

研究所:

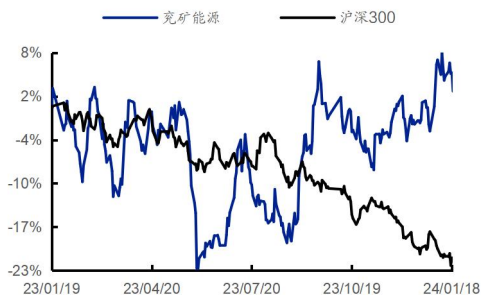
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn

 证券分析师: 王璇 S0350523080001
 wangx15@ghzq.com.cn

兖煤澳大利亚产销恢复, 价格回落后趋稳

——兖矿能源 (600188) 跟踪点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/01/19

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 兖矿能源 | 4.3% | 6.0% | 2.8% |
| 沪深 300 | -1.9% | -7.5% | -21.3% |

市场数据

2024/01/19

| | |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元) | 20.98 |
| 52 周价格区间 (元) | 16.49-36.98 |
| 总市值 (百万) | 156,078.00 |
| 流通市值 (百万) | 94,398.06 |
| 总股本 (万股) | 743,937.07 |
| 流通股本 (万股) | 449,943.07 |
| 日均成交额 (百万) | 519.66 |
| 近一月换手 (%) | 0.77 |

相关报告

《兖矿能源 (600188) 三季报点评报告: 三季度业绩环比稳健, 资产注入提升盈利 (买入) *煤炭开采*陈晨, 王璇》——2023-10-31

《兖矿能源 (600188) 2023 半年报点评报告: 二季度降价拖累业绩, 未来资产注入或打开成长空间 (买入) *煤炭开采*陈晨, 王璇》——2023-08-27

《兖矿能源 (600188) 2023 一季报点评报告: 生产受限影响业绩释放, 资产注入打开成长空间 (买入) *煤炭开采*陈晨》——2023-05-06

《兖矿能源 (600188) 2022 年报点评报告: 高煤价驱动业绩提升, 高分红彰显公司实力 (买入) *煤炭开采*陈晨》——2023-03-25

事件:

2024 年 1 月 18 日, 兖矿能源发布公告: 境外控股子公司兖煤澳大利亚发布 2023 年第四季度产量销量, 第四季度公司实现商品煤产量 (权益份额) 970 万吨, 同比+47%; 商品煤销量 (权益份额) 1010 万吨, 同比+46%, 平均实现价格 196 澳元/吨, 同比-53%。2023 年全年, 公司实现商品煤产量 (权益份额) 3340 万吨, 同比+14%; 商品煤销量 (权益份额) 3310 万吨, 同比+13%, 平均实现价格 232 澳元/吨, 同比-39%。

投资要点:

- 产、销量恢复。** 受澳洲极端天气和劳动力短缺等因素影响, 兖煤澳大利亚 2022 年及 2023 上半年产量均有明显下滑, 随着生产恢复, 从 2023 年二季度开始, 公司产、销量逐季提升, Q2、Q3、Q4 分别实现产量 (权益份额) 850 万吨、930 万吨、970 万吨, 环比分别+44%、+9%、+4%, Q2、Q3、Q4 分别实现销量 (权益份额) 850 万吨、860 万吨、1010 万吨, 环比分别+44%、+1%、+17%, 四季度产、销量超过 2021 及 2020 年同期。
- 价格下跌影响收入。** 煤价下跌较多, 影响公司收入, 2023 年全年平均实现价格 232 元/吨。从 2023 年二季度开始, 公司煤炭售价同比、环比均有下跌, Q1-Q4 平均实现价格分别为 347、226、197、196 澳元/吨, 同比分别+35%、-38%、-59%、-53%, Q2-Q4 价格环比分别-35%、-13%、-1%。价格下跌明显, 影响兖煤澳大利亚业绩表现, Q1-Q4 分别实现销售收入 20.5、19.2、16.9、19.8 亿澳元, 同比分别+2%、-34%、-47%、-32%, Q2-Q4 销售收入环比分别-6%、-12%、+17%。
- 从历史经营情况来看, 兖煤澳大利亚煤价及业绩弹性大, 2022 年公司销售均价达到 378 澳元/吨, 总营业收入达到 497 亿元人民币, 同比+95%, 实现归母净利润 169 亿元人民币, 同比+353%, 销售净利率达到 34%, 且当年累计分红 77 亿元, 分红率达到 46%, 以 2022 年 12 月 31 日股价计算, 股息率达到 21%。2023 年上半年煤价有所下滑, 公司仍然实现收入 191 亿元人民币, 归母净利润 46.7 亿元人民币, 并且将总负债压低至 135 亿元, 资产负债率降低至 26%。**
- 2024Q1 市场价格较 2023Q4 微降。** 2024Q1 峰景矿硬焦煤价格 (截

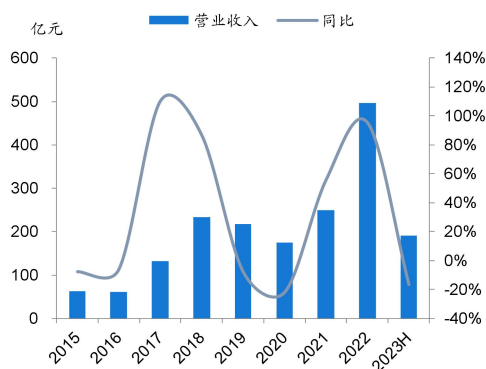
至 2023 年 1 月 18 日) 和纽卡斯尔动力煤现货价 (截至 2023 年 1 月 12 日) 平均分别为 349 美元/吨和 132 美元/吨, 同比分别-2.3% 和-45.5%, 环比分别-0.2%和-2.7%, 整体价格稳中有降。随着价格环比趋稳, 以及产、销量恢复, 兖煤澳大利亚经营情况有望向好。

- **盈利预测与投资评级:** 预计兖矿能源上市公司 2023-2025 年归母净利润分别为 210.6/230.3/252.5 亿元, 同比-32%/+9%/+10%; EPS 分别为 2.83/3.10/3.39 元, 对应当前股价 PE 为 7.4/6.8/6.2 倍。海外煤价弹性大, 兖煤澳大利亚将充分受益全球能源价格中枢抬升, 为公司持续贡献高额利润。兖矿能源通过收购集团的新疆煤炭资源, 未来具备增产空间, 具有成长性。若根据公司分红 60%计算, 2023 年预计分红 126.4 亿元, 折合每股分红 1.7 元, 对应股息率 8.1% (1 月 19 日收盘价计算), 彰显投资价值, **维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 海外煤价大幅下跌风险; 安全生产事故风险; 煤化工产品价格大幅下跌风险; 煤矿达产进度不及预期风险; 资产注入进度不及预期风险。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 200829 | 190841 | 203802 | 212097 |
| 增长率(%) | 32 | -5 | 7 | 4 |
| 归母净利润 (百万元) | 30774 | 21060 | 23032 | 25247 |
| 增长率(%) | 89 | -32 | 9 | 10 |
| 摊薄每股收益 (元) | 4.14 | 2.83 | 3.10 | 3.39 |
| ROE(%) | 32 | 21 | 21 | 21 |
| P/E | 5.33 | 7.41 | 6.78 | 6.18 |
| P/B | 1.75 | 1.53 | 1.42 | 1.32 |
| P/S | 0.83 | 0.82 | 0.77 | 0.74 |
| EV/EBITDA | 6.49 | 10.40 | 7.31 | 5.54 |

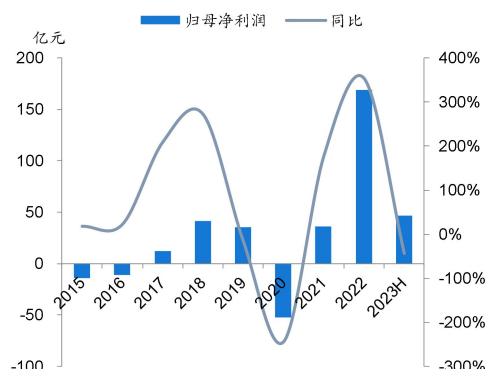
资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 1：兖煤澳大利亚历年营业收入



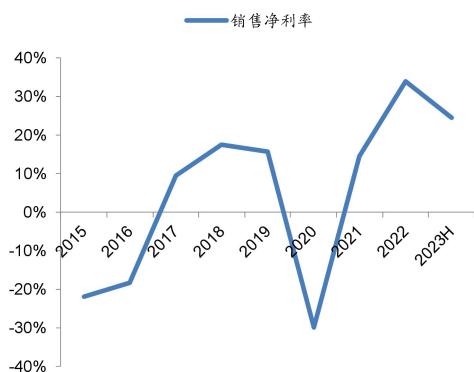
资料来源：wind、国海证券研究所

图 2：兖煤澳大利亚历年归母净利润



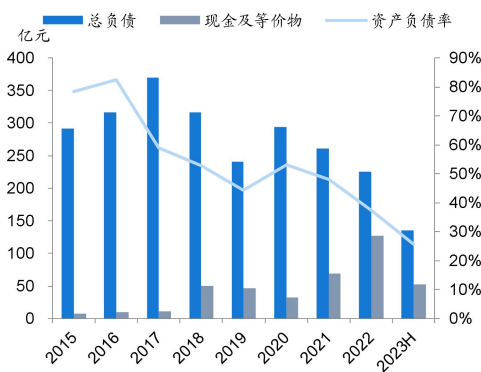
资料来源：wind、国海证券研究所

图 3：兖煤澳大利亚历年销售净利率



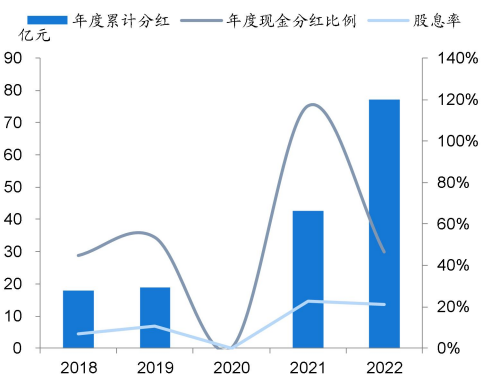
资料来源：wind、国海证券研究所

图 4：兖煤澳大利亚负债及现金



资料来源：wind、国海证券研究所

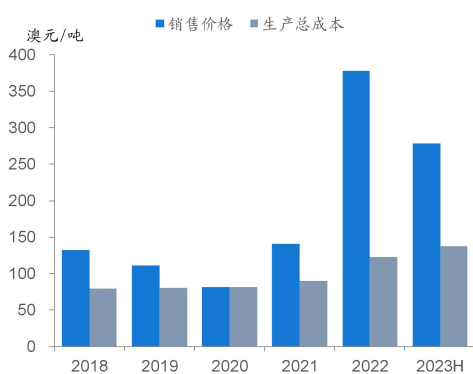
图 5：兖煤澳大利亚历年分红及股息率



资料来源：wind、国海证券研究所

备注：股息率以当年最后一个交易日股价计算

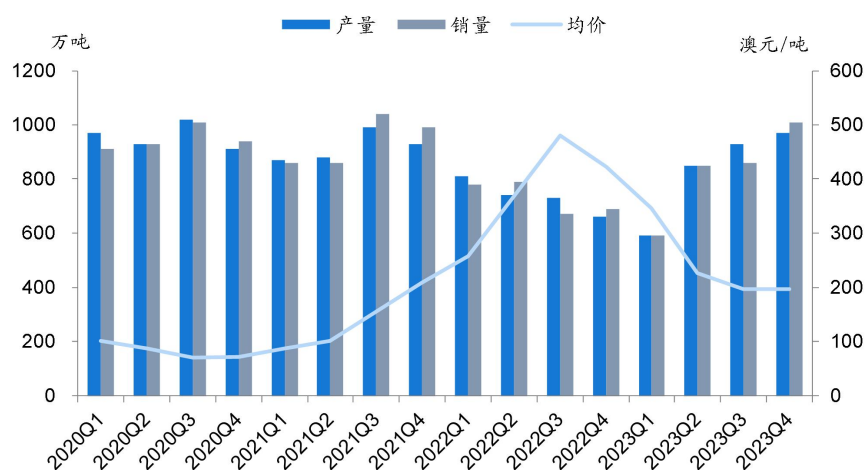
图 6：兖煤澳大利亚销售价格及生产总成本



资料来源：兖煤澳大利亚公告、国海证券研究所

备注：生产总成本不包含特许权使用费

图 7: 兖煤澳大利亚单季度产销量及销售均价



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

附表：采矿能源盈利预测表

| 证券代码: | 600188 | | 股价: | 20.98 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/01/19 | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 32% | 21% | 21% | 21% | EPS | 6.30 | 2.83 | 3.10 | 3.39 |
| 毛利率 | 41% | 30% | 30% | 31% | BVPS | 19.14 | 13.72 | 14.79 | 15.95 |
| 期间费率 | 9% | 7% | 7% | 7% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 15% | 11% | 11% | 12% | P/E | 5.33 | 7.41 | 6.78 | 6.18 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.75 | 1.53 | 1.42 | 1.32 |
| 收入增长率 | 32% | -5% | 7% | 4% | P/S | 0.83 | 0.82 | 0.77 | 0.74 |
| 利润增长率 | 89% | -32% | 9% | 10% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 营业收入 | 200829 | 190841 | 203802 | 212097 |
| 应收账款周转率 | 30.62 | 34.41 | 27.62 | 34.93 | 营业成本 | 118609 | 134420 | 142971 | 146850 |
| 存货周转率 | 22.52 | 17.72 | 20.04 | 18.71 | 营业税金及附加 | 6790 | 5821 | 6114 | 6363 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 6338 | 5725 | 6114 | 6363 |
| 资产负债率 | 57% | 58% | 56% | 54% | 管理费用 | 6589 | 5725 | 6114 | 6363 |
| 流动比 | 1.07 | 1.32 | 1.38 | 1.46 | 财务费用 | 5052 | 2447 | 2483 | 2399 |
| 速动比 | 0.71 | 0.97 | 1.04 | 1.12 | 其他费用/(-收入) | 2117 | 1718 | 1834 | 1909 |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业利润 | 54096 | 35392 | 38712 | 42441 |
| 现金及现金等价物 | 45274 | 76739 | 84177 | 96028 | 营业外净收支 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| 应收款项 | 6690 | 5626 | 7527 | 6161 | 利润总额 | 54159 | 35454 | 38774 | 42504 |
| 存货净额 | 8917 | 10770 | 10169 | 11338 | 所得税费用 | 14720 | 8863 | 9694 | 10626 |
| 其他流动资产 | 27818 | 27396 | 29082 | 28516 | 净利润 | 39438 | 26590 | 29081 | 31878 |
| 流动资产合计 | 88699 | 120530 | 130955 | 142043 | 少数股东损益 | 8203 | 5531 | 6049 | 6630 |
| 固定资产 | 82961 | 91598 | 98328 | 103354 | 归属于母公司净利润 | 30774 | 21060 | 23032 | 25247 |
| 在建工程 | 16101 | 13309 | 11215 | 9645 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 无形资产及其他 | 85705 | 87782 | 89858 | 91935 | 经营活动现金流 | 53450 | 44795 | 43515 | 50416 |
| 长期股权投资 | 22330 | 23330 | 24330 | 25330 | 净利润 | 30774 | 21060 | 23032 | 25247 |
| 资产总计 | 295796 | 336549 | 354686 | 372307 | 少数股东权益 | 8203 | 5531 | 6049 | 6630 |
| 短期借款 | 1319 | 3319 | 4319 | 4319 | 折旧摊销 | 11003 | 10830 | 12038 | 13219 |
| 应付款项 | 29772 | 33083 | 33771 | 34897 | 公允价值变动 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | -2423 | 5506 | 161 | 3146 |
| 其他流动负债 | 52074 | 54635 | 57094 | 58351 | 投资活动现金流 | -12632 | -18495 | -18354 | -18264 |
| 流动负债合计 | 83165 | 91037 | 95184 | 97567 | 资本支出 | -17873 | -19246 | -19245 | -19244 |
| 长期借款及应付债券 | 59017 | 79017 | 79017 | 79017 | 长期投资 | 4516 | -1084 | -1084 | -1084 |
| 其他长期负债 | 25529 | 25529 | 25529 | 25529 | 其他 | 724 | 1835 | 1974 | 2063 |
| 长期负债合计 | 84545 | 104545 | 104545 | 104545 | 筹资活动现金流 | -43271 | 4133 | -18755 | -21333 |
| 负债合计 | 167710 | 195582 | 199729 | 202113 | 债务融资 | -28109 | 22000 | 1000 | 0 |
| 股本 | 4949 | 7442 | 7442 | 7442 | 权益融资 | 5812 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 128085 | 140966 | 154957 | 170194 | 其它 | -20974 | -17867 | -19755 | -21333 |
| 负债和股东权益总计 | 295796 | 336549 | 354686 | 372307 | 现金净增加额 | -1421 | 31465 | 7438 | 11851 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。