.3 万吨, 同比增长 14.68%; 化工品综合售价 3533.65 元/吨, 同比下降 13.96%; 综合成本 2981.75 元/吨, 同比下降 5.72%; 化工业务毛利率同比下降 7.38 个百分点至 15.62%。23Q2 公司实现化工品产量 181.4 万吨; 化工品销量 164.4 万吨, 同比增长 21.06%, 环比下降 3.24%; 综合单位售价 3527.98 元/吨, 同比下降 11.62%, 环比下降 0.32%; 综合销售成本为 2924.57 元/吨, 同比下降 5.64%, 环比下降 3.70%; 化工业务毛利率为 17.10%, 同比下降 5.25 个百分点, 环比增长 2.92 个百分点。

➤ **电力业务保持盈利。** 23H1 公司完成发电量 426017 万千瓦时, 同比增长 11.34%; 售电量 353872 万千瓦时, 同比增长 9.69%, 主要系鲁南化工一台新发电机组投运以及上年同期未来能源系统检修基数较低; 电力业务毛利率为 9.70%, 同比下降 6.85 个百分点。23Q2 公司完成发电量 210159 万千瓦时, 同比增长 15.18%, 环比下降 2.64%; 售电量 171390 万千瓦时, 同比增长 8.38%, 环比下降 6.08%; 电力业务毛利率为 5.77%, 同比下降 17.48 个百分点, 环比下

推荐

维持评级

当前价格:

16.58 元

相关研究

1. 兖矿能源 (600188.SH) 事件点评: 拟提升现金分红比例至 60%, 煤炭扩能同步推进-2023/07/03
2. 兖矿能源 (600188.SH) 2023 年一季报点评: 业绩同比下滑, 集团优质资产注入为成长赋能-2023/04/29
3. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年年度报告点评: 业绩同比增长, 股息率大幅提升-2023/03/25
4. 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
5. 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

降 7.38 个百分点。

➤ **规划项目进展顺利，未来盈利能力显著增强。** 矿业方面，公司以 264 亿元对价现金收购控股股东山东能源集团下属公司鲁西矿业 51% 股权及新疆能化 51% 股权，涉及可采储量 165 亿吨、煤炭产能 3989 万吨/年，预计 23Q3 完成交割。此外，新疆能化所属新疆准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目前期进展顺利，预计于 2023 年下半年开工建设，于 2025 年上半年建成投产。项目建成后，预计鲁西矿业及新疆能化合计核定煤炭生产能力将达到约 5000 万吨/年。公司营盘壕煤矿取得安全生产许可证，增量潜能有序释放。化工产业方面，鲁南化工己内酰胺节能减排一体化工程项目主体完工，榆林能化 10 万吨 DMMn 项目产出合格产品。新能源产业方面，10 万千瓦共享储能项目、源网荷储一体化等项目有序推进。智慧物流产业方面，公司完成蒙达、蒙通、伊泰呼准、海勒斯壕 4 个铁路项目股权整合，泰安港公铁水联运物流园区项目一期工程基本竣工，“产、销、储、配、送”一体化物流体系建设成效初显。

➤ **经营策略清晰，发展信心充足。** 2023 年下半年，公司将在矿业方面推进陕蒙矿井手续办理、项目建设，推动澳洲矿井增产增效，新疆五彩湾四号露天矿力争剥离见煤；化工方面力争全年化工产品产量同比提升 10% 以上，高端化工产品占比达到 20%；成本费用方面力争全年吨煤销售成本同口径降低 5% 以上，全年财务费用同口径降低 15 亿元以上。

➤ **现金分红比例 60%。** 公司制定 2023-2025 年度分红政策，现金股利总额占该年度扣除法定储备后净利润的 60%，每股不低于 0.5 元。

➤ **投资建议：** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 195.50/278.47/292.19 亿元，对应 EPS 分别为 2.63/3.74/3.93 元/股，对应 2023 年 8 月 25 日股价的 PE 为 6/4/4 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；收购及项目进展不及预期。

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	166,893	187,622	191,123
增长率 (%)	32.1	-16.9	12.4	1.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,774	19,550	27,847	29,219
增长率 (%)	89.3	-36.5	42.4	4.9
每股收益 (元)	4.14	2.63	3.74	3.93
PE	4	6	4	4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 25 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	166,893	187,622	191,123
营业成本	118,609	109,019	114,623	115,691
营业税金及附加	6,790	5,674	6,379	6,498
销售费用	6,338	5,841	6,567	6,689
管理费用	6,589	5,507	6,192	6,307
研发费用	2,117	1,836	2,064	2,102
EBIT	60,357	38,934	51,763	53,799
财务费用	5,052	4,918	4,791	4,508
资产减值损失	-2,408	-1,880	-1,951	-1,977
投资收益	2,156	1,836	2,064	2,102
营业利润	54,096	33,379	47,104	49,435
营业外收支	62	190	190	190
利润总额	54,159	33,569	47,294	49,625
所得税	14,720	9,131	12,486	13,101
净利润	39,438	24,438	34,808	36,524
归属于母公司净利润	30,774	19,550	27,847	29,219
EBITDA	71,360	50,381	63,892	66,623

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	45,178	32,162	53,728	66,202
应收账款及票据	6,690	5,432	6,107	6,221
预付款项	4,129	3,816	4,012	4,049
存货	8,917	6,855	7,207	7,274
其他流动资产	23,786	19,350	17,310	17,438
流动资产合计	88,699	67,615	88,364	101,185
长期股权投资	22,330	24,166	26,229	28,332
固定资产	82,961	84,950	86,665	88,360
无形资产	59,737	60,474	60,377	60,290
非流动资产合计	207,097	213,896	217,064	220,357
资产合计	295,796	281,512	305,427	321,542
短期借款	1,319	1,819	1,719	1,619
应付账款及票据	29,772	27,311	28,714	28,982
其他流动负债	52,074	34,127	36,613	37,022
流动负债合计	83,165	63,257	67,046	67,624
长期借款	38,224	40,224	39,224	38,724
其他长期负债	46,321	47,802	47,802	46,802
非流动负债合计	84,545	88,027	87,027	85,527
负债合计	167,710	151,284	154,073	153,150
股本	4,949	7,442	7,442	7,442
少数股东权益	33,350	38,238	45,199	52,504
股东权益合计	128,085	130,228	151,355	168,392
负债和股东权益合计	295,796	281,512	305,427	321,542

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	-16.90	12.42	1.87
EBIT 增长率	107.49	-35.49	32.95	3.93
净利润增长率	89.27	-36.47	42.43	4.93
盈利能力 (%)				
毛利率	40.94	34.68	38.91	39.47
净利润率	15.32	11.71	14.84	15.29
总资产收益率 ROA	10.40	6.94	9.12	9.09
净资产收益率 ROE	32.48	21.25	26.23	25.21
偿债能力				
流动比率	1.07	1.07	1.32	1.50
速动比率	0.71	0.69	1.00	1.18
现金比率	0.54	0.51	0.80	0.98
资产负债率 (%)	56.70	53.74	50.44	47.63
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	0.58	0.64	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	4.14	2.63	3.74	3.93
每股净资产	12.73	12.36	14.26	15.57
每股经营现金流	7.18	5.09	6.77	6.87
每股股利	4.30	1.84	2.62	2.75
估值分析				
PE	4	6	4	4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	2.17	3.07	2.42	2.32
股息收益率 (%)	25.93	11.09	15.79	16.57
现金流量表 (百万元)				
净利润	39,438	24,438	34,808	36,524
折旧和摊销	11,003	11,447	12,128	12,823
营运资金变动	-2,423	-1,771	447	-1,142
经营活动现金流	53,450	37,899	50,360	51,106
资本开支	-17,873	-18,081	-13,654	-14,350
投资	4,516	1,400	200	100
投资活动现金流	-12,632	-14,429	-10,651	-14,250
股权募资	5,812	0	0	0
债务募资	-28,109	-10,668	-1,100	-1,600
筹资活动现金流	-43,271	-36,485	-18,143	-24,381
现金净流量	-1,421	-13,016	21,566	12,474

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受到任何形式的补偿。

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。	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