

动力煤

兖矿能源 (600188.SH)

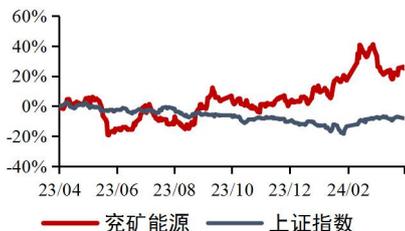
买入-A(维持)

内生外延驱动成长，高比例分红保障高股息率持续

2024年4月10日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月9日

收盘价(元)：	24.39
年内最高/最低(元)：	35.88/16.49
流通A股/总股本(亿)：	45.29/74.39
流通A股市值(亿)：	1,104.52
总市值(亿)：	1,814.46

资料来源：最闻

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益：	2.74
摊薄每股收益：	2.74
每股净资产(元)：	15.91
净资产收益率：	22.94

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年年度报告：报告期内公司实现营业收入1500.25亿元，同比-33.31%；归母净利润201.40亿元，同比-39.62%；扣非后归母净利润185.91亿元，同比-38.61%；经营活动净现金流量161.68亿元，同比-72.56%；基本每股收益为2.74元，同比-39.78%；加权平均ROE为21.91%，同比减少17.57个百分点。

事件点评

➢ 商品煤产量恢复实现增长；年度吨煤售价回落，毛利率降低。公司2023年自产商品煤13210.7万吨，同比+0.61%；销量12702.4万吨，同比变化-6.21%。产量实现增长主要原因是收购母公司旗下鲁西矿业和新疆能化实现并表，同时，兖煤澳洲和兖煤国际生产条件改善，分别实现商品煤产量增长13.51%和10.79%。2023年国内外煤价回落，秦港动力末煤、纽卡斯尔港动力煤及澳洲峰景矿硬焦煤年度均价分别同比变化-23.99%、-40.58%和-19.47%。受此影响，公司煤炭售价回落，年度平均803.15元/吨，同比-25.49%；新疆能化并表拉低平均成本，公司年度煤炭平均销售成本388.36元/吨，同比-10.90%；吨煤毛利平均414.79元/吨，同比-35.4%。

➢ 煤化工产销同增，但售价下行幅度超过成本，毛利降低。由于榆林能化去年同期检修、未来能源调整产品结构等影响，2023年公司实现煤化工产销同增，合计化工产品产量858.7万吨，同比+8.97%；销量786.2万吨，同比+7.64%。公司化工产品平均价格为3357.67元/吨，同比变化-6.88%，单位毛利为670.06元/吨，同比-12.29%。其中，受下半年需求改善，煤价下行导致的成本下降，乙二醇、石脑油盈利改善，吨毛利分别实现575.45元/吨和4374.02元/吨，同比分别变化+57.88%和+12.83%。

➢ 内生外延持续，公司煤炭产能仍有扩大空间；2024年Q1海外煤价上涨利好公司业绩。公司万福煤矿（180万吨/年）预计2024年投产；新疆能化所属新疆准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程（1000万吨/年）项预计2025年建成投产。公司煤炭板块内生及外延增长仍将持续，公司可持续发展能力较强。另外，2024年以来海外煤炭价格持续反弹，公司海外煤炭企业盈利能力有望持续，利好公司整体表现。

➢ 资本开支基本稳定，分红比例有保障，股息率有望保持高位。公司2024年资本开支计划197.02亿元，同比+8.71%。根据公司《关于确定2023-2025年度利润分配政策的公告》，2023-2025年度利润分配政策应占公司该年度扣法定储备后净利润的约百分之六十。公司3月28日《2023年度利润分



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



配方案公告》，拟每股派发现金股利 1.49 元（含税），每股派送红股 0.3 股，合计现金分红金额达到 110.85 亿元（含税），占扣法定储备后净利润的 60%。以 2024 年 4 月 9 日收盘价 24.39 元/股计算，股息率约为 6.11%。公司海内外布局优势资源，未来盈利可期，股息率有望维持较高水平。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.74\2.75\2.87 元，对应公司 4 月 9 日收盘价 24.39 元，2024-2026 年动态 PE 分别为 8.9\8.9\8.5 倍，继续给予“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；新建项目投产不及预期、海外煤炭价格持续下行风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	200,829	150,025	178,181	180,858	183,673
YoY(%)	32.1	-25.3	18.8	1.5	1.6
净利润(百万元)	31,236	20,584	20,361	20,482	21,342
YoY(%)	92.1	-34.1	-1.1	0.6	4.2
毛利率(%)	40.9	40.6	36.1	35.6	35.7
EPS(摊薄/元)	4.20	2.77	2.74	2.75	2.87
ROE(%)	30.8	22.9	19.6	18.1	17.3
P/E(倍)	5.8	8.8	8.9	8.9	8.5
P/B(倍)	2.2	3.2	2.7	2.5	2.3
净利率(%)	15.6	13.7	11.4	11.3	11.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

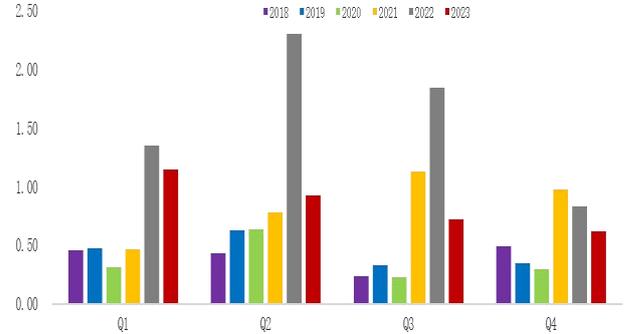


图 1：2012-2023 年公司分季度毛利率和净利率



资料来源：wind、山西证券研究所

图 2：2018-2023 年公司分季度 EPS（元/股）



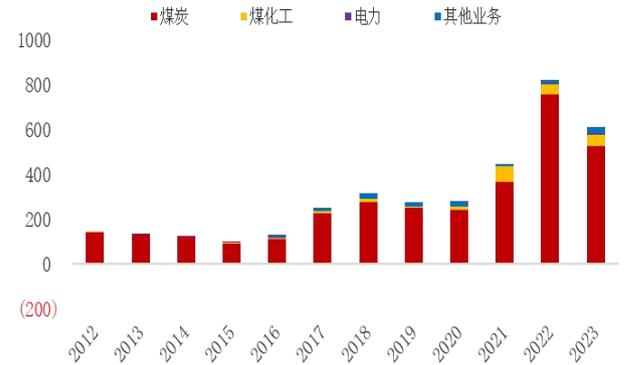
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2012-2023 年公司分业务收入（亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所

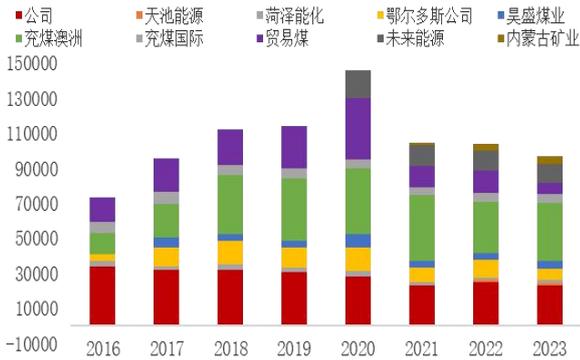
图 4：2012-2023 年分业务毛利（亿元）



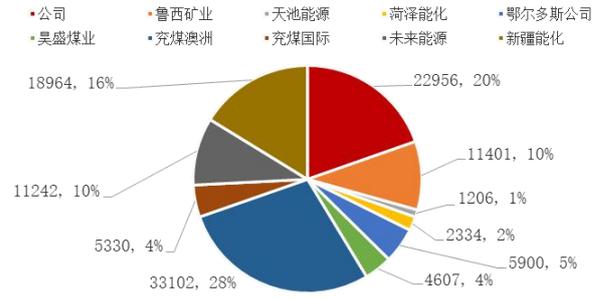
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：2016-2023 年分机构商品煤销量（千吨）

图 6：2023 年自产商品煤销量构成（千吨）

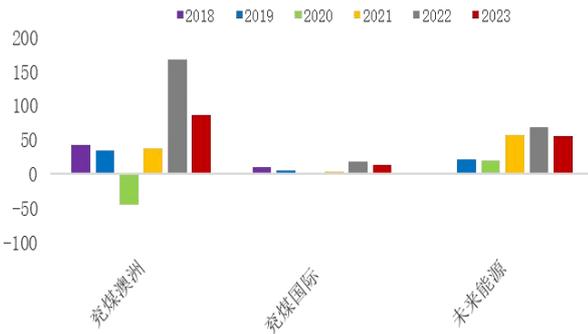


资料来源: wind、山西证券研究所



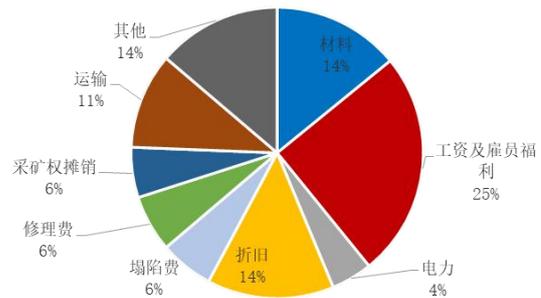
资料来源: wind、山西证券研究所

图 7: 2018-2023 年主要子公司净利润 (亿元)



资料来源: wind、山西证券研究所

图 8: 2023 年自产煤单位成本构成



资料来源: wind、山西证券研究所

表 1: 公司煤炭分季度煤炭销量、价格、成本 (单位: 百万吨、元/吨)

煤炭产量	2022Q3	2022Q4	2023Q3	2023Q4	Q4oQ4	2022	2023	YoY
集团合计	40841.00	31509.00	39910.00	34813.00	10.49%	131308.00	132108.00	0.61%
公司	6424.00	5284.00	5653.00	6463.00	22.31%	24947.00	23978.00	-3.88%
菏泽能化	450.00	252.00	623.00	720.00	185.71%	1686.00	2645.00	56.88%
鲁西矿业		2993.00		2646.00	-11.59%	11313.00	10798.00	-4.55%
天池能源	237.00	242.00	411.00	358.00	47.93%	1086.00	1201.00	10.59%
未来能源	4556.00	4280.00	4048.00	3984.00	-6.92%	17368.00	17218.00	-0.86%
鄂尔多斯公司	2904.00	2747.00	2127.00	1791.00	-34.80%	11711.00	9614.00	-17.91%
吴盛煤业	1520.00	1608.00	1270.00	993.00	-38.25%	4284.00	4601.00	7.40%
内蒙古矿业	1471.00	614.00	1116.00	1225.00	99.51%	4090.00	3826.00	-6.45%
新疆能化	14913.00	5553.00	13935.00	5427.00	-2.27%	20466.00	19362.00	-5.39%

兖煤澳洲	7231.00	6655.00	9304.00	9725.00	46.13%	29435.00	33412.00	13.51%
兖煤国际	1135.00	1281.00	1423.00	1481.00	15.61%	4922.00	5453.00	10.79%
贸易煤					/	/	/	/
煤炭销量	2022Q3	2022Q4	2023Q3	2023Q4	Q4oQ4	2022	2023	YoY
集团合计	40289.00	34240.00	39073.00	27857.00	-18.64%	135440.00	127024.00	-6.21%
公司	5549.00	5940.00	5184.00	5908.00	-0.54%	25058.00	22956.00	-8.39%
菏泽能化	347.00	421.00	574.00	643.00	52.73%	1591.00	2334.00	46.70%
鲁西矿业		3090.00		2658.00	-13.98%	10933.00	11401.00	4.28%
天池能源	244.00	237.00	407.00	387.00	63.29%	1086.00	1206.00	11.05%
未来能源	3071.00	2933.00	2407.00	2517.00	-14.18%	11285.00	11242.00	-0.38%
鄂尔多斯公司	2317.00	2021.00	1034.00	1397.00	-30.88%	9859.00	5900.00	-40.16%
昊盛煤业	1550.00	1559.00	1278.00	1029.00	-34.00%	4215.00	4607.00	9.30%
内蒙古矿业	1486.00	688.00	1185.00	1201.00	74.56%	3946.00	3931.00	-0.38%
新疆能化	14729.00	5810.00	13654.00	5310.00	-8.61%	20539.00	18964.00	-7.67%
兖煤澳洲	6734.00	6866.00	8617.00	10110.00	47.25%	29253.00	33102.00	13.16%
兖煤国际	1144.00	1223.00	1305.00	1508.00	23.30%	4880.00	5330.00	9.22%
贸易煤	3118.00	3452.00	3428.00	-4811.00	-239.37%	12795.00	6051.00	-52.71%
吨煤价格	2022Q3	2022Q4	2023Q3	2023Q4	Q4oQ4	2022	2023	YoY
集团平均	1198.70	1063.51	817.42	668.20	-37.17%	1077.90	803.15	-25.49%
公司	1156.92	1067.02	784.15	875.13	-17.98%	1134.32	909.06	-19.86%
菏泽能化	1940.12	1896.21	1261.71	1299.97	-31.44%	1957.54	1394.22	-28.78%
鲁西矿业						1466.10	1206.92	
山西能化	659.15	851.25	501.31	558.00	-34.45%	657.38	558.93	-14.98%
未来能源	716.72	892.74	577.63	569.32	-36.23%	796.23	598.16	-24.88%
鄂尔多斯能化	598.69	634.37	327.08	367.04	-42.14%	602.84	398.15	-33.95%
昊盛煤业	734.20	831.35	552.83	619.89	-25.44%	772.18	562.34	-27.18%
内蒙古矿业	649.81	590.70	504.42	564.56	-4.43%	633.51	521.21	-17.73%
新疆能化						194.08	162.60	
兖煤澳洲	1949.05	1927.71	834.83	1005.12	-47.86%	1647.20	1063.73	-35.42%
兖煤国际	1400.29	1384.50	589.12	712.41	-48.54%	1127.94	830.01	-26.41%
贸易煤	1785.55	1038.49	961.65	1308.70	26.02%	1512.43	1161.81	-23.18%
吨煤成本	2022Q3	2022Q4	2023Q3	2023Q4	Q4oQ4	2022	2023	YoY
集团合计	458.21	436.95	428.53	187.60	-57.07%	435.76	388.36	-10.9%
公司	293.03	341.23	253.96	297.49	-12.82%	328.71	317.05	-3.55%
菏泽能化	558.81	1217.15	529.78	806.56	-33.73%	766.38	634.33	-17.23%
鲁西矿业						615.26	604.10	
天池能源	359.66	473.21	273.81	287.44	-39.26%	386.88	337.41	-12.79%
未来能源	136.97	130.50	124.26	59.21	-54.63%	145.65	132.84	-8.80%
鄂尔多斯能化	43.32	356.02	444.51	144.74	-59.35%	174.56	195.57	12.04%
昊盛煤业	353.29	362.97	384.41	344.84	-4.99%	422.12	358.51	-15.07%
内蒙古矿业	229.34	332.41	156.02	297.07	-10.63%	292.82	331.33	13.15%
新疆能化						85.25	101.86	

兖煤澳洲	578.15	648.36	478.38	544.16	-16.07%	548.20	574.04	4.71%
兖煤国际	513.71	503.77	422.49	501.86	-0.38%	460.98	474.89	3.02%
贸易煤	1712.90	1030.11	978.86	1290.92	25.32%	1485.68	1166.56	-21.48%
吨煤毛利	2022Q3	2022Q4	2023Q3	2023Q4	Q4oQ4	2022	2023	YoY
集团合计	740.49	626.56	388.88	480.59	-23.30%	642.14	414.79	-35.4%
公司	863.89	725.79	530.19	577.64	-20.41%	805.61	592.01	-26.5%
菏泽能化	1381.31	679.06	731.93	493.41	-27.34%	1191.16	759.89	-36.2%
鲁西矿业						850.84	602.82	
天池能源	299.49	378.04	227.49	270.55	-28.43%	270.50	221.52	-18.1%
未来能源	579.75	762.23	453.37	510.11	-33.08%	650.58	465.32	-28.5%
鄂尔多斯能化	555.37	278.35	-117.43	222.31	-20.13%	428.28	202.58	-52.7%
昊盛煤业	380.91	468.38	168.41	275.04	-41.28%	350.06	203.83	-41.8%
内蒙古矿业	420.47	258.29	348.40	267.48	3.56%	340.69	189.88	-44.3%
新疆能化						108.83	60.74	
兖煤澳洲	1370.91	1279.34	356.45	460.97	-63.97%	1099.00	489.69	-55.4%
兖煤国际	886.57	880.73	166.63	210.55	-76.09%	666.96	355.12	-46.8%
贸易煤	72.65	8.37	-17.22	17.78	112.39%	26.75	-4.75	-117.8%

资料来源：公司 2022、2023 年度报告；公司 2022-2023 年第一、三季度及半年度报告；山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	88699	96169	66728	91870	73164
现金	45178	37597	15742	33277	22495
应收票据及应收账款	6690	7815	5923	9593	5324
预付账款	4129	5074	4165	5999	3908
存货	8917	7742	10977	9397	10617
其他流动资产	23786	37941	29920	33605	30820
非流动资产	207097	258109	271121	266870	260895
长期投资	22330	23993	27656	31223	35071
固定资产	82961	112476	123178	116787	109390
无形资产	59737	67156	66581	68249	68523
其他非流动资产	42069	54485	53707	50611	47911
资产总计	295796	354278	337849	358740	334059
流动负债	83165	123109	107131	128903	105212
短期借款	1319	4084	4084	4084	4084
应付票据及应付账款	29772	31430	31984	39648	29370
其他流动负债	52074	87595	71063	85171	71758
非流动负债	84545	112835	93881	80393	65662
长期借款	59017	73528	59120	44023	28849
其他非流动负债	25529	39307	34761	36370	36813
负债合计	167710	235944	201011	209296	170874
少数股东权益	33350	45640	53136	59670	66479
股本	4949	7439	9671	9671	9671
资本公积	1713	-79	421	421	421
留存收益	78178	51865	64959	77779	91321
归属母公司股东权益	94735	72694	83702	89774	96705
负债和股东权益	295796	354278	337849	358740	334059

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	53450	16168	39778	57399	28543
净利润	39438	27151	26857	27016	28151
折旧摊销	10761	14839	14199	15681	16384
财务费用	5052	3904	2827	2354	1785
投资损失	-2156	-2259	-1739	-1773	-1989
营运资金变动	-3878	-27198	-2367	14165	-15767
其他经营现金流	4233	-270	2	-45	-22
投资活动现金流	-12632	-12203	-25473	-9613	-8399
筹资活动现金流	-43271	-32513	-36159	-30252	-30926
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.20	2.77	2.74	2.75	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	7.18	2.17	5.35	7.72	3.84
每股净资产(最新摊薄)	10.95	7.55	9.03	9.84	10.78

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	200829	150025	178181	180858	183673
营业成本	118609	89061	113947	116475	118121
营业税金及附加	6790	6432	7639	7754	7874
营业费用	6338	5002	5782	5949	6001
管理费用	6589	8482	10074	10225	10384
研发费用	2117	2907	3452	3504	3559
财务费用	5052	3904	2827	2354	1785
资产减值损失	-2347	86	102	104	105
公允价值变动收益	-117	90	-14	38	12
投资净收益	2156	2259	1739	1773	1989
营业利润	54096	36963	36562	36779	38326
营业外收入	388	368	368	368	368
营业外支出	326	323	323	323	323
利润总额	54159	37009	36607	36825	38371
所得税	14720	9857	9750	9808	10220
税后利润	39438	27151	26857	27016	28151
少数股东损益	8203	6567	6496	6535	6809
归属母公司净利润	31236	20584	20361	20482	21342
EBITDA	67253	55144	52912	54127	55796

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	32.1	-25.3	18.8	1.5	1.6
营业利润(%)	122.9	-31.7	-1.1	0.6	4.2
归属于母公司净利润(%)	92.1	-34.1	-1.1	0.6	4.2
获利能力					
毛利率(%)	40.9	40.6	36.1	35.6	35.7
净利率(%)	15.6	13.7	11.4	11.3	11.6
ROE(%)	30.8	22.9	19.6	18.1	17.3
ROIC(%)	23.2	15.8	16.0	16.7	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	56.7	66.6	59.5	58.3	51.2
流动比率	1.1	0.8	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.7	0.4	0.2	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	31.2	20.7	25.9	23.3	24.6
应付账款周转率	4.3	2.9	3.6	3.3	3.4
估值比率					
P/E	5.8	8.8	8.9	8.9	8.5
P/B	2.2	3.2	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	4.6	6.5	6.9	6.3	6.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

