

分红与经营稳健，期待公司提质增效

2024 年 03 月 29 日



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

研究助理：王姗姗

执业证号：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

➤ **事件：**2024 年 3 月 28 日，公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 1500.25 亿元，同比下降 33.31%；归属于上市公司股东的净利润 201.4 亿元，同比下降 39.62%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 185.91 亿元，同比下降 38.61%。

➤ **23Q4 归母净利润环比基本持平。**据年报，2023 年四季度，公司实现归母净利润 45.23 亿元，同比增长 24.06%，环比下降 0.53%，实现扣非后净利润 43.42 亿元，同比增长 19.76%，环比增长 3.38%。

➤ **A 股股息率 6.41%，港股股息率 8.91%。**据公告，公司拟每股派发现金股利 1.49 元（含税），共计派发现金股利 110.84 亿元，占归母净利润的 55.04%，占扣法定储备后净利润的 60%，以 2024 年 3 月 28 日的收盘价测算，A 股、H 股的股息率分别为 6.41%、8.91%。

➤ **煤炭产销增长，毛利率小幅下滑。**2023 年公司生产商品煤 13211 万吨，同比增长 0.6%；其中兖煤澳洲增量明显，产量较 2023 年增加 397.7 万吨，同比增长 13.51%。销售煤炭 12702 万吨，同比下降 6.2%。价格方面，商品煤综合售价 803.15 元/吨，同比下降 25.49%。据年报测算，2023 年商品煤综合成本 388.36 元/吨，同比下降 10.88%，其中自产煤吨煤成本为 349.44 元/吨，同比增长 7.11%，贸易煤吨煤成本为 1166.56 元/吨，同比下降 21.48%。2023 年煤炭业务实现综合毛利率 51.65%，同比下降 7.93 个百分点。据公告，2024 年公司计划生产商品煤 1.4 亿吨，较 2023 年商品煤产量增长 5.97%，我们认为，产量增长主要来自于 1) 180 万吨/年万福煤矿的投产；2) 澳洲基地的增产增量。2025 年公司仍有 1000 万吨/年五彩湾四号煤矿投产，公司产量有望持续增长。

➤ **化工品价格下滑，盈利能力承压。**煤化工业务方面，2023 年公司化工产品产量合计 858.73 万吨，同比增长 8.97%。其中，甲醇销量 395.5 万吨，同比增长 4.65%，平均售价为 1829 元/吨，同比下降 9.03%，销售成本为 1715 元/吨，同比下降 9.32%；醋酸销量为 73.8 万吨，同比增长 3.77%，平均售价为 2887 元/吨，同比增长下降 19.1%，销售成本为 2339 元/吨，同比增长 10.52%；醋酸乙酯销量为 42.6 万吨，同比增长 17.14%，平均售价为 5683 元/吨，同比下降 9.74%，销售成本为 5369 元/吨，同比下降 3.69%；液体粗蜡销量为 14.6 万吨，同比下降 42.1%，平均售价为 6815 元/吨，同比增长 0.43%，销售成本为 2308 元/吨，同比下降 0.91%；乙二醇销量 39.1 万吨，销售价格为 3407 元/吨，同比下降 12.66%，销售成本为 2831 元/吨，同比下降 19.93%。己内酰胺销量为 29.7 万吨，同比增长 8.72%，销售价格为 10855 元/吨，同比下降 3.38%，销售成本为 10370 元/吨，同比增长 1.29%；尿素销量为 61.5 万吨，同比下降 2.72%，售价为 1964 元/吨，同比下降 6.51%，成本为 1420 元/吨，同比增长

推荐

维持评级

当前价格：

23.08 元

相关研究

1. 兖矿能源 (600188.SH) 2023 年三季报点评：业绩稳健，产能持续释放未来可期-2023/10/29
2. 兖矿能源 (600188.SH) 2023 年半年报点评：售价下滑拖累业绩，煤炭扩产能值得期待-2023/08/27
3. 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
4. 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
5. 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

4.12%。2023 年公司化工业务实现毛利率 19.95%，同比下滑 1.23 个百分点。

➤ **2024 年公司力争“两增三降四提升”。**据公告，截至 2023 年末公司资产负债率为 66.6%，较 2022 年增加 4.72 个百分点。展望 2024 年，公司将深入开展“两增三降四提升”活动。重点突出产品产量、达产达效项目“两个增加”。优化石拉乌素、营盘壕等矿井生产组织、工作面设计和采煤工艺，尽快达产达效。加快重点增量项目建设，五彩湾四号露天矿 2024 年年底剥离见煤。坚决做到负债率、成本费用、资金占用“三个降低”。稳步推动盈利能力、全员劳动生产率、科技研发投入、营业现金比率“四个提升”。

➤ **投资建议：**考虑到公司资本开支相对稳定，未来产量仍有提升空间，且公司保底现金分红比例 60%，股息率具备投资价值。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 204.39/222.66/233.40 亿元，对应 EPS 分别为 2.75/2.99/3.14 元/股，对应 2024 年 3 月 28 日股价的 PE 为 8/8/7 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；化工品价格大幅下滑、汇率波动风险。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 150,025 | 151,551 | 157,772 | 160,568 |
| 增长率 (%)          | -33.3   | 1.0     | 4.1     | 1.8     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 20,140  | 20,439  | 22,266  | 23,340  |
| 增长率 (%)          | -39.6   | 1.5     | 8.9     | 4.8     |
| 每股收益 (元)         | 2.71    | 2.75    | 2.99    | 3.14    |
| PE               | 9       | 8       | 8       | 7       |
| PB               | 2.4     | 2.1     | 1.8     | 1.6     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 150,025 | 151,551 | 157,772 | 160,568 |
| 营业成本      | 89,061  | 88,901  | 91,376  | 92,824  |
| 营业税金及附加   | 6,432   | 6,668   | 6,942   | 7,065   |
| 销售费用      | 5,002   | 5,001   | 5,206   | 4,656   |
| 管理费用      | 8,482   | 8,638   | 8,993   | 9,152   |
| 研发费用      | 2,907   | 2,879   | 2,998   | 3,051   |
| EBIT      | 38,489  | 39,477  | 42,271  | 43,834  |
| 财务费用      | 3,904   | 4,085   | 3,777   | 2,978   |
| 资产减值损失    | -35     | -986    | -1,007  | -1,027  |
| 投资收益      | 2,259   | 2,273   | 2,367   | 2,409   |
| 营业利润      | 36,963  | 36,686  | 39,861  | 42,246  |
| 营业外收支     | 45      | 50      | 50      | 50      |
| 利润总额      | 37,009  | 36,736  | 39,911  | 42,296  |
| 所得税       | 9,857   | 9,772   | 10,537  | 11,504  |
| 净利润       | 27,151  | 26,964  | 29,375  | 30,791  |
| 归属于母公司净利润 | 20,140  | 20,439  | 22,266  | 23,340  |
| EBITDA    | 53,604  | 54,728  | 57,735  | 59,333  |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 37,597  | 46,562  | 61,574  | 76,761  |
| 应收账款及票据     | 7,815   | 7,891   | 8,215   | 8,361   |
| 预付款项        | 5,074   | 5,334   | 5,483   | 5,569   |
| 存货          | 7,742   | 8,557   | 8,795   | 8,934   |
| 其他流动资产      | 37,941  | 40,152  | 41,522  | 42,185  |
| 流动资产合计      | 96,169  | 108,497 | 125,588 | 141,810 |
| 长期股权投资      | 23,993  | 23,993  | 23,993  | 23,993  |
| 固定资产        | 112,476 | 114,777 | 117,077 | 119,377 |
| 无形资产        | 67,156  | 67,356  | 67,556  | 67,756  |
| 非流动资产合计     | 258,109 | 259,103 | 260,033 | 261,190 |
| 资产合计        | 354,278 | 367,600 | 385,621 | 402,999 |
| 短期借款        | 4,084   | 3,984   | 3,884   | 3,884   |
| 应付账款及票据     | 31,430  | 31,856  | 32,743  | 33,262  |
| 其他流动负债      | 87,595  | 86,810  | 87,519  | 87,443  |
| 流动负债合计      | 123,109 | 122,651 | 124,147 | 124,589 |
| 长期借款        | 61,355  | 60,355  | 59,855  | 59,355  |
| 其他长期负债      | 51,480  | 50,380  | 49,280  | 48,180  |
| 非流动负债合计     | 112,835 | 110,735 | 109,135 | 107,535 |
| 负债合计        | 235,944 | 233,386 | 233,282 | 232,125 |
| 股本          | 7,439   | 7,439   | 7,439   | 7,439   |
| 少数股东权益      | 45,640  | 52,165  | 59,274  | 66,725  |
| 股东权益合计      | 118,334 | 134,214 | 152,339 | 170,875 |
| 负债和股东权益合计   | 354,278 | 367,600 | 385,621 | 402,999 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |       |       |       |
| 营业收入增长率         | -33.31 | 1.02  | 4.10  | 1.77  |
| EBIT 增长率        | -44.00 | 2.57  | 7.08  | 3.70  |
| 净利润增长率          | -39.62 | 1.49  | 8.94  | 4.82  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率             | 40.64  | 41.34 | 42.08 | 42.19 |
| 净利润率            | 13.42  | 13.49 | 14.11 | 14.54 |
| 总资产收益率 ROA      | 5.68   | 5.56  | 5.77  | 5.79  |
| 净资产收益率 ROE      | 27.70  | 24.91 | 23.93 | 22.41 |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 流动比率            | 0.78   | 0.88  | 1.01  | 1.14  |
| 速动比率            | 0.40   | 0.48  | 0.60  | 0.72  |
| 现金比率            | 0.31   | 0.38  | 0.50  | 0.62  |
| 资产负债率 (%)       | 66.60  | 63.49 | 60.50 | 57.60 |
| <b>经营效率</b>     |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 18.00  | 16.62 | 16.41 | 16.60 |
| 存货周转天数          | 35.20  | 33.00 | 34.18 | 34.38 |
| 总资产周转率          | 0.41   | 0.42  | 0.42  | 0.41  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 2.71   | 2.75  | 2.99  | 3.14  |
| 每股净资产           | 9.77   | 11.03 | 12.51 | 14.00 |
| 每股经营现金流         | 2.17   | 5.77  | 6.53  | 6.64  |
| 每股股利            | 1.49   | 1.51  | 1.65  | 1.73  |
| <b>估值分析</b>     |        |       |       |       |
| PE              | 9      | 8     | 8     | 7     |
| PB              | 2.4    | 2.1   | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA       | 4.35   | 4.26  | 4.04  | 3.93  |
| 股息收益率 (%)       | 6.46   | 6.55  | 7.14  | 7.48  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 27,151  | 26,964  | 29,375  | 30,791  |
| 折旧和摊销       | 15,115  | 15,251  | 15,463  | 15,498  |
| 营运资金变动      | -28,251 | -2,876  | 360     | 249     |
| 经营活动现金流     | 16,168  | 42,939  | 48,601  | 49,422  |
| 资本开支        | -17,987 | -16,942 | -17,158 | -17,388 |
| 投资          | 3,241   | 42      | 85      | 35      |
| 投资活动现金流     | -12,203 | -14,627 | -14,706 | -14,945 |
| 股权募资        | 5,119   | 0       | 0       | 0       |
| 债务募资        | 9,605   | -3,150  | -2,650  | -2,550  |
| 筹资活动现金流     | -32,513 | -19,347 | -18,884 | -19,291 |
| 现金净流量       | -28,045 | 8,965   | 15,012  | 15,187  |

## 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收到任何形式的补偿。

## 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