



买入（维持）

所属行业：煤炭/煤炭开采
当前价格(元)：13.61

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

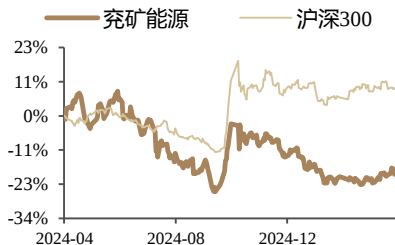
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

谢信圆

邮箱：xiejiy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.72	1.04	-2.79
相对涨幅(%)	3.05	-1.53	-1.13

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《兖矿能源(600188.SH)：Q3归母环比微增，远期成长空间广阔》，2024.10.26
- 《兖矿能源(600188.SH)：煤化一体龙头，成长弹性兼具》，2024.9.9

兖矿能源（600188.SH）：成本管控优异，成长空间广阔

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年度业绩报告。**2024 年，公司实现营业收入 1391.24 亿，同比-7.29%；归母净利润 144.25 亿元，同比-28.39%；扣非归母净利润 138.91 亿元，同比-25.28%。**分季度看**，2024Q4，公司实现营业收入 324.92 亿元，同比+128.2%，环比-5.33%；归母净利润 30.2 亿元，同比-33.25%，环比-21.29%；扣非归母净利润 28.4 亿元，同比-34.59%，环比-24.31%。
- 煤炭业务：自产煤销量同环比增长，成本管控优异。****1) 产销方面**：2024 年，公司商品煤产量/销量为 14249/13631 万吨，同比+7.86%/+7.31%，其中自产煤销量 12906 万吨，同比+6.68%。**分季度看**，Q4 商品煤产量/销量为 3668/3372 万吨，同比+5.38%/+21.05%，环比-0.14%/-2.87%，其中自产煤销量 3354 万吨，同比+0.52%，环比+3.32%。**2) 价格&成本方面**，2024 年公司商品煤综合售价 672.19 元/吨，同比-16.31%，其中自产煤吨煤收入 656.16 元/吨，同比-16.4%。公司商品煤综合成本 365.27 元/吨，同比-5.9%；自产煤综合成本 337.57 元/吨，同比-3.4%。**分季度看**，公司 Q4 商品煤综合售价 637.79 元/吨，同比-4.56%，环比-2.76%；其中自产煤售价 636.86 元/吨，同比-1.95%，环比-2.58%。Q4 自产煤成本 323.57 元/吨，同比-7.57%，环比+4.81%。2025 年公司计划生产商品煤 1.55-1.6 亿吨，吨煤销售成本力争同比下降 3%。
- 化工业务：Q4 产销环比提升对冲价格影响。****1) 产销方面**：2024 年，公司实现化工产量/销量 870.2/780.1 万吨，同比+1.34%/-0.78%。**分季度看**，公司 Q4 化工产量/销量 234.7/210.4 万吨，同比+12.24%/+6.96%，环比+7.96%/+7.9%。**2) 价格&成本方面**，2024 年化工综合售价 3233.3 元/吨，同比-3.7%；单位销售成本 2535.06，同比-5.68%。**分季度看**，Q4 化工产品综合售价 3096.48 元/吨，同比-9.02%，环比-2.53%；单位销售成本 2338.88 元/吨，同比-12.65%，环比-2.88%。
- 主业成长优异，分红凸显价值。****煤炭方面**，2024 年万福煤矿正式投产，增加产能 180 万吨；五彩湾四号露天矿一期 1000 万吨加速推进，五彩二期 2300 万吨/年产能规模获批。2025 年规划开工建设霍林河一号煤矿，三年内陆续开工建设刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿。三矿建成后将新增产能 2500 万吨。**化工方面**，新疆山能化工有限公司准东 80 万吨烯烃项目 24 年已正式获批，目前处于建设阶段。根据公司 21 年发布的《发展战略纲要》，力争 5-10 年内煤炭产量要达 3 亿吨，化工产量 2000 万吨以上，煤化主业成长可期。**分红方面**，公司提出将 2023-2025 年度利润分配政策确定为年度扣除法定储备后净利润的约 60%。公司 24 年拟每股配发现金股利 0.54 元/股（含税），叠加中期分红 0.23 元/股（含税），全年累计分红 0.77 元/股（含税），合计现金分红 77.3 亿，占本年度按中国会计准则实现的归属于母公司股东的净利润的比例为 53.59%；占本年度按国际财务报告准则实现的归属于母公司股东的净收益扣除法定储备后的比例为 60.03%，对应当前股息（合并中期分红）5.7%，高分红凸显价值。
- 盈利预测**：受到煤炭价格下跌影响，我们预计公司 2025-2027 年合计收入分别为 1258/1288/1305 亿元，归母净利润分别为 95/115/128 亿元，PE 分别为 14.39/11.87/10.71 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示**：项目进展不及预期；煤炭价格超预期下行；国内经济复苏力度不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	10,039.86		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	5,923.91	营业收入(亿元)	1,501	1,391	1,258	1,288	1,305
52 周内股价区间(元):	12.62-18.30	(+/-)YOY(%)	-33.3%	-7.3%	-9.5%	2.3%	1.3%
总市值(百万元):	136,642.50	净利润(亿元)	201	144	95	115	128
总资产(百万元):	358,554.47	(+/-)YOY(%)	-39.6%	-28.4%	-34.2%	21.2%	10.8%
每股净资产(元):	5.91	全面摊薄 EPS(元)	2.01	1.44	0.95	1.15	1.27
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	40.6%	35.8%	30.7%	31.8%	32.7%
		净资产收益率(%)	27.7%	17.5%	10.9%	12.4%	12.7%
		资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	1.46	0.95	1.15	1.27
每股净资产	8.23	8.64	9.28	9.99
每股经营现金流	2.23	3.57	1.97	3.63
每股股利	1.43	1.06	1.28	1.42
价值评估(倍)				
P/E	9.72	14.39	11.87	10.71
P/B	1.72	1.58	1.47	1.36
P/S	0.98	1.37	1.34	1.32
EV/EBITDA	1.74	2.23	2.30	1.97
股息率%	10.1%	7.8%	9.4%	10.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.8%	30.7%	31.8%	32.7%
净利润率	15.0%	10.8%	12.6%	13.8%
净资产收益率	17.5%	10.9%	12.4%	12.7%
资产回报率	4.0%	2.5%	3.0%	3.2%
投资回报率	8.6%	5.6%	6.0%	6.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.3%	-9.5%	2.3%	1.3%
EBIT 增长率	-28.4%	-29.0%	10.5%	11.1%
净利润增长率	-28.4%	-34.2%	21.2%	10.8%
偿债能力指标				
资产负债率	62.9%	62.3%	60.8%	58.9%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	21.0	18.4	19.2	19.2
存货周转天数	31.0	31.4	31.9	31.6
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	1.2	1.0	1.0	0.9

现金流量表(亿元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	144	95	115	128
少数股东损益	59	35	42	47
非现金支出	159	108	111	118
非经营收益	12	9	1	2
营运资金变动	-157	106	-77	66
经营活动现金流	223	358	198	365
资产	-170	-215	-213	-245
投资	54	-13	-12	-13
其他	19	19	19	19
投资活动现金流	-97	-210	-206	-239
债权募资	77	35	22	15
股权募资	175	0	0	0
其他	-376	-85	-90	-98
融资活动现金流	-124	-50	-68	-83
现金净流量	1	98	-76	42

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 28 日

资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(亿元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,391	1,258	1,288	1,305
营业成本	893	872	879	878
毛利率%	35.8%	30.7%	31.8%	32.7%
营业税金及附加	59	54	54	52
营业税金率%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%
营业费用	47	41	41	40
营业费用率%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%
管理费用	86	73	74	72
管理费用率%	6.2%	5.8%	5.8%	5.5%
研发费用	27	24	24	23
研发费用率%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%
EBIT	276	196	216	240
财务费用	28	21	11	13
财务费用率%	2.0%	1.7%	0.9%	1.0%
资产减值损失	-0	-0	2	2
投资收益	26	19	19	19
营业利润	269	184	217	239
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	273	184	217	240
EBITDA	429	304	329	361
所得税	64	49	55	60
有效所得税率%	23.3%	26.6%	25.1%	25.1%
少数股东损益	59	35	42	47
归属母公司所有者净利润	144	95	115	128

资产负债表(亿元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	383	485	427	489
应收账款及应收票据	102	42	112	44
存货	76	76	80	74
其它流动资产	412	405	416	405
流动资产合计	974	1,008	1,035	1,012
长期股权投资	256	271	285	299
固定资产	1,127	1,226	1,321	1,447
在建工程	225	230	235	240
无形资产	640	645	650	648
非流动资产合计	2,612	2,734	2,850	2,993
资产总计	3,586	3,743	3,885	4,004
短期借款	77	99	121	136
应付票据及应付账款	323	302	309	301
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	772	834	835	824
流动负债合计	1,172	1,234	1,265	1,261
长期借款	557	570	570	570
其它长期负债	526	527	527	527
非流动负债合计	1,083	1,097	1,097	1,097
负债总计	2,255	2,331	2,362	2,358
实收资本	100	126	126	126
普通股股东权益	826	867	931	1,003
少数股东权益	504	545	592	644
负债和所有者权益合计	3,586	3,743	3,885	4,004

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8 年证券研究经验，2022 年上海证券报能源行业第二名，2021 年新财富能源开采行业入围，2020 年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019 年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。