

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

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

厚植资源潜力, 发展空间可期

2024年3月29日

事件: 2024年3月28日, 兖矿能源发布2023年报, 公司全年实现营业收入1500亿元, 同比下降33.31%, 实现归母净利润201.39亿元, 同比下降39.62%; 扣非后净利润185.91亿元, 同比下降38.61%。经营活动现金流量净额161.68亿元, 同比下降72.56%; 基本每股收益2.74元/股, 同比下降39.78%。

第四季度, 公司实现营业收入142.21亿元, 环比下降65%, 主要是煤炭贸易业务减少影响; 归母净利润45.22亿元, 环比下降0.5%; 扣非后净利润43.41亿元, 环比上升3.4%; 经营活动现金流净额14.24亿元, 环比下降81.8%, 主要受合并的山东能源公司对外贷款支出影响。

点评:

➤ **煤炭: 产销量维持稳态, 成本有望逐步下降。产销量:** 2023年公司商品煤产量1.32亿吨, 同比增加0.6% (+80万吨); 煤炭销量1.27万吨, 同比下降6.2% (-842万吨); 其中自产商品煤销量为1.21亿吨, 同比下降1.36%。从自产商品煤来看, 2023年公司产销量维持平稳状态。**价格:** 2023年公司实现煤炭业务收入1020亿元, 同比减少30.1%; 其中自产煤实现销售收入950亿元, 同比下降25%, 自产煤平均售价为785.2元/吨。24年以来, 煤炭价格短期出现回调, 主要是受到淡旺季影响。我们预期, 煤炭全年中枢价格仍然有望维持相对较高水平, 公司有望保持优异盈利能力。**成本:** 公司煤炭业务成本493.31亿元, 同比减少16.4%, 主要是受贸易煤业务减少影响。公司全年实现自产煤平均成本为383元/吨, 同比上升6.3%。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, 油价中枢高位支撑下, 盈利能力有望迎来边际改善。产销量:** 2023年, 公司煤化工产品产量858.7万吨, 同比增加9%; 销量786.2万吨, 同比7.6%。分产品来看, 甲醇产量401.6万吨, 同比增加6%, 销量395.5万吨, 同比4.4%; 醋酸产量113.9万吨, 同比增加9.9%, 销量73.8万吨, 同比增加3.7%。**价格:** 2023年, 公司煤化工业务实现收入263.98亿元, 同比增加0.2%, 其中甲醇实现销售72.35亿元, 同比下降5%, 甲醇销售单价1829元/吨; 醋酸实现销售20.57亿元, 同比下降16.1%, 醋酸销售单价2787元/吨。我们认为, 未来随着原油价格中枢高位运行, 公司煤化工板块盈利能力有望持续迎来边际改善。**成本:** 2023年, 公司煤化工业务成本211.3亿元, 同比增加1.8%, 其中甲醇成本67.82亿元, 同比下降5.3%, 甲醇单位销售成本1715元/吨; 醋酸销售成本17.26亿元, 同比下降7.3%, 醋酸单位销售成本2339元/吨。

➤ **煤炭产量内生外延增长, 未来成长空间依旧广阔。**内生增长方面, 2024年公司煤炭产量增量将主要由澳洲和陕蒙地区贡献。随着澳洲天气条件转好, 兖煤澳洲2024年煤炭权益产量指引区间为3500-3900万吨, 相较2023年的3340万吨, 产量恢复性增长空间广阔。陕蒙地区的营盘

壕煤矿和石拉乌素煤矿，也有望逐步达产达效，新疆能化硫磺沟煤矿恢复正常生产，叠加后续万福煤矿和五彩湾煤矿的建成投产，贡献一定产量增长。外延增长方面，2023年公司成功收购鲁西矿业51%股权、新疆能化51%股权和内蒙古霍林河矿区一号井田探矿权，合计新增煤炭资源量266亿吨，煤炭产能增加3950万吨，资产注入工作稳步推进。值得注意的是，董事长报告中特别提到“大力推进外延式发展，瞄准境内外优势项目，积极谋划合资合作、战略并购；分批次、分区域注入控股股东优质资产”。我们认为，未来公司将继续推进《发展战略纲要》，聚焦5-10年向3亿吨煤炭产量目标迈进，有望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。在产能供给短缺驱动的本轮景气周期背景下，公司煤炭产能有望持续不断增长，从而带动公司盈利水平稳步提升，未来公司成长空间依旧广阔。

- **高度重视股东回报，高股息低估值彰显投资价值。**分红方面，2023年，公司宣告拟每10股派发现金股利14.9元（含税）并送红股3股，分红总额达到110.85亿元，占归母净利润的55.04%，占扣除非经常性损益后净利润的60%。以3月28日收盘价计算，A股现金股息率6.46%，H股现金股息率9.85%，公司股息回报水平优异；而反观估值方面，公司A股市盈率TTM仅为8.53倍，H股市盈率TTM仅为6.55倍。我们认为，在当前高分红、高股息、低估值状态下，公司仍具备长期投资价值，且在ROE中枢持续维持相对高位支撑下，未来公司**估值仍有较大修复提升空间**。
- **盈利预测及评级：**产能短缺驱动的新一轮景气周期仍处于早中期，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2024-2026年归属于母公司的净利润分别为222、251、280亿元，EPS为2.98、3.37、3.76元/股，对应PE为7.75、6.85、6.13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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	2,250	1,500	1,537	1,666	1,796
同比(%)	48.0%	-33.3%	2.4%	8.4%	7.8%
归属母公司净利润（亿元）	334	201	222	251	280
同比(%)	105.2%	-39.6%	10.1%	13.1%	11.8%
毛利率(%)	42.4%	40.6%	39.1%	40.1%	40.8%
ROE(%)	33.4%	27.7%	26.3%	22.9%	20.4%
EPS（摊薄）（元）	4.48	2.71	2.98	3.37	3.76
P/E	5.15	8.53	7.75	6.85	6.13
P/B	1.72	2.36	2.04	1.57	1.25
EV/EBITDA	2.25	3.89	3.50	2.76	2.07

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至2024年3月28日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,263	962	1,150	1,524	1,953	
货币资金	666	376	573	926	1,332	
应收票据	12	9	9	9	10	
应收账款	81	69	64	69	75	
预付账款	42	51	47	50	53	
存货	97	77	78	83	89	
其他	366	379	379	387	394	
非流动资产	2,512	2,581	2,710	2,827	2,932	
长期股权投资	238	240	240	240	240	
固定资产(合计)	1,120	1,125	1,243	1,346	1,435	
无形资产	680	672	700	728	756	
其他	474	545	527	513	502	
资产总计	3,775	3,543	3,860	4,351	4,885	
流动负债	1,313	1,231	1,292	1,381	1,472	
短期借款	65	41	61	81	101	
应付票据	115	119	130	139	148	
应付账款	234	196	195	208	221	
其他	900	876	907	954	1,002	
非流动负债	1,022	1,128	1,176	1,224	1,272	
长期借款	428	614	714	814	914	
其他	594	515	463	411	359	
负债合计	2,336	2,359	2,469	2,605	2,744	
少数股东权益	441	456	549	652	767	
归属母公司股东权益	999	727	843	1,093	1,373	
负债和股东权益	3,775	3,543	3,860	4,351	4,885	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,250	1,500	1,537	1,666	1,796	
同比(%)	48.0%	-33.3%	2.4%	8.4%	7.8%	
归属母公司净利润	334	201	222	251	280	
同比(%)	105.2%	-39.6%	10.1%	13.1%	11.8%	
毛利率(%)	42.4%	40.6%	39.1%	40.1%	40.8%	
ROE%	33.4%	27.7%	26.3%	22.9%	20.4%	
EPS(摊薄)(元)	4.48	2.71	2.98	3.37	3.76	
P/E	5.15	8.53	7.75	6.85	6.13	
P/B	1.72	2.36	2.04	1.57	1.25	
EV/EBITDA	2.25	3.89	3.50	2.76	2.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	2,250	1,500	1,537	1,666	1,796	
营业成本	1,295	891	936	998	1,063	
营业税金及附加	81	64	54	58	63	
销售费用	68	50	46	50	54	
管理费用	86	85	46	50	54	
研发费用	29	29	15	17	18	
财务费用	61	39	32	33	32	
减值损失合计	-25	0	-6	-6	-6	
投资净收益	33	23	15	17	18	
其他	-12	5	2	2	2	
营业利润	625	370	419	472	527	
营业外收支	-3	0	0	0	0	
利润总额	621	370	419	472	527	
所得税	161	99	105	118	132	
净利润	460	272	314	354	395	
少数股东损益	122	66	88	99	111	
归属母公司净利润	334	201	222	251	280	
EBITDA	831	536	628	694	760	
EPS(当年)(元)	4.55	2.74	2.98	3.37	3.76	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	589	162	570	621	679	
净利润	460	272	314	354	395	
折旧摊销	143	151	177	189	201	
财务费用	50	44	38	42	46	
投资损失	-33	-23	-15	-17	-18	
营运资金变动	-56	-283	50	47	49	
其它	25	0	6	6	6	
投资活动现金流	-149	-122	-297	-295	-294	
资本支出	-202	-180	-315	-315	-315	
长期投资	45	32	5	5	5	
其他	8	25	13	15	16	
筹资活动现金流	-463	-325	-81	26	22	
吸收投资	59	51	0	0	0	
借款	312	571	120	120	120	
支付利息或股息	-227	-299	-149	-42	-46	
现金流净增加额	-13	-280	197	352	407	

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。