

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖矿能源(600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

李春驰能源行业分析师

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

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

内生外延协同发展，远期成长空间广阔

2024年04月27日

事件: 4月26日兖矿能源发布2024年一季度财务报告,公司实现营业收入396亿元,同比-20.76%;归母净利润37.57亿元,同比-41.85%;扣非后归母净利润为36.67亿元,同比-36.4%;经营活动产生的现金流量净额54.68亿元,同比+0.45%。

点评:

- **一季度煤炭产销量稳步增长,煤炭生产成本同比下降。产销量:** 2024年一季度公司商品煤产量3464万吨,同比+15.43%;煤炭销量3418万吨,同比+7.11%;其中自产煤销量为3113万吨,同比+12.7%。**价格:** 2024年一季度公司实现煤炭业务收入248.5亿元,同比-24.2%;其中自产煤实现销售收入210.3亿元,同比-20.5%;自产煤平均售价为676元/吨,同比-29.4%。24年一季度受传统淡旺季因素影响,煤炭价格面临一定程度回调。公司煤炭价格同比下滑幅度较大,主要是市场煤占比比较高以及海外煤炭价格回落幅度更大。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:** 公司一季度煤炭业务成本152.3亿元,同比-13%;其中自产煤平均成本为394元/吨,同比-9.95%。随着公司产量提升和强化降本措施,我们预期公司全年煤炭生产成本有望保持下降态势。
- **煤化工: 化工品销量小幅下滑,降本提效措施下化工品成本得以改善。产销量:** 2024年一季度,公司煤化工产品产量216.4万吨,同比+1.8%;销量188.1万吨,同比-3.6%。分产品来看,甲醇产量107.4万吨,同比+5.4%,销量98.6万吨,同比-0.9%;醋酸产量24.6万吨,同比-14.6%,销量15.9万吨,同比-13.6%。**价格:** 2024年一季度,公司煤化工业务实现收入62.58亿元,同比-4%,其中甲醇实现销售17.4亿元,甲醇销售单价1765元/吨,同比-7.3%;醋酸实现销售4.17亿元,醋酸销售单价2623元/吨,同比+1.8%。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:** 2024年一季度,公司煤化工业务成本52.09亿元,同比-6.4%,其中甲醇成本15.57亿元,甲醇单位销售成本1579元/吨,同比-17.4%;醋酸销售成本4.13亿元,醋酸单位销售成本2597元/吨,同比-4.2%。
- **公司内生外延协同发展,远期成长空间广阔。**内生成长方面,公司规划发展8个优势项目,其中矿业方面加快推进5个项目,分别为五彩湾四号露天矿、霍林河一号煤矿、刘三圪旦煤矿、曹四天钼矿和嘎鲁图煤矿项目;高端化工新材料方面推进3个项目,分别为未来能源50万吨高温费托、新疆准东80万吨烯烃和荣信化工80万吨烯烃项目。外延成长方面,公司将积极履行同业竞争承诺,按照《发展战略纲要》的3亿吨目标,稳步推进收购控股股东的煤炭资产。

- **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
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>1

预计未来 3 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 211、237、265 亿元，EPS 为 2.84、3.18、3.56 元/股，对应 PE 为 8.19、7.30、6.52 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	1,508	1,626	1,757
同比(%)	48.0%	-33.3%	0.5%	7.8%	8.0%
归属母公司净利润（亿元）	334	201	211	237	265
同比(%)	105.2%	-39.6%	4.8%	12.2%	11.9%
毛利率(%)	42.4%	40.6%	38.4%	39.3%	40.0%
ROE(%)	33.4%	27.7%	25.4%	22.2%	19.9%
EPS（摊薄）（元）	4.48	2.71	2.84	3.18	3.56
P/E	5.18	8.58	8.19	7.30	6.52
P/B	1.73	2.38	2.08	1.62	1.30
EV/EBITDA	2.25	3.89	3.67	2.94	2.25

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 4 月 26 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	1,128	1,479	1,940	
货币资金	666	376	556	886	1,324	
应收票据	12	9	8	9	10	
应收账款	81	69	63	68	73	
预付账款	42	51	46	49	53	
存货	97	77	77	82	88	
其他	366	379	378	384	392	
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	3,838	4,306	4,872	
流动负债	1,313	1,231	1,285	1,368	1,460	
短期借款	65	41	61	81	101	
应付票据	115	119	129	137	146	
应付账款	234	196	194	206	219	
其他	900	876	901	944	994	
非流动负债	1,022	1,128	1,177	1,226	1,325	
长期借款	428	614	714	814	914	
其他	594	515	464	413	412	
负债合计	2,336	2,359	2,462	2,594	2,786	
少数股东权益	441	456	545	643	752	
归属母公司股东权益	999	727	832	1,069	1,334	
负债和股东权益	3,775	3,543	3,838	4,306	4,872	

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	1,508	1,626	1,757	
同比(%)	48.0%	-33.3%	0.5%	7.8%	8.0%	
归属母公司净利润	334	201	211	237	265	
同比(%)	105.2%	-39.6%	4.8%	12.2%	11.9%	
毛利率(%)	42.4%	40.6%	38.4%	39.3%	40.0%	
ROE%	33.4%	27.7%	25.4%	22.2%	19.9%	
EPS(摊薄)(元)	4.48	2.71	2.84	3.18	3.56	
P/E	5.18	8.58	8.19	7.30	6.52	
P/B	1.73	2.38	2.08	1.62	1.30	
EV/EBITDA	2.25	3.89	3.67	2.94	2.25	

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	1,508	1,626	1,757	
营业成本	1,295	891	929	987	1,053	
营业税金及附加	81	64	53	57	61	
销售费用	68	50	45	49	53	
管理费用	86	85	45	49	53	
研发费用	29	29	15	16	18	
财务费用	61	39	32	33	33	
减值损失合计	-25	0	-6	-6	-6	
投资净收益	33	23	15	16	18	
其他	-12	5	2	2	2	
营业利润	625	370	399	447	499	
营业外收支	-3	0	0	0	0	
利润总额	621	370	399	447	499	
所得税	161	99	100	112	125	
净利润	460	272	299	335	374	
少数股东损益	122	66	84	94	105	
归属母公司净利润	334	201	211	237	265	
EBITDA	831	536	608	669	733	
EPS(当年)(元)	4.55	2.74	2.84	3.18	3.56	

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	551	599	660	
净利润	460	272	299	335	374	
折旧摊销	143	151	177	189	201	
财务费用	50	44	38	42	47	
投资损失	-33	-23	-15	-16	-18	
营运资金变动	-56	-283	46	43	50	
其它	25	0	6	6	6	
投资活动现金流	-149	-122	-297	-296	-294	
资本支出	-202	-180	-315	-315	-315	
长期投资	45	32	5	5	5	
其他	8	25	13	14	16	
筹资活动现金流	-463	-325	-80	27	72	
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	-47	
现金流净增加额	-13	-280	180	331	438	

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。