

兖矿能源 (600188.SH)  
煤炭开采

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月27日

评级: 买入(维持)

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

Email: duchong@zts.com.cn

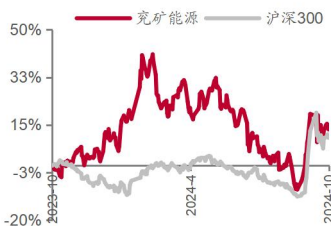
联系人: 鲁昊

Email: luhao@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	10,039.86
流通股本(百万股)	9,962.67
市价(元)	15.89
市值(百万元)	159,533.38
流通市值(百万元)	158,306.86

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1、《兖矿能源(600188.SH)2024中报点评: Q2量增本降业绩改善,中期分红回馈股东》2024-09-02
- 2、《兖矿能源(600188.SH)2024Q1点评: Q1产销同比双增,煤价下降业绩走弱》2024-04-28
- 3、《兖矿能源(600188.SH)2023年报点评: 现金分红+送股诚意满满,高股息配置价值较强》2024-03-30

## 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%
归母净利润(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	5.2	7.9	9.8	7.8	6.9
P/B	1.7	2.2	1.7	1.4	1.2

备注: 股价截止自2024年10月27日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

## 报告摘要

### ■ 兖矿能源于2024年10月25日发布2024年三季报:

- 2024前三季度公司实现营业收入1066.33亿元,同比减少21.50%;归母净利润114.05亿元,同比减少26.98%;扣非归母净利润110.51亿元,同比减少22.45%。
- 2024Q3实现营业收入343.21亿元(同比-15.46%,环比+5.03%),归母净利润为38.37亿元(同比-15.63%,环比+0.66%),扣非归母净利润为37.52亿元(同比-10.66%,环比+3.33%)。

### ■ 煤炭业务: Q3海外板块量价齐增,盈利改善显著。

- **自产煤方面:** 2024前三季度,实现自产煤产量10581.2万吨,同比增加8.8%;自产煤销量9622.1万吨,同比增加9.0%;单位价格662.9元/吨,同比下降16.5%;单位成本375.9元/吨,同比下降2.0%;单位毛利287.0元/吨,同比下降30.0%。2024Q3,实现自产煤产量3673.4万吨(同比增加9.8%,环比增加6.7%);自产煤销量3246.3万吨(同比增加8.9%,环比下降0.5%);单位价格653.7元/吨(同比下降2.3%,环比下降0.9%);单位成本319.2元/吨(同比下降10.0%,环比增加4.3%);单位毛利334.5元/吨(同比增加6.4%,环比下降5.4%)。
- **国内自产煤方面:** 2024前三季度,实现自产煤产量7464.6万吨,同比增加7.2%;自产煤销量6510.2万吨,同比增加5.9%;单位价格588.3元/吨,同比下降13.2%;单位成本295.8元/吨,同比下降2.3%;单位毛利292.5元/吨,同比下降22.0%。2024Q3,实现自产煤产量2523.7万吨(同比增加11.1%,环比增加1.4%);自产煤销量2094.9万吨(同比增加5.4%,环比下降7.5%);单位价格553.9元/吨(同比下降8.1%,环比下降7.3%);单位成本297.3元/吨(同比增加0.2%,环比增加8.9%);单位毛利256.6元/吨(同比下降16.1%,环比下降21.0%)。
- **澳洲自产煤方面:** 2024前三季度,实现自产煤产量3116.7万吨,同比增加12.7%;自产煤销量3111.8万吨,同比增加16.1%;单位价格818.9元/吨,同比下降22.7%;单位成本543.4元/吨,同比下降4.6%;单位毛利275.5元/吨,同比下降43.7%。2024Q3,实现自产煤产量1149.7万吨(同比增加7.2%,环比增加20.4%);自产煤销量1151.3万吨(同比增加16.0%,环比增加15.4%);单位价格835.3元/吨(同比增加4.1%,环比增加4.3%);单位成本484.0元/吨(同比增加2.8%,环比下降18.5%);单位毛利351.3元/吨(同比增加6.0%,环比增加69.4%)。
- **贸易煤方面:** 2024前三季度,实现贸易煤销量637.0万吨,同比下降41.4%;单位价格994.7元/吨,同比下降18.9%;单位成本933.6元/吨,同比下降23.6%;单位毛利61.0元/吨,同比增加1067.1%。2024Q3,实现贸易煤销量225.3万吨(同比下降34.3%,环比增加111.7%);单位价格687.0元/吨(同比下降28.6%,环比下降24.6%);单位成本586.3元/吨(同比下降40.1%,环比下降28.0%);单位毛利100.6元/吨(同比增加690.0%,环比增加4.8%)。
- **兖矿能源Q3澳洲板块表现较为优异:** 1) 产销量环比大涨,摊销成本下滑。公司海外三座露天煤矿产量显著提升,其中雅诺碧、亨特谷、莫拉本Q3原煤产量季度环比分别增长80%、67%、24%,充分体现了兖煤澳洲高品质煤矿的生产潜力。同时产量提高,也降低了吨煤摊销成本,澳洲板块Q3吨煤成本环比下滑18.5%; 2) 动力煤价格上涨,带动吨煤盈利提高。分煤种来看,兖煤澳洲2024Q3半软焦煤、喷吹煤价格季度环比分别下滑20.11%、15.28%,但动力煤价格季度环比上涨9.00%,带动平均煤价环比上涨。

- **煤化工业务：前三季度化工吨毛利保持盈利，投资建设 80 万吨烯烃项目。**
- 甲醇方面，2024 前三季度，实现甲醇产量 304.1 万吨，同比增加 0.2%；甲醇销量 292.0 万吨，同比下降 3.1%；单位价格 1833.6 元/吨，同比增加 0.4%；单位成本 1505.8 元/吨，同比下降 9.3%；单位毛利 327.7 元/吨，同比增加 97.1%。
- 醋酸方面，2024 前三季度，实现醋酸产量 77.2 万吨，同比下降 9.6%；醋酸销量 54.4 万吨，同比增加 0.4%；单位价格 2674.6 元/吨，同比下降 2.9%；单位成本 2347.4 元/吨，同比下降 2.9%；单位毛利 327.2 元/吨，同比下降 3.1%。
- 醋酸乙酯方面，2024 前三季度，实现醋酸乙酯产量 22.6 万吨，同比下降 28.9%；醋酸乙酯销量 22.4 万吨，同比下降 30.0%；单位价格 5245.5 元/吨，同比下降 6.8%；单位成本 4937.5 元/吨，同比下降 8.7%；单位毛利 308.0 元/吨，同比增加 38.8%。
- 乙二醇方面，2024 前三季度，实现乙二醇产量 28.5 万吨，同比增加 14.9%；乙二醇销量 28.6 万吨，同比增加 4.8%；单位价格 3846.2 元/吨，同比增加 12.5%；单位成本 2828.7 元/吨，同比下降 0.5%；单位毛利 1017.5 元/吨，同比增加 76.9%。
- 己内酰胺方面，2024 前三季度，实现己内酰胺产量 24.1 万吨，同比增加 5.7%；己内酰胺销量 23.6 万吨，同比增加 5.4%；单位价格 11330.5 元/吨，同比增加 5.4%；单位成本 10288.1 元/吨，同比下降 2.1%；单位毛利 1042.4 元/吨，同比增加 340.6%。
- 聚甲醛方面，2024 前三季度，实现聚甲醛产量 4.7 万吨，同比下降 14.5%；聚甲醛销量 4.7 万吨，同比下降 14.5%；单位价格 9893.6 元/吨，同比下降 5.9%；单位成本 9042.6 元/吨，同比增加 1.7%；单位毛利 851.1 元/吨，同比下降 47.4%。
- 石脑油方面，2024 前三季度，实现石脑油产量 17.3 万吨，同比下降 6.0%；石脑油销量 17.2 万吨，同比下降 6.0%；单位价格 6703.5 元/吨，同比增加 0.1%；单位成本 3058.1 元/吨，同比增加 34.5%；单位毛利 3645.3 元/吨，同比下降 17.6%。
- 2024 年 10 月 25 日，兖矿能源发布《对外投资公告》，宣布计划以自有资金与银行贷款组合的形式投资 95.74 亿元，建设内蒙古荣信化工有限公司年产 80 万吨烯烃项目，预计投资回收期 9.68 年（含建设期 36 个月），本项目以甲醇为原料，采用 MTO 技术生产聚合级乙烯和丙烯，再经聚合生产高密度聚乙烯（40 万吨/年）、聚丙烯（40 万吨/年），公司依托荣信化工现有产业基础（目前具备 220 万吨甲醇等化工产品生产能力）发展高端聚烯烃产业链，提高产品附加值和市场竞争能力。
- **盈利预测、估值及投资评级：**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，每股收益分别为 1.62、2.04、2.30 元，当前股价 15.89 元，对应 PE 分别为 9.8X/7.8X/6.9X，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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	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	<b>营业利润</b>	<b>36,935</b>	<b>28,884</b>	<b>36,348</b>	<b>41,087</b>
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
<b>资产合计</b>	<b>354,278</b>	<b>389,666</b>	<b>416,883</b>	<b>447,623</b>	<b>利润总额</b>	<b>36,980</b>	<b>28,929</b>	<b>36,394</b>	<b>41,132</b>
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	<b>净利润</b>	<b>27,123</b>	<b>21,457</b>	<b>26,993</b>	<b>30,508</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>20,140</b>	<b>16,261</b>	<b>20,457</b>	<b>23,121</b>
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 (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	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	123,109	128,816	128,528	128,249	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	61,355	66,355	68,355	70,355	<b>成长能力</b>				
应付债券	12,173	19,829	19,829	19,829	营业收入增长率	-25.3%	11.7%	3.5%	2.1%
其他非流动负债	39,307	30,028	30,028	30,028	EBIT 增长率	-32.2%	-17.6%	21.9%	11.0%
非流动负债合计	112,835	116,212	118,212	120,212	归母公司净利润增长率	-34.6%	-19.3%	25.8%	13.0%
<b>负债合计</b>	<b>235,944</b>	<b>245,028</b>	<b>246,740</b>	<b>248,461</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	72,694	93,802	112,772	134,405	毛利率	40.6%	32.0%	34.1%	36.4%
少数股东权益	45,640	50,835	57,371	64,758	净利率	18.1%	12.8%	15.6%	17.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>118,334</b>	<b>144,637</b>	<b>170,143</b>	<b>199,163</b>	ROE	17.4%	11.2%	12.0%	11.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>354,278</b>	<b>389,666</b>	<b>416,883</b>	<b>447,623</b>	ROIC	20.3%	14.8%	16.1%	16.0%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	8	10	8	7
					P/B	2	2	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。