

買入

2024 年 6 月 6 日

公司完成 2.85 億股配售，為業務發展儲備資金

➤ **公司完成配售 2.85 億股，募集 49 億港元：**根據兗礦能源公告稱，6 月 3 日公司完成了 H 股 2.85 億股的配售，占 H 股股份的 10%，總股本的 3.83%，每股配售價格為 17.39 港幣，較前一個交易日折價 9.9%，較前 30 個交易日均價折價 5.5%。所得款項總額及所得款項淨額將分別約為港幣 49.56 億元和 49.29 億元。所得款項將主要用於改善公司資本結構，落實戰略儲備資金，降低公司資產負債率。

➤ **配售後負債率改善，每股份紅不受影響：**由於 2023 年公司收購魯西礦業及新疆能化，使得負債率大幅提升至 66%。公司規定負債率不得超過 70%，因此後續債券融資空間較小。且 2024 年公司目標將負債率降至 65%，在此情況下公司決定使用股權融資的方式。配售完成後，公司負債比例已經下降至 65%，為後續的債權融資留足空間。根據公司 2023 年利潤分配方案公告，在公告披露之日與派息股權登記日期間，若公司總股本發生變化，公司將維持每股分配金額及每股送紅股股數，相應調整分配總額。因此公司每股份紅依舊維持每股 1.49 元，並每 10 股送 3 股紅股。依據公告，配股後的新股東同樣享有 23 年末分紅。

➤ **現金儲備充足，發展計畫有序進展：**Q1 公司錄得收入為 396 億元，同比-20.7%；歸母淨利潤為 37.56 億元，同比-42%。Q1 末公司期末現金餘額為 353.8 億元，加之剛剛配股募集的 49.29 億港元，公司現金儲備充足。2021 年公司發佈《發展戰略綱要》，煤炭原煤產量力爭在 5-10 年內達到 3 億噸/年，經過 2023 年並購魯西礦業及新疆能化後，2024 年預計公司商品煤產量將達到 1.4 億噸。後續公司將通過自建及外延並購的方式繼續擴大產能，自建方面預計 2025 年新疆能化五彩灣礦將達產 1000 萬噸/年，2026 年將擴大到 2000 萬噸；陝蒙基地的石拉烏素及營盤壕煤礦有望擺脫衝擊地壓的影響，產能逐步達到設計產年。外延並購方面，公司將持續注入集團煤炭資產避免同業競爭，同時積極尋求外部的優質煤炭資產。充足的現金儲備，將有效保證公司達成《發展戰略綱要》目標。

➤ **目標價 23.4 港元，評級買入：**我們預計 2024 年整體煤炭市場供需關係保持穩定略有寬鬆，較 2023 年煤價中樞略有下降。得益于公司復興項目的全年並表以及澳洲、內蒙古基地的產量恢復，未來三年新疆五彩灣煤礦將逐年釋放產能，公司業績將持續增長。因此調整 2024/2025/2026 年歸母淨利潤分別為 184.1/209.6/228.6 億元；由於配股 EPS 攤薄分別為 2.38/2.71/2.96 元。估值方面，對應公司 25 年淨利潤參考行業平均 8 倍 PE，給與公司買入評級，目標價為 23.4 港元，較目前股價有 33.4% 的漲幅。

鄒瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk

陳曉霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	煤炭行業
股價	17.58 港元
目標價	23.4 港元
	33.4%
股票代碼	1171. HK
已發行股本	77.24 億股
總市值	1358 億港元
52 周高/低	20.3/10.54 港元
每股淨資產	10.57 元
主要股東	山東能源集團... 43.7%

表：盈利摘要

截至12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入（百万人民币）	154,602	118,434	127,806	139,342	149,130
变动（%）	42%	-23%	8%	9%	7%
净利润（百万人民币）	30,418	17,779	18,410	20,962	22,863
每股收益（元）	6.13	2.39	2.38	2.71	2.96
变动（%）	79%	-61%	0%	14%	9%
市盈率@17.58港元	2.9	7.4	7.4	6.5	5.9
每股股息（港元）	5.38	1.61	1.67	1.90	2.07
股息率（%）	/	9%	9%	11%	12%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

損益表						財務分析					
人民幣 百萬元，財務年度截至12月											
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	154,602	118,434	127,806	139,342	149,130	盈利能力					
营业成本	80,815	74,519	81,834	87,457	92,903	毛利率 (%)	47.7%	37.1%	36.0%	37.2%	37.7%
毛利	73,787	43,915	45,972	51,884	56,227	EBITDA 利率 (%)	42.1%	39.2%	34.7%	34.9%	35.4%
销售、一般及行政费用	-19,718	-15,079	-16,144	-17,462	-18,540	净利率 (%)	19.7%	15.0%	14.4%	15.0%	15.3%
财务费用	-5,983	-3,563	-3,563	-3,563	-3,563	营运表现					
应占联营企业利润	1,495	2,198	2,000	2,000	2,000	SG&A/收入 (%)	7.4%	13.1%	9.8%	8.6%	8.4%
应占合营企业利润	614	63	300	300	300	实际税率 (%)	-27.2%	-25.9%	-25.1%	-25.1%	-25.1%
其他收入	3,494	3,452	3,271	3,567	3,817	股息支付率 (%)	70.0%	62.3%	60.0%	60.0%	60.0%
税前净利润	53,688	30,986	31,836	36,726	40,241	库存周转天数	36.2	39.1	39.1	39.1	39.1
所得税	-14,587	-8,028	-7,976	-9,201	-10,082	应收账款天数	29.1	36.3	36.3	36.3	36.3
净利润	39,101	22,958	23,860	27,525	30,159	应付账款天数	111.6	128.5	128.5	128.5	128.5
少数股东应占利润	8,221	4,734	5,450	6,563	7,296	财务状况					
归母净利润	30,418	17,779	18,410	20,962	22,863	净负债/权益	1.5	2.5	2.2	2.0	1.8
折旧及摊销	11,393	15,473	12,542	11,972	12,493	收入/总资产	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	65,082	46,459	44,378	48,697	52,734	总资产/权益	3.4	4.8	4.6	4.3	4.1
EPS(元)	6.13	2.39	2.38	2.71	2.96	估值比率					
增长						PE(倍)	2.9	7.4	7.4	6.5	5.9
总收入 (%)	42.3%	-23.4%	7.9%	9.0%	7.0%	PB(倍)	0.97	1.50	1.44	1.30	1.19
每股收益 (%)	78.6%	-61.0%	-0.3%	13.9%	9.1%	现金流量表					
资产负债表						人民币 百萬元，財務年度截至12月					
人民币 百萬元，財務年度截至12月							2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	净利润	53,688	30,986	31,836	36,726	40,241
货币资金	38,624	30,268	41,490	46,102	52,866	折旧摊销	11,393	15,473	12,542	11,972	12,493
应收账款	11,060	12,486	12,705	13,851	14,824	财务费用	-5,983	-3,563	-3,563	-3,563	-3,563
存货	8,222	7,744	8,767	9,369	9,953	运营资金变动前现金流	69,191	48,467	42,078	46,397	50,434
其他流动资产	23,903	38,887	32,449	35,161	37,463	运营资金变动	-7,317	-25,851	-272	-11,239	-11,593
总流动资产	88,362	99,683	105,709	114,783	125,404	营运性现金流	61,874	22,616	41,806	35,158	38,841
固定资产	82,430	115,160	123,713	133,176	142,309	资本开支	-13,534	-21,864	-19,500	-19,500	-19,500
无形资产	72,605	116,076	113,051	110,128	107,302	其他投资活动	-312	416	0	0	0
非流动资产	220,241	314,634	323,893	333,721	343,028	投资性现金流	-15,171	-29,315	-19,500	-19,500	-19,500
总资产	308,604	414,318	429,601	448,503	468,433	取得借款	22,685	76,609	0	0	0
应付账款	26,442	26,031	28,811	30,791	32,709	偿还借款	-50,825	-66,904	0	0	0
短期银行贷款	15,350	24,108	24,108	24,108	24,108	股息支付	-9,908	-21,951	-11,084	-11,046	-12,577
其他流动负债	41,908	73,529	73,529	73,529	73,529	其他筹资现金	-11,052	10,378	0	0	0
总流动负债	83,699	123,668	126,449	128,428	130,346	融资性现金流	-49,099	-1,869	-11,084	-11,046	-12,577
长期银行贷款	60,813	76,080	76,080	76,080	76,080	现金变化	-2,396	-8,569	11,222	4,612	6,764
总非流动负债	85,686	123,915	123,642	124,086	124,515	期初持有现金	40,045	38,624	30,268	41,490	46,102
总负债	169,386	247,582	250,090	252,514	254,861	期末持有现金	38,624	30,268	41,490	46,102	52,866
少数股东权益	36,117	63,292	68,742	75,304	82,600						
股东权益	89,852	86,902	94,228	104,144	114,429						
每股净资产(元)	18.11	11.68	12.20	13.48	14.81						
营运资金	4,663	-23,984	-20,740	-13,646	-4,941						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。