

兖矿能源 (600188.SH) 收购落地增厚业绩，高分红与高成长并举

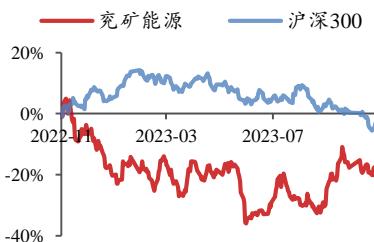
2023年11月15日

——公司三季度点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/15
当前股价(元)	19.61
一年最高最低(元)	41.98/16.49
总市值(亿元)	1,459.38
流通市值(亿元)	882.34
总股本(亿股)	74.42
流通股本(亿股)	44.99
近3个月换手率(%)	47.82

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《煤价下行业绩承压，资产注入&提升分红凸显价值—公司半年报点评报告》 -2023.8.28
- 《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

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

汤悦（联系人）

tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790123030035

● 收购落地增厚业绩，高分红与高成长并举，维持“买入”评级

公司发布三季报，2023 前三季度实现营业收入 1350.4.0 亿元，同比-20.2%；实现归母净利润 155.3 亿元，同比-46.8%。单 Q3 来看，公司实现营业收入 403.4 亿元，同比-28.0%，环比+0.9%；实现归母净利润 45.2 亿元，同比-59.9%，环比-0.9%。考虑到公司完成新收购公司并表，产销规模有所提升，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 210.4/226.0/249.1 亿元（前值 201.1/221.2/232.5 亿元），同比-32.6%/+7.4%/+10.2%；对应 EPS 分别为 2.83/3.04/3.35 元；对应当前股价，PE 为 6.9/6.4/5.8 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&产销下滑，煤炭业务盈利承压

煤炭业务：2023 前三季度公司商品煤产量 9729.6 万吨，同比-2.51%，其中三季度 3345.1 万吨，同比-1.47%；前三季度商品煤销量 9916.7 万吨，同比-2.01%，其中三季度商品煤销量 3322.6 万吨，同比+0.77%，环比+12.9%；三季度海外自产煤产量恢复迅速，兖煤澳洲和兖煤国际分别实现产量 930.4 万吨和 142.4 万吨，同比分别增长 28.66% 和 25.43%，环比增长 9.3% 和 11.1%，带动前三季度产量转正。前三季度公司吨煤综合售价为 841 元/吨，同比-22.32%。**煤化工业务：**2023 前三季度煤化工产销量分别为 649.5/589.5 万吨，同比+14.0%/+10.5%；实现营业收入 197.0 亿元，同比+0.4%，营业成本 158.6 亿元，同比+1.1%，煤化工业务量升价减略有承压。**电力业务：**2023 前三季度发/售电量分别为 66.4/54.9 亿千万时，同比+5.6%/3.6%，实现营业收入 19.9 亿，同比-2.5%；营业成本 18.0 亿元，同比+4.2%。

● 收购顺利落地增厚业绩，分红承诺提高提升投资价值

收购顺利落地：2023 年 6 月 30 日经股东大会决议，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 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 亿元收购兖矿新疆能化有限公司（“新疆能化”）51% 股权，截至三季度末已完成股权交割、工商变更等程序。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。上述两个标的合计为公司带来 3989 万吨产能，2023 年前三季度两个标的合计归母净利润为 21.55 亿元。**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	185,680	189,465
YOY(%)	-29.3	32.1	-10.6	3.4	2.0
归母净利润(百万元)	16,438	31,236	21,038	22,601	24,911
YOY(%)	115.9	90.0	-32.6	7.4	10.2
毛利率(%)	29.4	40.9	28.7	30.3	31.3
净利率(%)	10.8	15.6	11.7	12.2	13.1
ROE(%)	19.2	28.3	16.8	17.5	18.0
EPS(摊薄/元)	2.21	4.20	2.83	3.04	3.35
P/E(倍)	8.8	4.7	6.9	6.4	5.8
P/B(倍)	2.4	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	89529	106467	101397	104087	96862	营业收入	151991	200829	179627	185680	189465
现金	45572	48163	55842	47316	49702	营业成本	107336	118609	127990	129361	130191
应收票据及应收账款	6187	9174	4355	8848	4532	营业税金及附加	4225	6790	5533	5999	5979
其他应收款	2479	5927	1118	6402	1148	营业费用	2997	6338	4605	5310	5138
预付账款	4890	4188	4690	4078	5073	管理费用	6837	6589	6987	6657	7081
存货	8455	9673	9747	9952	9838	研发费用	1140	2117	1620	1816	1781
其他流动资产	21946	29341	25645	27491	26570	财务费用	4913	5052	1681	1427	1174
非流动资产	199167	249836	237155	239668	238750	资产减值损失	-1106	-2408	0	0	0
长期投资	20149	23799	28274	33391	38187	其他收益	118	157	137	147	142
固定资产	75835	111987	97747	93541	87657	公允价值变动收益	-129	-117	-123	-120	-122
无形资产	62167	67969	69420	71953	73885	投资净收益	2144	2156	2150	2153	2152
其他非流动资产	41016	46082	41714	40783	39021	资产处置收益	73	23	48	35	41
资产总计	288696	356303	338551	343755	335612	营业利润	24265	54096	33517	37508	40492
流动负债	95722	115897	112847	118995	118369	营业外收入	439	388	414	401	407
短期借款	5716	8421	7068	20080	9063	营业外支出	663	326	495	410	452
应付票据及应付账款	25690	34726	27152	36979	26743	利润总额	24041	54159	33436	37499	40447
其他流动负债	64317	72750	78627	61936	82563	所得税	5474	14720	8351	9779	10325
非流动负债	96486	100996	73926	64079	47243	净利润	18567	39438	25085	27720	30123
长期借款	75049	63922	44671	30914	16033	少数股东损益	2129	8203	4047	5119	5211
其他非流动负债	21437	37074	29256	33165	31210	归属母公司净利润	16438	31236	21038	22601	24911
负债合计	192208	216893	186773	183074	165611	EBITDA	38444	68204	46895	51188	54448
少数股东权益	28301	39167	43214	48333	53544	EPS(元)	2.21	4.20	2.83	3.04	3.35
股本	4874	4949	7423	7423	7423						
资本公积	814	6889	6889	6889	6889	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	57279	78296	89842	103340	117607	成长能力					
归属母公司股东权益	68186	100244	108564	112348	116456	营业收入(%)	-29.3	32.1	-10.6	3.4	2.0
负债和股东权益	288696	356303	338551	343755	335612	营业利润(%)	70.9	122.9	-38.0	11.9	8.0
						归属于母公司净利润(%)	115.9	90.0	-32.6	7.4	10.2
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	获利能力					
经营活动现金流	36182	53450	53132	21386	62719	毛利率(%)	29.4	40.9	28.7	30.3	31.3
净利润	18567	39438	25085	27720	30123	净利率(%)	10.8	15.6	11.7	12.2	13.1
折旧摊销	10471	10761	12272	12713	13329	ROE(%)	19.2	28.3	16.8	17.5	18.0
财务费用	4913	5052	1681	1427	1174	ROIC(%)	12.5	20.5	14.3	15.3	18.7
投资损失	-2144	-2156	-2150	-2153	-2152	偿债能力					
营运资金变动	-1464	-3878	15689	-17936	20180	资产负债率(%)	66.6	60.9	55.2	53.3	49.3
其他经营现金流	5840	4233	555	-386	66	净负债比率(%)	61.6	40.2	13.2	18.5	0.1
投资活动现金流	-4830	-12632	1884	-12859	-10489	流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
资本支出	10440	18182	84	7625	8857	速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
长期投资	3639	4517	-4475	-5117	-4796	营运能力					
其他投资现金流	1972	1033	6444	-116	3164	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
筹资活动现金流	-8035	-43271	-47338	-29389	-39165	应收账款周转率	29.9	28.4	29.2	28.8	29.0
短期借款	-9998	2705	-1352	13012	-11017	应付账款周转率	7.4	6.2	6.8	6.5	6.6
长期借款	14168	-11128	-19251	-13757	-14881	每股指标(元)					
普通股增加	14	75	2474	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.21	4.20	2.83	3.04	3.35
资本公积增加	659	6076	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	4.86	7.18	7.14	2.87	8.43
其他筹资现金流	-12878	-40999	-29209	-28644	-13266	每股净资产(最新摊薄)	8.07	11.69	12.48	12.98	13.54
现金净增加额	22928	-1421	7678	-20861	13065	估值比率					
						P/E	8.8	4.7	6.9	6.4	5.8
						P/B	2.4	1.7	1.6	1.5	1.4
						EV/EBITDA	6.0	3.5	4.4	4.3	3.6

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形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