

业绩同比下滑，集团优质资产注入为成长赋能

2023 年 04 月 29 日



分析师：周泰  
执业证号：S0100521110009  
邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航  
执业证号：S0100521110011  
邮箱：lihang@mszq.com

➤ **事件：**2023 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年一季报。2023 年一季度，公司实现营业收入 444.21 亿元，同比增长 7.82%；实现归母净利润 56.52 亿元，同比下降 15.35%。

➤ **兖煤澳洲拖累煤炭产量下滑，销量减少致使成本上升。**2023 年一季度，兖煤澳洲受极端天气、劳动力短缺的影响，商品煤产量同比减少 27.33%，国内生产也受到地质条件变化、采场更替的影响，致使公司整体产销有所下滑。23Q1 公司实现商品煤产量 2253 万吨，同比减少 262 万吨，降幅 10.4%；销售商品煤 2453 万吨，同比减少 73 万吨，降幅 2.9%。价格方面，23Q1 公司实现商品煤综合售价 1138.05 元/吨，同比增长 14.14%；据公告测算，商品煤综合成本 614.23 元/吨，同比增长 37.06%，原因系商品煤销量减少抬高成本，且兖煤澳洲加大排水、恢复生产投入；煤炭业务实现毛利 128.49 亿元，同比下降 7.37%，毛利率 46.03%，同比减少 16.41 个百分点。我们认为，恶劣天气已过，澳洲分部生产虽有阶段性下调，但全年产量较去年仍有望提升。

➤ **化工品价格下行是影响公司业绩下滑主要原因。**煤化工业务方面，23Q1 公司实现化工品产量 191.2 万吨，同比增长 14.97%；化工品销量 169.9 万吨，同比增长 9.12%。化工品单位销售收入为 3539.14 元/吨，同比下降 15.88%；单位销售成本为 3037.08 元/吨，同比下降 5.61%；煤化工业务实现毛利 8.53 亿元，同比下降 44.65%，毛利率为 14.19%，同比减少 39.69 个百分点。2023 年一季度，化工产品价格延续弱势，公司产销虽同比增长，但煤化工业务盈利能力整体承压，后续需关注下游需求释放及成本端情况。

➤ **电力业务毛利同比大幅增长。**2023 年一季度，公司实现发电量 215858 万千瓦时，同比增长 7.83%；实现售电量 182482 万千瓦时，同比增长 10.96%。公司发、售电量同比增长的原因为菏泽能化为满足客户用电需求，发电量同比增长 27.85%至 43928 万千瓦时；鲁南化工一台新发电机组投入运营，发电量同比增长 37.55%至 12598 万千瓦时，以及电力对外销售占比提高。23Q1 公司电力业务实现毛利 9100 万元，同比增长 46.77%；毛利率为 13.15%，同比增长 35.53 个百分点，煤电一体化优势明显。

➤ **集团资产注入，优质资源储备增厚。**据公告，为解决同业竞争问题，公司拟现金收购控股股东山东能源集团下属公司鲁西矿业 51%股权及新疆能化 51%股权，合计转让价款 264.31 亿元，按 30%、30%和 40%的比例分三期支付。截至 2022 年底，鲁西矿业和新疆能化分别拥有合计资源量 25.89 亿吨、230.15 亿吨，可采储量 12.28 亿吨、152.66 亿吨，核定产能 1900 万吨/年、2089 万吨/

推荐

维持评级

当前价格：

34.39 元

相关研究

1. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年年度报告点评：业绩同比增长，股息率大幅提升-2023/03/25
2. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年业绩预告点评：减值与融资费用影响 22Q4 业绩释放-2023/01/28
3. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年三季报点评：22Q3 盈利环比下滑，期待业绩弹性释放-2022/10/30
4. 兖矿能源 (600188.SH) 2022 年半年报点评：海内外煤炭业绩大幅释放，公司盈利大幅增长-2022/08/27
5. 兖矿能源 (600188.SH) 深度报告：长风破浪正当时，直挂云帆济沧海-2022/08/19

年，2022 年商品煤产量分别为 1134.38 万吨、2046.58 万吨。本次交易完成后，公司评估利用口径资源量增加约 256.03 亿吨，可采储量增加约 164.95 亿吨，商品煤产量增加约 3200 万吨，公司优质资源储备进一步增厚，煤炭产量将持续提升。

► **吨煤资源价款低，业绩承诺保障未来盈利。**据公司发布，鲁西矿业吨矿资源量评估值 15 元/吨，吨矿可采储量评估值 32 元/吨；新疆能化已拿到采矿权的 5 个煤矿吨矿资源量评估值 1.3 元/吨，吨矿可采储量评估值 2.74 元/吨，此外新疆能化另有 12 宗探矿权，吨矿资源量评估值 0.4 元/吨，吨矿可采储量评估值 0.68 元/吨，显著低于近期一级市场矿业权竞拍交易价值。2022 年，鲁西矿业和新疆能化分别实现营业收入 177.13 亿元和 43.30 亿元，实现归母净利润 32.46 亿元和 19.40 亿元，两家公司合计营业收入、归母净利润占兖矿能源同期煤炭及煤化工相关业务收入、归母净利润的比例分别为 14.68%、8.59%。此外，鲁西能化和新疆能化分别作出业绩承诺，2023-2025 年度公司扣非归母净利润累计不低于 114.25 亿元和 40.13 亿元，若未能完成业绩承诺，股权转让方将按照收购价款的一定比例向上市公司进行现金补偿（比例为差额与承诺金额的比值，该补偿方案金额高于直接补偿差额）。资产收购交易完成后，叠加业绩承诺保障作用，公司盈利能力将显著增强。

► **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 283.35/302.03/316.71 亿元，对应 EPS 分别为 5.73/6.10/6.40 元/股，对应 2023 年 4 月 28 日股价的 PE 为 6/6/5 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济增速放缓；煤价大幅下跌；化工品价格大幅下滑。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	200,829	204,271	207,438	211,351
增长率 (%)	32.1	1.7	1.5	1.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,774	28,335	30,203	31,671
增长率 (%)	89.3	-7.9	6.6	4.9
每股收益 (元)	6.22	5.73	6.10	6.40
PE	6	6	6	5
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价，未考虑收购下盈利预测）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	200,829	204,271	207,438	211,351
营业成本	118,609	127,811	128,955	130,183
营业税金及附加	6,790	6,945	7,053	7,186
销售费用	6,338	7,149	7,260	7,397
管理费用	6,589	6,741	6,845	6,975
研发费用	2,117	2,247	2,282	2,325
EBIT	60,357	53,279	55,003	57,246
财务费用	5,052	4,918	4,630	4,403
资产减值损失	-2,408	-1,556	-1,571	-1,590
投资收益	2,156	2,247	2,282	2,325
营业利润	54,096	48,463	51,105	53,598
营业外收支	62	190	190	190
利润总额	54,159	48,653	51,295	53,788
所得税	14,720	13,234	13,542	14,200
净利润	39,438	35,419	37,753	39,588
归属于母公司净利润	30,774	28,335	30,203	31,671
EBITDA	71,360	64,726	67,125	70,050

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	45,178	48,250	64,234	77,931
应收账款及票据	6,690	6,649	6,752	6,879
预付款项	4,129	4,473	4,513	4,556
存货	8,917	8,320	8,394	8,474
其他流动资产	23,786	19,872	17,990	18,134
流动资产合计	88,699	87,564	101,884	115,975
长期股权投资	22,330	24,577	26,859	29,183
固定资产	82,961	85,199	86,925	88,638
无形资产	59,737	60,474	60,377	60,290
非流动资产合计	207,097	214,960	218,356	221,890
资产合计	295,796	302,524	320,240	337,865
短期借款	1,319	1,819	1,719	1,619
应付账款及票据	29,772	32,018	32,305	32,612
其他流动负债	52,074	39,951	40,556	41,021
流动负债合计	83,165	73,788	74,581	75,253
长期借款	38,224	40,224	39,224	38,724
其他长期负债	46,321	46,130	46,130	45,130
非流动负债合计	84,545	86,355	85,355	83,855
负债合计	167,710	160,143	159,935	159,107
股本	4,949	4,949	4,949	4,949
少数股东权益	33,350	40,434	47,984	55,902
股东权益合计	128,085	142,381	160,305	178,758
负债和股东权益合计	295,796	302,524	320,240	337,865

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	32.13	1.71	1.55	1.89
EBIT 增长率	107.49	-11.73	3.24	4.08
净利润增长率	89.27	-7.92	6.59	4.86
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.94	37.43	37.83	38.40
净利润率	15.32	13.87	14.56	14.98
总资产收益率 ROA	10.40	9.37	9.43	9.37
净资产收益率 ROE	32.48	27.79	26.89	25.78
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.07	1.19	1.37	1.54
速动比率	0.71	0.85	1.05	1.23
现金比率	0.54	0.65	0.86	1.04
资产负债率 (%)	56.70	52.94	49.94	47.09
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	11.92	12.00	12.00	12.00
存货周转天数	27.44	27.00	27.00	27.00
总资产周转率	0.69	0.68	0.67	0.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	6.22	5.73	6.10	6.40
每股净资产	19.14	20.60	22.70	24.83
每股经营现金流	10.80	10.95	10.40	10.85
每股股利	4.30	4.01	4.27	4.48
<b>估值分析</b>				
PE	6	6	6	5
PB	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	2.81	2.88	2.52	2.20
股息收益率 (%)	12.50	11.65	12.42	13.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	39,438	35,419	37,753	39,588
折旧和摊销	11,003	11,447	12,122	12,804
营运资金变动	-2,423	4,133	-791	-986
经营活动现金流	53,450	54,201	51,479	53,715
资本开支	-17,873	-18,065	-13,403	-14,088
投资	4,516	1,400	200	100
投资活动现金流	-12,632	-14,358	-11,204	-13,988
股权募资	5,812	0	0	0
债务募资	-28,109	-11,889	-1,100	-1,600
筹资活动现金流	-43,271	-36,772	-24,290	-26,030
现金净流量	-1,421	3,072	15,985	13,697

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026