

## 煤炭

2025年02月25日

# 兖矿能源 (600188)

## ——内外兼修，国有大型煤炭龙头企业

### 增持 (首次评级)

#### 研报摘要:

#### 市场数据 2025年02月24日

收盘价(元)	13.29
一年内最高/最低(元)	27.47/12.80
市净率	2.1882
股息率(分红/股份)	17.43
流通A股市值(百万元)	78,241
上证指数/深证成指	3,373.03/10,983.04

注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

#### 基础数据 2024年09月30日

每股净资产(元)	6.07
资产负债率%	64.19
总股本/流通A股(百万)	10,040/5,887
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势:



- **国有大型煤炭龙头企业。**兖矿能源是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一，主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输，煤化工，电力等业务，在国内煤炭行业中处于龙头地位。2020年，兖矿集团与山东能源集团重组合并，兖矿集团更名为山东能源集团有限公司，作为存续主体。山东能源集团直接持有公司43.78%的股权，山东省国资委是公司实际控制人。
- **以煤炭为主业，兼顾多元化发展。**多年来，公司坚持以煤炭为主体，积极整合海内外煤炭资源，其煤炭主业已形成山东本部、晋陕蒙、新疆和澳洲四大基地，主要煤炭产品包括动力煤、喷吹煤、焦煤，适用于电力、冶金及化工等行业，主要销往我国的华东、华北、华南、西北等地区及日本、韩国、新加坡、澳大利亚等国家。
- **集团资源有望注入公司。**除了兖矿能源外，山东能源集团还拥有煤炭资源储量177.5亿吨，可开采储量56.86亿吨，核定产能为9288万吨/年。根据兖矿能源2021年发布的《发展战略纲要》，公司未来将通过内涵式增长和外延式扩张相结合的方式，持续获取优质煤炭资源。因此，山东能源集团直属的煤炭资产有望在未来逐步注入上市公司。
- **高分红比例政策彰显公司价值。**2019年以来公司维持高比例分红。2019年公司股利支付率高达89%，此后2020-2023年，公司股利支付率均保持在55%以上。并且根据2023年公司发布的2023-2025年度利润分配政策的公告，承诺2023-2025年各会计年度分配的现金股利总额，占公司该年度扣除法定储备后净利润的约60%，且每股现金股利不低于人民币0.5元。
- **高质量海外资产，进一步加强公司业绩稳定性。**随着业务的不断发展，兖煤澳洲在兖矿能源集团内的地位日益重要，已成为集团重要的收入和利润来源。2023年，兖煤澳洲实现收入377.35亿元人民币，占兖矿能源总收入的25%；实现净利润88.19亿元，按股权比例计算，对兖矿能源归母净利润的贡献约为54.91亿元。
- **盈利预测与估值。**虽然2024年煤价整体呈下行态势，但公司的煤炭产销量及煤炭产品毛利率一直处于同行业前列，预计2024-2026年公司归母净利润分别为161.38亿元、172.48亿元、189.41亿元，同比分别下降21.60%、增长6.87%、增长9.82%；EPS分别为2.17元、2.32元、2.55元，对应当前股价的PE分别为6.13倍、5.73倍、5.22倍，给予“增持”评级。
- **风险提示。**(1)煤炭产品价格下跌超预期；(2)煤炭产品下游需求不及预期；(3)煤化工产品价格出现大幅波动。

#### 财务数据及盈利预测

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	200,829.27	150,024.86	119,944.88	120,196.76	126,206.60
营业收入增长率(%)	32.13	-25.30	-20.05	0.21	5.00
归母净利润(百万元)	31,235.55	20,584.25	16,138.30	17,247.62	18,940.80
归母净利润增长率(%)	90.03	-34.10	-21.60	6.87	9.82
每股收益(元/股)	6.30	2.74	2.17	2.32	2.55
PE	2.11	4.85	6.13	5.73	5.22
PB	0.69	1.36	1.11	0.93	0.79
EV/EBITDA	2.66	5.30	5.13	4.41	3.41
ROE(%)	30.79	22.94	14.38	13.68	13.08

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

#### 证券分析师

杨鹏 13393033373  
S0400522100001  
yangpeng@cdzq.com

## 目录

<b>1. 内外兼修，国内煤炭龙头企业</b>	<b>4</b>
1.1 控股股东合并重组，股权结构清晰明确	4
1.2 以煤炭产业为主，兼顾多元化发展	5
1.3 煤炭资源储量丰富，未来产品增量可期	7
1.4 山东能源集团煤炭资源有望注入公司	8
1.5 煤炭产量稳步增长，海外稀缺资源提供高业绩弹性	9
1.6 公司现金流稳定，高分红凸显价值	11
<b>2. 集团重要海外煤炭资产--兖煤澳洲</b>	<b>13</b>
2.1 深耕澳洲二十年，开启海外发展新阶段	13
2.2 兖煤澳洲旗下资源丰富	13
2.3 兖煤澳洲煤炭产品产销稳定	15
<b>3. 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1 : 公司股东结构情况 .....	4
图 2 : 公司营业收入变化情况 .....	5
图 3 : 公司归母净利润变化情况 .....	5
图 4 : 公司主营业务构成情况 .....	6
图 5 : 公司煤炭资源分布情况 .....	7
图 6 : 公司商品煤产量变化情况 .....	10
图 7 : 公司商品煤销量变化情况 .....	11
图 8 : 公司经营现金流变化情况 .....	12
图 9 : 可比公司 ROE .....	12
图 10 : 可比公司经营现金流 (亿元) .....	12
图 11 : 兖矿澳洲发展历程 .....	13
图 12 : 兖矿能源矿区分布情况 .....	15
图 13 : 澳洲纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价格变化情况 .....	16
表 1 : 公司煤化工业务情况 .....	6
表 2 : 公司煤炭资源储量分布情况 .....	7
表 3 : 山东能源主要矿井情况 .....	9
表 4 : 兖矿能源各矿井商品煤产量情况 (万吨) .....	10
表 5 : 兖矿澳洲旗下煤炭矿产所有权 .....	14

## 1. 内外兼修，国内煤炭龙头企业

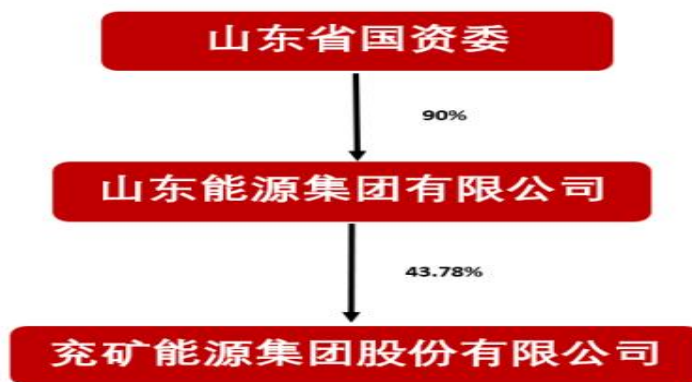
兖矿能源是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一，主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输，煤化工，电力等业务，在国内煤炭行业中处于龙头地位。公司拥有自营铁路网和现代化煤炭水运码头，京沪、兖石、新兖铁路，京沪、京福高速公路穿越矿区。得天独厚的区位和交通优势，使公司成为东北亚市场，中国华东、华南市场最具竞争力的煤炭供应商之一。公司在中国境内的发展区域主要集中在中国山东、山西、陕西、内蒙古。在境外的产业主要分布在澳大利亚的昆士兰州、新南威尔士州和西澳大利亚州；在加拿大萨斯喀彻温省拥有钾矿资源项目。公司同时在中国北京、上海、深圳、青岛、中国香港及新加坡等国家拥有金融投资及物流贸易产业布局。

### 1.1 控股股东合并重组，股权结构清晰明确

兖矿能源集团股份有限公司由山东能源集团(原兖矿集团)于1997年发起设立，1998年分别在香港、纽约(后于2017年退市)、上海三地上市。2004年，控股子公司兖煤澳洲成立，并于2012年在澳大利亚上市，兖矿能源成为中国首家拥有四地上市平台的煤炭公司。公司总部位于山东，其矿产资源分布于山东、陕西、内蒙古、新疆和澳大利亚等地，是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一。

2020年，兖矿集团与山东能源集团重组合并，兖矿集团更名为山东能源集团有限公司，作为存续主体，合并前山东能源集团和兖矿集团的资产、负债、业务、人员等。截至2024 H1，山东能源集团直接持有公司43.78%的股权，山东省国资委是公司实际控制人。

图 1：公司股东结构情况



资料来源：公司公告，财达研究

## 1.2 以煤炭产业为主，兼顾多元化发展

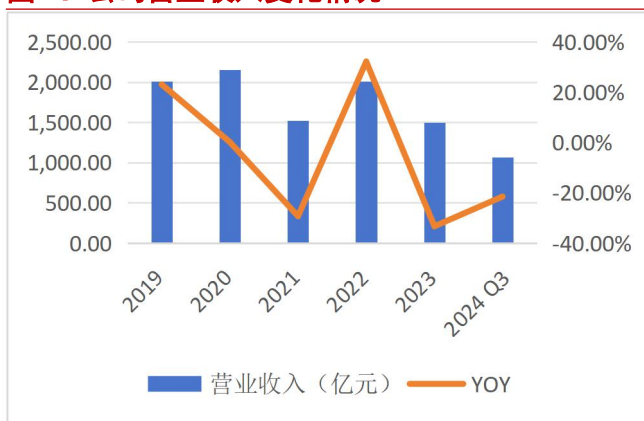
多年来，公司坚持以煤炭为主体，积极整合海内外煤炭资源，其煤炭主业已形成山东本部、晋陕蒙、新疆和澳洲四大基地，主要煤炭产品包括动力煤、喷吹煤、焦煤，适用于电力、冶金及化工等行业，主要销往我国的华东、华北、华南、西北等地区及日本、韩国、新加坡、澳大利亚等国家。

煤化工方面，公司煤化工业务主要分布在山东、陕蒙地区；产品主要包括甲醇、乙二醇、醋酸、醋酸乙酯、粗液体蜡等。截至目前，公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国单体最大煤液化装置，是国内唯一一家同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术的企业。根据公司规划，未来将按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地；化工品年产量 2000 万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%。

煤炭业务为公司主要的收入和利润来源。2016 年以来，公司煤炭收入占比持续保持增长态势，由 2016 年 29% 提升至 2022 年 63%，2023 年煤炭收入占比为 71%。

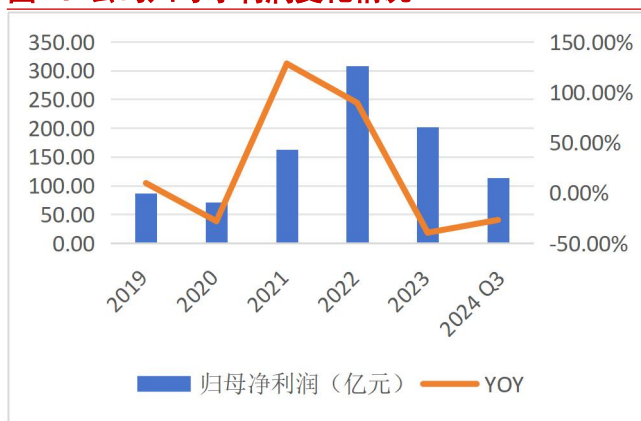
毛利方面，2019 年以前，煤炭产品的毛利占比维持在 85%-90% 区间，2020 年以来随着煤化工板块收入增长，煤炭部分毛利占比降至 85% 以下，煤化工产品毛利占比升至 15% 左右。2022 年由于煤炭业务量价齐升，煤炭分部毛利占比大幅提升至 92%。2023 年公司煤炭分部毛利占比为 91%，是公司利润的主要来源。

图 2：公司营业收入变化情况



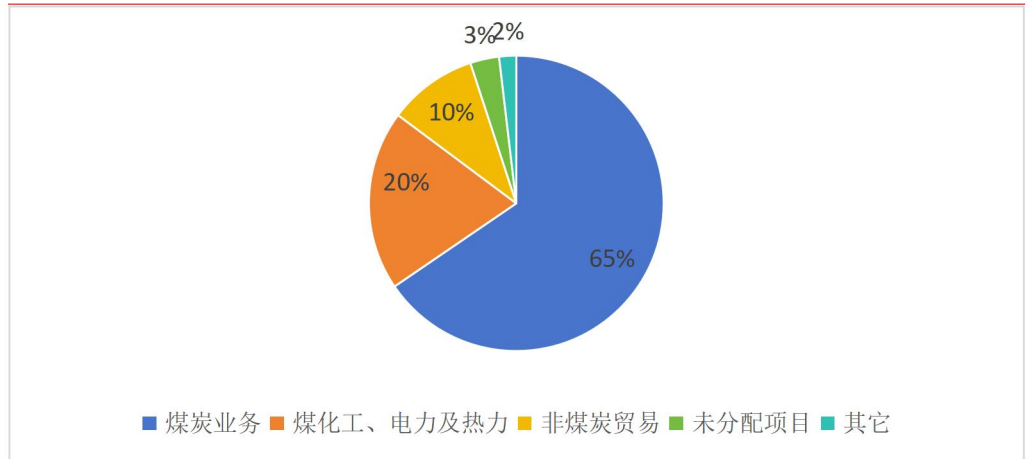
资料来源：公司公告，财达研究

图 3：公司归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

图 4：公司主营业务构成情况



资料来源：公司公告，财达研究

表 1：公司煤化工业务情况

产品种类	2021			2022			2023					
	销量	收入	占比	销量	收入	占比	销量	收入	占比			
甲醇	250.3	233.9	93.45%	1947.41	378.9	100%	2010.826	401.5	98.48%	1829.33		
醋酸	109.2	75.7	69.32%	5647.29	103.6	71.2	68.73%	3445.229	113.9	73.8	64.79%	2787.26
醋酸乙酯	40.1	40.2	100.25%	7676.62	36.8	36.4	98.91%	6296.7	42.3	42.6	100.71%	5683.1
己内酰胺	/	/	/	/	27.3	27.3	100%	11234.43	29.7	29.7	100%	10855.22
聚甲酰胺粗液	/	/	/	/	7.4	7.4	100%	15189.19	7.4	7.4	100%	10486.49
液体蜡	44.8	44.5	99.33%	4892.13	24.2	25.2	104.13%	6785.71	16.2	14.6	90.12%	6815.07
柴油	/	/	/	/	15.8	15.4	97.47%	7428.57	27.7	26.9	97.11%	6691.45
石脑油	/	/	/	/	8.4	8.1	96.43%	6543.21	25.6	25.4	99.22%	6681.1
乙	29.2	29.5	101.03%	4172.8	31.1	32.1	103.22%	3900.31	36	39.1	108.61%	3406.65



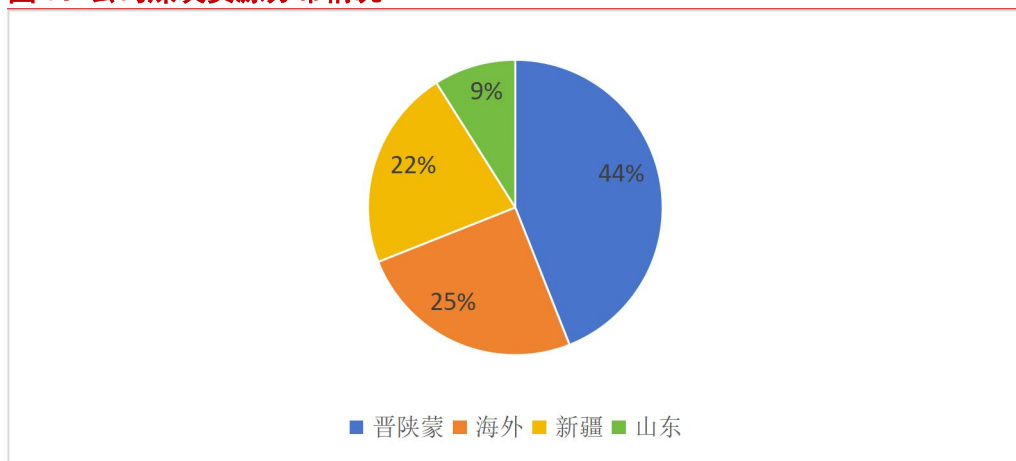
二 醇	%	8	%	%
尿 素	/	/	/	/
	65.8	63.3	96.20%	2101.11
	59.1	61.5	104.06	1964.23
			%	

资料来源：公司公告，财达研究

### 1.3 煤炭资源储量丰富，未来产品增量可期

公司坐拥亿吨级煤炭资源，可采储量位居煤炭行业前列。截至 2023 年末，公司供给拥有可采储量 61.58 亿吨（JORC 标准下），其中境内（含新疆能化、鲁西矿业）可采储量 45.88 亿吨，境外可采储量 15.70 亿吨；山东本部基地（公司所属煤矿、菏泽能化、鲁西矿业）可采储量 5.52 亿吨，占比 9%；晋陕蒙地区（天池能源、鄂尔多斯能化、内蒙古矿业、昊盛煤业、未来能源）可采储量为 26.88 亿吨，占比 44%；新疆地区可采储量 13.49 亿吨，占比 22%；海外基地（兖煤澳洲、兖煤国际）可采储量为 15.7 亿吨，占比 25%。

图 5：公司煤炭资源分布情况



资料来源：公司公告，财达研究

表 2：公司煤炭资源储量分布情况

主要矿区	地理位置	主要煤种	中国国家标准			JORC 标准	
			资源量 (百万 吨)	证实储量 (百万 吨)	可信储量 (百万 吨)	资源量 (百万 吨)	可采储量 (百万吨)
公司所属 煤矿	山东省济宁市、内蒙 古通辽市	动力煤	4143	288	140	1808	260
菏泽能化 所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤	646	163	106	163	81
鲁西矿业 所属煤矿	山东省菏泽市	动力煤、 1/3 焦煤	3788	476	384	1822	211
天池能源	山西省和顺县	动力煤	103	33	15	45	20

<b>所属煤矿</b>							
未来能源所属煤矿	陕西省榆林市	动力煤	1611	632	226	943	478
<b>鄂尔多斯公司所属煤矿</b>							
昊盛煤业所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	492	196	36	307	205
内蒙古矿业所属矿区	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	6430	1039	447	6113	1415
新疆能化所属矿区	新疆伊犁州、昌吉州	动力煤	27285	1356	987	26418	1349
<b>境内矿井煤炭储量小计</b>							
充煤澳洲所属煤矿	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	/	/	/	7207	1440
充煤国际所属煤矿	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	/	/	/	1541	130
<b>境外矿井煤炭储量小计</b>							
合计	-	-	46807	4862	2728	47097	6158

资料来源：公司公告，财达研究

## 1.4 山东能源集团煤炭资源有望注入公司

截至 2022 年末，山东能源集团的煤炭资源总量达到 908.72 亿吨，其中可采储量为 180.55 亿吨，核定产能为 3.24 亿吨/年。其中，上市公司充矿能源拥有资源总量 731.22 亿吨，可采储量 123.69 亿吨，核定产能 2.31 亿吨/年（包括鲁西矿业和新疆能化数据）。除了充矿能源外，山东能源集团还拥有煤炭资源储量 177.5 亿吨，可开采储量 56.86 亿吨，核定产能为 9288 万吨/年。

由此可见，充矿能源作为山东能源集团旗下的上市公司，集中了集团大部分优质煤炭资源。根据充矿能源 2021 年发布的《发展战略纲要》，公司未来将通过内涵式增长和外延式扩张相结合的方式，持续获取优质煤炭资源。因此，山东能源集团直属的煤炭资产有望在未来逐步注入上市公司。



**表 3：山东能源主要矿井情况**

单位名称	煤炭品种	开采条件	资源总量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	产能 (万吨/年)	剩余可采年限 (年)	2022 年产量 (万吨)	
兖矿能源所属	兖矿能源	气肥煤、长焰煤、不沾煤	地下开采 露天开采	333.41	53.48	18190	103	15444
	鲁西矿业	气肥煤、长焰煤	地下开采	53.93	10.38	2872	35	1795
	新疆能化	长焰煤	地下开采	343.88	59.83	2020	82	1965
	合计	-	-	731.22	123.69	23082	-	19204
集团直属	新矿集团	气肥煤、长焰煤、不沾煤	地下开采	89.24	22.05	3296	127	2388
	枣矿集团	气肥煤、长焰煤	地下开采 露天开采	14.7	3.23	2585	18	1851
	西北矿业	气肥煤、长焰煤	地下开采	53.86	27.7	3140	53	2977
	贵州矿业	无烟煤	地下开采	19.7	3.88	267	70	96
	合计	-	-	177.5	56.86	9288	-	7312
合计	-	-	908.72	180.55	32370	-	26516	

资料来源：公司公告，财达研究

## 1.5 煤炭产量稳步增长，海外稀缺资源提供高业绩弹性

从煤炭产量来看，2023 年公司商品煤产量为 1.3 亿吨，相较于 2016 年的 0.6 亿吨，增长超过一倍。2023 年公司成功并表鲁西矿业和新疆能化，公司商品煤产量因此增长 3016 万吨，占 2023 年全年产量的 23%。另外根据 2021 年公司制定的《发展战略纲要》，公司计划将在未来 5-10 年内将煤炭产量（100%权益的原煤产量）提升至 3 亿吨/年，按照 2023 年 1.3 亿吨煤炭产量来看，我们认为公司煤炭产量未来几年仍有超过一倍的增长空间。

海外煤炭资源占比高，定价机制更具市场化。2023 年公司海外商品煤产量为 3886.5 万吨（兖煤澳洲+兖矿国际），占公司总产量的 29%。公司海外煤炭销售一般按照各类价格指数或年度固定价格定价，一般而

言，不同灰分产品分别参考纽卡斯尔指数和 API5 动力煤指数定价，年度固定价格主要根据日本电厂基准价格定价，市场化程度相对较高。

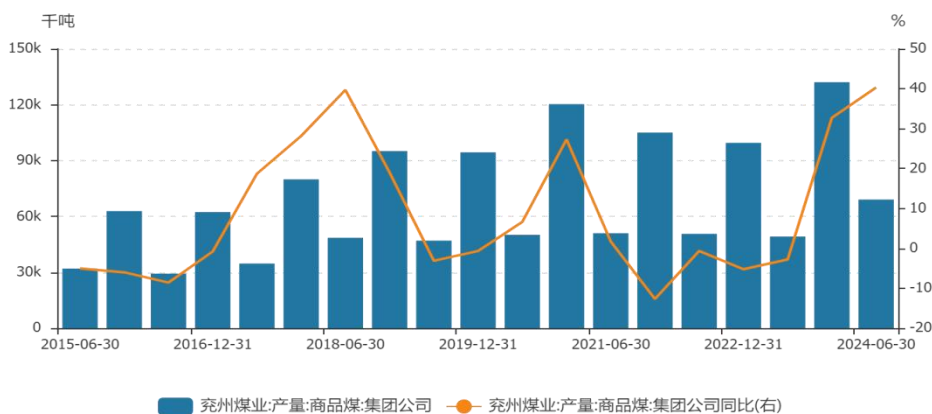
公司海外煤炭销售不受限价政策影响，业绩弹性高。2021 年以来，全球范围内煤炭价格出现较大幅度的上涨。2022 年 4 月 30 日，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，对国内的煤炭价格进行调控，严查哄抬煤价的行为，该限价政策仅针对国内煤炭，公司海外煤炭销售不受影响。我们认为，由于公司拥有海外煤炭资源，在全球煤价上行阶段，公司将表现出较高的利润弹性。

表 4：兖矿能源各矿井商品煤产量情况（万吨）

产地	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
公司本部	2397.8	2494.7	2678.8	3065.9	3117.2	3247.4	3221.4	3467.9
菏泽能化	264.5	168.6	253.3	328.2	272.5	324.7	236.8	323.3
鲁西矿业	1079.8	1131.3	-	-	-	-	-	-
山西能化(天池能源)	120.1	108.6	130	161.2	171.7	171.4	131.9	159.3
未来能源	1721.8	1736.8	1711.2	1776.2	-	-	-	-
鄂尔多斯公司	961.4	1171.1	1151.1	1582.1	1378.4	1485.1	1211.8	483
昊盛煤业	460.1	428.4	318.8	824.1	390.7	328.6	609.6	-
内蒙古矿业	382.6	409	83.2	-	-	-	-	-
新疆能化	1936.2	2046.6	-	-	-	-	-	-
兖煤澳洲	3341.2	2943.5	3669.9	3777.6	3551.7	3359.9	1926.6	1205
兖煤国际	545.3	492.2	506.3	511.8	564.7	593	654.3	598
合计	13210.7	13130.6	10502.5	12027	9446.9	9510.1	7992.4	6236.5

资料来源：公司公告，财达研究

图 6：公司商品煤产量变化情况



资料来源：WIND，财达研究

图 7：公司商品煤销量变化情况



资料来源：WIND，财达研究

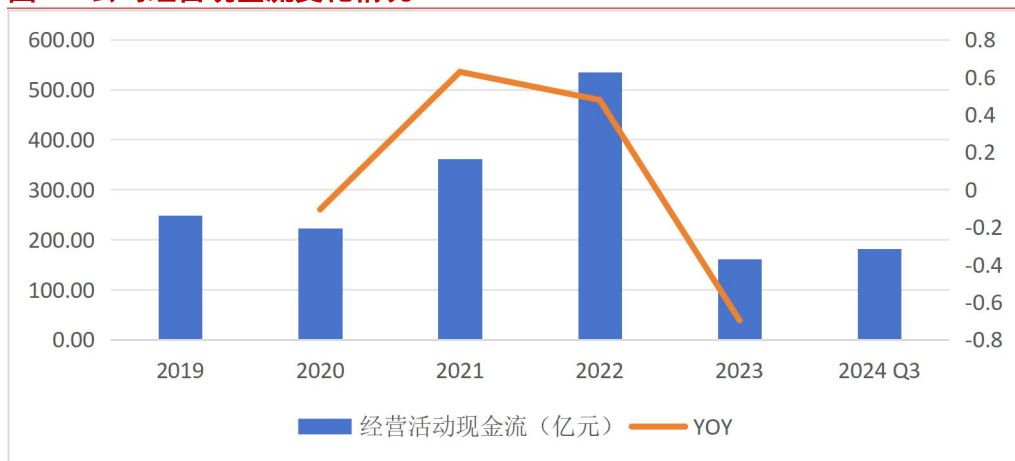
## 1.6 公司现金流稳定，高分红凸显价值

公司经营稳定，现金流充裕。近十年以来，公司经营性现金流中枢出现较大水平的提升，2021、2022 年公司经营性现金流分别为 362 亿元、535 亿元，同比大幅提升，2023 年由于煤价下跌，经营性现金流为 162 亿元，同比出现较大幅度的下滑，但从 2021-2023 近三年数据来看，经营性现金流整体中枢仍较往年有显著的上升。截至 2023 年底，公司货币资金为 376 亿元，账上现金较为充裕。

兖矿能源盈利能力处于行业前列。通过对比煤炭行业其他上市公司，兖矿能源 ROE(摊薄)指标处于领先水平，并且自 2016 年以来整体呈上升趋势，2023 年兖矿能源的 ROE 为 27.70%，高于中国神华、陕西煤业、山西焦煤、潞安环能，位于可比公司首位。

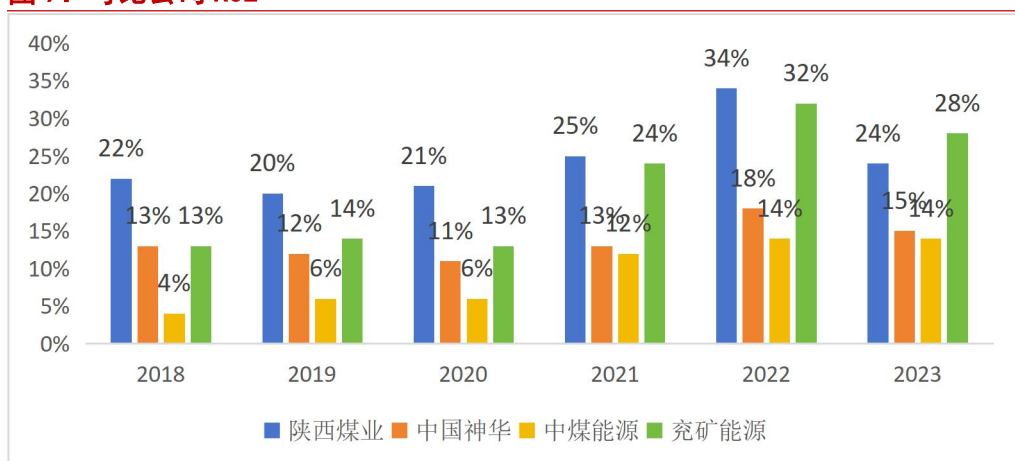
2019 年以来公司维持高比例分红。2019 年公司股利支付率高达 89%，此后 2020-2023 年，公司股利支付率均保持在 55% 以上。并且根据 2023 年公司发布的 2023-2025 年度利润分配政策的公告，承诺 2023-2025 年各会计年度分配的现金股利总额，占公司该年度扣法定储备后净利润的约 60%，且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。高于此前制定的 2020-2024 年占公司该年度扣法定储备后净利润的约 50% 的股利分配政策。

图 8：公司经营现金流变化情况



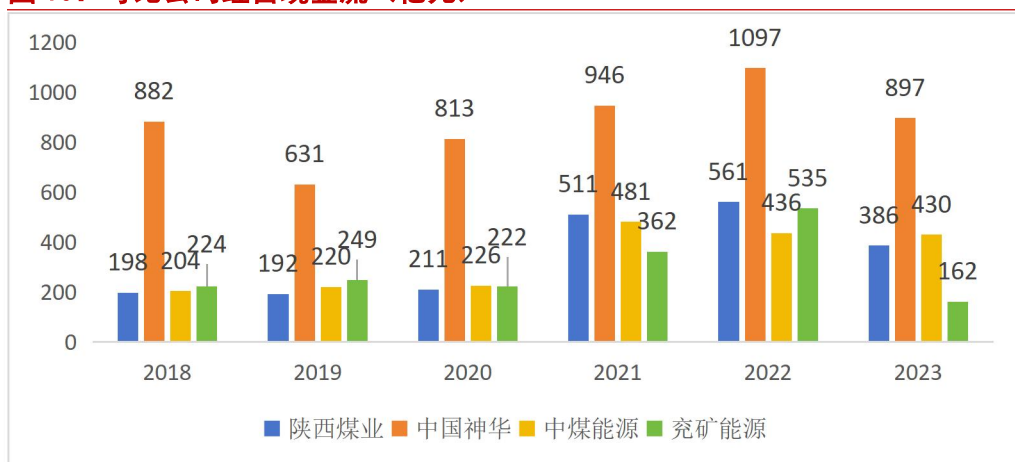
资料来源：公司公告，财达研究

图 9：可比公司 ROE



资料来源：WIND，财达研究

图 10：可比公司经营现金流（亿元）



资料来源：WIND，财达研究

## 2. 集团重要海外煤炭资产--兖煤澳洲

### 2.1 深耕澳洲二十年，开启海外发展新阶段

兖煤澳洲成立于2004年，最初通过收购新南威尔士州（NSW）猎人谷地区的井工煤矿进入澳大利亚市场。此后，公司凭借一系列战略收购逐步发展壮大，成为澳大利亚煤炭勘探领域的创新型企业。2009年，兖煤澳洲成功收购菲利克斯资源公司（Felix Resources），获得了行业领先的莫拉本煤矿（Moolarben），并迅速成为新南威尔士州煤炭行业的重要参与者和雇主。2012年，公司与格罗斯特煤炭公司完成战略合并，并在澳大利亚证券交易所上市，跻身澳大利亚最大的专营煤炭生产商之一。目前，兖煤澳洲在新南威尔士州、昆士兰州和西澳大利亚州经营或管理煤矿，并在新南威尔士州和昆士兰州的主要煤炭码头持有股权或运力配额。

随着业务的不断发展，兖煤澳洲在兖矿能源集团内的地位日益重要，已成为集团重要的收入和利润来源。2023年，兖煤澳洲实现收入377.35亿元人民币，占兖矿能源总收入的25%；实现净利润88.19亿元，按股权比例计算，对兖矿能源归母净利润的贡献约为54.91亿元。

图 11：兖矿澳洲发展历程



资料来源：公司公告，财达研究

### 2.2 兖煤澳洲旗下资源丰富

兖煤澳洲在澳大利亚的煤炭业务版图广泛，覆盖了新南威尔士州、昆士兰州和西澳大利亚州，拥有、经营或参与了九个重要的生产煤矿。这些煤矿不仅是公司业务的重要支柱，也是其在澳大利亚煤炭行业影响力的重要体现。

在新南威尔士州，公司运营着多个关键煤矿，其中包括行业领先的莫拉本煤矿（Moolarben Mine）。该矿以其先进的开采技术和高效的生

产管理而闻名,是公司重要的煤炭供应基地。亨特谷运营(Hunter Valley Operations)则凭借其优越的地理位置和高效的物流系统,为公司提供了稳定的煤炭产出。索利山沃克沃思煤矿(Mount Thorley Warkworth Mine)以其丰富的煤炭储量和优质的煤炭产品在市场上占据重要地位。此外,斯特拉福德杜拉里(Stroud Duralie)和艾诗顿煤矿(Ashton Mine)通过现代化的开采设备和环保措施,提升了公司的生产效率和可持续发展能力。澳思达煤矿(Austar Mine)和唐纳森煤矿(Donaldson Mine)则为公司提供了多样化的煤炭产品,满足不同客户的需求。

在昆士兰州,兖煤澳洲拥有雅若碧煤矿(Yarrabilba Mine),该矿凭借其先进的开采技术和高效的生产管理,为公司贡献了可观的产量。此外,公司还通过中山矿合资实体(Zhongshan Joint Venture)参与煤炭开采,进一步扩大了在该地区的业务影响力。

除了上述煤矿外,兖煤澳洲还代表兖州煤业股份有限公司管理位于昆士兰州的凯贝唐煤矿(Coppabella Mine)和位于西澳大利亚州的普瑞马煤矿(Primrose Mine)。这些煤矿的运营和管理不仅展现了兖煤澳洲在煤炭行业的专业能力,也进一步巩固了其在澳大利亚煤炭市场的领先地位。

**表 5: 兖矿澳洲旗下煤炭矿产所有权**

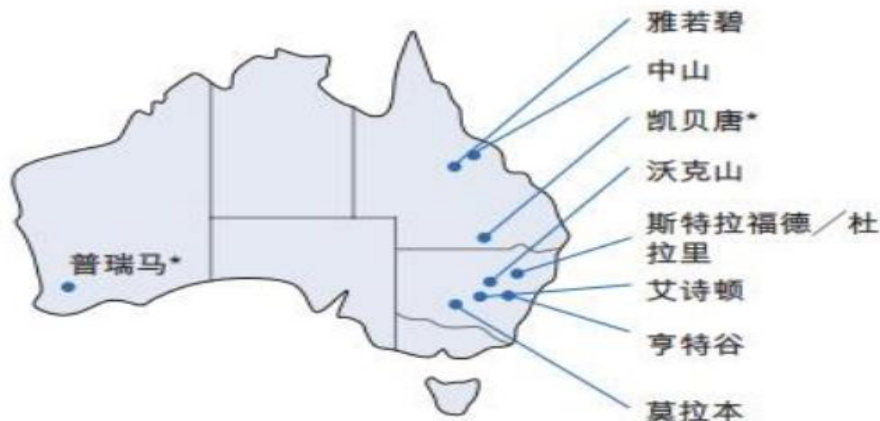
项目	兖煤所 有权	煤炭类 型	水分基准	灰分	可采储煤炭储量(百 万吨)	可销售煤炭储量(百万 吨)
莫拉本(露天)	95%	动力煤	9%	24%	175	143
莫拉本(地下)	95%	动力煤	9%	17%	34	35
MountThorley (露天)	80%	半软焦 煤/ 动力煤	10%	13.90%	20	14
Warkworth(露 天)	84.47%	半软焦 煤/ 动力煤	10%	13.30%	226	155
HVO(露天)	51%	半软焦 煤/ 动力煤	10%	12.90%	788	582
雅若碧(露天)	100%	喷吹煤 /动 力煤	10%	10.50%	76	57
Gloucester(露 天)	100%	冶金煤 /动 力煤	8%	19%	0.4	0.2
中山(露天)	50%	冶金煤 /动 力煤	10%焦煤 10.5%喷 吹煤	10%焦煤 /10.5%喷 吹煤	85	65
AshtonRUMEx (地下)	100%	半软焦 煤/ 煤/	8.50%	9.50%	18	12



动力煤

资料来源：公司公告，财达研究

图 12：兖矿能源矿区分布情况



资料来源：公司公告，财达研究

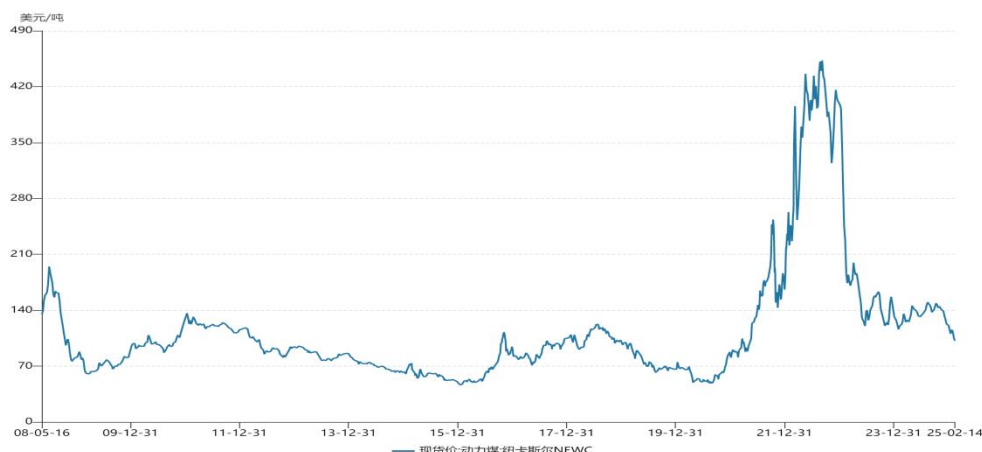
## 2.3 兖煤澳洲煤炭产品产销稳定

2023 年，兖煤澳洲的商品煤产量达到 4360 万吨（按 100% 权益计算），较 2022 年显著增长近 500 万吨。自 2021 年以来，受矿区降水增多和劳动力供应短缺等不利因素影响，集团煤炭产量曾出现较大幅度的下滑，2022 年产量仅为 3890 万吨，降至 2018 年以来的最低水平。然而，2023 年，随着澳大利亚矿区复产的稳步推进以及极端天气因素的逐步消除，兖煤澳洲的煤炭产量得以恢复至往年水平。

从权益产量来看，尽管各矿区整体产量存在较大波动，但兖煤澳洲的煤炭权益产量相对稳定。2023 年，其权益产量为 3450 万吨，占总产量的 79%，较 2018 年的 66% 提升了近 13 个百分点。这一增长主要得益于集团对部分核心矿区投资力度的加大。

在销售方面，兖煤澳洲表现出较强的稳定性。除 2022 年外，2018 年至 2023 年期间，煤炭销量始终保持在 3000 万吨以上。2023 年全年，公司煤炭销售量达 3310 万吨，其中动力煤销售量为 2840 万吨，冶金煤销售量为 470 万吨。

图 13：澳洲纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价格变化情况



资料来源：WIND，财达研究

### 3. 盈利预测与估值

2004 年公司开始布局海外煤炭业务，目前已形成陕蒙、山东本部、澳大利亚三大能源基地，成为国际国内两翼齐飞的国际能源集团。公司近三年外延并购与内生增长并举，产能不断扩张，2024-2025 年随着万福煤矿（180 万吨/年）、五彩湾煤矿（1000 万吨/年）建成后，我们预期将合计新增 1180 万吨核定产能，届时公司核定产能为 2.42 亿吨/年。此外，山东能源集团另有直属产能 0.93 亿吨，根据兖矿能源制定的《发展战略纲要》，计划将在未来 5-10 年内将煤炭产量提升至 3 亿吨/年，我们认为，未来山东能源集团直属的煤炭资产有望持续注入上市公司主体。

虽然 2024 年煤价整体呈下行态势，但公司的煤炭产销量及煤炭产品毛利率一直处于同行业前列，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 161.38 亿元、172.48 亿元、189.41 亿元，同比分别下降 21.60%、增长 6.87%、增长 9.82%；EPS 分别为 2.17 元、2.32 元、2.55 元，对应当前股价的 PE 分别为 6.13 倍、5.73 倍、5.22 倍，给予“增持”评级。

### 4. 风险提示

- (1) 煤炭产品价格下跌超预期；
- (2) 煤炭产品下游需求不及预期；
- (3) 煤化工产品价格出现大幅波动。

**附表 3：三大报表预测值**
**资产负债表**

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	88,698.67	96,169.05	52,772.22	104,786.88	123,483.97
货币资金	45,177.82	37,597.14	25,205.05	64,932.78	88,675.92
应收票据及应收账款	11,059.93	12,485.99	3,744.84	12,666.58	5,333.02
存货	8,916.50	7,741.91	5,035.14	7,495.97	5,909.30
非流动资产合计	207,096.85	258,109.09	237,983.04	225,777.00	215,112.68
长期股权投资	22,329.75	23,992.61	25,648.28	27,481.33	29,198.52
固定资产	82,961.05	112,468.59	108,199.14	102,196.94	95,339.38
在建工程	16,101.20	20,204.96	13,469.97	8,979.98	5,986.65
无形资产	59,736.78	67,155.55	62,678.52	58,499.95	54,599.95
资产合计	295,795.52	354,278.14	290,755.26	330,563.88	338,596.65
流动负债合计	83,164.95	123,109.07	56,648.93	77,702.86	65,624.20
短期借款	1,319.35	4,084.30	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	29,772.05	31,429.86	10,321.18	31,606.12	14,087.98
非流动负债合计	84,545.30	112,835.39	95,904.08	92,705.40	88,739.11
长期借款	38,224.09	61,355.22	61,355.22	61,355.22	61,355.22
应付债券	20,792.41	12,172.86	7,574.68	2,063.91	-4,178.92
负债合计	167,710.25	235,944.46	152,553.01	170,408.26	154,363.30
实收资本(或股本)	4,948.70	7,439.37	7,439.37	7,439.37	7,439.37
资本公积	1,713.35	-79.10	-79.10	-79.10	-79.10
留存收益	78,177.94	51,865.05	68,003.35	85,250.97	104,191.76
归属母公司股东权益合计	94,735.31	72,693.90	88,821.58	106,115.78	125,029.06
少数股东权益	33,349.97	45,639.78	49,380.67	54,039.84	59,204.29
负债和所有者权益总计	295,795.52	354,278.14	290,755.26	330,563.88	338,596.65

**现金流量表**

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	53,450.43	16,167.86	5,246.93	43,643.10	28,063.08
净利润	39,438.35	27,151.50	19,879.18	21,906.79	24,105.24
折旧摊销	10,695.55	14,536.33	15,518.45	14,706.51	13,785.45
营运资本变动	-8,596.41	52,230.23	-93,380.58	33,340.88	-17,124.73
投资活动产生的现金流量净额	-12,632.08	-12,203.25	-2,179.81	-2,104.45	-2,025.03
资本开支	18,182.04	18,191.05	141.95	-51.50	-12.98
投资变动	0.00	0.00	1,644.28	1,809.04	1,678.42
筹资活动产生的现金流量净额	-43,271.44	-32,513.27	-15,416.13	-1,770.46	-2,186.44
银行借款	39,543.44	65,439.52	61,355.22	61,355.22	61,355.22
现金及现金等价物净增加额	-1,420.50	-28,044.93	-12,392.08	39,727.72	23,743.15
期初货币资金	45,572.47	45,177.82	37,597.14	25,205.05	64,932.78
货币资金	45,177.82	37,597.14	25,205.05	64,932.78	88,675.92

资料来源：恒生聚源，财达研究

**利润表**

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	200,829.27	150,024.86	119,944.88	120,196.76	126,206.60
营业成本	118,609.50	89,060.50	80,123.18	77,046.12	79,383.95
营业税金及附加	6,790.19	6,431.80	4,177.33	4,467.69	4,832.38
销售费用	6,337.93	5,001.65	3,383.03	3,730.20	3,894.64
管理费用	6,588.74	8,481.70	5,370.59	5,373.53	6,142.76
研发费用	2,117.21	2,906.64	1,495.90	1,698.31	1,934.13
财务费用	5,052.27	3,904.00	1,326.30	989.09	421.70
资产减值损失	-2,408.11	-35.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-117.13	89.90	-52.21	-26.48	3.74
投资净收益	2,156.21	2,258.87	2,540.22	2,654.25	2,820.32
营业利润	54,096.44	36,963.43	26,732.28	29,761.00	32,654.66
营业外收支	62.36	45.47	-38.68	23.05	9.95
利润总额	54,158.80	37,008.90	26,693.60	29,784.05	32,664.61
减：所得税费用	14,720.45	9,857.41	6,814.42	7,877.25	8,559.37
净利润	39,438.35	27,151.50	19,879.18	21,906.79	24,105.24
少数股东损益	8,202.79	6,567.25	3,740.88	4,659.18	5,164.44
归属母公司净利润	31,235.55	20,584.25	16,138.30	17,247.62	18,940.80
EBITDA	70,837.61	56,038.43	44,123.73	46,340.97	48,300.47
EPS	6.30	2.74	2.17	2.32	2.55

**主要财务比率表**

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	32.13	-25.30	-20.05	0.21	5.00
营业利润增长率	122.94	-31.67	-27.68	11.33	9.72
归母净利润增长率	90.03	-34.10	-21.60	6.87	9.82
盈利能力指标					
毛利率	40.94	40.64	33.20	35.90	37.10
净利率	19.64	18.10	16.57	18.23	19.10
ROE	30.79	22.94	14.38	13.68	13.08
ROIC	19.42	12.51	8.85	9.08	9.26
偿债能力					
资产负债率	56.70	66.60	52.47	51.55	45.59
净负债比率	1.31	1.99	1.10	1.06	0.84
流动比率	1.07	0.78	0.93	1.35	1.88
速动比率	0.71	0.44	0.55	1.03	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.42	0.41	0.36	0.37
应收账款周转率	18.16	12.02	32.03	9.49	23.67
存货周转率	22.52	19.38	23.82	16.03	21.36
每股指标					
EPS	6.30	2.74	2.17	2.32	2.55
每股经营性现金流	10.80	2.17	0.71	5.87	3.77
每股净资产	25.88	15.91	18.58	21.53	24.76
估值比率					
PE	2.11	4.85	6.13	5.73	5.22
PS	0.51	0.84	0.72	0.62	0.54
EVEBIT	3.13	7.16	7.91	6.46	4.77
EVEBITDA	2.66	5.30	5.13	4.41	3.41

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
【行业指数评级】	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
【公司股票评级】	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。