

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

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

资产注入贡献业绩增量，远期成长空间依旧广阔

2023年10月29日

事件: 2023年10月27日，兖矿能源发布三季度报告，2023年前三季度，公司实现营业收入1350.38亿元，同比下降20.15%，实现归母净利润155.25亿元，同比下降46.8%；扣非后净利润142.49亿元，同比下降46.9%。经营活动现金流量净额190.06亿元，同比下降50.05%；基本每股收益2.08元/股，同比下降47.83%。

从单季度看，公司三季度营业收入403.38亿元，同比下降28.01%，归母净利润45.16亿元，同比下降52.43%，单季度扣非后净利润42亿元，同比下降53.26%。

三季度鲁西矿业51%股权和新疆能化51%股权顺利交割。2023年前三季度，鲁西矿业实现营业收入120.27亿元，归母净利润16.35亿元；新疆能化实现营业收入36.6亿元，归母净利润5.2亿元。前三季度，新收购公司合计为兖矿能源贡献归母净利润11亿元，单三季度贡献归母净利润3亿元。

点评:

- **煤炭:** 三季度价格触底反弹，煤炭板块盈利能力有望改善。**产销量:** 2023年前三季度公司商品煤产量9730万吨，同比下降2.5%；煤炭销量9917万吨，同比下降2%；其中2023Q3商品煤产量3345万吨，同比下降1.47%。我们认为未来兖煤澳洲产量仍有较大恢复空间，以及陕蒙基地产量有望保持稳步增长（石拉乌素矿震改善、营盘壕煤矿产量提升），公司商品煤产量有望保持稳步增长态势。**价格:** 公司前三季度实现煤炭业务收入834.05亿元，同比减少23.9%；其中自产煤实现销售收入700.79亿元，同比下降25.03%，自产煤平均售价为793.6元/吨。国内煤炭价格触底反弹，有望带动公司煤炭板块边际改善。秦皇岛港5500大卡动力煤价格Q3均价为866元/吨，触及年内低点；截至10月27日四季度均价为1009元/吨，四季度均价环比明显改善。在存量煤矿产能利用率高企和产地安监形势愈发严峻的背景下，煤炭供需仍然处于紧平衡状态。我们认为，煤炭价格有望保持中高位运行，带动公司煤炭板块盈利改善。**成本:** 公司前三季度煤炭业务成本441.05亿元，同比增加0.1%，其中自产煤成本308.36亿元，同比增加7.8%，自产煤平均成本为349.2元/吨。我们认为兖煤澳洲产量恢复性增长而投入较多一次性费用是导致自产煤成本上升的主要原因，随着兖煤澳洲未来产量逐步恢复，公司自产煤成本有望呈下降趋势。
- **煤化工:** 产销量稳步增长，产品价格触底反弹，生产成本保持平稳，煤化工板块有望持续改善。**产销量:** 2023年前三季度，公司煤化工产品产量649.5万吨，同比增加14.01%；销量53.37万吨，同比10.46%。分产品来看，前三季度甲醇产量303.4万吨，同比增加11.4%，销量301.3万吨，同比9.3%；醋酸产量85.4万吨，同比增加13.9%，销量54.2万吨，同比增加3.4%。**价格:** 2023年前三季度，公司煤化工业务实现收入197.03亿元，同比增加0.38%，其中甲醇实现销售55亿元，

同比微降 0.22%，甲醇销售单价 1826 元/吨；醋酸实现销售 14.9 亿元，同比下降 23.08%，醋酸销售单价 2755 元/吨。随着原油价格上行，煤化工板块有望迎来边际改善，甲醇、醋酸等相关产品价格均触底反弹。截至 10 月 27 日，华东地区甲醇市场价为 2462 元/吨，醋酸现货价格为 3080 元/吨，环比均有较大幅度提升。**成本：**2023 年前三季度，公司煤化工业务成本 158.63 亿元，同比增加 1.07%，其中甲醇营业销售成本 50 亿元，同比下降 6.05%，甲醇销售成本 1659 元/吨；醋酸销售成本 13.1 亿元，同比下降 2.17%，醋酸销售成本 2417 元/吨。

- 受煤炭销售价格及销量影响，**鲁西矿业和新疆能化财务业绩不及预期。**公司成功收购鲁西矿业 51% 股权和新疆能化 51% 股权，并且于三季度并表。**鲁西矿业：**鲁西矿业前三季度煤炭销售收入 104.5 亿元，同比下降 11.2%，其中销量 874.3 万吨，同比增加 11.5%，销售价格 1195 元/吨，同比下降 20.3%。鲁西矿业财务业绩不及预期，主要受煤炭价格同比下行影响。**新疆能化：**新疆能化前三季度煤炭销售收入 22 亿元，同比下降 33%，其中销量 1365 万吨，同比下降 7.3%，销售价格 161.4 元/吨，同比下降 27.8%。受煤炭价格同比下行、硫磺沟煤矿安全事故的影响，公司煤炭销售价格及产量均有一定幅度下滑，导致财务业绩不及预期。**未来新疆地区煤炭产量成长空间较大以及煤炭价格有望中高位维持，我们认为鲁西矿业和新疆能化达成承诺业绩压力较小。**新疆能化准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程进展顺利，公司预计于 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。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。
- **从高成长、高分红、低估值属性看，我们仍看好兖矿能源估值修复空间。****高成长方面**，公司本次收购鲁西矿业及新疆能化是践行《发展战略纲要》的重要举措，未来公司将持续推进《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。**高分红&低估值方面**，截至 10 月 27 日，A 股股息率 8.8%，H 股股息率 13.3%，公司股息回报水平高。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 6.32 倍，H 股市盈率 TTM 为 4.34 倍。在高成长、高分红、低估值属性下，我们认为公司估值有望迎来改善。
- **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 215、245、269 亿元，EPS 为 2.89、3.29、3.61 元/股，对应 PE 为 6.75、5.93、5.40 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	184,689	197,407	209,550
同比(%)	-29.3%	32.1%	-8.0%	6.9%	6.2%
归属母公司净利润 (百万元)	16,438	31,236	21,485	24,475	26,883
同比(%)	115.9%	90.0%	-31.2%	13.9%	9.8%
毛利率(%)	29.4%	40.9%	33.0%	34.1%	34.9%
ROE(%)	24.1%	33.0%	22.9%	20.7%	18.5%
EPS (摊薄)(元)	3.34	6.30	2.89	3.29	3.61
P/E	7.05	5.33	6.75	5.93	5.40
P/B	1.68	1.75	1.55	1.23	1.00
EV/EBITDA	4.21	2.75	3.99	3.62	3.18

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测。注: 截至 2023 年 10 月 27 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	107,992	104,115	112,296
货币资金	45,572	45,178	46,437	42,434	49,713
应收票据	7	132	1,265	1,082	1,148
应收账款	6,179	6,558	7,590	7,572	7,463
预付账款	4,890	4,129	4,949	5,201	5,455
存货	8,455	8,917	7,457	7,125	7,472
其他	24,425	23,786	40,294	40,701	41,044
非流动资产	199,167	207,097	246,433	283,650	318,250
长期股权投资	20,149	22,330	27,330	32,330	37,330
固定资产(合计)	75,835	82,961	106,452	127,324	145,579
无形资产	62,167	59,737	65,025	70,314	75,603
其他	41,016	42,069	47,626	53,683	59,739
资产总计	288,696	295,796	354,424	387,765	430,546
流动负债	95,722	83,165	115,288	113,554	118,006
短期借款	5,716	1,319	6,700	6,700	6,700
应付票据	10,690	10,783	13,559	14,250	14,944
应付账款	14,999	18,989	16,948	17,813	18,680
其他	64,317	52,074	78,081	74,791	77,681
非流动负债	96,486	84,545	104,545	106,545	108,545
长期借款	50,942	38,224	58,224	60,224	62,224
其他	45,544	46,321	46,321	46,321	46,321
负债合计	192,208	167,710	219,833	220,099	226,551
少数股东权益	28,301	33,350	40,899	49,498	58,944
归属母公司股东权益	68,186	94,735	93,692	118,168	145,051
负债和股东权益	288,696	295,796	354,424	387,765	430,546

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	184,689	197,407	209,550
同比 (%)	-29.3%	32.1%	-8.0%	6.9%	6.2%
归属母公司净利润	16,438	31,236	21,485	24,475	26,883
同比 (%)	115.9%	90.0%	-31.2%	13.9%	9.8%
毛利率 (%)	29.4%	40.9%	33.0%	34.1%	34.9%
ROE%	24.1%	33.0%	22.9%	20.7%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	3.34	6.30	2.89	3.29	3.61
P/E	7.05	5.33	6.75	5.93	5.40
P/B	1.68	1.75	1.55	1.23	1.00
EV/EBITDA	4.21	2.75	3.99	3.62	3.18

利润表					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	151,991	200,829	184,689	197,407	209,550
营业成本	107,336	118,609	123,724	130,035	136,367
营业税金及附加	4,225	6,790	6,464	6,909	7,334
销售费用	2,997	6,338	5,541	5,922	6,286
管理费用	6,837	6,589	7,388	7,896	8,382
研发费用	1,140	2,117	1,847	1,974	2,095
财务费用	4,913	5,052	2,646	2,342	2,552
减值损失合计	-1,106	-2,408	-500	-500	-500
投资净收益	2,144	2,156	1,847	1,974	2,095
其他	-1,317	-985	185	197	210
营业利润	24,265	54,096	38,612	44,000	48,339
营业外收支	-224	62	100	100	100
利润总额	24,041	54,159	38,712	44,100	48,439
所得税	5,474	14,720	9,678	11,025	12,110
净利润	18,567	39,438	29,034	33,075	36,329
少数股东损益	2,129	8,203	7,549	8,599	9,446
归属母公司净利润	16,438	31,236	21,485	24,475	26,883
EBITDA	39,816	71,360	49,930	56,581	62,902
EPS(当年)(元)	3.34	6.30	2.89	3.29	3.61

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	55,602	52,115	63,365
净利润	18,567	39,438	29,034	33,075	36,329
折旧摊销	10,728	11,003	16,121	18,739	21,357
财务费用	4,840	4,965	3,186	3,735	3,825
投资损失	-2,144	-2,156	-1,847	-1,974	-2,095
营运资金变动	1,529	-2,423	8,708	-1,860	3,550
其它	2,662	2,623	400	400	400
投资活动现金流	-4,830	-12,632	-54,010	-54,383	-54,261
资本支出	-9,939	-17,873	-51,357	-51,357	-51,357
长期投资	3,463	4,516	-4,500	-5,000	-5,000
其他	1,646	724	1,847	1,974	2,095
筹资活动现金流	-8,035	-43,271	-334	-1,735	-1,825
吸收投资	9,193	5,812	863	0	0
借款	61,300	22,685	25,381	2,000	2,000
支付利息或股息	-10,704	-21,506	-26,186	-3,735	-3,825
现金流净增加额	22,928	-1,421	1,259	-4,003	7,279

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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。