

兖矿能源 (600188)

稀缺持续产能增长龙头煤企，稳定高分红叠加高现货比例凸显配置价值 买入 (首次)

2024年05月05日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书: S0600123070008

liaolq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	224,973	150,025	149,944	151,509	152,102
同比(%)	48.02	(33.31)	(0.05)	1.04	0.39
归母净利润(百万元)	33,357	20,140	19,828	21,214	22,074
同比(%)	105.16	(39.62)	(1.55)	6.99	4.05
EPS-最新摊薄(元/股)	4.48	2.71	2.67	2.85	2.97
P/E(现价&最新摊薄)	5.15	8.53	8.67	8.10	7.79

投资要点

- **外延并购+内生增长，预计公司产能持续扩张。**截至23年底，公司在产产能2.30亿吨/年，其中境内矿井在产产能1.21亿吨/年；境外矿井在产产能1.09亿吨/年。公司近三年外延并购与内生增长并举，产能不断扩张，2024-2025年随着万福煤矿（180万吨/年）、五彩湾煤矿（1000万吨/年）建成后，我们预期将合计新增1180万吨核定产能，届时公司核定产能为2.42亿吨/年，权益产能为1.48亿吨/年。受山东矿区煤炭资源自然衰减以及内蒙古矿业、昊盛煤业煤矿产能爬升影响，目前公司煤矿产量低于产能，未来随着石拉乌素煤矿和营盘壕煤矿逐步增产，煤炭产能利用率有望提高。此外，公司背靠山东能源集团，截至2022年末，剔除上市公司之后，山东能源集团仍拥有煤炭资源储量177.5亿吨，开采储量56.86亿吨，核定产能9288万吨，集团煤炭资产有望逐步注入上市公司，未来公司产能扩张可期。
- **煤炭市场定价比例高，煤价高位增厚公司业绩。**公司长协煤占比较低，2023年仅26%，而现货比例高达74%，受益于此，公司在煤价上行阶段将表现出高利润弹性。假设2024年公司全年销售均价与2023年持平，在吨煤成本没有大幅变动的情况下，我们预期2024年兖煤澳洲有望贡献归母净利润59.21亿元。此外，基于2023年公司的综合售价进行测算，我们预计24年公司境内煤炭板块贡献归母净利润约131亿元，煤炭板块总体利润约198亿元。
- **国际油价持续上行，煤化工盈利有望触底回升。**24年以来，受OPEC+及俄罗斯减产影响，全球原油供给偏紧，原油价格中枢一路抬升并站稳80美元/桶上方。截至24年4月5日，布伦特原油现货报收93.52美元/桶，相比23年均价86.92美元/桶上涨7.59%。而油价上涨为煤化工产品提供成本端支撑，受此影响，公司煤化工板块盈利有望触底回升。按照当前价格测算，24年公司煤化工板块税后净利润亏损有望收窄至7.92亿元。受益于行业供需格局改善，煤化工业务盈利有望触底反弹。
- **承诺最低现金分红股利，稳定经营高分红凸显配置价值。**公司承诺23-25年保底现金分红为0.5元/股，并且应占扣除法定储备后净利润的约60%。此外，根据公司3月28日《2023年度利润分配方案公告》，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），A股分红率55%，H股分红率62%。按照2024年4月30日股价，A股股息率6.45%，H股股息率9.46%。公司目前现金流充裕稳定，有望继续维持较高的现金分红比例。
- **盈利预测与估值：**从PE估值法角度，我们预计未来3-5年内煤价高位运行，公司作为华东地区最大的煤炭生产商，我们预计24-26年公司归母净利润分别为198.28、212.14和220.74亿元，EPS分别为2.67、2.85、2.97元，对应PE估值为9、8、8倍。而A股主要可比公司中国神华、陕西煤业、广汇能源的24年PE估值均值为10倍，对应公司还有近14%的估值修复空间。再者，从股息率角度，假设2024年分红比例60%，则预测24年分红金额118.97亿元，按照2024年4月30日股价计算股息率6.92%；公司稳定经营，兼具成长和高分红属性，因此我们预期未来在低利率市场环境下，公司股息率有望进一步降低至5.5%左右，则公司股价仍有近26%的上行空间。因此考虑公司兼具业绩弹性和高股息属性，因此首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内经济增速大幅下滑；煤炭下游需求不及预期；安全生产事故导致

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.10
一年最低/最高价	16.49/35.88
市净率(倍)	2.89
流通A股市值(百万元)	104,610.52
总市值(百万元)	171,849.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.99
资产负债率(% ,LF)	65.23
总股本(百万股)	7,439.37
流通A股(百万股)	4,528.59

相关研究

煤炭产量不及预期。

内容目录

1. 立足华东本部，布局全球市场	6
1.1. 兖矿合并山东能源，股权结构简明清晰.....	6
1.2. 立足煤炭主业，兼顾多元化业务发展.....	6
2. 聚焦核心主业，打造煤炭生产龙头	8
2.1. 外延并购+内生增长，逆势扩张独具成长基因	8
2.2. 背靠山东能源集团，未来注入空间巨大.....	12
3. 市场定价占比高，充分受益于价格上涨带来的业绩弹性	15
3.1. 国内限价政策影响小，高业绩弹性优势凸显.....	15
3.2. 煤炭毛利率行业领先，煤价高位增厚公司业绩.....	17
4. 产业链拓展延伸，煤化工聚焦高端化转型	20
4.1. 全球宏观经济企稳回升，煤化工行业景气度回暖.....	20
4.2. 煤化工资产注入，公司产能持续扩张.....	21
4.3. 国际油价持续上行，煤化工盈利有望触底回升.....	23
5. 公司经营情况稳定，承诺 23-25 年分红比例稳定分红预期	25
6. 盈利预测及公司估值	28
6.1. 主要业务贡献拆分.....	29
6.2. 盈利预测与估值.....	29
7. 风险提示	30

图表目录

图 1: 截至 24 年 1 月末, 公司股权结构	6
图 2: 公司营收结构及煤炭业务收入占比 (亿元, %)	7
图 3: 公司毛利结构及煤炭业务毛利占比 (亿元, %)	7
图 4: 公司各业务营业收入占比变化 (%)	7
图 5: 公司主营业务的毛利率变化情况 (%)	7
图 6: 公司可采储量分布 (截至 2023 年)	9
图 7: 公司 2017-2023 年自产煤产量变化 (万吨, %)	12
图 8: 2023 年公司产量分布情况 (%)	12
图 9: 公司煤炭销售结构 (截至 2023 年)	16
图 10: 2023 年公司长协煤占比仅 26%	16
图 11: 公司吨煤销售价格 (元/吨)	16
图 12: 公司吨煤销售成本 (元/吨)	16
图 13: 公司煤炭业务销售收入及增速 (亿元, %)	17
图 14: 公司煤炭业务销售毛利润及增速 (亿元, %)	17
图 15: 吨煤成本比较分析 (元/吨)	17
图 16: 煤企毛利率比较分析 (%)	17
图 17: 兖煤澳洲煤价与澳洲产主焦煤京唐港库提价及 NEWC 价格指数对比	18
图 18: 2019 以来 NEWC 价格指数走势对比 (美元/吨)	18
图 19: 全球主要经济体 GDP 当季同比 (%)	20
图 20: 美国化工 PPI 同比 (%)	20
图 21: 中国化工 PPI 同比 (%)	21
图 22: 中国化工产品价格指数	21
图 23: 公司煤化工板块毛利率与原油价格关联性较强	23
图 24: 甲醇现货与期货价格 (元/吨)	23
图 25: 公司归母净利润自 2018 年变化趋势 (亿元, %)	25
图 26: 公司资产负债率在 60%-70% 波动 (%)	25
图 27: ROE (摊薄) 比较 (%)	26
图 28: 公司资本性支出增速放缓 (亿元, %)	27
图 29: 近年来公司年折旧额稳步增加 (亿元, %)	27
图 30: 公司经营性净现金流中枢上升 (亿元, %)	28
图 31: 公司账上现金流充裕 (亿元, %)	28
图 32: 公司 2023 年 A 股股利支付率达 55%	28
表 1: 截至 2023 年, 兖矿能源资源量和可采储量 (亿吨)	9
表 2: 截至 2023 年 12 月底, 公司煤矿概况汇总 (万吨, %)	10
表 3: 2023 年公司本部及各子公司产能利用率情况 (万吨, %)	12
表 4: 煤炭工业十三五、十四五规划对比 (亿吨, %, 亿吨/年, 处, 家, 人, 吨/人·年, 亿立方米)	13
表 5: 重组前后前十大集团原煤产量 (万吨/年, %)	14
表 6: 截至 2022 年末, 山东能源集团煤炭资源情况梳理 (除兖矿能源)	15
表 7: 山东能源集团重要在建矿井情况 (除兖矿能源)	15
表 8: 公司自产煤生产成本构成 (元/吨)	17
表 9: 兖煤澳洲收入利润测算 (元/吨, 澳元/吨, 万吨, 亿元)	18

表 10: 2024 年煤炭业务板块利润弹性测算 (元/吨, 万吨, 亿元)	19
表 11: 截至 2023 年 12 月底, 公司煤化工产能汇总 (% , 万吨/年)	22
表 12: 2024 年公司煤化工业务板块利润弹性测算 (元/吨, 万吨, 亿元)	24
表 13: 2018-2023 年公司有息债务结构 (亿元)	27
表 14: 公司主要业务假设及利润拆分 (百万元)	29
表 15: 可比公司估值表 (元/股, 倍)	30

1. 立足华东本部，布局全球市场

1.1. 兖矿合并山东能源，股权结构简明清晰

华东区动力煤龙头，境外多地上市。兖矿能源集团股份有限公司由山东能源集团（原兖矿集团）于1997年发起设立，1998年分别在香港、纽约（后于2017年退市）、上海三地上市。2004年，控股子公司兖煤澳洲成立，并于2012年在澳大利亚上市，兖矿能源成为中国首家拥有四地上市平台的煤炭公司。公司总部位于山东，其矿产资源分布于山东、陕西、内蒙古、新疆和澳大利亚等地，是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一。

控股股东合并重组，股权结构简明清晰。2020年，兖矿集团与原山东能源集团成功合并重组为山东能源集团，合并完成后，原山能集团的资产、负债，业务等一并并入原兖矿集团，原兖矿集团作为存续主体，更名为山东能源集团。截至2024年1月末，山东能源直接持有公司股权45.52%，为公司控股股东，公司实际控制人为山东省人民政府国资委。

图1：截至24年1月末，公司股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 立足煤炭主业，兼顾多元化业务发展

公司以煤炭和煤化工为主业，同时兼营小部分电力业务。

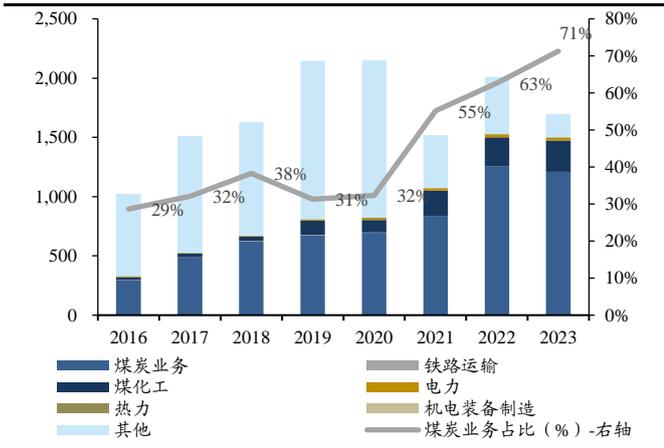
公司是国内动力煤龙头企业、华东地区最大的煤炭生产商。多年来，公司坚持以煤炭为主体，积极整合海内外煤炭资源，其煤炭主业已形成山东本部、晋陕蒙、新疆和澳洲四大基地，主要煤炭产品包括动力煤、喷吹煤、焦煤，适用于电力、冶金及化工等行业，主要销往我国的华东、华北、华南、西北等地区及日本、韩国、新加坡、澳大利亚等国家。煤化工方面，公司煤化工业务主要分布在山东、陕蒙地区；产品主要包括甲醇、乙二醇、醋酸、醋酸乙酯、粗液体蜡等。截至目前，公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国单体最大煤液化装置，是国内唯一一家同

时掌握低温费托合成和高温费托合成技术的企业。

煤炭业务为公司主要的收入和利润来源。2016年以来，公司煤炭收入占比持续保持增长态势，由2016年29%提升至2022年63%，2023年煤炭收入占比为71%。

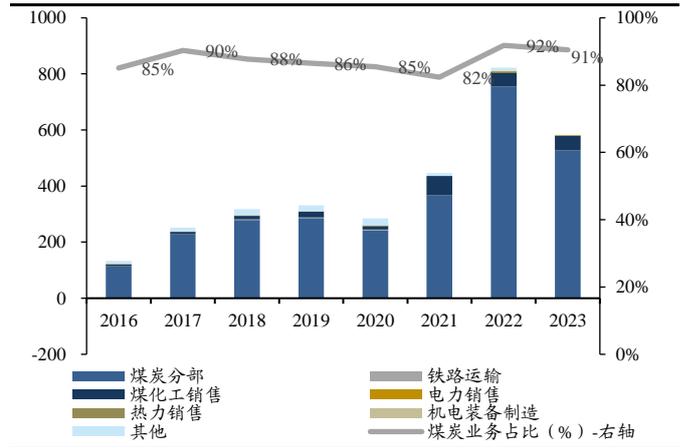
毛利方面，2019年以前，煤炭产品的毛利占比维持在85%-90%区间，2020年以来随着煤化工板块收入增长，煤炭部分毛利占比降至85%以下，煤化工产品毛利占比升至15%左右。2022年由于煤炭业务量价齐升，煤炭分部毛利占比大幅提升至92%。2023年公司煤炭分部毛利占比为91%，是公司利润的主要来源。

图2: 公司营收结构及煤炭业务收入占比 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司毛利结构及煤炭业务毛利占比 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

受益于煤价上涨，2022年公司毛利水平大幅上升。公司各个业务板块中，自产煤的毛利率水平最高。2013年以来，公司的自产煤业务毛利率维持在40%以上高水平。2016年以来，受益于供给侧改革带来的煤价大幅上涨，除了2020年，其余年份自产煤毛利率均高于50%，近两年由于行业供给紧张局面难改，煤价中枢上移，自产煤毛利率攀升，其中22年自产煤毛利率高达70%，23年自产煤毛利率56%，维持历史高位水平。

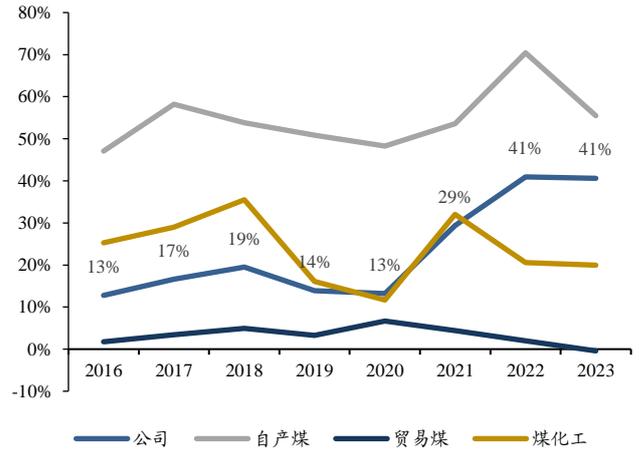
由于公司业务较多，且自产煤营收占比较低不高于50%，叠加贸易煤等毛利率较低的业务营收占比较高，因此2016-2020年公司整体毛利率不高于20%。而2021年以后，随着煤价大幅上涨，叠加自产煤比例提升，煤炭业务的营收及利润占比提升，公司整体毛利率明显提升，2023年公司整体毛利率达41%。

图4: 公司各业务营业收入占比变化 (%)

图5: 公司主营业务的毛利率变化情况 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 聚焦核心主业，打造煤炭生产龙头

2.1. 外延并购+内生增长，逆势扩张独具成长基因

以煤起家聚焦煤炭核心主业，海内外并购逆势扩张。公司 1997 年由原兖矿集团独家发起设立，1998 年上市，以煤起家坐拥兴隆庄、南屯、鲍店、东滩煤矿四座优质矿井，产能合计 2220 万吨。上市以后，公司先后从集团收购济宁二号、济宁三号煤矿，产能合计 990 万吨。2004 年，公司成功收购澳大利亚南田煤矿，成立兖煤澳大利亚有限公司，开启了行业境外收购的先河。2006 年，公司从集团收购山西能化 98% 股份，成功拓展煤化工业务板块。2020 年，公司控股股东兖矿集团与山东能源集团成功合并重组为山东能源集团，同时公司成功从集团收购鲁南化工、未来能源等优质煤化工资产，并剥离兖煤国际贸易有限公司以及兖煤国际（新加坡）有限公司两大贸易资产，煤炭主业更为聚焦。

截至目前，公司最主要业务板块为煤炭业务，其中境内矿井分布于山东（本部）、山西、内蒙古和新疆，运营主体主要包括公司本部、菏泽能化、鲁西矿业、山西能化、鄂尔多斯能化、昊盛煤业和新疆能化。而公司境外矿井主要位于澳洲，运营主体包括兖煤澳洲和兖煤国际。

坐拥亿吨级优质煤炭资源，产能规模位居行业前列。

资源量、储量方面，截至 2023 年，公司境内（包含鲁西矿业、新疆能化）、境外各矿区合计拥有中国国家标准下的资源量 468.07 亿吨，JORC 规范下可采储量 61.58 亿吨。其中境内中国国家标准下的资源量为 468.07 亿吨、可采储量 45.88 亿吨。其中，山东基地（主体为公司本部、菏泽能化、鲁西矿业）可采储量为 5.52 亿吨，占比 9%；晋陕蒙基地（主体为山西能化、鄂尔多斯能化、内蒙古矿业、昊盛煤业、未来能源）可采储量为 26.88 亿吨，占比 44%；澳洲基地（主体为兖煤澳洲、兖煤国际）可采储量为

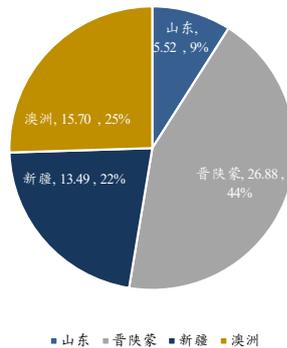
15.7 亿吨，占比 25%。

表1: 截至 2023 年, 兖矿能源资源量和可采储量 (亿吨)

主要矿区	地理位置	主要煤种	中国国家标准			JORC 规范	
			资源量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	可信储量 (亿吨)	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)
公司所属煤矿	山东省济宁市、内蒙古通辽市	动力煤	41.43	2.88	1.40	18.08	2.60
菏泽能化所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤	6.46	1.63	1.06	1.63	0.81
鲁西矿业所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤 动力煤	37.88	4.76	3.84	18.22	2.11
天池能源所属煤矿	山西省和顺县	动力煤	1.03	0.33	0.15	0.45	0.20
未来能源所属煤矿	陕西省榆林市	动力煤	16.11	6.32	2.26	9.43	4.78
鄂尔多斯公司所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	4.92	1.96	0.36	3.07	2.05
昊盛煤业所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	23.10	6.79	3.86	7.29	5.70
内蒙古矿业所属矿区	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	64.30	10.39	4.47	61.13	14.15
新疆能化所属矿区	新疆伊犁州、昌吉州	动力煤	272.85	13.56	9.87	264.18	13.49
境内矿井煤炭储量小计	-	-	468.07	48.62	27.28	383.49	45.88
兖煤澳洲所属煤矿	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	/	/	/	72.07	14.40
兖煤国际所属煤矿	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	/	/	/	15.41	1.30
境外矿井煤炭储量小计	-	-	/	/	/	87.48	15.70
合计	-	-	468.07	48.62	27.28	470.97	61.58

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司可采储量分布 (截至 2023 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

产能方面, 2023 年 12 月底, 公司在产核定产能为 2.30 亿吨/年, 在产权益产能为 1.42 亿吨/年; 分境内外看, 境内矿井在产核定产能为 1.21 亿吨/年, 权益产能 8662 万吨/年; 境外矿井核定产能 1.09 亿吨/年, 核定产能为 5583 万吨/年。

表2: 截至 2023 年 12 月底, 公司煤矿概况汇总(万吨, %)

	煤矿名称	煤种	权益占比 (%)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
公司本部	南屯煤矿	二号精煤 / 动力煤	100%	270	270	在产
	兴隆庄煤矿	一号精煤和二号精煤 / 动力煤	100%	600	600	在产
	鲍店煤矿	二号精煤 / 动力煤	100%	600	600	在产
	东滩煤矿	二号精煤 / 动力煤	100%	750	750	在产
	济宁二号	二号精煤 / 动力煤	100%	390	390	在产
	济宁三号	优质气肥煤, 是优质炼焦配煤和动力煤	100%	600	600	在产
	杨村煤矿	动力煤	100%	115	115	在产
菏泽能化	赵楼煤矿	1/3 焦煤、气肥煤	98%	330	324	在产
	万福煤矿	肥煤、1/3 焦煤	88%	180	159	在建, 计划 2024 年投产
山西能化	天池煤矿	动力煤	81%	120	98	在产
鄂尔多斯能化	转龙湾煤矿	动力煤	100%	1000	1000	在产
内蒙古矿业	营盘壕煤矿	动力煤	72%	800	574	在产
	刘三圪旦矿	--	100%	800	800	规划建设
	嘎鲁图煤矿	--	53%	800	422	规划建设
昊盛煤业	石拉乌素煤矿	动力煤	59%	800	475	在产
未来能源	金鸡滩煤矿	动力煤	74%	1700	1257	在产
新疆能化	伊犁四矿	长焰煤、不粘煤	28%	900	252	在产
	伊犁一矿	长焰煤、不粘煤	51%	1000	510	在产
	永新煤矿	长焰煤	26%	9	2	在产
	昭苏盛泉煤矿	长焰煤、气煤、不粘煤	26%	30	8	在产
	硫磺沟煤矿	长焰煤、不粘煤	26%	150	39	在产
	五彩湾四矿一期	长焰煤、不粘煤	39%	1000	388	在建, 计划一期 1000 万吨产能于 2025 年投产
鲁西矿业	郭屯煤矿	气煤、1/3 焦煤	44%	240	105	在产
	彭庄煤矿	气煤	44%	80	35	在产
	新巨龙公司	肥煤、1/3 焦煤、气煤、气肥煤、无烟煤	31%	600	184	在产
	李楼煤业煤矿	气煤、1/3 焦煤	51%	190	97	在产
	唐口煤业公司	气煤	51%	390	199	在产
	陈蛮庄煤矿	焦煤	51%	70	36	在产
	梁宝寺煤矿	气煤、混合煤 (1/2 中粘煤、弱粘煤、1/3 焦煤)	43%	330	143	在产
兖煤澳洲	雅若碧	喷吹煤、动力煤	62%	500	311	在产
	莫拉本	半软焦煤、动力煤	59%	2200	1298	在产
	斯特拉福德 / 杜拉里	半硬焦煤	62%	560	349	在产
	联合煤矿-HVO	动力煤、半软焦煤	32%	3800	1207	在产
	联合煤矿-MTW	动力煤、半软焦煤	52%	2800	1447	在产
	中山	焦煤喷吹煤	-	540	-	

	艾诗顿	半软焦煤	-	860	-	澳思达煤矿、艾诗顿煤矿和唐纳森矿区自 2016 年 4 月 1 日起，不再计入兖煤澳洲产销量；中山矿是兖煤澳洲与第三方合资拥有并运营的合资公司，不并入公司财务报表
	澳思达	半软焦煤	-	360	-	
	唐纳森	半软焦煤	-	610	-	
兖煤国际	坎贝唐斯	动力煤	100%	350	350	在产
	普力马	动力煤	100%	500	500	在产
	境内在产核定产能合计			12064	8662	
	境外在产核定产能合计			10910	5583	
	煤矿在产小计			22974	14245	
	在建小计			1180	547	
	合计			24154	14792	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司近三年外延并购叠加内生增长，预计公司产能持续扩张。

境外产能：2020 年，公司收购澳大利亚莫拉本煤矿 10% 股权，持股比例上升至 95%，该矿 2021 年新增核定产能 210 万吨/年。2022 年 8 月，莫拉本煤矿取得 200 万吨/年的产能核增批复，并在 2023 年一季度 160 万吨选煤厂扩建项目建成投产后，实现 200 万吨产能释放。

境内产能：2022 年金鸡滩煤矿获得 200 万吨产能核增；同年营盘壕煤矿进入联合试生产，预计 2024 年增产 200 万吨；万福矿井计划于 2024 年四季度新建投产，预计新增核定产能 180 万吨/年，新增权益产能 159 万吨/年。五彩湾矿预计 2025 年投产，新增核定产能 1000 万吨，权益产能 388 万吨。此外，该矿井设计产能 2000 万吨，目前核准仅 1000 万吨，达产后有望继续核增。

2024-2025 年，随着万福煤矿（180 万吨/年）、五彩湾煤矿（1000 万吨/年）建成后，将合计新增 1180 万吨核定产能，新增权益产能 547 万吨权益产能，届时公司矿井核定产能为 2.42 亿吨/年，权益产能为 1.48 亿吨/年。

产量方面，随着公司产能持续扩张，公司产量多年来稳步增长。煤炭产量从 2016 年的 0.86 亿吨增长到 2023 年 1.32 亿吨，2016-2023 年产量 CAGR 高达 7.50%。其中 2021 年受安全环保政策影响，公司煤炭产量同比减少 12.7%；2022 年，受澳洲极端天气影响，兖煤澳洲子公司产量下滑导致公司整体产量同比减少 5%。2023 年，受鲁西矿业和新疆能化并表影响，公司煤炭产量增长 3258 万吨，增幅高达 33%。

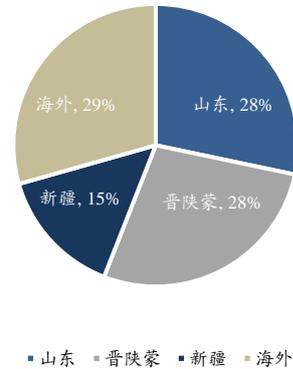
产量分布来看，公司煤炭产量多分布于晋陕蒙新和海外地区，2023 年海外地区占比 29%；国内山东、晋陕蒙和新疆分别占比 28%、28%和 15%。

图7: 公司 2017-2023 年自产煤产量变化 (万吨, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2023 年公司产量分布情况 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

受山东地区煤矿资源自然衰竭和子公司产能爬坡影响, 2023 年公司产能利用率仅 76%。山东地区由于煤炭开发较早, 大多数煤矿资源濒临衰竭, 叠加千米采深政策制约, 公司山东本部、菏泽能化、鲁西矿区等位于山东的矿区产能利用率较低, 2023 年在 60%-70%左右。而内蒙古矿业和昊盛煤业则受新矿产能爬坡影响, 目前公司煤炭产量低于产能。未来随着石拉乌素煤矿和营盘壕煤矿逐步增产, 煤炭产能利用率有望逐步提高。

表3: 2023 年公司本部及各子公司产能利用率情况 (万吨, %)

	产能	产量	产能利用率	区域分布
鲁西矿业	1900	1080	57%	山东省
公司本部	3325	2296	69%	山东省
菏泽能化	330	233	71%	山东省
内蒙古矿业	800	383	48%	内蒙古
昊盛煤业	800	460	58%	内蒙古
鄂尔多斯能化	1000	961	96%	内蒙古
未来能源	1700	1722	101%	内蒙古
新疆能化	2089	1936	93%	新疆
山西能化	120	139	116%	山西省
合计	12064	9210	76%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 背靠山东能源集团, 未来注入空间巨大

产业政策支持, 煤炭行业整合趋势显著。《煤炭工业发展“十四五”规划》中提出要推动煤炭组织结构调整, 建设大型煤炭企业集团, 提高产业集中度。其中, 《规划》

明确提出计划建设 10 家亿吨级企业，建设 3 到 5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业。在产业政策支持背景下，煤炭行业整合趋势显著增强。

表4：煤炭工业十三五、十四五规划对比（亿吨，%，亿吨/年，处，家，人，吨/人·年，亿立方米）

项目	单位	十四五	十三五
集约发展目标			
煤炭产量	亿吨	41	39
5000 万吨级以上大型企业产量比重	%		60
大型煤炭基地产量比重	%		95
大型煤矿产量比重（120 万吨/年及以上）	%		80
小型煤矿产量比重（30 万吨/年及以下）	%		10
煤炭消费量	亿吨	42	41
建成千万吨级矿井（露天）产能	亿吨/年	10	
化解淘汰过剩落后产能	亿吨/年		8
通过减量置换和优化布局增加先进产能	亿吨/年		5
煤矿数量	处	4000	6000
建成智能化生产煤矿数量	处	1000	
建成千万吨级矿井（露天）数量	处	65	
企业数量	家		3000
亿吨级企业数量	家	10	
具有全球竞争力的世界一流煤炭企业	家	3~5	
基地产量			
	亿吨/年		
内蒙古东部（东北）基地煤炭产量		5	4
云贵基地煤炭产量		2.5	2.6
冀中基地		0.6	0.6
鲁西基地		1.2	1
河南基地		1.2	1.35
两淮基地		1.3	1.3
晋北基地			3.5
晋中基地		9	3.1
晋东基地			3.4
神东基地		9	9
陕北基地			2.6
黄陇基地		6	1.6
新疆基地		3	2.5
宁东基地		0.8	0.9
合计		39.6	37.45
安全发展目标			
煤矿事故死亡人数	人		<510
百万吨死亡率	%		<0.14
高效发展目标			

煤矿采煤机械化程度	%	90	85
掘进机械化程度	%	75	65
全员劳动工效	吨/人·年		1300
具有技术职称（含技师、技工系列）的员工占比	%	40	
煤矿职工人均年收入			比“十三五”末提高20个百分点
绿色发展目标			
原煤入选（洗）率	%	85	75
煤层气（煤矿瓦斯）产量	亿立方米		240
煤层气（煤矿瓦斯）利用量	亿立方米		160
煤矸石利用率	%	100	75
矿井水利用率	%	100	80
达标排放率	%	100	

数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，东吴证券研究所

集团合并山东能源，原煤产量大幅提升。2020年，兖矿集团与原山东能源集团成功合并重组为山东能源集团，重组后的山东能源集团2020年资产总额超6800亿元，原煤产量由1.66亿吨大幅提升至2.91亿吨，位居全国第三位，市场占有率约7.58%。

表5：重组前后前十大集团原煤产量（万吨/年，%）

序号	企业名称	重组前		企业名称	重组后	
		原煤产量	市场占有率		原煤产量	市场占有率
1	国家能源集团	51000	13.26%	国家能源集团	51000	13.26%
2	中煤能源集团	18021	4.69%	同煤+晋煤+晋能	30119	7.83%
3	兖矿集团	16602	4.32%	兖矿+山东能源	29139	7.58%
4	陕西煤化集团	17823	4.63%	中煤能源集团	18021	4.69%
5	山东能源集团	12537	3.26%	陕西煤化集团	17823	4.63%
6	大同煤矿集团	16450	4.28%	山西焦煤+山煤集团	14393	3.74%
7	山西焦煤集团	10481	2.73%	潞安集团	8750	2.28%
8	潞安集团	8750	2.28%	河南能化集团	8066	2.10%
9	河南能化集团	8066	2.10%	冀中能源集团	5461	1.42%
10	晋能集团	7447	1.94%	平煤神马集团	3303	0.86%
合计		167177	43.47%		186076	48.38%

数据来源：债券跟踪评级报告，东吴证券研究所（数据截至2020年）

行业集中度提升，强者恒强，集团资源优势凸显。集团合并重组后，国内煤炭行业的CR3由重组前的22.58%提升至28.67%，CR5由31.18%提升至37.99%，CR10将由43.47%提升至48.38%，行业集中度提升有利于控制煤炭供给秩序，改善煤炭供给格局，利好以山东能源集团为首的龙头企业的长足发展。

截至2022年末，山东能源集团拥有煤炭资源储量908.72亿吨，开采储量180.55亿吨，矿井剩余可采年限约55.78年，核定产能3.237亿吨/年。剔除上市公司兖矿能源之后，山东能源集团仍拥有煤炭资源储量177.5亿吨，开采储量56.86亿吨，核定产能

9288 万吨。

表6: 截至 2022 年末, 山东能源集团煤炭资源情况梳理 (除兖矿能源)

	开采条件	资源总量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	产能 (万吨/年)	剩余可采年限 (年)	2022 年产量 (万吨)
新矿集团	地下开采	89.24	22.05	3,296	127	2,388
枣矿集团	地下开采、露天开采	14.70	3.23	2,585	18	1,851
西北矿业	地下开采	53.86	27.70	3,140	53	2,977
贵州矿业	地下开采	19.70	3.88	267	70	96
合计		177.50	56.86	9288		7312

数据来源: 债券募集说明书, 东吴证券研究所

在建矿井方面, 截至 2022 年末, 集团拥有 2 对在建矿井 (除兖矿能源), 设计产能合计 900 万吨。作为全国第三大煤企, 集团资源优势凸显。

表7: 山东能源集团重要在建矿井情况 (除兖矿能源)

序号	项目名称	设计产能	计划总投资	截至 2022 年末建设进度
1	长城二矿二期项目	400 万吨	30.81	2022 年完成矿建进尺 1976m。
2	鲁新煤矿	500 万吨	33.05	矿井基本建成, 首采工作面 2019 年 12 月装备完成。

数据来源: 债券募集说明书, 东吴证券研究所

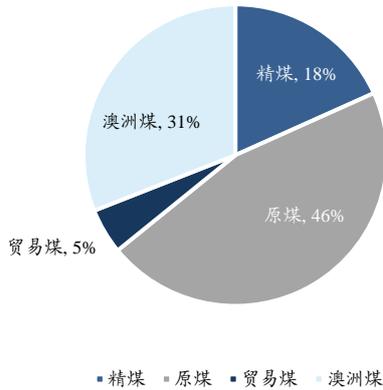
集团未上市煤矿资源有望注入。兖矿能源作为山东能源集团重点培养的主业上市公司, 集中了山东能源主导产业的大部分优质资产, 对山东能源的整体发展起到重要支撑作用。由于历史原因, 山东能源集团和兖矿能源在矿业、化工、高端装备制造等领域存在着不同程度的同业竞争。山东能源集团将按照公开承诺, 解决同业竞争问题。因此重组后的山东能源集团旗下未上市煤炭资产有望持续注入兖矿能源体内。

3. 市场定价占比高, 充分受益于价格上涨带来的业绩弹性

3.1. 国内限价政策影响小, 高业绩弹性优势凸显

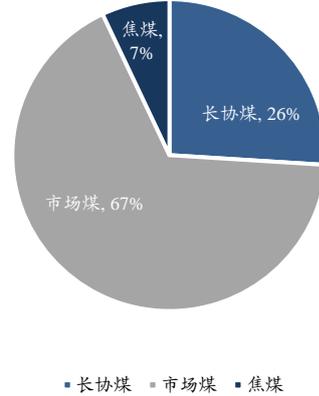
受限价政策影响小, 叠加长协比例较低, 业绩高弹性凸显。2021 年以来, 极端天气、俄乌冲突等多重因素进一步加剧了煤炭等基础能源供给不足的问题, 供需矛盾激化使得全球范围内煤价大幅上涨。2022 年 4 月 30 日, 国家发改委发布了《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》, 明确国产动力煤哄抬价格行为标准。由于该限价政策仅覆盖国内动力煤, 而公司精煤以及海外煤炭销售占比较高, 受限价政策影响较小。此外, 2023 年公司长协煤销售占比仅 26%左右, 而现货比例高达 74%, 受益于此, 公司在煤价上行阶段将表现出高利润弹性。

图9: 公司煤炭销售结构 (截至 2023 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

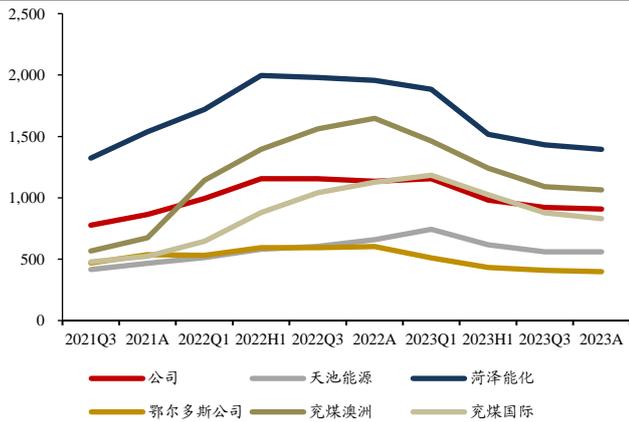
图10: 2023 年公司长协煤占比仅 26%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

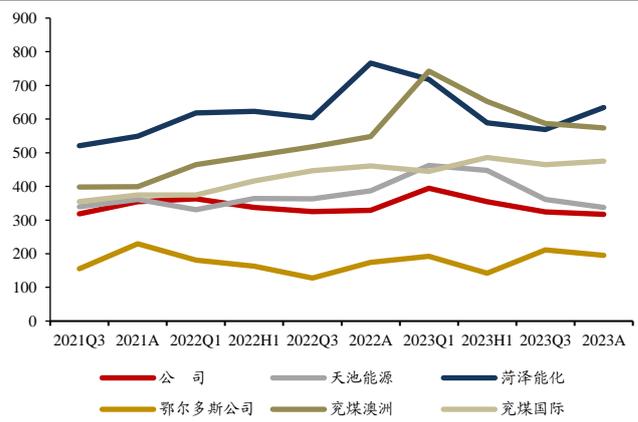
2021-2022 年, 海外煤价上涨带动公司吨煤销售价格的上涨, 自产煤的销售成本则呈现震荡趋势, 因此带动公司综合毛利润的上涨; 而外购煤的煤炭销售价格和成本维持相对稳定。

图11: 公司吨煤销售价格 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 公司吨煤销售成本 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

受煤价上行影响, 2021-2022 公司煤炭收入、毛利均大幅增长。2021-2022 年, 受煤炭产品价格上涨影响, 公司煤炭业销售收入和毛利均大幅增长。公司煤炭业务 2021 年煤炭业务毛利润 368 亿元, 同比增长 51.4%, 2022 年煤炭业务毛利润 755 亿元, 同比增长 105.3%。

2023 年以来, 受全球能源景气度回落影响, 公司煤炭业绩同比下滑。2023 年公司煤炭业务实现营收 1020 亿元, 同比降幅 18.9%; 毛利润 527 亿元, 同比降幅 30%。

图13: 公司煤炭业务销售收入及增速 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 公司煤炭业务销售毛利润及增速 (亿元, %)

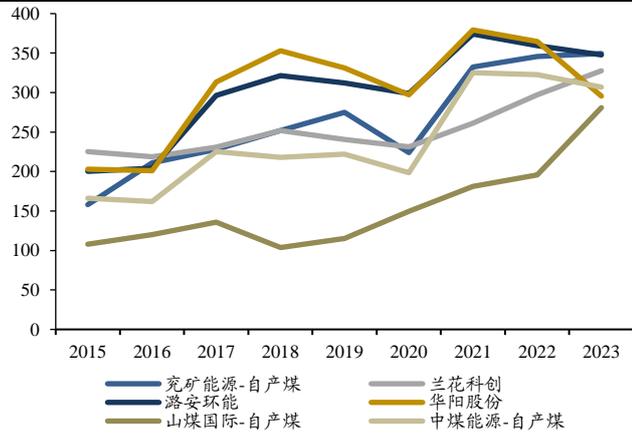


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 煤炭毛利率行业领先, 煤价高位增厚公司业绩

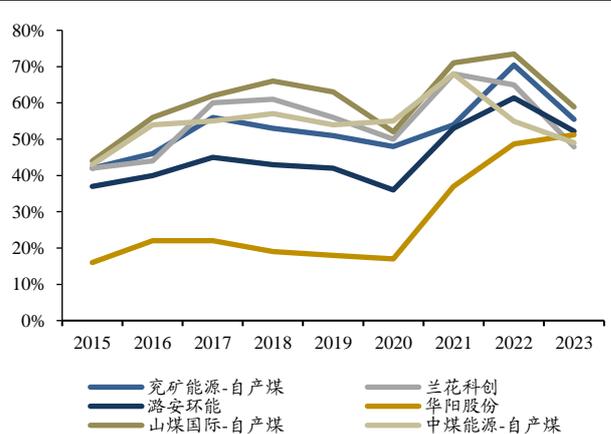
公司自产煤毛利率处行业领先地位。公司不仅煤种齐全, 是全球优质动力煤和半软焦煤主要供应商, 也始终将煤炭质量排在第一位, 内部执行管理“零缺陷”、产品“零杂物”、用户“零投诉”的“三零”工程。虽然2021年以来吨煤成本大幅上升, 但是受益于公司的“精煤战略”以及海外煤价的大幅上涨, 公司销售均价亦大幅攀升, 公司自产煤毛利率由20年的48%增长至22年的70%, 与山煤国际等高毛利公司差距进一步缩小, 目前公司自产煤毛利率水平在行业中处于领先地位。

图15: 吨煤成本比较分析 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 煤企毛利率比较分析 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表8: 公司自产煤生产成本构成 (元/吨)

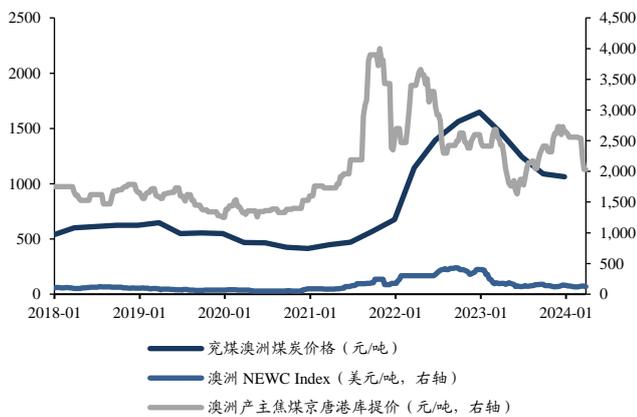
自产煤单位成本 (元/吨)	2019	2020	2021	2022	2023
---------------	------	------	------	------	------

材料	38	28	33	39	45
工资及雇员福利	70	57	76	84	80
电力	9	7	9	11	15
折旧	32	28	34	32	45
塌陷费	13	2	18	16	19
修理费	0	16	21	19	20
采矿权摊销	15	16	19	18	18
运输	0	0	38	37	34
维简费	4	5	5	5	
安全生产费	11	14	13	15	
其他	59	30	32	39	44
合计	250	204	297	317	320
yoy(%)		-18.65%	45.93%	6.63%	0.99%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

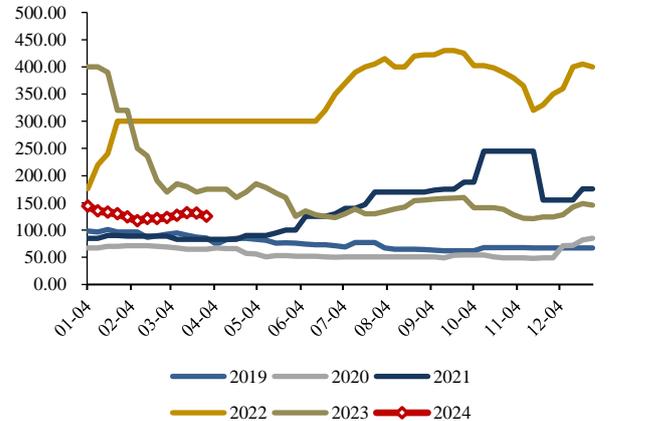
复杂国际形势推动国际煤价上涨。2021 年以来，全球预期通胀带动澳洲动力煤价格指数开始反弹，2022 年俄乌冲突、北溪管道事件推动国际煤价大幅上涨。2021-2022 年纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价均价分别是 140、343 美元/吨，相比 2020 年均价 59 美元/吨大幅上涨。截至 2024 年 3 月 22 日，纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价收报 131 美元/吨，仍处于 2019 年以来 55%分位，维持高位震荡。

图17: 兖煤澳洲煤价与澳洲产主焦煤京唐港库提价及 NEWC 价格指数对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18: 2019 以来 NEWC 价格指数走势对比 (美元/吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

兖煤澳洲 2023 年实际贡献权益销量约 3310 万吨，全年吨售价均价约为 1063.73 元/吨，考虑到海外莫拉本矿产能核增批复以及选煤厂扩建建成达产，我们保守预计 2024 年将实现销量 3500 万吨。而由于自 2016 年以来，国际煤炭行业资本开支不足，而全球煤炭消费需求保持相对稳定，对当前国际煤价形成支撑。因此假设 2024 年全年的销售均价亦维持 2023 年水平。在吨煤成本没有大幅变动的情况下，2024 年全年，兖煤澳洲有望贡献归母净利润 59.21 亿元。

表9: 兖煤澳洲收入利润测算 (元/吨, 澳元/吨, 万吨, 亿元)

	2024E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
澳洲 NEWCIndex 价格 (美元/吨)		126	180	180	180
兖煤澳洲					
兖煤澳洲吨售价 (元/吨)	1064	860	1118	1118	1118
吨煤成本 (元/吨)	574	574	574	574	574
特许权使用费 (澳元/吨)	21	21	21	21	21
资本开支 (澳元/吨)	4	4	4	4	4
折算吨煤综合净利润 (元/吨)	372	168	426	426	426
年度煤炭销量 (万吨)	3500	900	900	900	900
税后归母充矿能源净利润规模 (亿元)	59.21	6.89	17.44	17.44	17.44

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

备注: 假设 2024 年人民币澳元汇率为 4.7

国内煤价中枢虽 2023 年以来有所回落, 但目前仍处于历史高位。受益于国内煤价高位运行, 我们假设 2024 年秦皇岛港 5500 大卡动力煤现货年均价为 950 元/吨, 基于 2023 年公司煤炭的综合售价和吨煤成本进行测算, 测算得 2024 年公司境内煤炭板块贡献归母净利润约 131 亿元, 煤炭板块总体利润约 198 亿元。

表10: 2024 年煤炭业务板块利润弹性测算 (元/吨, 万吨, 亿元)

	中性假设	假设 1	假设 2	假设 3	假设 4
2024 年煤炭综合售价假设	0	150	100	-50	-100
秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价格 (元/吨)	950	1100	1050	900	850
山东本部					
税前售价 (元/吨)	889	1039	989	839	789
吨煤成本 (元/吨)	317	317	317	317	317
折算吨煤综合净利润 (元/吨)	295	379	353	274	248
年度权益煤炭销量 (万吨)	2350	2350	2350	2350	2350
测算净利润规模 (亿元)	69.41	89.16	82.99	64.46	58.29
山东除本部外其他地区					
税前售价 (元/吨)	1220	1370	1320	1170	1120
吨煤成本 (元/吨)	603	603	603	603	603
折算吨煤综合净利润 (元/吨)	319	403	377	298	272
年度权益煤炭销量 (万吨)	833	833	833	833	833
测算净利润规模 (亿元)	26.53	33.57	31.38	24.81	22.62
晋陕蒙地区					
税前售价 (元/吨)	530	680	630	480	430
吨煤成本 (元/吨)	247	247	247	247	247
折算吨煤综合净利润 (元/吨)	146	228	201	123	96
年度权益煤炭销量 (万吨)	2210	2710	2710	2710	2710
测算净利润规模 (亿元)	32.31	61.68	54.56	33.20	26.08
新疆地区					
税前售价 (元/吨)	161	311	261	111	61

吨煤成本 (元/吨)	100	100	100	100	100
折算吨煤综合净利润 (元/吨)	31	111	85	6	(20)
年度权益煤炭销量 (万吨)	967	967	967	967	967
测算净利润规模 (亿元)	3.05	10.72	8.18	0.56	-1.98
境内合计测算净利润规模 (亿元)	131.30	195.13	177.11	123.03	105.01
兖煤澳洲					
兖煤澳洲税前售价 (元/吨)	1064	1214	1164	1014	964
吨煤完全成本 (元/吨)	692	692	692	692	692
折算吨煤综合净利润 (元/吨)	372	522	472	322	272
年度煤炭销量 (万吨)	3500	3500	3500	3500	3500
测算净利润规模 (亿元)	59.21	83.11	75.16	51.30	43.34
兖煤国际					
税前售价 (元/吨)	822	972	922	772	722
吨煤成本 (元/吨)	470	470	470	470	470
折算吨综合净利润 (元/吨)	186	265	239	159	133
年度煤炭销量 (万吨)	543	543	543	543	543
测算净利润规模 (亿元)	7.57	10.80	9.72	6.49	5.41
综合归母净利润 (亿元)	198.08	289.04	261.98	180.82	153.77

数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所
备注: (1) 假设 2024 年人民币澳元汇率为 4.7

(2) 假设 1、2、3、4 分别为基于中性假设的价格变动下的利润弹性测

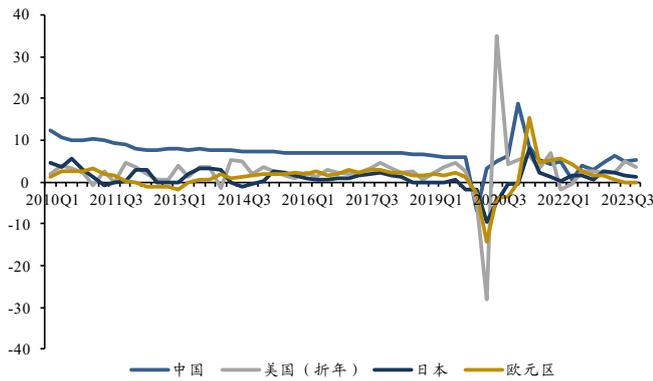
4. 产业链拓展延伸, 煤化工聚焦高端化转型

4.1. 全球宏观经济企稳回升, 煤化工行业景气度回暖

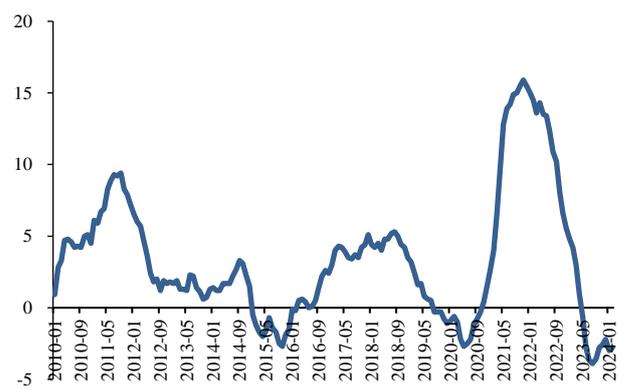
2023 年 7 月份以来, 化工景气度筑底回升。2022 年以来, 在俄乌战争爆发、全球通胀水平上升、新冠疫情持续背景下, 全球宏观经济增速放缓, 美国化工 PPI 增速放缓, 而中国化工 PPI 自高位回落, 22 年四季度以来环比增速持续为负值, 行业景气度明显回落。而进入 23 年 6 月份, 中国、美国等主要国家经济增速同比改善, 叠加 OPEC+ 减产影响, 化工行业景气度开始筑底回升, 美国化工 PPI 同比和中国化工 PPI 同比在 23 年 7 月份以来一路震荡上行。

图19: 全球主要经济体 GDP 当季同比 (%)

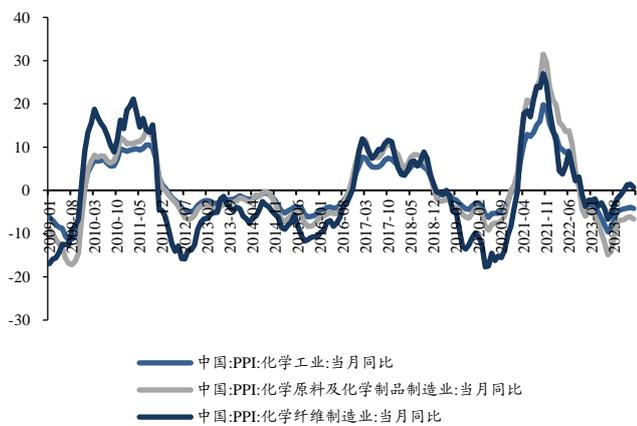
图20: 美国化工 PPI 同比 (%)



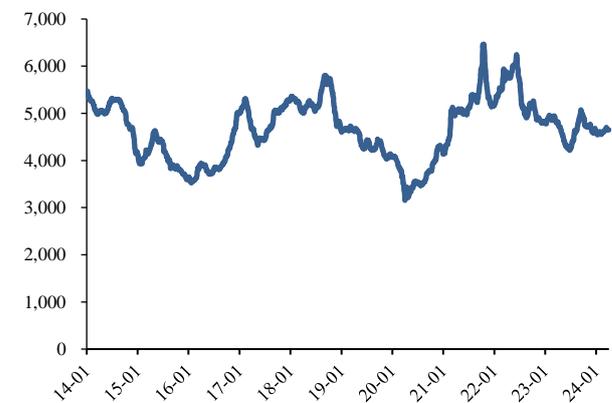
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
图21: 中国化工 PPI 同比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
图22: 中国化工产品价格指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 煤化工资产注入，公司产能持续扩张

煤化工资产注入，实现产业链延伸。2020 年以前，公司煤化工产品主要以甲醇为主，业务结构较为单一。2020 年 9 月，公司公告以现金形式收购陕西未来能源化工 49.315%的股权、兖矿榆林精细化工 100%股权以及兖矿鲁南化工 100%股权。收购完成后，公司新增醋酸、醋酸乙酯、聚甲醛、费托蜡、合成氨等产品，煤化工业务范围大幅拓展，转向多样化发展。2023 年 4 月，公司公告以现金形式收购兖矿新疆能化 51%股权，甲醇、合成氨、尿素等产品产能进一步扩张。

截至 2023 年 12 月底，公司具有甲醇核定产能 319 万吨/年（权益产能 304 万吨/年），醋酸权益产能 100 万吨/年，乙二醇权益产能 40 万吨/年，醋酸乙酯权益产能 38 万吨/年，己内酰胺 30 万吨/年，聚甲醛权益产能 8 万吨/年，费托蜡核定产能 10 万吨/年（权益产能 7 万吨/年），油品及化工品核定产能 100 万吨/年（权益产能 74 万吨/年），尿素核定产能 111 万吨/年（权益产能 86 万吨/年），DMMn 权益产能 10 万吨/年，合成氨核定产能 54 万吨/年（权益产能 39 万吨/年），醋酐权益产能 10 万吨/年，丁醇权益产能 15 万吨/年。公司煤化工产能跻身全国前列。

表11: 截至 2023 年 12 月底, 公司煤化工产能汇总 (% , 万吨/年)

主营产品	生产基地	权益占比 (%)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
甲醇	榆林能化	100%	160	160
	鄂尔多斯	100%	90	90
	鲁南化工	100%	39	39
	新疆能化	51%	30	15
乙二醇	鄂尔多斯	100%	40	40
醋酸	鲁南化工	100%	100	100
醋酸乙酯	鲁南化工	100%	38	38
己内酰胺	鲁南化工	100%	30	30
聚甲醛	鲁南化工	100%	8	8
费托蜡	未来能源	74%	10	7
油品及化工品	未来能源	74%	100	74
尿素	鲁南化工	100%	59	59
	新疆能化	51%	52	27
DMMn	榆林能化	100%	10	10
合成氨	鲁南化工	100%	24	24
	新疆能化	51%	30	15
醋酐	鲁南化工	100%	10	10
丁醇	鲁南化工	100%	15	15

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

持续布局新材料, 聚焦煤化工高端化转型。2021 年 12 月 1 日, 公司董事会通过《公司发展战略纲要》, 确立了高端化工新材料产业的未来发展方向: 按照高端绿色低碳发展方向, 延伸现有化工产业链, 建设化工新材料研发生产基地。力争 5-10 年化工品年产量 2000 万吨以上, 其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%。基于该战略, 公司近年来不断布局化工新材料项目, 推动煤化工业务向高端化、精细化、低碳化发展, 并推进煤基、氨基新材料产业链集群发展。

榆林能化: 50 万吨/年 DMMn 生产装置一期项目 (10 万吨/年) 已于 2022 年 11 月底投入生产, 后续工程仍在建设中。聚甲氧基二甲醚 (DMMn) 是一种理想的柴油调和剂及新型环保型溶剂, 该项目是目前国内最大的单套煤经甲醇制聚甲氧基二甲醚项目, 对于改变我国目前原油进口依赖度高、大气污染较为严重的现状, 具有重要意义。

荣信化工 (鄂尔多斯公司): 80 万吨/年甲醇制烯烃项目于 2024 年 1 月获批变更厂址, 并稳步推进中。公司拟新建 80 万吨/年甲醇制烯烃装置、40 万吨/年高密度聚乙烯装置、40 万吨/年聚丙烯装置、1.5 万吨/年 1-丁烯装置、5 万吨/年 SCU 装置。

未来能源: 50 万吨/年合成气高温费托制化学品及产品延伸项目已于 2023 年 8 月 29 日获批, 力争在 2024 年开工建设。项目建成后, 可进一步实现费托合成产品的多元化、

高值化加工利用，有助于提升煤炭清洁高效利用水平。

鲁南化工：6万吨/年聚甲醛项目已于2023年3月获批，建成后鲁南化工聚甲醛产能将达到14万吨/年。2024年1月28日，己内酰胺产业链配套节能减碳一体化工程项目开始试运行，这是年产30万吨己内酰胺的强链和补链项目，其关键设备3000吨级OMB粉煤加压气化炉的建成投用将为中国煤气化技术发展开辟新的道路。

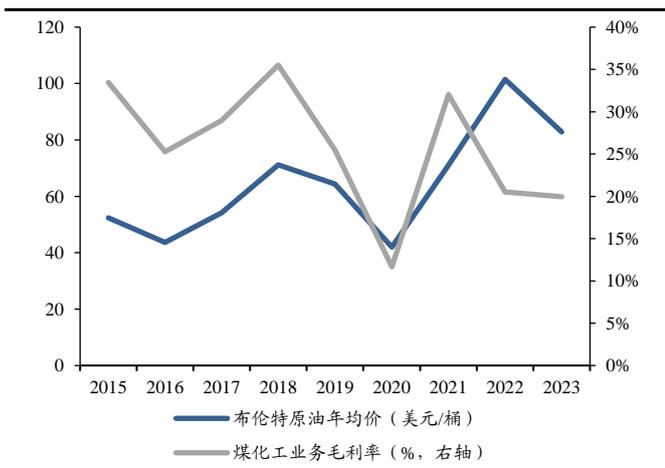
新疆能化：在建6万吨/年三聚氰胺项目，该项目于2022年7月开工，预计建设时间22个月，属于延伸产业链项目，生产所需原料全部自供，可实现电力、蒸汽、循环水、脱盐水及其他配套公用工程和辅助工程与现有公用工程的平衡利用。此外，新疆能化子公司新疆山能化工准东五彩湾80万吨/年煤制烯烃项目已于2024年1月17日获批，该项目拟新增43.86万吨/年聚乙烯和43.22万吨/年聚丙烯产能。

4.3. 国际油价持续上行，煤化工盈利有望触底回升

煤化工板块毛利率与油价关联性强，随油价呈周期性波动。公司煤化工业务生产采用自产煤炭，成本端较为固定，但产品价格受油价影响大，导致毛利率随油价波动较为剧烈。2019-2020年，原油价格下跌背景下化工品价格持续走低，公司煤化工板块毛利率随之下滑。2021-2022年，受需求端修复以及地缘政治影响下国际能源供应紧张等因素，原油价格迎来高景气时代，公司煤化工毛利率大幅提升。2023年，国际能源供应紧张趋势缓解，原油价格中枢见顶回落。

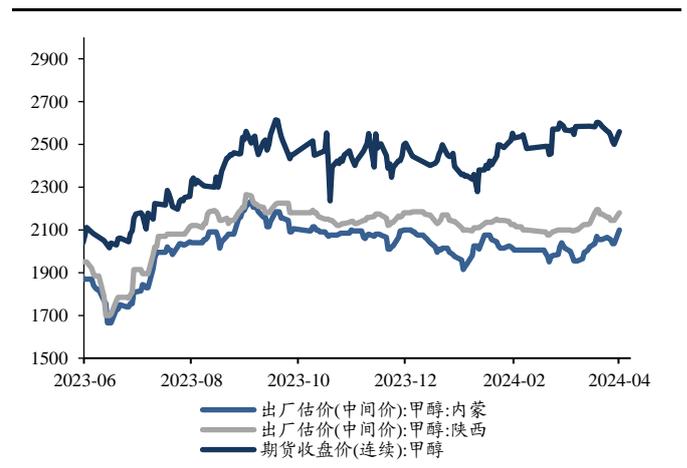
进入2024年，受OPEC+及俄罗斯减产影响，全球原油供给偏紧，原油价格中枢一路抬升并站稳80美元/桶上方。截至24年4月5日，布伦特原油现货报收93.52美元/桶，相比23年均价86.92美元/桶上涨7.59%。而油价上涨为煤化工产品提供成本端支撑，受此影响，公司煤化工板块盈利有望触底回升。

图23：公司煤化工板块毛利率与原油价格关联性较强



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图24：甲醇现货与期货价格 (元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

参考当前煤化工产品价格对公司甲醇、醋酸等煤化工产品全年均价进行假设，2024年公司煤化工板块税收净利润亏损有望收窄至7.92亿元。我们采用2024年一季度

煤化工产品价格，作为公司煤化工产品 2024 年的售价均价作为中性假设，在煤化工产品价格企稳回升背景下，公司的煤化工板块亏损有望由 2023 年的 13 亿元收窄至 2024 年的 7.92 亿元。受益于行业供需格局改善及公司产能的扩张，公司煤化工业务盈利有望未触底反弹。

表12: 2024 年公司煤化工业务板块利润弹性测算 (元/吨, 万吨, 亿元)

	中性假设	假设 1	假设 2	假设 3	假设 4
2024 年综合售价假设	0	100	-200	-300	-400
甲醇	1976	2076	1776	1676	1576
税后售价 (元/吨)	1749	1838	1572	1484	1395
吨销售成本 (元/吨)	1720	1720	1720	1720	1720
折算吨甲醇综合毛利 (元/吨)	29	118	-148	-236	-325
年度权益甲醇销量 (万吨)	396	396	396	396	396
测算净利润规模 (亿元)	-14.30	-12.45	-18.02	-19.88	-21.73
醋酸	2790	2890	2590	2490	2390
税后售价 (元/吨)	2469	2558	2292	2204	2115
吨销售成本 (元/吨)	2330	2330	2330	2330	2330
折算吨醋酸综合毛利 (元/吨)	139	228	-38	-126	-215
年度权益醋酸销量 (万吨)	73	73	73	73	73
测算净利润规模 (亿元)	0.61	1.00	-0.17	-0.56	-0.95
醋酸乙酯	5685	5785	5485	5385	5285
税后售价 (元/吨)	5031	5119	4854	4765	4677
吨销售成本 (元/吨)	5300	5300	5300	5300	5300
折算吨醋酸乙酯综合毛利 (元/吨)	-269	-181	-446	-535	-623
年度权益醋酸乙酯销量 (万吨)	43	43	43	43	43
测算净利润规模 (亿元)	-5.56	-5.36	-5.96	-6.16	-6.36
乙二醇	3808	3908	3608	3508	3408
税后售价 (元/吨)	3370	3458	3193	3104	3016
吨销售成本 (元/吨)	2830	2830	2830	2830	2830
折算吨乙二醇综合毛利 (元/吨)	540	628	363	274	186
年度权益乙二醇销量 (万吨)	40	40	40	40	40
测算净利润规模 (亿元)	1.31	1.52	0.88	0.66	0.45
聚甲醛	10485	10585	10285	10185	10085
税后售价 (元/吨)	9279	9367	9102	9013	8925
吨销售成本 (元/吨)	8285	8285	8285	8285	8285
折算吨聚甲醛综合毛利 (元/吨)	994	1082	817	728	640
年度权益聚甲醛销量 (万吨)	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
测算净利润规模 (亿元)	0.45	0.49	0.37	0.33	0.29
己内酰胺	11615	11715	11415	11315	11215
税后售价 (元/吨)	10279	10367	10102	10013	9925
吨销售成本 (元/吨)	10370	10370	10370	10370	10370

折算吨己内酰胺综合毛利 (元/吨)	-91	-3	-268	-357	-445
年度权益己内酰胺销量 (万吨)	30	30	30	30	30
测算净利润规模 (亿元)	-6.90	-6.76	-7.17	-7.31	-7.45
粗液体蜡	7020	7120	6820	6720	6620
税后售价 (元/吨)	6213	6301	6036	5947	5859
吨销售成本 (元/吨)	2300	2300	2300	2300	2300
折算吨粗液体蜡综合毛利 (元/吨)	3913	4001	3736	3647	3559
年度权益粗液体蜡销量 (万吨)	14.50	14.50	14.50	14.50	14.50
测算净利润规模 (亿元)	3.43	3.51	3.27	3.20	3.12
柴油	6690	6790	6490	6390	6290
税后售价 (元/吨)	5920	6009	5743	5655	5566
吨销售成本 (元/吨)	2200	2200	2200	2200	2200
折算吨柴油综合毛利 (元/吨)	3720	3809	3543	3455	3366
年度权益柴油销量 (万吨)	27	27	27	27	27
测算净利润规模 (亿元)	6.14	6.29	5.85	5.70	5.56
石脑油	6880	6980	6680	6580	6480
税后售价 (元/吨)	6089	6177	5912	5823	5735
吨销售成本 (元/吨)	2300	2300	2300	2300	2300
折算吨石脑油综合毛利 (元/吨)	3789	3877	3612	3523	3435
年度权益石脑油销量 (万吨)	25	25	25	25	25
测算净利润规模 (亿元)	5.73	5.86	5.46	5.32	5.19
尿素	1964	2064	1764	1664	1564
税后售价 (元/吨)	1738	1827	1561	1473	1384
吨销售成本 (元/吨)	1420	1420	1420	1420	1420
折算吨尿素综合毛利 (元/吨)	318	407	141	53	-36
年度权益尿素销量 (万吨)	61	61	61	61	61
测算净利润规模 (亿元)	1.17	1.50	0.52	0.19	-0.13
综合归母净利润 (亿元)	-7.92	-4.39	-14.97	-18.50	-22.02

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

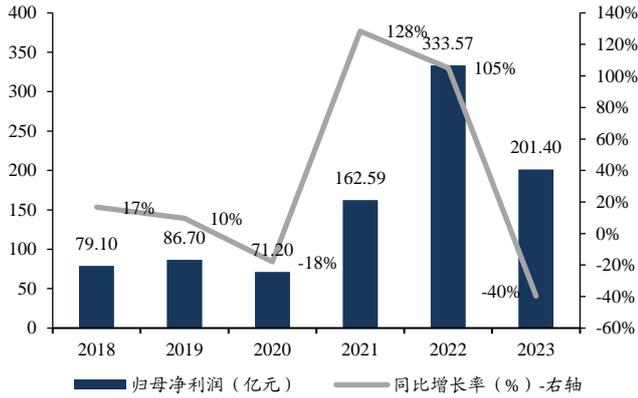
备注: 假设 1、2、3、4 分别为基于中性假设的价格变动下的利润弹性测算

5. 公司经营情况稳定, 承诺 23-25 年分红比例稳定分红预期

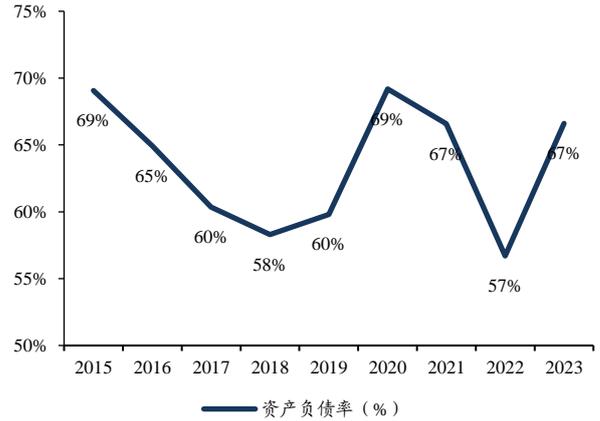
纵向来看, 近年来公司经营稳定, 盈利能力显著增强, 资产负债率窄幅波动。2018 年至 2020 年, 公司归母净利润相对稳定。2021 年至 2022 年, 受益于煤炭价格的大幅上涨, 公司归母净利润显著增加, 2021 年实现归母净利润 162.59 亿元, 同比+128%; 2022 年实现归母净利润 333.57 亿元, 同比+105%。2023 年由于煤价中枢高位回落, 公司实现归母净利润 201.4 亿元, 同比-40%。2018 年以来, 公司的资产负债率整体在 60%-70% 区间窄幅波动, 保持相对稳定, 2023 年资产负债率为 67%。

图25: 公司归母净利润自 2018 年变化趋势 (亿元, %)

图26: 公司资产负债率在 60%-70% 波动 (%)



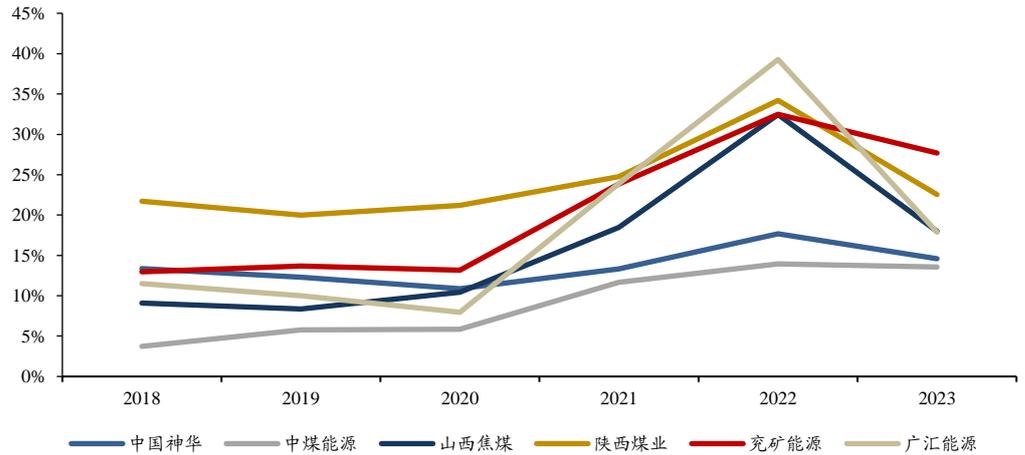
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

横向来看，兖矿能源盈利能力处于行业领先水平。对比 2018-2023 年兖矿能源和其他四家市值超 500 亿元煤炭公司的盈利指标，兖矿能源的 ROE（摊薄）处于领先水平，且 18 年以来整体呈上升趋势。2023 年兖矿能源的 ROE（摊薄）为 27.70%，位居可比公司首位，高于陕西煤业、广汇能源、山西焦煤、中国神华和中煤能源。

图27: ROE（摊薄）比较（%）

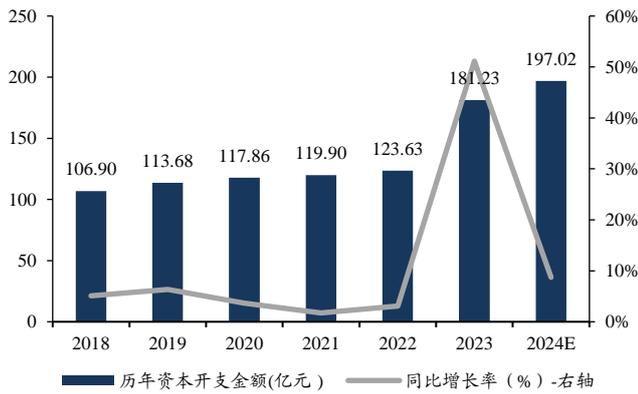


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来公司资本性支出金额和折旧计提同比增速放缓，2023 年资本性支出金额受鲁西矿业和新疆能化并表影响同比大幅增长。2018 年至 2022 年资本性支出呈小幅增长，2023 年资本性支出为 181.23 亿元，同比增长 51.16%，主要受鲁西矿业和新疆能化并表影响，2023 年资本性支出主要用于维持简单再生产、基建项目、技改、科技开发等。2024 年资本性支出计划 197.02 亿元，其中，计划维简费为 101.64 亿元，同比增长 23.42%。

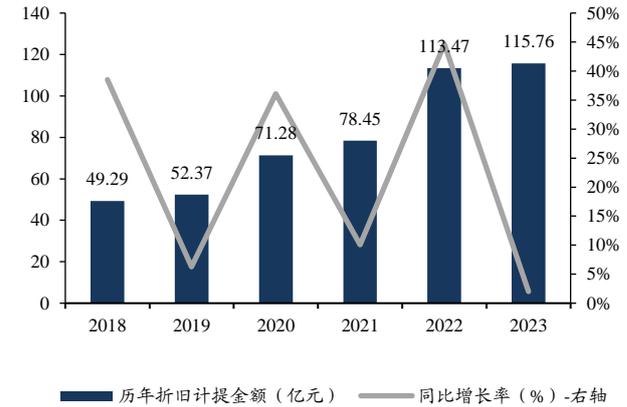
2021 年以来公司年折旧计提同比增长率同样有所放缓，保持在 10% 以下，2023 年公司折旧额为 115.76 亿元，同比增长 2.02%，体现公司已充分计提折旧。

图28: 公司资本性支出增速放缓 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 近年来公司年折旧额稳步增加 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司有息负债以长期负债为主, 近年来债务结构有所优化。2020年, 公司有息负债中短期有息债务的体量达到近年来的最大值, 体量为329亿元, 占有息负债比例达30%。2021年至2022年, 公司短期有息债务明显下降, 2022年底仅152亿元, 占比19%。2023年短期有息债务规模有所回升, 为249亿元, 占比23%。综合来看, 公司近年债务结构有所优化。此外, 随着公司盈利能力提升, 2023年公司EBITDA利息保障倍数达15倍, 因此整体来看, 公司短期偿债压力较小。

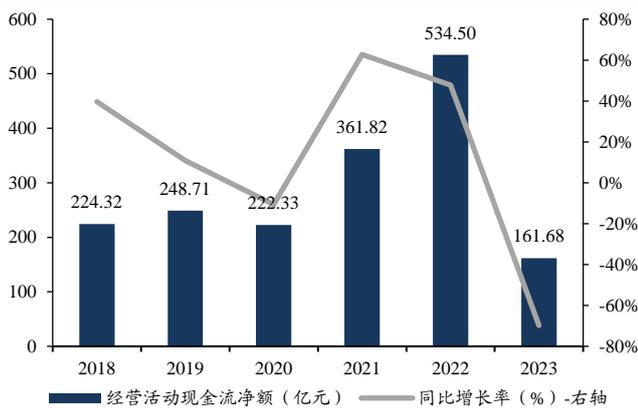
表13: 2018-2023年公司有关债务结构 (亿元)

指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023
短期有息债务	154	209	329	225	152	249
短期借款	82	87	157	57	13	41
一年内到期的非流动负债	72	122	172	167	138	208
长期有息债务	484	433	653	827	662	739
长期借款	336	261	349	509	382	614
应付债券	145	146	260	241	208	122
租赁负债		3	11	9	4	3
其他有息负债	49	11	106	29	0	74
有息债务合计	687	654	1,089	1,081	814	1,061
其中: 短期有息债务占比	22%	32%	30%	21%	19%	23%
EBITDA利息保障倍数	9	12	9	8	13	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

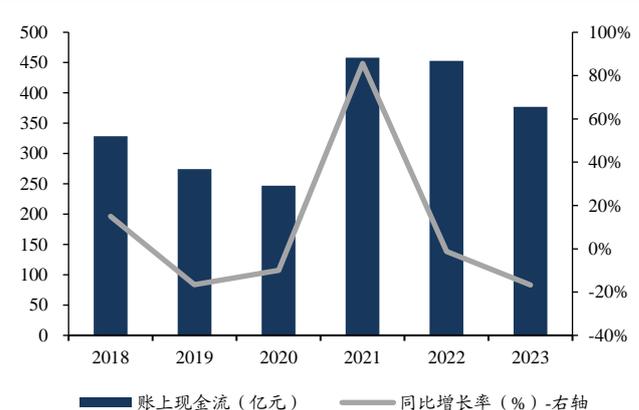
公司账上现金流充裕稳定。2021年以来, 受益于煤价上涨, 公司经营活动现金流净额同比大幅增长, 2021年同比增长63%, 为361.82亿元; 2022年同比增长48%, 达534.50亿元。虽然2023年公司经营活动现金流净额有所下滑, 为161.68亿元, 同比-70%, 但整体来看, 近三年公司经营性净现金流显著上移。账面现金方面, 截至2023年12月, 公司合并报表口径货币资金和交易性金融资产合计达377.05亿元, 账上现金流(包含货币资金和交易性金融资产)充裕稳定。

图30: 公司经营性净现金流中枢上升 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

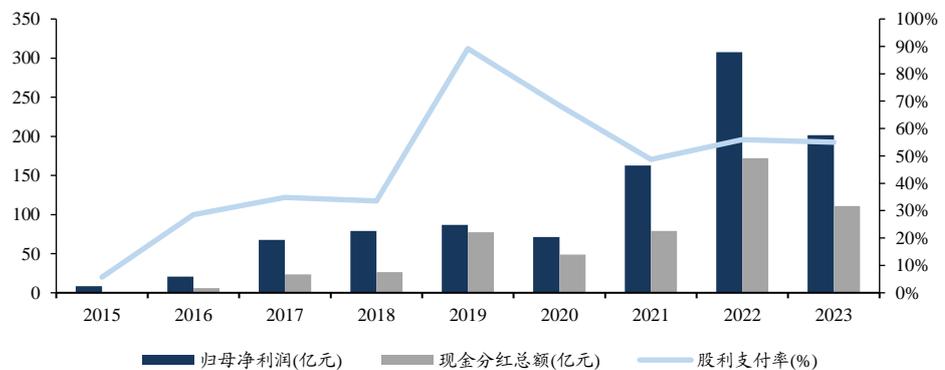
图31: 公司账上现金流充裕 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分红承诺稳定派息预期。公司于2023年7月1日发布公告, 承诺23-25年保底现金分红金额为0.5元/股, 并且应占扣法定储备后的净利润的约60%, 高于此前2020-2024年承诺的“保底现金分红金额为0.5元/股, 并且应占扣法定储备后净利润的约50%”, 凸显公司对于未来发展的强大信心以及与投资者共享发展的决心。此外, 根据公司3月28日《2023年度利润分配方案公告》, 2023年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), A股分红率55%, H股分红率62%, 按照2024年4月30日股价, A股股息率6.45%, H股股息率9.46%。

图32: 公司2023年A股股利支付率达55%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综上, 公司目前现金流充裕稳定, 同时已充分计提折旧, 且资本性开支稳定, 短期内也没有大额偿债需求, 因此有望继续维持较高的现金分红比例。我们模型预测兖矿能源2024年归母净利润约为198.28亿元, 假设24年的分红比例60%, 则现金分红金额预计为118.97亿元, 对应公司当前A股市值1718亿元、港股市值1172亿元(按照2024年4月30日收盘价测算), 则A股、港股股息率分别为6.92%、10.15%。公司目前现金流充裕稳定, 有望继续维持较高的现金分红比例。

6. 盈利预测及公司估值

6.1. 主要业务贡献拆分

煤炭业务:

1、销量上,我们预计 2024-2026 年公司自产煤销量为 12179、12246、12262 万吨,同比变化分别为+0.67%、+0.55%、+0.13%。

2、未来 3-5 年内预计煤价高位运行、均价波动较小,我们预计 2024-2026 年集团总计的商品煤售价维持在 803 元/吨。

表14: 公司主要业务假设及利润拆分(百万元)

销售收入(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭业务	63777	69447	83797	125844	102019	101788	101912	102379
其中: 自产煤业务	48079	5301	67259	106625	78145	78872	78870	79367
贸易煤业务	15698	22144	16537	19219	7030	6201	5957	5837
煤化工业务	2863	10514	21402	24273	26398	26327	26338	26418
电力业务	583	1157	1934	2724	2589	2751	2779	2807
其他主营业务			1483	1762	1737	1780	1797	1815
其他业务	132843	132667	43375	46227	17282	17299	18683	18683
营业收入合计	264424	220882	151991	200829	150025	149944	151509	152102
销售成本(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭业务	38825	45153	47026	50371	49331	48864	48819	48858
其中: 自产煤业务	23645	24488	31205	31533	42273	42575	42749	42998
贸易煤业务	15180	20665	15822	18838	7058	6289	6070	5860
煤化工业务	2133	9286	14551	19289	21580	21580	21580	21580
电力业务	486	931	1942	2238	2351	2304	2258	2213
其他主营业务			1378	1656	1715	1717	1717	1717
其他业务	130939	130263	42438	45163	14534	14679	14386	14098
营业成本合计	172736	186571	107336	118609	89061	89144	88759	88465
销售毛利(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭业务	24952	24294	36771	75473	52688	52924	53093	53522
其中: 自产煤业务	24434	-19187	36054	75092	35872	36297	36121	36369
贸易煤业务	518	1479	715	381	-28	-88	-113	-23
煤化工业务	730	1228	6851	4984	4818	4747	4758	4838
电力业务	97	226	-8	486	238	447	521	594
其他主营业务			105	106	22	63	81	99
其他业务	1904	2404	937	1064	2748	2619	4297	4585
营业毛利合计	91688	34311	44655	82220	60964	60800	62749	63637

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6.2. 盈利预测与估值

从 PE 估值法角度，我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 198.28、212.14 和 220.74 亿元，EPS 分别为 2.67、2.85、2.97 元，对应 PE 估值为 9、8、8 倍。我们选取 A 股中煤炭业务结构、规模与兖矿能源相近的动力煤标的中国神华、陕西煤业、广汇能源作为可比公司，其 24 年 PE 估值均值为 10 倍，而我们预计未来 3-5 年内煤价将高位运行，公司作为华东地区最大的煤炭生产商，现货比例高有望带来业绩高弹性，对比可比公司均值，公司还有近 14% 的估值修复空间。

从股息率角度，假设 2024 年分红比例 60%，则预测 24 年分红金额 118.97 亿元，按照 2024 年 4 月 30 日股价计算股息率 6.92%；公司稳定经营，兼具成长和高分红属性，因此我们预期未来在低利率市场环境下，公司股息率有望进一步降低至 5.5% 左右，则公司股价仍有近 26% 的上行空间。

公司属于稀缺持续产能增长龙头煤企，稳定高分红叠加高现货比例凸显配置价值，因此考虑公司兼具业绩弹性和高股息属性，首次覆盖给予“买入”评级。

表15: 可比公司估值表 (元/股, 倍)

代码	简称	2024/4/30 收盘价	23A EPS	24E EPS	25E EPS	26E EPS	23A P/E	24E P/E	25E P/E	26E P/E	静态 PB
601225.SH	陕西煤业	24.53	2.26	2.53	2.60	2.72	11	10	9	9	2.5
601088.SH	中国神华	39.83	3.00	3.00	3.03	3.08	13	13	13	13	1.9
600256.SH	广汇能源	7.39	0.79	1.13	1.22	1.24	9	7	6	6	1.6
平均值								10	10	9	2
600188.SH	兖矿能源	23.10	2.71	2.67	2.85	2.97	9	9	8	8	2.9
估值修复空间 (%)								14%	16%	18%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：中国神华、陕西煤业、广汇能源均采用东吴煤炭团队盈利预测数据

7. 风险提示

- 1.国内经济增速大幅下滑：**国内经济增速大幅下滑，需求低迷，导致电力需求不足。
- 2.煤炭下游需求不及预期：**受宏观经济下滑影响，煤炭下游存在需求下滑的风险，若叠加进口煤数量超预期增加，煤价可能不及预期。
- 3.安全生产事故导致煤炭产量不及预期：**煤矿生产过程中的安全生产事故具有偶发性，如果发煤矿安全事故，将导致公司煤炭产量不及预期。

兖矿能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	96,169	129,232	143,977	148,180	营业总收入	150,025	149,944	151,509	152,102
货币资金及交易性金融资产	37,705	64,720	76,003	77,519	营业成本(含金融类)	89,061	89,144	88,759	88,465
经营性应收款项	17,560	17,546	17,751	17,784	税金及附加	6,432	6,418	6,500	6,540
存货	7,742	7,924	7,890	7,864	销售费用	5,002	5,098	5,151	5,171
合同资产	20	15	15	15	管理费用	8,482	8,547	8,636	8,746
其他流动资产	33,142	39,027	42,318	44,998	研发费用	2,907	2,924	2,954	2,966
非流动资产	258,109	267,554	276,756	284,907	财务费用	3,904	3,338	2,976	2,529
长期股权投资	23,993	24,820	25,599	26,199	加:其他收益	260	255	227	228
固定资产及使用权资产	113,093	122,274	131,506	139,974	投资净收益	2,259	2,249	2,273	2,282
在建工程	20,205	20,135	20,496	20,568	公允价值变动	90	0	0	0
无形资产	67,156	66,988	65,901	64,986	减值损失	86	(798)	(576)	(447)
商誉	319	313	315	317	资产处置收益	1	15	15	15
长期待摊费用	526	639	804	951	营业利润	36,963	36,197	38,471	39,762
其他非流动资产	32,818	32,385	32,135	31,913	营业外净收支	45	(175)	(159)	(96)
资产总计	354,278	396,787	420,733	433,086	利润总额	37,009	36,022	38,312	39,666
流动负债	123,109	126,421	126,801	126,035	减:所得税	9,857	9,546	10,057	10,313
短期借款及一年内到期的非流动负债	24,889	26,938	26,825	26,417	净利润	27,151	26,476	28,255	29,353
经营性应付款项	31,430	32,191	32,052	31,946	减:少数股东损益	6,567	6,487	6,880	7,118
合同负债	5,091	5,098	5,151	5,171	归属母公司净利润	20,140	19,828	21,214	22,074
其他流动负债	61,699	62,194	62,773	62,501	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.71	2.67	2.85	2.97
非流动负债	112,835	123,148	118,458	114,414	EBIT	38,489	39,360	41,288	42,195
长期借款	61,355	70,169	66,965	64,283	EBITDA	53,604	49,382	52,646	54,358
应付债券	12,173	14,472	12,866	11,545	毛利率(%)	40.64	40.55	41.42	41.84
租赁负债	325	190	311	270	归母净利率(%)	13.42	13.22	14.00	14.51
其他非流动负债	38,982	38,316	38,316	38,316	收入增长率(%)	(33.31)	(0.05)	1.04	0.39
负债合计	235,944	249,568	245,259	240,449	归母净利润增长率(%)	(39.62)	(1.55)	6.99	4.05
归属母公司股东权益	72,694	94,930	116,144	126,029					
少数股东权益	45,640	52,288	59,329	66,608					
所有者权益合计	118,334	147,218	175,473	192,637					
负债和股东权益	354,278	396,787	420,733	433,086					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	16,168	34,574	39,260	40,693	每股净资产(元)	7.55	10.11	12.96	14.29
投资活动现金流	(12,203)	(18,468)	(19,077)	(18,552)	最新发行在外股份(百万股)	7,439	7,439	7,439	7,439
筹资活动现金流	(32,513)	11,100	(8,872)	(20,615)	ROIC(%)	12.59	12.15	11.25	10.81
现金净增加额	(28,045)	27,029	11,311	1,525	ROE-摊薄(%)	27.70	20.89	18.27	17.51
折旧和摊销	15,115	10,022	11,358	12,163	资产负债率(%)	66.60	62.90	58.29	55.52
资本开支	(17,987)	(19,702)	(20,684)	(20,319)	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.53	8.67	8.10	7.79
营运资本变动	(28,251)	(4,741)	(3,069)	(3,117)	P/B (现价)	3.06	2.28	1.78	1.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

