

兖矿能源 (600188.SH) / 煤炭

证券研究报告/公司点评

2024年9月2日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 14.63元

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

电话:

Email: duchong@zts.com.cn

联系人: 鲁昊

电话:

Email: luhao@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	200,829	150,025	167,621	173,416	177,144
增长率 yoy%	32%	-25%	12%	3%	2%
净利润 (百万元)	30,774	20,140	16,261	20,457	23,121
增长率 yoy%	89%	-35%	-19%	26%	13%
每股收益 (元)	3.07	2.01	1.62	2.04	2.30
每股现金流量	5.32	1.61	5.22	4.74	4.98
净资产收益率	25%	17%	11%	12%	12%
P/E	4.8	7.3	9.0	7.2	6.4
P/B	1.6	2.0	1.6	1.3	1.1

备注: 股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价

投资要点
兖矿能源于 2024 年 8 月 30 日发布 2024 年半年报:

- 2024 上半年公司实现营业收入 723.12 亿元, 同比减少 24.07%; 归母净利润 75.68 亿元, 同比减少 31.64%; 扣非归母净利润 72.98 亿元, 同比减少 27.37%。每股收益 1.02 元, 同比减少 51.14%。
- 2024Q2 实现营业收入 326.78 亿元 (同比-27.72%, 环比-17.55%), 归母净利润为 38.12 亿元 (同比-17.34%, 环比+1.46%), 扣非归母净利润为 36.31 亿元 (同比-18.03%, 环比-0.98%)。

煤炭业务: 上半年产销同比双增, Q2 国内煤炭盈利环比改善。

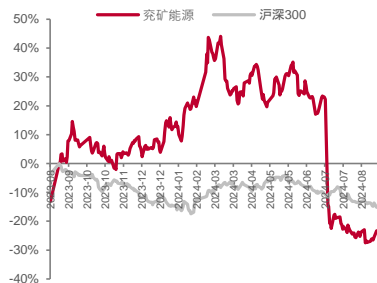
- **自产煤方面:** 2024 上半年, 实现自产煤产量 6907.8 万吨, 同比增加 8.2%; 自产煤销量 6375.8 万吨, 同比增加 9.0%; 单位价格 667.6 元/吨, 同比下降 22.1%; 单位成本 382.2 元/吨, 同比下降 4.1%; 单位毛利 285.4 元/吨, 同比下降 37.8%。2024Q2, 实现自产煤产量 3444.3 万吨 (同比增加 1.8%, 环比下降 0.6%); 自产煤销量 3262.7 万吨 (同比增加 5.6%, 环比增加 4.8%); 单位价格 659.8 元/吨 (同比下降 14.0%, 环比下降 2.4%); 单位成本 306.2 元/吨 (同比下降 3.2%, 环比下降 22.3%); 单位毛利 353.7 元/吨 (同比下降 21.5%, 环比增加 25.5%)。
- **国内自产煤方面:** 2024 上半年, 实现自产煤产量 4940.9 万吨, 同比增加 5.3%; 自产煤销量 4415.3 万吨, 同比增加 6.1%; 单位价格 604.6 元/吨, 同比下降 15.3%; 单位成本 295.0 元/吨, 同比下降 3.4%; 单位毛利 309.6 元/吨, 同比下降 24.2%。2024Q2, 实现自产煤产量 2489.3 万吨 (同比增加 3.5%, 环比增加 1.5%); 自产煤销量 2265.3 万吨 (同比增加 7.0%, 环比增加 5.4%); 单位价格 597.7 元/吨 (同比下降 5.6%, 环比下降 2.3%); 单位成本 272.9 元/吨 (同比增加 3.4%, 环比下降 14.3%); 单位毛利 324.7 元/吨 (同比下降 12.0%, 环比增加 10.6%)。
- **澳洲自产煤方面:** 2024 上半年, 实现自产煤产量 1967.0 万吨, 同比增加 16.2%; 自产煤销量 1960.5 万吨, 同比增加 16.1%; 单位价格 809.3 元/吨, 同比下降 33.1%; 单位成本 578.4 元/吨, 同比下降 7.8%; 单位毛利 231.0 元/吨, 同比下降 60.3%。2024Q2, 实现自产煤产量 954.9 万吨 (同比下降 2.5%, 环比下降 5.7%); 自产煤销量 997.3 万吨 (同比增加 2.8%, 环比增加 3.5%); 单位价格 800.9 元/吨 (同比下降 24.4%, 环比下降 2.1%); 单位成本 593.5 元/吨 (同比增加 2.1%, 环比增加 5.5%); 单位毛利 207.4 元/吨 (同比下降 56.6%, 环比下降 18.8%)。
- **贸易煤方面:** 2024 上半年, 实现贸易煤销量 411.7 万吨, 同比下降 44.6%; 单位价格 1163.1 元/吨, 同比下降 13.8%; 单位成本 1123.8 元/吨, 同比下降 15.7%; 单位毛利 39.3 元/吨, 同比增加 151.9%。2024Q2, 实现贸易煤销量 106.4 万吨 (同比下降 66.1%, 环比下降 65.1%); 单位价格 910.8 元/吨 (同比下降 22.5%, 环比下降 27.2%); 单位成本 814.8 元/吨 (同比增加 5.5%, 环比下降 33.8%); 单位毛利 96.0 元/吨 (同比下降 76.2%, 环比增加 389.5%)。

煤化工业务: 甲醇、醋酸乙酯、己内酰胺盈利同比大幅改善。

- 甲醇方面, 2024 上半年, 实现甲醇产量 199.3 万吨, 同比增加 3.5%; 甲醇销量 190.8 万吨, 同比增加 0.1%; 单位价格 1836.0 元/吨, 同比增加 0.1%; 单位成本 1551.9 元/吨, 同比下降 16.2%; 单位毛利 284.1 元/吨, 同比增加 1693.3%。2024Q2, 实现甲醇产量 91.9 万吨 (同比增加 9.9%, 环比下降 14.4%); 甲醇销量 92.2 万吨 (同比增加 10.3%, 环比下降 6.5%); 单位价格 1912.1 元/吨 (同比增加 9.4%, 环比增加 8.4%); 单位

基本状况

总股本(百万股)	10,040
流通股本(百万股)	5,887
市价(元)	14.63
市值(百万元)	146,883
流通市值(百万元)	86,129

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、兖矿能源 (600188.SH) 2023Q1: 优质资产注入落地在即, 煤炭主业有望高增
- 2、兖矿能源 (600188.SH) 深度报告: 领先战略铸就成长基因, 长期盈利增长值得期待
- 2、兖矿能源 (600188.SH) 2022 年业绩预告点评: 非经常性因素压制业绩增速, 2023 年盈利有望继续保持增长
- 3、兖矿能源 (600188.SH) 研究简报: 长效激励, 增长持续

成本 1522.8 元/吨(同比下降 15.4%,环比下降 3.6%);单位毛利 389.4 元/吨(同比增加 839.8%,环比增加 109.8%)。

- 醋酸方面, 2024 上半年, 实现醋酸产量 50.9 万吨, 同比下降 11.9%; 醋酸销量 33.7 万吨, 同比下降 7.7%; 单位价格 2670.6 元/吨, 同比增加 3.4%; 单位成本 2347.2 元/吨, 同比下降 5.3%; 单位毛利 323.4 元/吨, 同比增加 210.7%。2024Q2, 实现醋酸产量 26.3 万吨(同比下降 9.3%, 环比增加 6.9%); 醋酸销量 17.8 万吨(同比下降 1.7%, 环比增加 11.9%); 单位价格 2202.2 元/吨(同比下降 15.0%, 环比下降 31.1%); 单位成本 2123.6 元/吨(同比下降 5.3%, 环比下降 18.2%); 单位毛利 78.7 元/吨(同比下降 77.4%, 环比下降 86.8%)。
- 醋酸乙酯方面, 2024 上半年, 实现醋酸乙酯产量 17.9 万吨, 同比下降 19.4%; 醋酸乙酯销量 17.6 万吨, 同比下降 21.8%; 单位价格 5312.5 元/吨, 同比下降 3.6%; 单位成本 5159.1 元/吨, 同比下降 1.4%; 单位毛利 153.4 元/吨, 同比下降 45.2%。2024 Q2, 实现醋酸乙酯产量 8.3 万吨(同比下降 24.5%, 环比下降 13.5%); 醋酸乙酯销量 8.3 万吨(同比下降 25.2%, 环比下降 10.8%); 单位价格 5144.6 元/吨(同比下降 5.6%, 环比下降 5.8%); 单位成本 4783.1 元/吨(同比下降 3.5%, 环比下降 12.9%); 单位毛利 361.4 元/吨(同比下降 27.1%, 环比增加 1220.5%)。
- 乙二醇方面, 2024 上半年, 实现乙二醇产量 19.8 万吨, 同比增加 38.5%; 乙二醇销量 20.1 万吨, 同比增加 18.9%; 单位价格 3810.9 元/吨, 同比增加 11.8%; 单位成本 2945.3 元/吨, 同比下降 9.3%; 单位毛利 865.7 元/吨, 同比增加 441.8%。2024Q2, 实现乙二醇产量 11.3 万吨(同比增加 46.8%, 环比增加 32.9%); 乙二醇销量 12.1 万吨(同比增加 22.2%, 环比增加 51.3%); 单位价格 3752.1 元/吨(同比增加 10.6%, 环比下降 3.8%); 单位成本 2867.8 元/吨(同比下降 14.2%, 环比下降 6.4%); 单位毛利 884.3 元/吨(同比增加 1650.9%, 环比增加 5.6%)。
- 己内酰胺方面, 2024 上半年, 实现己内酰胺产量 17.7 万吨, 同比增加 19.6%; 己内酰胺销量 17.1 万吨, 同比增加 17.1%; 单位价格 11555.6 元/吨, 同比增加 8.9%; 单位成本 10421.1 元/吨, 同比增加 5.9%; 单位毛利 1134.5 元/吨, 同比增加 47.9%。2024Q2, 实现己内酰胺产量 9.4 万吨(同比增加 23.7%, 环比增加 13.3%); 己内酰胺销量 8.9 万吨(同比增加 14.1%, 环比增加 8.5%); 单位价格 11325.8 元/吨(同比增加 6.8%, 环比下降 4.1%); 单位成本 9685.4 元/吨(同比下降 4.3%, 环比下降 13.7%); 单位毛利 1640.4 元/吨(同比增加 236.7%, 环比增加 180.2%)。
- 聚甲醛方面, 2024 上半年, 实现聚甲醛产量 3.2 万吨, 同比下降 13.5%; 聚甲醛销量 3.0 万吨, 同比下降 16.7%; 单位价格 10100.0 元/吨, 同比下降 4.8%; 单位成本 8866.7 元/吨, 同比下降 4.7%; 单位毛利 1233.3 元/吨, 同比下降 5.5%。2024Q2, 实现聚甲醛产量 1.8 万吨(同比增加 5.9%, 环比增加 28.6%); 聚甲醛销量 1.6 万吨(同比下降 11.1%, 环比增加 14.3%); 单位价格 10062.5 元/吨(同比增加 2.3%, 环比下降 0.8%); 单位成本 9187.5 元/吨(同比下降 11.6%, 环比增加 8.1%); 单位毛利 875.0 元/吨(同比增加 257.5%, 环比下降 46.7%)。
- 石脑油方面, 2024 上半年, 实现石脑油产量 10.9 万吨, 同比下降 6.8%; 石脑油销量 10.8 万吨, 同比下降 6.1%; 单位价格 6814.8 元/吨, 同比增加 2.6%; 单位成本 3111.1 元/吨, 同比增加 26.4%; 单位毛利 3703.7 元/吨, 同比下降 11.4%。2024Q2, 实现聚石脑油产量 4.0 万吨(同比下降 31.0%, 环比下降 42.0%); 石脑油销量 3.8 万吨(同比下降 32.1%, 环比下降 45.7%); 单位价格 6710.5 元/吨(同比增加 1.8%, 环比下降 2.3%); 单位成本 3263.2 元/吨(同比增加 45.0%, 环比增加 7.7%); 单位毛利 3447.4 元/吨(同比下降 20.6%, 环比下降 10.3%)。
- **上半年拟派发现金分红 0.23 元。** 兖矿能源于 2024 年 8 月 30 日发布《兖矿能源集团股份有限公司 2024 年半年度利润分配方案公告》, 宣布拟派发 2024 年半年度现金股利 0.23 元/股, 现金红利 23.09 亿元, 约占 2024 年上半年归母净利润的 30.51%。
- **盈利预测、估值及投资评级: 考虑煤价下滑, 我们下修公司 2024-2026 年盈利预测,** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1676.21、1734.16、1771.44 亿元, 实现归母净利润分别为 162.61、204.57、231.21 亿元(2024-2026 年原预测值为 217.40、252.21、283.69 亿元), 每股收益分别为 1.62、2.04、2.30 元, 当前股价 14.63 元, 对应 PE 分别为 9.0X/7.2X/6.4X, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 煤矿产能释放受限、煤炭价格大幅下跌、煤化工产品在产能释放受阻、煤化工产品价格出现较大波动。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	37,597	73,881	108,347	145,501	营业收入	150,025	167,621	173,416	177,144
应收票据	869	971	1,005	1,027	营业成本	89,061	114,025	114,267	112,750
应收账款	6,946	6,420	5,254	4,836	税金及附加	6,432	6,705	6,937	7,086
预付账款	5,074	6,496	6,510	6,424	销售费用	5,002	5,029	5,202	5,585
存货	7,742	9,912	9,933	9,801	管理费用	8,482	8,381	6,068	6,198
合同资产	20	23	24	24	研发费用	2,907	2,514	2,601	2,657
其他流动资产	37,941	42,325	43,769	44,698	财务费用	3,904	4,779	4,689	4,477
流动资产合计	96,169	140,005	174,818	212,286	信用减值损失	121	121	121	121
其他长期投资	3,443	3,717	3,807	3,865	资产减值损失	-35	-35	-35	-35
长期股权投资	23,993	23,993	23,993	23,993	公允价值变动收益	90	90	90	90
固定资产	112,469	99,618	88,343	78,457	投资收益	2,259	2,259	2,259	2,259
在建工程	20,205	20,305	20,305	20,205	其他收益	260	260	460	260
无形资产	67,156	70,818	74,115	77,082	营业利润	36,935	28,884	36,348	41,087
其他非流动资产	30,844	31,210	31,502	31,736	营业外收入	368	368	369	368
非流动资产合计	258,109	249,661	242,065	235,337	营业外支出	323	323	323	323
资产合计	354,278	389,666	416,883	447,623	利润总额	36,980	28,929	36,394	41,132
短期借款	4,084	97	226	335	所得税	9,857	7,472	9,401	10,624
应付票据	11,877	15,206	15,238	15,036	净利润	27,123	21,457	26,993	30,508
应付账款	19,553	25,034	25,087	24,754	少数股东损益	6,567	5,195	6,536	7,387
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	20,140	16,261	20,457	23,121
合同负债	5,091	5,689	5,885	6,012	NOPLAT	29,986	25,002	30,471	33,828
其他应付款	50,455	50,455	50,455	50,455	EPS (按最新股本摊薄)	2.01	1.62	2.04	2.30
一年内到期的非流动负债	20,805	20,805	20,805	20,805					
其他流动负债	11,244	11,531	10,832	10,852					
流动负债合计	123,109	128,816	128,528	128,249					
长期借款	61,355	66,355	68,355	70,355					
应付债券	12,173	19,829	19,829	19,829					
其他非流动负债	39,307	30,028	30,028	30,028					
非流动负债合计	112,835	116,212	118,212	120,212					
负债合计	235,944	245,028	246,740	248,461					
归属母公司所有者权益	72,694	93,802	112,772	134,405					
少数股东权益	45,640	50,835	57,371	64,758					
所有者权益合计	118,334	144,637	170,143	199,163					
负债和股东权益	354,278	389,666	416,883	447,623					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	16,168	52,428	47,569	49,994
现金收益	45,866	46,317	50,688	53,049
存货影响	1,175	-2,170	-21	132
经营性应收影响	-2,035	-963	1,153	518
经营性应付影响	36,115	8,810	85	-535
其他影响	-64,952	434	-4,336	-3,170
投资活动现金流	-12,203	-9,266	-9,055	-8,984
资本支出	-55,869	-10,993	-11,027	-11,045
股权投资	-1,663	0	0	0
其他长期资产变化	45,329	1,727	1,972	2,061
融资活动现金流	-32,513	-6,878	-4,047	-3,856
借款增加	23,813	8,669	2,129	2,109
股利及利息支付	-29,879	-6,640	-7,312	-7,718
股东融资	5,119	0	0	0
其他影响	-31,566	-8,907	1,136	1,753

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-25.3%	11.7%	3.5%	2.1%
EBIT增长率	-32.2%	-17.6%	21.9%	11.0%
归母公司净利润增长率	-34.6%	-19.3%	25.8%	13.0%
获利能力				
毛利率	40.6%	32.0%	34.1%	36.4%
净利率	18.1%	12.8%	15.6%	17.2%
ROE	17.4%	11.2%	12.0%	11.6%
ROIC	20.3%	14.8%	16.1%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	66.6%	62.9%	59.2%	55.5%
债务权益比	116.4%	94.8%	81.8%	71.0%
流动比率	0.8	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	16	14	12	10
应付账款周转天数	78	70	79	80
存货周转天数	34	28	31	32
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	1.62	2.04	2.30
每股经营现金流	1.61	5.22	4.74	4.98
每股净资产	7.24	9.34	11.23	13.39
估值比率				
P/E	7.3	9.0	7.2	6.4
P/B	2.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	11	11	10	9

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。