

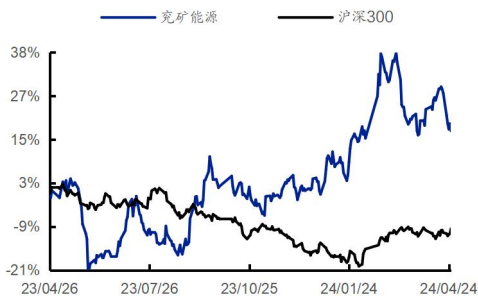
研究所:  
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn  
 联系人: 林国松 S0350123070007  
 lings@ghzq.com.cn

## 煤炭产销量恢复明显，煤价下跌影响短期盈利

### ——兖矿能源（600188）2024 年一季度报点评报告

# 告

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/04/26		
表现	1M	3M	12M
兖矿能源	-0.1%	2.2%	17.1%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

市场数据	2024/04/26
当前价格(元)	23.23
52 周价格区间(元)	16.49-35.88
总市值(百万)	172,816.58
流通市值(百万)	105,199.24
总股本(万股)	743,937.07
流通股本(万股)	452,859.41
日均成交额(百万)	864.69
近一月换手(%)	0.78

#### 相关报告

《兖矿能源（600188）2023 年报点评报告：Q4 业绩表现不俗，长期规模增长可期（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2024-03-29

《兖矿能源（600188）跟踪点评：兖煤澳大利亚产销恢复，价格回落后趋稳（买入）\*煤炭开采\*陈晨，王璇》——2024-01-21

《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

#### 事件：

4 月 27 日，兖矿能源发布 2024 年一季度报告：2024 年一季度，公司实现营业收入 396.3 亿元，同比-20.8%；归属于上市公司股东净利润 37.6 亿元，同比-41.9%，利润下降主要系煤价下跌所致；扣非后归属于上市公司股东净利润 36.7 亿元，同比-36.4%。

#### 投资要点：

- **煤炭业务：产销量恢复明显，售价下跌影响盈利。**
  - **产量：**2024 年一季度，公司实现商品煤产量 3463 万吨，同比+15.4%，商品煤销量 3418 万吨，同比+7.1%，产销增长主要由于天池能源、内蒙古矿业地质条件限产因素消除，产量分别同比增长+45.3%（+9.5 万吨）、+136.1%（+85.2 万吨），兖煤澳洲天气影响减小，产量同比+49.9%（+292.5 万吨）。
  - **价格：**一季度公司煤炭平均售价 727 元/吨，同比-29.2%，售价下跌导致煤炭业务收入下降，一季度煤炭业务收入下降 24.2%，其中自产煤均价 676 元/吨，同比-29.4%。**成本：**一季度公司煤炭平均销售成本 469 元/吨，同比-23.6%，自产煤单位销售成本 394 元/吨，同比-10.0%。其中，内蒙古矿业吨煤销售成本同比-48.2%，主要系商品煤销量同比增加导致。
- **煤化工业务：产销量基本持平，成本管控盈利改善。**2024 年一季度公司化工产品产量 216.4 万吨，同比+1.8%；销量 188.1 万吨，同比-3.6%，公司化工产品综合价格为 3327 元/吨，同比-0.4%，单位成本为 2769 元/吨，同比-2.9%，单位毛利为 558 元/吨，同比+14.2%。主要化工产品价格多有下降，而成本下降幅度超过价格，导致煤化工业务毛利走扩，实现 10.5 亿元，同比+10%。
- **2023 年报高分红延续。**2023 年，公司拟计划每 10 股派息数 14.9 元（含税），且每 10 股送 3 股，现金分红金额 110.8 亿元，分红比

《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

率 55.04%（占扣除法定储备后净利润的 60.0%）。

- **公司成长空间广阔。**2023 年公司完成鲁西矿业（核定产能 1900 万吨），新疆能化（合计核定产能 2089 万吨）51%股权收购，未来仍有万福煤矿（180 万吨/年）、五彩湾四号煤矿（1,000 万吨/年）分别计划在 2024/2025 年投产。实际生产方面，2024 年公司计划生产商品煤约 1.4 亿吨，较 2023 年接近 1.3 亿吨生产量增长近 1000 万吨。此外，据公司 2021 年《发展战略纲要》，未来力争 5-10 年煤炭产量规模达到 3 亿吨/年，成长空间广阔。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1537.2/1613.1/1664.9 亿元，同比+2%/+5%/+3%，归母净利润分别为 185.2/200.9/211.7 亿元，同比-8%/+8%/+5%；EPS 分别为 2.49/2.70/2.84 元，对应当前股价 PE 为 9.3/8.6/8.2 倍。考虑到公司澳洲、内蒙等地煤矿产能利用率仍有提升空间，未来黄草湖勘查区、准东五彩湾四号露天矿等矿区产量增长空间大，且高分红高股息彰显投资价值，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	150025	153721	161312	166487
增长率(%)	-33	2	5	3
归母净利润（百万元）	20140	18515	20087	21165
增长率(%)	-40	-8	8	5
摊薄每股收益（元）	2.71	2.49	2.70	2.84
ROE(%)	28	22	22	21
P/E	7.22	9.33	8.60	8.17
P/B	2.03	2.07	1.86	1.69
P/S	0.98	1.12	1.07	1.04
EV/EBITDA	3.89	3.85	3.37	2.97

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：充矿能源盈利预测表

证券代码:	600188				股价:	23.23				投资评级:	买入				日期:	2024.04.26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	28%	22%	22%	21%	EPS	2.74	2.49	2.70	2.84										
毛利率	41%	37%	37%	38%	BVPS	9.77	11.24	12.46	13.74										
期间费率	12%	10%	10%	10%	<b>估值</b>														
销售净利率	13%	12%	12%	13%	P/E	7.22	9.33	8.60	8.17										
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	2.07	1.86	1.69										
收入增长率	-33%	2%	5%	3%	P/S	0.98	1.12	1.07	1.04										
利润增长率	-40%	-8%	8%	5%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.41	0.41	0.40	0.39	营业收入	150025	153721	161312	166487										
应收账款周转率	20.00	21.86	22.12	21.94	营业成本	89061	97489	101378	104013										
存货周转率	10.23	12.02	11.73	11.65	营业税金及附加	6432	6590	6916	7138										
<b>偿债能力</b>					销售费用	5002	5073	5323	5494										
资产负债率	67%	65%	63%	61%	管理费用	8482	7840	8227	8491										
流动比	0.78	0.90	0.98	1.08	财务费用	3904	2998	2916	2865										
速动比	0.44	0.57	0.66	0.76	其他费用/(-收入)	2907	2978	3125	3226										
					<b>营业利润</b>	<b>36963</b>	<b>33245</b>	<b>36047</b>	<b>37968</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	45	45	45	45										
现金及现金等价物	37705	58440	71416	86873	<b>利润总额</b>	<b>37009</b>	<b>33291</b>	<b>36093</b>	<b>38014</b>										
应收款项	7815	8008	8403	8673	所得税费用	9857	8656	9384	9884										
存货净额	7742	8475	8813	9042	<b>净利润</b>	<b>27151</b>	<b>24635</b>	<b>26709</b>	<b>28130</b>										
其他流动资产	42907	43972	44643	45100	少数股东损益	6567	5959	6460	6804										
<b>流动资产合计</b>	<b>96169</b>	<b>118894</b>	<b>133275</b>	<b>149688</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20140</b>	<b>18515</b>	<b>20087</b>	<b>21165</b>										
固定资产	112476	125260	135466	143093															
在建工程	20205	20225	20242	20258	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	101435	99760	98301	96842	<b>经营活动现金流</b>	<b>16168</b>	<b>54544</b>	<b>55399</b>	<b>58603</b>										
长期股权投资	23993	24186	24380	24574	净利润	20140	18515	20087	21165										
<b>资产总计</b>	<b>354278</b>	<b>388326</b>	<b>411664</b>	<b>434455</b>	少数股东损益	6567	5959	6460	6804										
短期借款	4084	3584	3084	2584	折旧摊销	15115	21540	24120	26700										
应付款项	31430	34404	35777	36707	公允价值变动	-90	0	0	0										
合同负债	5091	5217	5474	5650	营运资金变动	-28251	6872	2873	1946										
其他流动负债	82503	88657	91305	93101	<b>投资活动现金流</b>	<b>-12203</b>	<b>-31111</b>	<b>-30692</b>	<b>-30614</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>123109</b>	<b>131862</b>	<b>135640</b>	<b>138042</b>	资本支出	-17987	-33289	-33289	-33289										
长期借款及应付债券	73528	82528	86528	90528	长期投资	3241	168	168	168										
其他长期负债	39307	38542	38442	38342	其他	2543	2010	2429	2507										
<b>长期负债合计</b>	<b>112835</b>	<b>121070</b>	<b>124970</b>	<b>128870</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-32513</b>	<b>-2521</b>	<b>-11731</b>	<b>-12532</b>										
<b>负债合计</b>	<b>235944</b>	<b>252932</b>	<b>260610</b>	<b>266911</b>	债务融资	9605	9012	3400	3400										
股本	7439	7439	7439	7439	权益融资	5119	188	0	0										
股东权益	118334	135394	151054	167543	其它	-47237	-11722	-15131	-15932										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>354278</b>	<b>388326</b>	<b>411664</b>	<b>434455</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-28045</b>	<b>20736</b>	<b>12976</b>	<b>15457</b>										

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

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1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。