

兖矿能源(600188)

煤炭

发布时间: 2024-08-14

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

市场定价占比高，产能扩张提升业绩弹性

上次评级: 买入

报告摘要:

国际化龙头煤炭企业，布局多产业。公司立足煤炭，延伸产业链。2023 年煤价下跌致业绩下滑，公司实现营收 1500.3 亿元，同比下降 33.3%；归母净利润 201.4 亿元，同比下降 39.6%。2024 年 Q1 公司营收 396.3 亿元，同比下降 20.8%；归母净利润为 37.6 亿元，同比下降 41.9%；2023 年公司 ROE（摊薄）为 27.7%，盈利能力处领先水平。

煤炭产销量稳步提升，长协煤占比低具备较高业绩弹性。公司煤炭储量丰富，资产布局海内外。截至 2023 年底，公司煤炭核定产能 2.3 亿吨/年，在建产能 1180 万吨/年。集团下属煤矿未来有望注入上市公司。公司 23 年煤炭销量 1.27 亿吨，同比减少 6%，公司 24 年全年计划生产商品煤 1.4 亿吨，公司长协销售占比仅 26%，具备较高盈利弹性。

天然气供需紧平衡，价格提升有望带动煤价。海外煤炭和天然气存在替代效应。从供给端看，天然气贸易增量主要来自 LNG，预计 24-25 年供应将呈现短缺态势。从需求端看，全球 LNG 进口量主要来自欧洲及亚太地区。欧洲天然气消费整体减缓，但库存处于低位，未来或有补库需求；中国需求上涨，日韩需求恢复。据壳牌公司预计，到 2025 年全球液化天然气需求约为 4550 万吨，供应约为 3900 万吨，在建 260 万吨，将出现约 390 万吨缺口，国际天然气价格回升有望带动煤价。

煤化工高端化转型，有望带来业绩增量。公司煤化工产能持续扩张，截至 2023 年底，公司煤化工核定产能超 800 万吨/年。现代煤化工产量占比计划超 70%，产能仍具较大上涨空间。同时公司煤化工毛利率与国际石油价格关联性较强，有望随石油价格上涨而上升。

布局五大发展方向，建设国际一流清洁能源企业。2021 年，公司发布未来 5-10 年内的《发展战略纲要》，在现有产业布局基础上，将矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五个产业确立为重点发展方向，建设国际一流可持续的清洁能源引领示范企业。

盈利预测与投资建议：预计公司 24-26 年总营业收入分别为 1480/1528/1585 亿元，同比分别为-1.3%/+3.2%/+3.7%；归母净利润分别为 190/203/223 亿元，同比分别为-5.8%/+7.0%/+10.0%；EPS 分别为 1.89/2.02/2.22 元/股；对应 PE 为 7.55/7.06/6.41 倍。考虑到公司动力煤长协占比低、盈利弹性大，业务产能持续扩张，叠加五大产业重点发展方向，公司业绩有望持续增厚。维持公司“买入”评级。

风险提示：煤价上涨不及预期；煤炭产量不及预期；安全事故影响。

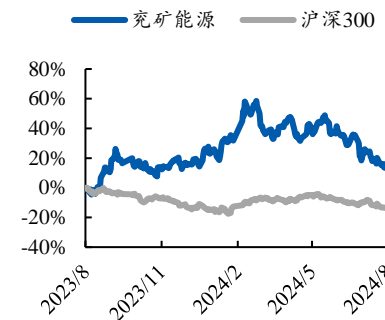
财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	224,973	150,025	148,000	152,800	158,520
(+/-)%	48.02%	-33.31%	-1.35%	3.24%	3.74%
归属母公司净利润	33,357	20,140	18,973	20,291	22,329
(+/-)%	105.16%	-39.62%	-5.79%	6.95%	10.04%
每股收益 (元)	6.30	2.74	1.89	2.02	2.22
市盈率	5.33	7.22	7.55	7.06	6.41
市净率	1.66	2.03	1.72	1.56	1.41
净资产收益率 (%)	38.67%	21.91%	22.80%	22.07%	21.94%
股息收益率 (%)	30.15%	10.45%	7.57%	8.10%	8.73%
总股本 (百万股)	4,949	7,439	10,040	10,040	10,040

股票数据

2024/08/14

6 个月目标价 (元)	
收盘价 (元)	14.26
12 个月股价区间 (元)	14.16-27.47
总市值 (百万元)	143,168.41
总股本 (百万股)	10,040
A 股 (百万股)	5,964
B 股/H 股 (百万股)	0/4,076
日均成交量 (百万股)	12

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	-16%	14%
相对收益	0%	-7%	28%

相关报告

《兖矿能源 (600188): 打造国际化能源企业，未来成长可期》

--20240430

《兖矿能源 (600188): 受益国内外煤价上涨，盈利展现高弹性》

--20220901

《煤炭低估值高分红，看多新一轮景气周期》

--20240220

目录

1.	国内煤炭龙头，业务布局海内外	5
1.1.	聚焦煤炭主业，布局多产业发展.....	5
1.2.	煤价下跌拖累业绩，毛利率下滑幅度小.....	5
1.3.	费用控制良好，资金运行能力较强.....	7
2.	煤炭产销量持续增加，低长协率提升业绩弹性	11
2.1.	煤炭内生外延，集团资产有望注入.....	11
2.2.	市场定价占比高，盈利弹性大.....	15
2.3.	澳洲资产助力公司提升业绩弹性.....	19
3.	天然气供需紧平衡，价格提升有望带动煤价	25
3.1.	天然气供给紧张，贸易增量主要 于 LNG.....	25
3.2.	欧洲市场需求减缓，亚太市场需求恢复.....	28
3.3.	天然气供需偏紧，价格抬升有望带动煤价.....	33
4.	煤化工高端化转型，有望带来业绩增量	36
4.1.	煤化工产能持续扩张，有望成为业绩增长点.....	36
4.2.	石油价格上涨有望带动煤化工价格.....	38
4.3.	煤化工产销量增加，价格下跌影响收入.....	41
5.	布局五大发展方向，建设一流示范企业	44
6.	盈利预测与投资建议	50
6.1.	盈利预测.....	50
6.2.	投资建议.....	52
7.	风险提示	54

图表目录

图 1:	公司股权结构 (截至 2024 年 3 月底).....	5
图 2:	公司 2018-2024 年 Q1 营业收入及变化 (亿元, %).....	6
图 3:	公司 2018-2024 年 Q1 归母净利润变化 (亿元, %).....	6
图 4:	公司 2018-2023 年主要业务营收及煤炭占比 (亿元, %).....	6
图 5:	公司 2018-2023 年主要业务毛利及煤炭占比 (亿元, %).....	6
图 6:	公司 2018-2024 年 Q1 销售毛利率.....	7
图 7:	公司 2018-2024 年 Q1 销售净利率.....	7
图 8:	公司 2018-2024 年 Q1 销售费用率 (%).....	7
图 9:	公司 2018-2024 年 Q1 管理费用率 (%).....	7
图 10:	公司 2018-2024 年 Q1 财务费用率 (%).....	8
图 11:	公司 2018-2024 年 Q1 期间费用率 (%).....	8
图 12:	公司 2018-2024 年 Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(亿元).....	8
图 13:	公司 2018-2024 年 Q1 经营现金流净额 (亿元).....	9
图 14:	公司 2018-2024 年 Q1 经营净现金流与购建固定无形长期资产支付的现金之差 (亿元).....	9
图 15:	公司 2018-2024Q1 投资现金流净额 (亿元).....	9
图 16:	公司 2018-2024Q1 筹资现金流净额 (亿元).....	9
图 17:	公司 ROE (摊薄) 同业对比.....	10
图 18:	公司 2018-2023 资产负债率 (%).....	10
图 19:	公司 2018-2023 股利支付率 (%).....	10
图 20:	公司可采储量地区分布.....	11
图 21:	2021-2024 年 Q1 集团原煤产能及产量 (万吨/年, 万吨).....	15

图 22: 公司 2018-2024 年 Q1 商品煤产量及同比 (万吨, %)	15
图 23: 公司 2018-2024 年 Q1 商品煤及贸易煤销量及总销量同比 (万吨, %)	15
图 24: 2023 年公司煤炭销售结构 (%)	16
图 25: 2023 年公司煤炭产地分布 (%)	16
图 26: 2019-2023 年公司本部及子公司吨煤价格对比 (元/吨)	18
图 27: 公司 2023 年煤炭种类占比 (%)	18
图 28: 公司煤炭销售价格同业对比 (元/吨)	18
图 29: 2019-2023 年公司商品煤吨煤成本及同比 (元/吨, %)	19
图 30: 2019-2023 年公司整体吨煤成本及同比 (元/吨, %)	19
图 31: 2019-2023 年公司煤炭吨毛利及毛利率 (元/吨, %)	19
图 32: 2019-2023 年煤企毛利率同业比较分析 (%)	19
图 33: 2020-2024 年兖矿能源股价与国内外煤价关系 (元/吨, 元/股)	20
图 34: 2020-2024 年国内外煤价对比 (元/吨)	20
图 35: 2020-2024 年秦皇岛动力煤 Q5500 煤价 (元/吨)	21
图 36: 2020-2024 年全球主要港口煤炭价格 (美元/吨)	21
图 37: 兖煤澳洲发展历程	21
图 38: 兖煤澳洲 2018-2023 年商品煤产销量 (百万吨)	23
图 39: 兖煤澳洲 2018-2023 年产品销量占比 (%)	23
图 40: 兖煤澳洲煤炭销售价格与 NEWC 指数及主焦煤京唐港库提价对比	23
图 41: 2019-2023 年兖煤澳洲煤炭价格 (澳元/吨)	24
图 42: 兖煤澳洲 2019-2023 年营业收入及营业成本及同比 (亿元, %)	24
图 43: 兖煤澳洲 2019-2023 年归母净利润 (百万澳元)	24
图 44: 2019-2024 年海外煤炭和天然气价格变化趋势 (美元/吨, 美元/兆瓦时, 美元/百万英热, 美元/十万英热)	25
图 45: 2019-2024 年海外煤炭价格与天然气价差变化趋势 (美元/兆瓦时, 美元/百万英热, 美元/十万英热)	25
图 46: 近年来天然气主要生产地区产量呈上涨趋势 (十亿立方米)	26
图 47: 北美、中亚、中东及亚太地区是天然气主产区 (%)	26
图 48: 全球天然气贸易量增量主要来自液化天然气 (十亿立方米, %)	26
图 49: LNG 价格变化快于天然气价格变化 (美元/百万英热)	27
图 50: 近年 LNG 出口增量主要集中在美洲地区 (十亿立方米)	27
图 51: 全球 LNG 出口量主要集中在亚太、中东及美洲地区 (%)	27
图 52: 截至 2024 年 2 月主要国家及全球新增天然气供应 (百万吨/年)	28
图 53: 2019-2023 年全球天然气资本开支变化情况 (十亿美元, %)	28
图 54: 全球 LNG 项目预计投产时间 (百万吨/年)	28
图 55: 2017-2022 年全球各地区天然气需求情况 (十亿立方米)	29
图 56: 2022 年全球天然气需求主要来自北美、亚太、中亚、中东以及欧洲地区 (%)	29
图 57: 全球 LNG 进口占比 (%)	29
图 58: 2016-2023 年欧洲液化天然气进口量 (十亿立方米)	30
图 59: 2022 年欧洲 LNG 进口增量主要来自美国 (百万立方米)	30
图 60: 2018-2024 年欧洲天然气消费量 (百万立方米)	30
图 61: 2018-2022 年欧洲工业及居民部门天然气消费量 (万亿焦耳)	30
图 62: 2010-2022 年欧洲天然气发电量及变化 (吉瓦时, %)	31
图 63: 2018-2024 年欧洲各能源种类发电占比情况 (%)	31
图 64: 2015-2024 年欧洲天然气库存变化 (百万立方米)	31
图 65: 2022-2024 年 4 月中国天然气净发电量 (吉瓦时)	32
图 66: 2022-2024 年中国天然气累计消费量 (亿立方米)	32
图 67: 2022-2024 年 6 月中国 LNG 进口量 (百万方/月)	32
图 68: 2022-2024 年 4 月日本天然气库存变化 (百万立方米)	33
图 69: 2022-2024 年 4 月韩国天然气库存变化 (百万立方米)	33
图 70: 2022-2024 年 4 月日本天然气进口 (百万方/月)	33
图 71: 2022-2024 年 4 月韩国天然气进口 (百万方/月)	33

图 72: 2016-2023 年全球 LNG 出口贸易量 (十亿立方米)	34
图 73: 2022 年全球液化天然气贸易格局发生转变 (十亿立方米)	34
图 74: 2023-2040 年全球液化天然气 (LNG) 供应-需求情况 (百万吨/年)	34
图 75: 2019-2024 年 7 月国际天然气价格 (美元/兆瓦时、美元/百万英热)	35
图 76: 2015-2024 年 Q1 中国 GDP 当季同比 (%)	38
图 77: 2018-2024 年 5 月中国化工 PPI 同比 (%)	38
图 78: 中国化工产品价格指数	39
图 79: 中国主要化工产品价格指数	39
图 80: 2022 年 10 月-2024 年 5 月全球原油产量 (百万桶/日)	39
图 81: 2023 年 5 月 OECD 成员国石油消耗量占比	40
图 82: 美国石油储量 (百万桶)	40
图 83: 美国石油消耗量 (千万桶/日)	40
图 84: 2023 年 10 月-2024 年 8 月油价 (美元/桶)	41
图 85: 公司煤化工毛利率与原油价格 (美元/桶, %)	41
图 86: 公司 2019-2024 年 Q1 主要煤化工产品产销量 (千吨)	42
图 87: 公司 2019-2024 年 Q1 主要煤化工产品售价 (万元/吨)	42
图 88: 公司 2019-2024 年 Q1 主要煤化工产品毛利及毛利率 (百万元, %)	42
图 89: 公司 2019-2024Q1 主要煤化工产品销售收入及销售成本 (百万元)	43
图 90: 公司发展战略示意图	44
图 91: 莫拉本矿区位置图	45
图 92: 莫拉本矿区分布图	45
图 93: 鲁南化工己内酰胺产业链配套节能减碳一体化项目	46
图 94: 2024 年兖矿能源高端化工园区	46
图 95: 锋威光电光伏电站外观	47
图 96: 高端煤机装备技术产品外观	48
图 97: 京杭大运河“黄金水道”	48
图 98: 兖州煤业铁路	49
表 1: 兖矿能源资源量和可采储量 (亿吨)	12
表 2: 公司煤矿情况汇总 (截至 2023 年底) (万吨, %)	13
表 3: 集团目前下属煤矿产能 (不包含兖矿能源)	14
表 4: 山东能源集团重要在建矿井情况 (不包含兖矿能源) (截至 2023 年末)	14
表 5: 2023 年公司煤矿产能利用率情况	16
表 6: 2018-2023 年公司各类煤炭品种价格 (元/吨)	17
表 7: 兖煤澳洲可采储煤碳量及煤炭资源总量 (百万吨)	22
表 8: 2024 年兖煤澳洲归母净利润预测	24
表 9: 公司煤化工产能汇总 (截至 2024 年 7 月)	36
表 10: 2020-2023 年公司煤化工产品产量汇总 (万吨)	37
表 11: 公司煤化工在建产能汇总 (截至 2024 年 6 月)	38
表 12: 公司煤炭业务盈利预测	50
表 13: 公司煤化工业务盈利预测	51
表 14: 公司电力业务盈利预测	51
表 15: 公司整体业务盈利预测	52
表 16: 兖矿能源可比公司相对估值表 (截至 2024 年 8 月 14 日)	53

1. 国内煤炭龙头，业务布局海内外

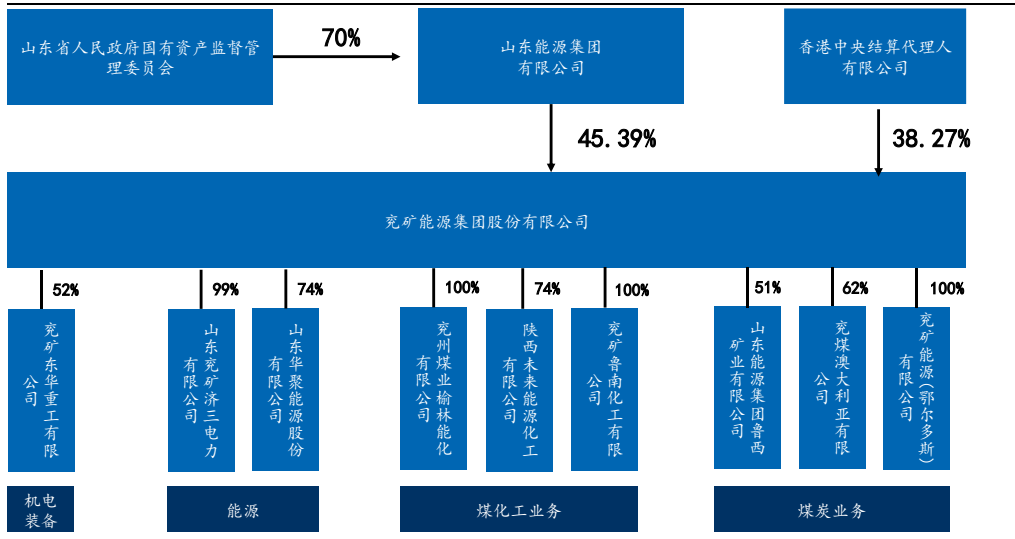
1.1. 聚焦煤炭主业，布局多产业发展

公司立足煤炭，形成 5 大煤矿基地格局。1976 年兖州矿务局成立，并于 1997 年创立兖州煤业股份有限公司（下称“公司”）。公司次年于上交所、港交所、纽交所（2017 年退市）三地挂牌上市。公司随后取得山东省内多处矿产开发权，2002 年子公司菏泽能化公司成立，公司完成山东省内煤炭产业布局。2004 年，公司跟随集团脚步向外扩张，收购澳洲南田煤矿，成立充煤澳大利亚公司，并于 2012 年在澳大利亚上市。公司深耕煤炭业务，形成了山东、山西、内蒙、新疆、澳洲 5 大煤矿基地格局。

产业链延伸，多产业布局。2006 年，公司收购集团旗下山西能化 98% 股份，开始布局煤化工产业。2008 年，公司收购山东华聚能源 74% 股权，拓展能源产业。2015 年，公司收购集团旗下充矿东华重工，打造高端制造产业。2020 年，控股股东充矿集团与山东能源集团合并重组为山东能源集团，公司收购集团旗下鲁南化工、榆林化工及未来能源，2023 年公司收购新疆能化 51% 股权，打造公司煤化工产业五大基地，在甲醇、醋酸、尿素等传统化工基础上，发展煤制烯烃、煤制油、聚甲醛、己内酰胺、DMMn 等现代煤化工产品。目前，公司大力发展煤炭、煤化工、新能源、高端制造、物流 5 大产业，力图实现多产业布局，打造盈利增长点。

山东国资委是公司的实际控制人。截至 2024 年 3 月底，山东能源集团有限公司持有公司 45.39% 股权，为最大股东；山东省国资委又持有山东能源集团公司 70% 股权，为公司实际控制人。公司相继布局煤炭、煤化工、能源、装备制造、物流等板块，拥有多家优质子公司。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年 3 月底）

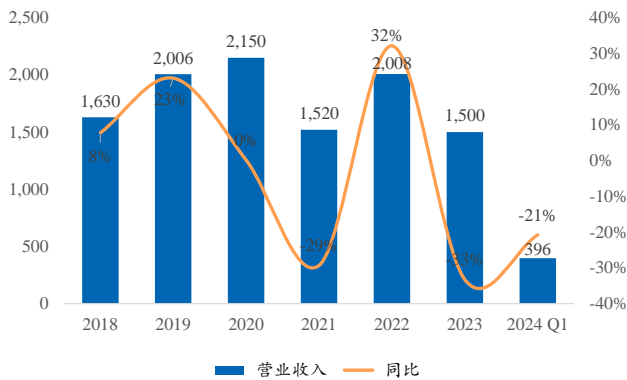


数据：公司公告、东北证券

1.2. 煤价下跌拖累业绩，毛利率下滑幅度小

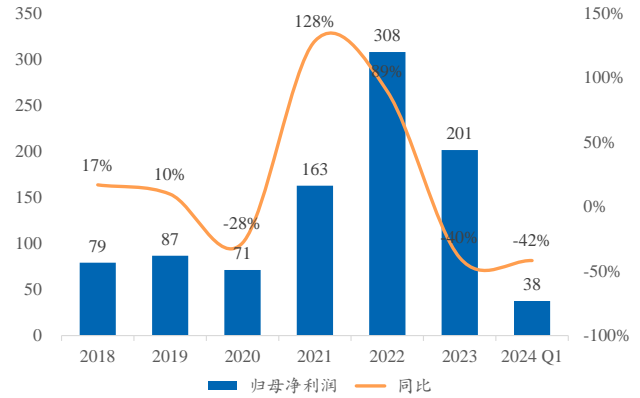
煤价下跌致公司业绩下滑。2021 年，公司非煤炭业务营收下滑影响整体营业收入下降；2022 年受益于煤价上涨，营业收入回升；2023 年国内煤价下跌，公司业绩下滑，实现营业收入 1500.25 亿元，同比下降 33.31%；归母净利润 201.4 亿元，同比下降 39.62%。2024 年 Q1 公司营收为 396.33 亿元，同比下降 20.76%；归母净利润为 37.57 亿元，同比下降 41.85%。

图 2：公司 2018-2024 年 Q1 营业收入及变化（亿元，%）



数据：公司公告、东北证券

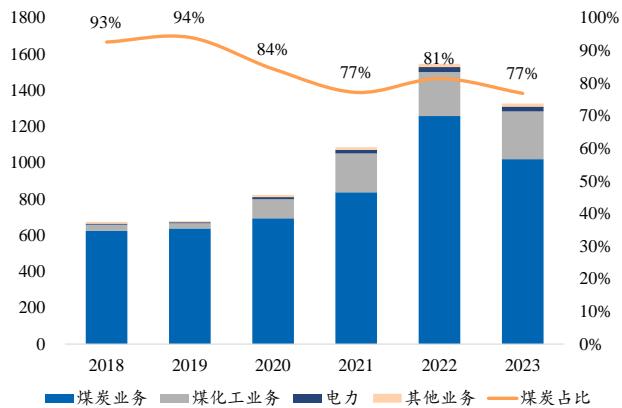
图 3：公司 2018-2024 年 Q1 归母净利润变化（亿元，%）



数据：公司公告、东北证券

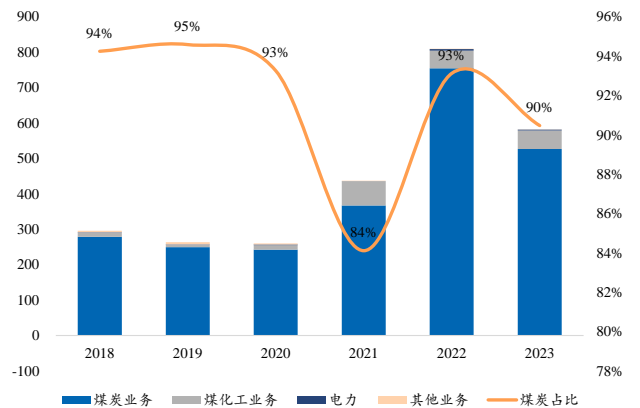
公司业务范围广泛，煤炭是公司主要营收和利润。2023 年公司煤炭业务营收占比 77%，较上年下降 4pct；实现毛利 526.88 亿元，同比下降 30.19%，贡献公司九成毛利。2023 年煤化工业务营收为 264 亿元，占比 19.9%；电力业务营收 26 亿元，其他业务营收 17 亿元。

图 4：公司 2018-2023 年主要业务营收及煤炭占比（亿元，%）



数据：公司公告、东北证券

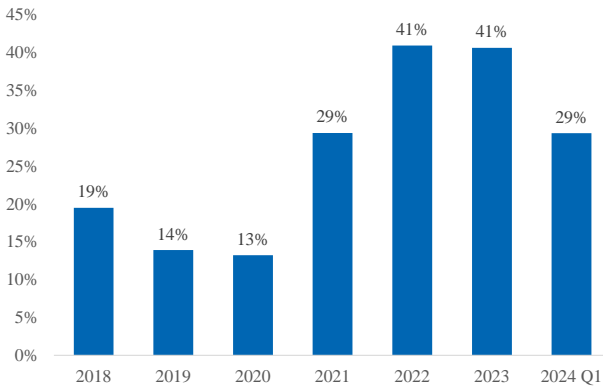
图 5：公司 2018-2023 年主要业务毛利及煤炭占比（亿元，%）



数据：公司公告、东北证券

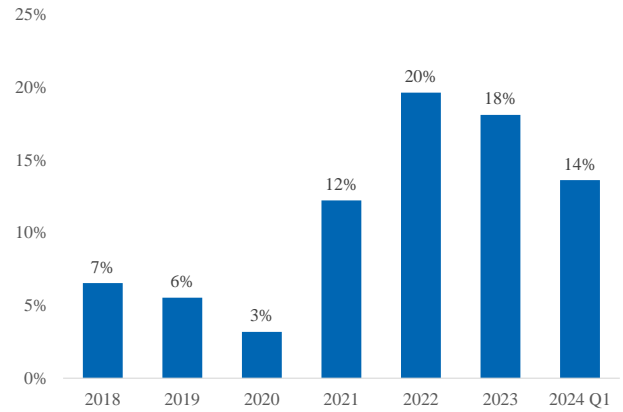
2023 年销售毛利率与上年持平，2024Q1 数据有所回落。2023 年公司受益于非煤贸易业务成本同比减少 310 亿元，整体销售毛利率仅小幅下降 0.3pct 至 40.64%，2024 年 Q1 受煤价下跌影响，公司毛利率较 2023 年底下降 12pct 至 29%；2023 年公司销售净利率较 2022 年下降 2pct 至 18%，2024 年 Q1 较 2023 年底下降 4pct 至 14%。

图 6：公司 2018-2024 年 Q1 销售毛利率



数据：公司公告、东北证券

图 7：公司 2018-2024 年 Q1 销售净利率

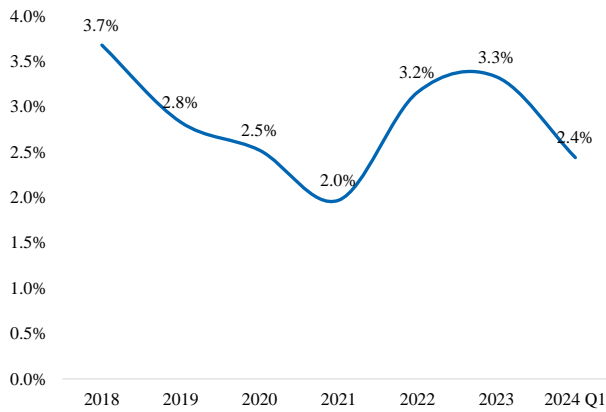


数据：公司公告、东北证券

1.3. 费用控制良好，资金运行能力较强

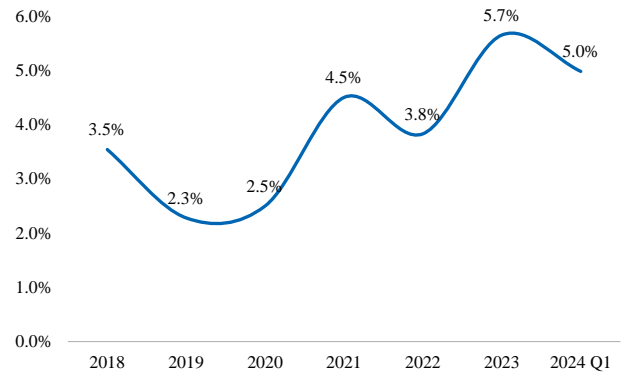
公司 2024 年 Q1 期间费用管控能力改善。2024 年 Q1，公司期间费用率为 9.5%，较 2023 年减少 2.1pct；销售费用率为 2.4%，较 2023 年减少 1.1pct；管理费用率为 5.0%，较 2023 年减少 0.7pct；财务费用率为 2.0%，较 2023 年减少 0.6pct。

图 8：公司 2018-2024 年 Q1 销售费用率 (%)



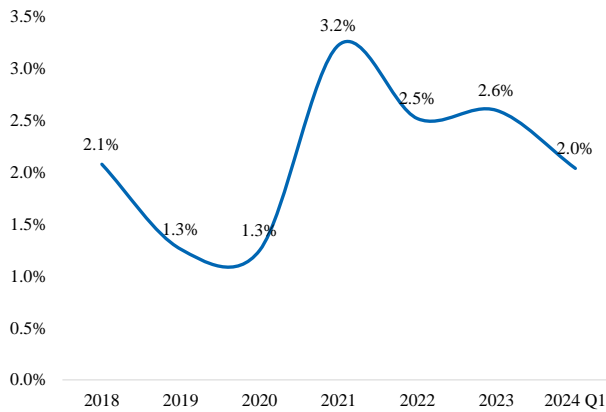
数据：公司公告、东北证券

图 9：公司 2018-2024 年 Q1 管理费用率 (%)



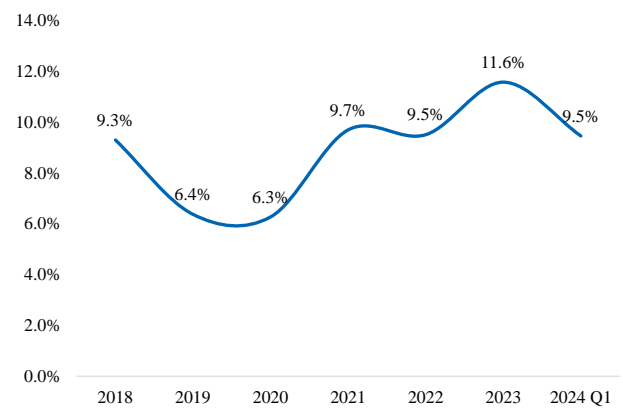
数据：公司公告、东北证券

图 10: 公司 2018-2024 年 Q1 财务费用率 (%)



数据 : 公司公告、东北证券

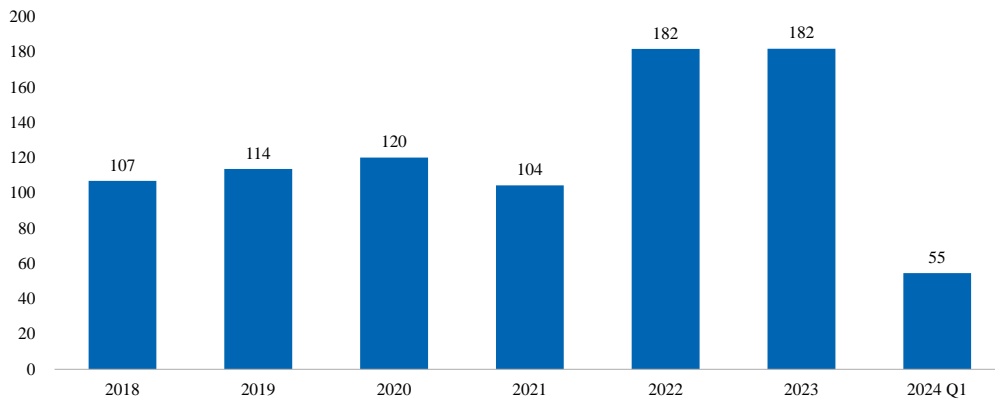
图 11: 公司 2018-2024 年 Q1 期间费用率 (%)



数据 : 公司公告、东北证券

公司近两年资本支出大幅增加。2022-2023 年公司投入资金加强智能化建设, 扩大资源储备。2023 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 181.9 亿元, 与上年基本持平, 主要用于矿井装备升级、数据中心、智慧制造园区、维简、安全等投入; 2024 年 Q1 支出为 54.6 亿元, 同比增长 27%。

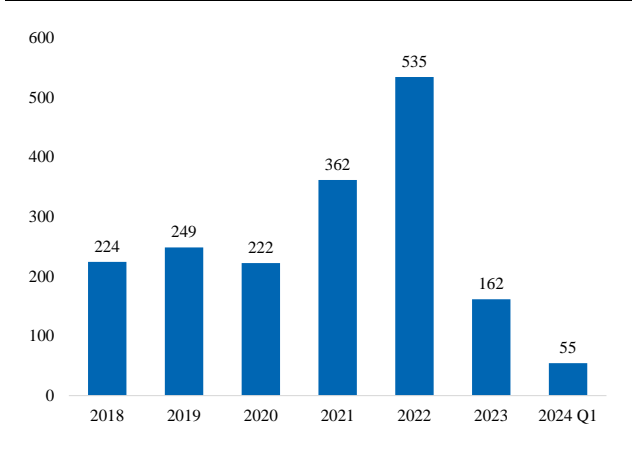
图 12: 公司 2018-2024 年 Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)



数据 : 公司公告、东北证券

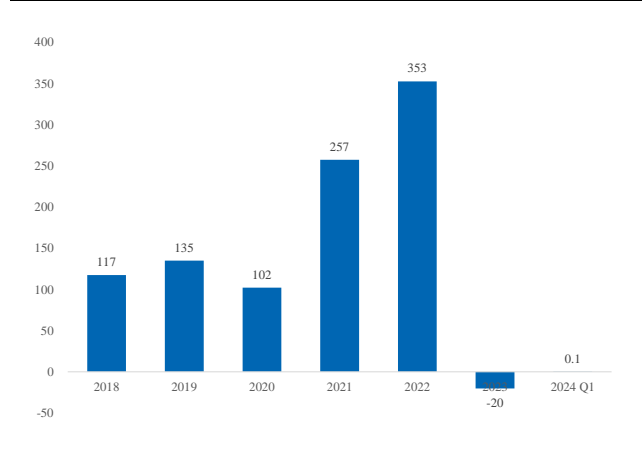
受煤价下跌影响, 公司经营现金流量降幅较大。2023 年公司经营现金流净额为 161.68 亿元, 同比下降 69.75%, 主要原因为公司剔除下属金融服务公司山能财司对经营现金流的影响。2024 年 Q1 为 54.68 亿元; 由于公司 2023 年经营现金流下降, 资本支出与上年持平, 公司 2023 年经营净现金流与购建固定无形长期资产支付的现金之差 (自由现金流) 下降至-20 万元, 2024 年 Q1 回正为 0.1 万元; 2023 年投资现金流支出为 122.03 亿元, 同比下降 3.4%。2024 年 Q1 为 54.68 亿元; 2023 年筹资现金流净额为 325.13 亿元, 同比下降 24.9%, 主要原因为偿还债务所支付的现金减少。伴随未来煤价上涨预期, 公司经营现金流有望回升。

图 13: 公司 2018-2024 年 Q1 经营现金流净额 (亿元)



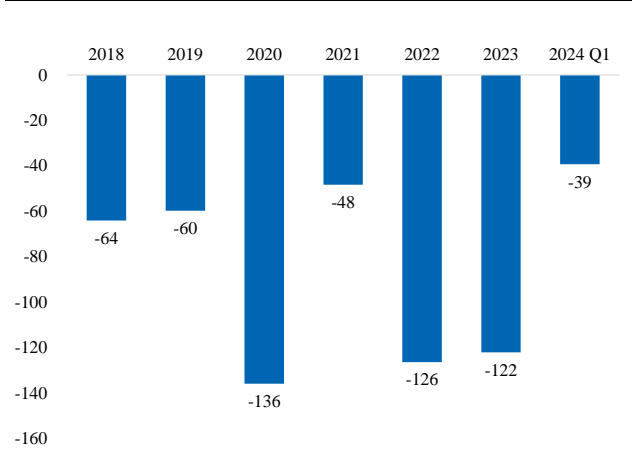
数据 : 公司公告、东北证券

图 14: 公司 2018-2024 年 Q1 经营净现金流与购建固定无形长期资产支付的现金之差 (亿元)



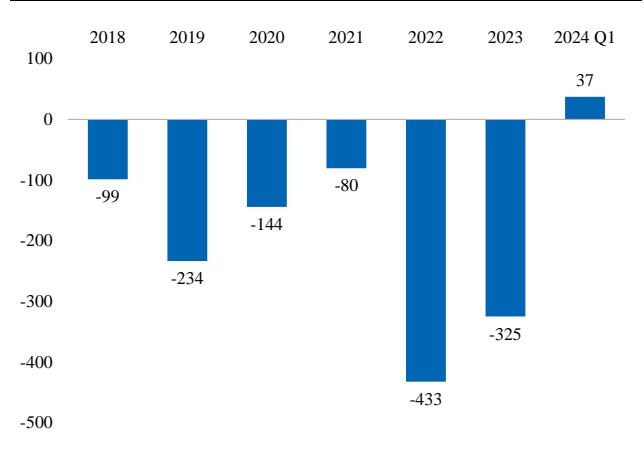
数据 : 公司公告、东北证券

图 15: 公司 2018-2024Q1 投资现金流净额 (亿元)



数据 : 公司公告、东北证券

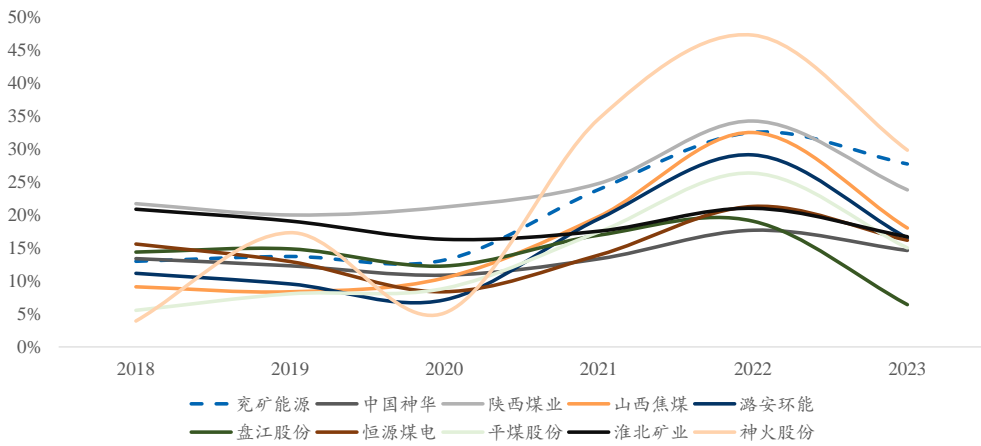
图 16: 公司 2018-2024Q1 筹资现金流净额 (亿元)



数据 : 公司公告、东北证券

公司资产盈利能力较高，处行业领先水平。公司的股东回报率与财务杠杆更高，以负债拉动收益程度最高，因此 ROE 相较于其他公司更有优势。选取 9 家煤炭公司对比，公司 ROE (摊薄) 位于行业前列，2023 年公司 ROE (摊薄) 为 27.7%，高于中国神华 (14.6%) 和陕西煤业 (23.8%) 两家龙头煤炭企业，仅次于神火股份 (29.9%)。

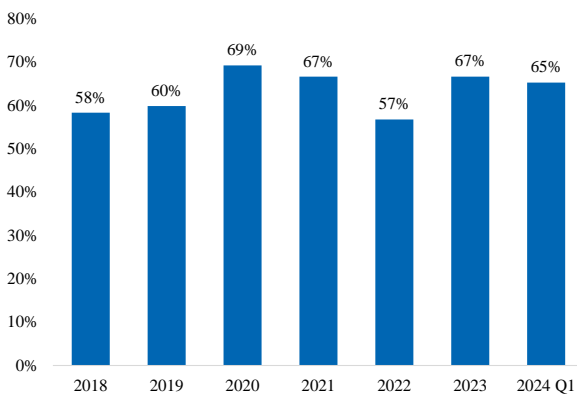
图 17: 公司 ROE (摊薄) 同业对比



数据 : wind、东北证券

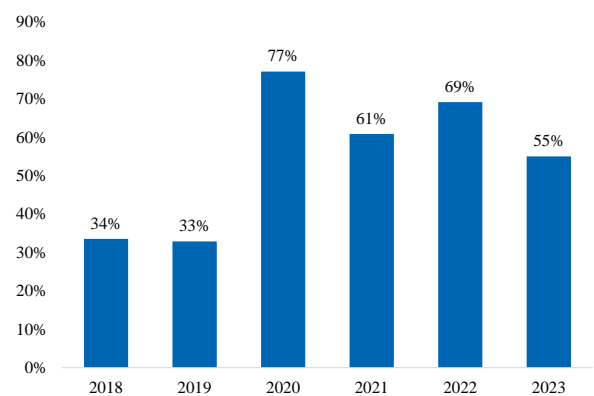
公司资产负债率有所上升，分红率有望提升。至 2023 年末，公司资产负债率为 66.6%，较 2022 年增长 9.9pct；2024 年 Q1 公司资产负债率为 65%；2023 年公司股利支付率为 55%，同比下降 9pct。公司 2023 年 10 月 17 日审议批准，2023-2025 年公司在各会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣法定储备后净利润的约 60%，且每股现金股利不低于 0.50 元。

图 18: 公司 2018-2023 资产负债率 (%)



数据 : 公司公告、东北证券

图 19: 公司 2018-2023 股利支付率 (%)



数据 : 公司公告、东北证券

股东增持彰显企业信心。公司于 2023 年 11 月披露了控股股东增持公司股份计划，山东能源拟于 2023 年 11 月-2024 年 11 月以集中竞价等方式增持公司 A 股和 H 股股份，计划累计增持金额不低于人民币 3 亿元，不超过 6 亿元，其中 A 股不低于 1 亿元，不超过 2 亿元；H 股不低于 2 亿元，不超过 4 亿元。截至 2024 年 7 月 26 日，山东能源共支付 3 亿元，累计增持公司 A 股 618.7 万股。

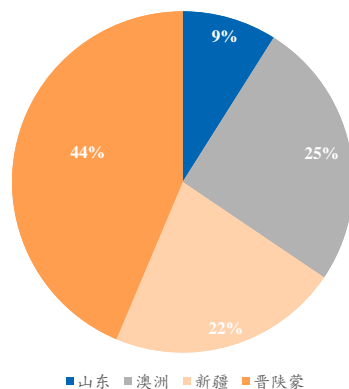
2. 煤炭产销量持续增加，低长协率提升业绩弹性

2.1. 煤炭内生外延，集团资产有望注入

煤炭产能内生外延，资产布局海内外。1997年，公司由充矿集团设立，并于1998年上市。上市后，公司从集团收购了济宁二号、三号煤矿，产能合计900万吨；2004年公司收购澳大利亚南田煤矿，打响境外收购的第一枪；2009年，公司收购菲利克斯公司，获取煤炭资源量15亿吨；2011年公司先后出资收购内泰克煤炭及普瑞玛公司，持续扩张海外煤炭业务版图；2020年，公司控股股东充矿集团与山东能源集团合并为山东能源集团，同时公司剥离充煤国际有限公司及充煤国际（新加坡），煤炭业务更加聚焦。目前公司境内的矿井分布于山西、内蒙古、新疆和山东，境外矿井主要位于澳洲，煤矿资源布局海内外。

公司煤炭资源储量丰富。公司境内矿区可采储的煤种为动力煤和1/3焦煤，境外矿区可采储的煤种为喷吹煤、动力煤、半软焦煤和半硬焦煤等。截至2023年，公司境内外共有JORC规范下可采储量61.58亿吨。其中公司境内拥有中国国家标准下的可采储量45.88亿吨。公司境内可采储量多数分布于晋陕蒙地区，晋陕蒙地区的可采储量为26.88亿吨，占比44%；山东基地可采储量为5.52亿吨，占比9%；澳洲地区可采储量为15.7亿吨，占比25%。

图 20：公司可采储量地区分布



数据：公司公告、东北证券

表 1：兖矿能源资源量和可采储量（亿吨）

主要矿区	地理位置	主要煤种	JORC 规范		
			证实储量	可信储量 量	可采储 量
公司	山东省济宁市、 内蒙古通辽市	动力煤	18.08	1.40	2.60
菏泽能化	山东省菏泽市	1/3 焦煤	1.63	1.06	0.81
鲁西矿业	山东省菏泽市	1/3 焦煤 动力煤	4.76	3.84	2.11
天池能源	山西省和顺县	动力煤	0.33	0.15	0.2
未来能源	陕西省榆林市	动力煤	6.32	2.26	4.78
鄂尔多斯公司	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	1.96	0.36	2.05
昊盛煤业	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	6.79	3.86	5.7
内蒙古矿业	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	10.39	4.47	14.15
新疆能化	新疆伊犁州、 昌吉州	动力煤	13.56	9.87	13.49
境内矿井煤炭储量小 计	—	—	48.62	27.28	45.88
兖煤澳洲	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	/	/	14.40
兖煤国际	昆士兰州及 西澳大利亚州	喷吹煤、动力 煤	/	/	1.30
境外矿井煤炭储量小 计	—	—	/	/	15.70
合计	—	—	48.62	27.28	61.58

数据：公司公告、东北证券

公司煤炭核定产能 2.30 亿吨/年，预计新增产能 1180 万吨/年。截至 2023 年底，公司在产核定产能为 2.30 亿吨/年，在产权益产能 1.42 亿吨/年。其中，境内在产核定产能为 1.21 亿吨/年，权益产能为 8662 万吨/年；境外矿井核定产能 1.09 亿吨/年，权益产能为 5583 万吨/年。在建/规划建设产能方面目前共有产能 1180 万吨/年，其中菏泽能化在建的万福煤矿核定产能 180 万吨/年，预计 2024 年建成；新疆能化在建的五彩四矿一期核定产能为 1000 万吨/年，预计 2025 年建成；内蒙古矿业目前规划建设产能总计 1600 万吨/年，2024 年计划矿权前期工作及技改等投入 2.36 亿元。

表 2：公司煤矿情况汇总（截至 2023 年底）（万吨，%）

	煤矿名称	煤种	权益占比	核定产能	权益产能	状态
公司本部	南屯煤矿	二号精煤 / 动力煤	100%	270	270	在产
	兴隆庄煤矿	一号精煤和二号精煤 / 动力煤	100%	600	600	在产
	鲍店煤矿	二号精煤 / 动力煤	100%	600	600	在产
	东滩煤矿	二号精煤 / 动力煤	100%	750	750	在产
	济宁二号	二号精煤 / 动力煤	100%	390	390	在产
	济宁三号	优质气肥煤，是优质炼焦配煤和动力煤	100%	600	600	在产
	杨村煤矿	动力煤	100%	115	115	在产
菏泽能化	赵楼煤矿	1/3 焦煤、气肥煤	98%	330	324	在产
	万福煤矿	肥煤、1/3 焦煤	88%	180	159	在建，计划 2024 年投产
山西能化	天池煤矿	动力煤	81%	120	98	在产
鄂尔多斯能化	转龙湾煤矿	动力煤	100%	1000	1000	在产
内蒙古矿业	营盘壕煤矿	动力煤	72%	800	574	在产
	刘三圪旦矿	-	100%	800	800	规划建设
	嘎鲁图煤矿	-	53%	800	422	规划建设
昊盛煤业	石拉乌素煤矿	动力煤	59%	800	475	在产
未来能源	金鸡滩煤矿	动力煤	74%	1700	1257	在产
新疆能化	伊犁四矿	长焰煤、不粘煤	28%	900	252	在产
	伊犁一矿	长焰煤、不粘煤	51%	1000	510	在产
	永新煤矿	长焰煤	26%	9	2	在产
	昭苏盛泉煤矿	长焰煤、气煤、不粘煤	26%	30	8	在产
	硫磺沟煤矿	长焰煤、不粘煤	26%	150	39	在产
	五彩湾四矿一期	长焰煤、不粘煤	39%	1000	388	在建，计划一期 1000 万吨产能于 2025 年投产
鲁西矿业	郭屯煤矿	气煤、1/3 焦煤	44%	240	105	在产
	彭庄煤矿	气煤	44%	80	35	在产
	新巨龙公司	肥煤、1/3 焦煤、气煤、气肥煤、无烟煤	31%	600	184	在产
	李楼煤业煤矿	气煤、1/3 焦煤	51%	190	97	在产
	唐口煤业公司	气煤	51%	390	199	在产
	陈蛮庄煤矿	焦煤	51%	70	36	在产
	梁宝寺煤矿	气煤、混合煤（1/2 中粘煤、弱粘煤、1/3 焦煤）	43%	330	143	在产
充煤澳洲	雅若碧	喷吹煤、动力煤	62%	500	311	在产
	莫拉本	半软焦煤、动力煤	59%	2200	1298	在产
	斯特拉福德 / 杜拉里	半硬焦煤	62%	560	349	在产
	联合煤矿-HVO	动力煤、半软焦煤	32%	3800	1207	在产
	联合煤矿-MTW	动力煤、半软焦煤	52%	2800	1447	在产
	中山	焦煤喷吹煤	-	540	-	
	艾诗顿	半软焦煤	-	860	-	
	澳思达	半软焦煤	-	360	-	
	唐纳森	半软焦煤	-	610	-	
	充煤国际	坎贝唐斯	动力煤	100%	350	350

	普力马	动力煤	100%	500	500	在产
合计	境内在产核定			12064	8662	
	境外在产核定			10910	5583	
	煤矿在产小计			22974	14245	
	在建小计			1180	547	
	合计			24154	14792	

数据：公司公告、东北证券

集团下属煤矿资源储量丰富。截至 2023 年底，除上市公司外，集团煤炭总可采储量为 50.3 亿吨，资源总量 174.53 亿吨，年总产能 9528 万吨/年，2023 年总产量 6892 万吨。

表 3：集团目前下属煤矿产能（不包含兖矿能源）

单位名称	品种	煤矿名称	可采储量 (亿吨)	资源总量 (亿吨)	产能 (万吨/年)	生产经营状况	2023 年产量 (万吨)
新矿集团	气肥煤	长城三矿	20.45	84.84	3296	正常	1841
	长焰煤 不粘煤	鲁新煤矿					
枣矿集团	气肥煤	金正泰煤矿	3.42	16.02	2585	正常	1978
	长焰煤	新安煤业					
西北矿业	气肥煤	亭南矿	22.59	54.24	3380	正常	2977
	长焰煤	巴彦高勒煤矿					
贵州矿业	无烟煤	绿塘煤矿	3.84	19.43	267	正常	96
	合计值		50.3	174.53	9528	正常	6892

数据：公司公告、东北证券

集团在建矿井有望贡献产能增量。截至 2023 年底，集团有长城二矿、鲁煤新矿和油房壕矿井三个在建矿井项目，设计产能合计 1400 万吨，计划总投资 135.33 亿元，2024 年拟投资总额 7.87 亿元。目前鲁新煤矿已经具备联合试运转条件，油房壕矿井项目风井已完工，未来集团煤炭产能将持续释放。

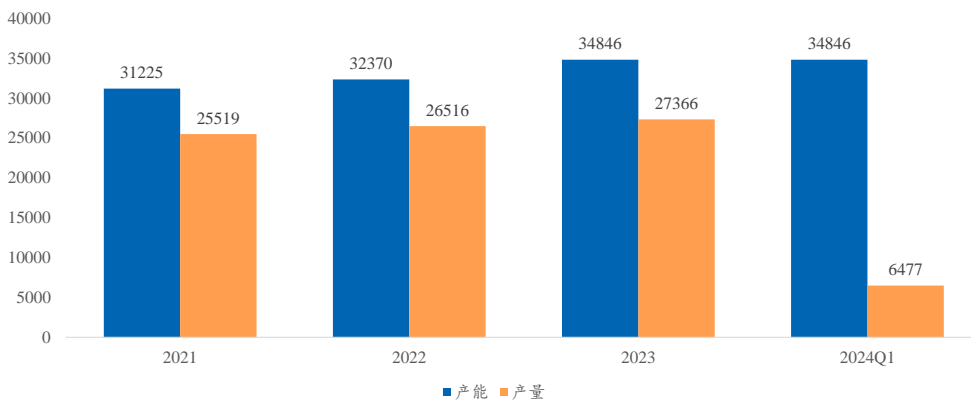
表 4：山东能源集团重要在建矿井情况（不包含兖矿能源）（截至 2023 年末）

项目名称	设计产能	计划总投资	2024 年拟投资额	建设进度
长城二矿二期项目	400 万吨	30.81 亿	0.31 亿	完成进尺 1060 米
鲁新煤矿	500 万吨	50.10 亿	0.10 亿	具备联合试运转条件
油房壕矿井	500 万吨	54.42 亿	7.46 亿	风井已完工

数据：公司公告、东北证券

集团优质资产有望注入上市公司。公司背靠山东能源集团，截至 2023 年末，集团煤炭核定产能 34846 万吨/年，较 2022 年末增长 7.65%。根据公司与集团母公司签订的《重组协议》，为避免同业竞争，未来山东能源集团旗下未上市煤炭资产有望注入公司。

图 21: 2021-2024 年 Q1 集团原煤产能及产量 (万吨/年, 万吨)

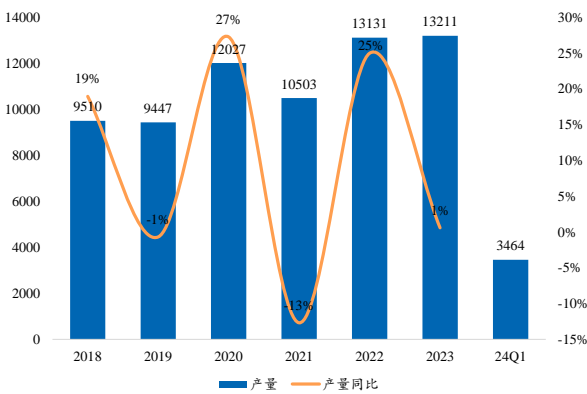


数据 : 公司公告、东北证券

2.2. 市场定价占比高, 盈利弹性大

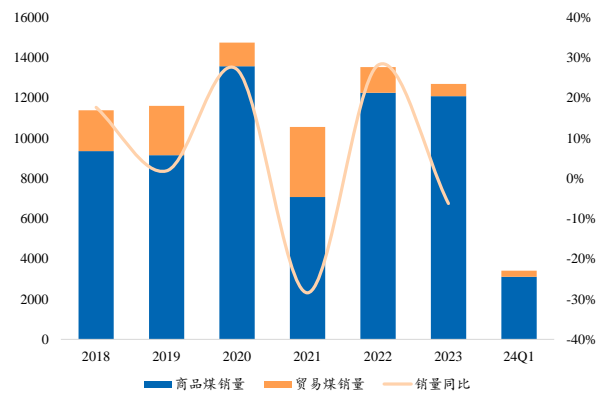
公司商品煤产量整体呈上升趋势。2023 年, 公司商品煤产量共 13211 万吨, 同比增长 1%; 受贸易煤销量减少影响, 2023 年公司煤炭销量 12702 万吨, 同比减少 6%, 其中, 贸易煤销量占比为 4.76%。2024 年 Q1 商品煤产量为 3464 万吨, 销量为 3113 万吨, 贸易煤销量为 305 万吨, 占比 8.8%。根据公司公告, 公司 2024 年全年计划生产商品煤 1.4 亿吨。

图 22: 公司 2018-2024 年 Q1 商品煤产量及同比 (万吨, %)



数据 : 公司公告、东北证券

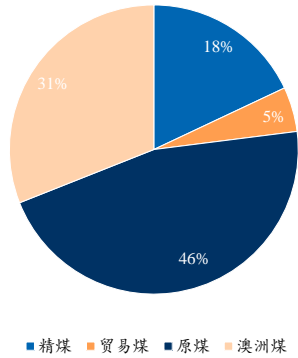
图 23: 公司 2018-2024 年 Q1 商品煤及贸易煤销量及总销量同比 (万吨, %)



数据 : 公司公告、东北证券

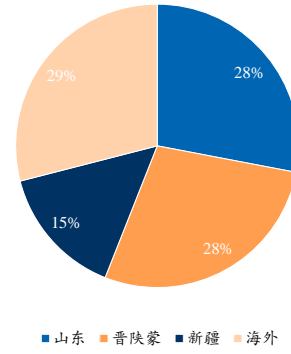
原煤和澳洲煤为公司煤炭主要销售产品, 产地分布较均匀。2023 年原煤为公司销量最高的煤种, 占比 46%, 澳洲煤其次, 占比 31%; 从产地分布上来看, 海外, 晋陕蒙, 山东为公司煤炭主要产地, 分别占比为 29%、28%、28%。

图 24：2023 年公司煤炭销售结构（%）



数据：公司公告、东北证券

图 25：2023 年公司煤炭产地分布（%）



数据：公司公告、东北证券

公司煤炭整体产能利用率较高，澳洲、内蒙古等地煤仍有提升空间。公司整体产能利用率为 71%，其中天池能源、鄂尔多斯能化、未来能源、新疆能化等矿区产能利用率表现较好，均超过九成以上；兖煤澳洲产能利用率为 44%，内蒙古矿业产能利用率为 48%，有提升空间。

表 5：2023 年公司煤矿产能利用率情况

主要矿区	核定产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率
公司直属	3325	2398	72%
菏泽能化	510	265	52%
鲁西矿业	1900	1080	57%
天池能源	120	120	100%
鄂尔多斯能化	1000	961	96%
内蒙古矿业	800	383	48%
昊盛煤业	800	460	58%
未来能源	1700	1722	101%
新疆能化	2089	1936	93%
兖煤澳洲	7614	3341	44%
兖煤国际	850	545	64%

数据：公司公告、东北证券

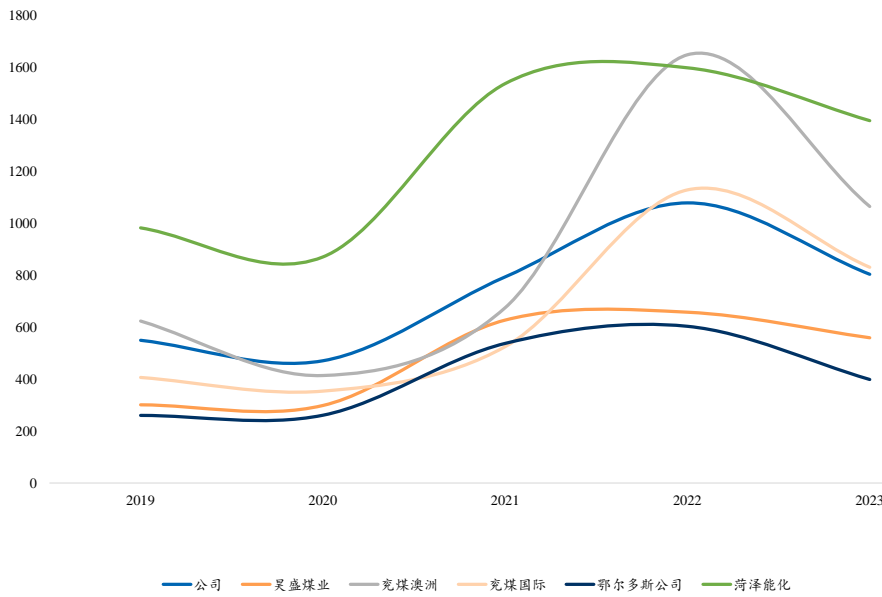
公司国内焦精煤及澳洲动力煤价格更具弹性。取公司本部精煤小计价格作为标准，2021 年至 2022 年，精煤价格增长 835 元/吨，2023 年公司精煤价格为 1314 元/吨，较上年下降 303 元/吨；取鄂尔多斯公司原煤价格作为标准，2021 年至 2022 年，原煤价格上涨 66 元/吨，2023 年价格较上年下降 205 元/吨；兖煤澳洲动力煤价格 2021 年至 2022 年增长约 500 元/吨，2023 年价格为 830 元/吨，较上年下降约为 300 元/吨。

表 6：2018-2023 年公司各类煤炭品种价格（元/吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.公司本部						
1号精煤	893	937	753	1163	1733	1419
2号精煤	843	867	706	1221	1671	1368
3号精煤	661	609	559	1072	1438	1139
精煤小计	718	722	603	772	1607	1314
块煤	/	/	662	1173	/	
经筛选原煤	794	801	401	554	624	554
2.山西能化						
经筛选原煤	341	323	282	467	/	/
3.菏泽能化						
2号精煤	1034	1104	954	1537	/	549
经筛选原煤	424	367	382	/	/	549
4.鲁西矿业						
洗精煤	/	/	/	/	1890	1513
洗混煤	/	/	/	/	493	423
5.天池能源						
经筛选原煤	/	/	/	/	657	559
6.未来能源						
3号精煤	/	/	374	722	960	791
块煤	/	/	381	709	627	455
经筛选原煤	/	/	339	689	603	398
7.鄂尔多斯公司						
经筛选原煤	260	256	261	537	603	398
8.昊盛煤业						
经筛选原煤	301	301	298	627	772	562
9.内蒙古矿业						
经筛选原煤	/	/	/	491	634	521
10.新疆能化						
经筛选原煤	/	/	/	/	194	163
11.兖煤澳洲						
半硬焦煤	829	848	684	1195	1463	1708
半软焦煤	870	823	615	812	1784	1732
喷吹煤	867	845	613	904	2084	1675
动力煤	578	498	388	639	1601	958
12.兖煤国际						
动力煤	406	376	353	524	1128	830
13.贸易煤						
动力煤	406	376	353	524	1128	830
贸易煤	575	640	636	1400	1512	1162

数据：公司公告、东北证券

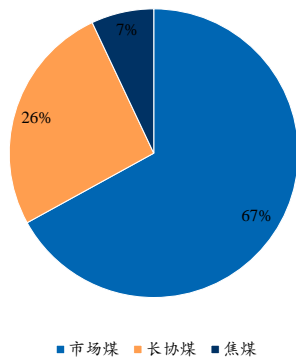
图 26：2019-2023 年公司本部及子公司吨煤价格对比（元/吨）



数据：公司公告、东北证券

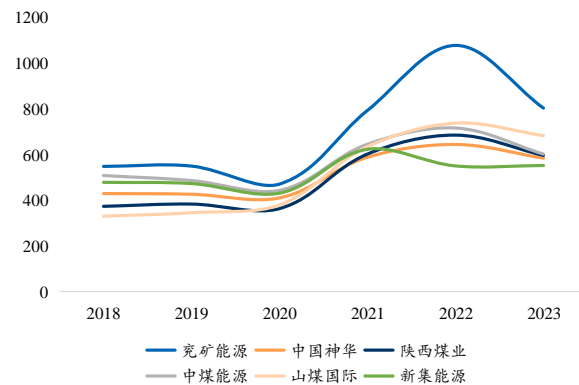
公司煤炭售价高于同业长协定价的煤炭企业。相较同业长协定价煤企，公司长协煤占比较小，2023 年长协煤占比为 26%，受国家限价政策影响较小。2022 年公司煤价随国际煤价上涨 285 元/吨至 1078 元/吨，价格弹性处于同业对比公司最高水平，涨幅高于山煤国际（16%）、中煤能源（11%）、陕西煤业（14%）。2023 年公司吨煤价格为 803.1 元/吨，虽有所下滑但仍高于其余对比企业。

图 27：公司 2023 年煤炭种类占比（%）



数据：公司公告、东北证券

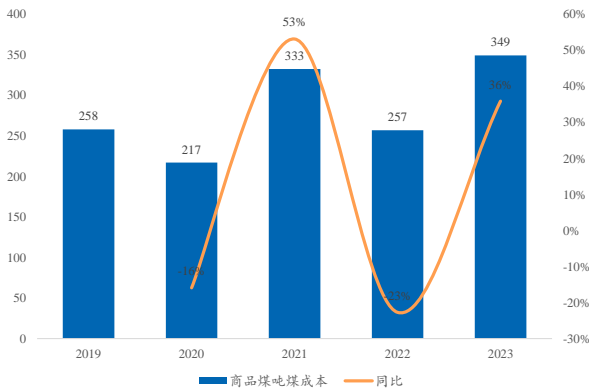
图 28：公司煤炭销售价格同业对比（元/吨）



数据：公司公告、东北证券

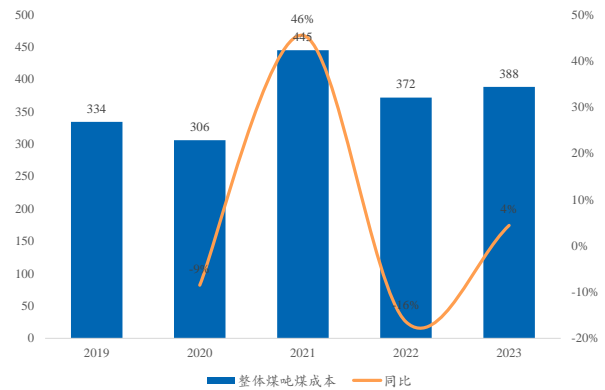
受益于贸易煤销量下降，公司吨煤成本仅小幅上升。2023 年公司商品煤吨煤成本为 349 元/吨，同比增长 35.9%；由于贸易煤销量下降，公司整体煤炭吨煤成本为 388 元/吨，上涨幅度仅为 4%。

图 29：2019-2023 年公司商品煤吨煤成本及同比（元/吨，%）



数据：公司公告、东北证券

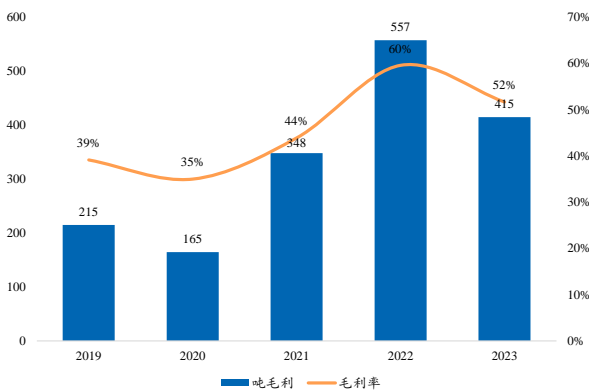
图 30：2019-2023 年公司整体吨煤成本及同比（元/吨，%）



数据：公司公告、东北证券

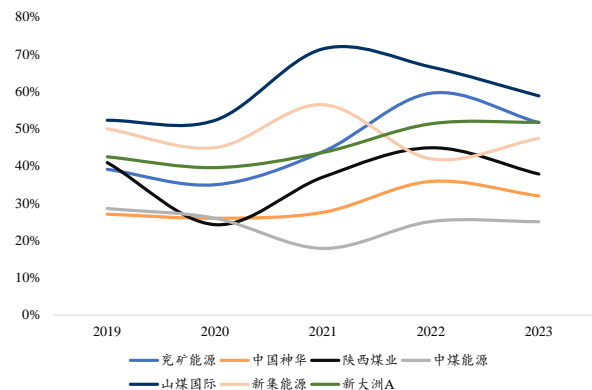
2023 年煤炭业务毛利率下跌 8pct，仍处于同业中上游水平。2023 年公司煤炭吨毛利为 415 元/吨，较上年下降 162 元/吨，主要原因是煤价下跌导致收入下降。公司 2023 年公司煤炭业务毛利率为 51.65%，较上年下降 7.93pct。与同业主要煤企对比，公司毛利率处于上游水平，仅次于山煤国际（59%）。

图 31：2019-2023 年公司煤炭吨毛利及毛利率（元/吨，%）



数据：公司公告、东北证券

图 32：2019-2023 年煤企毛利率同业比较分析（%）

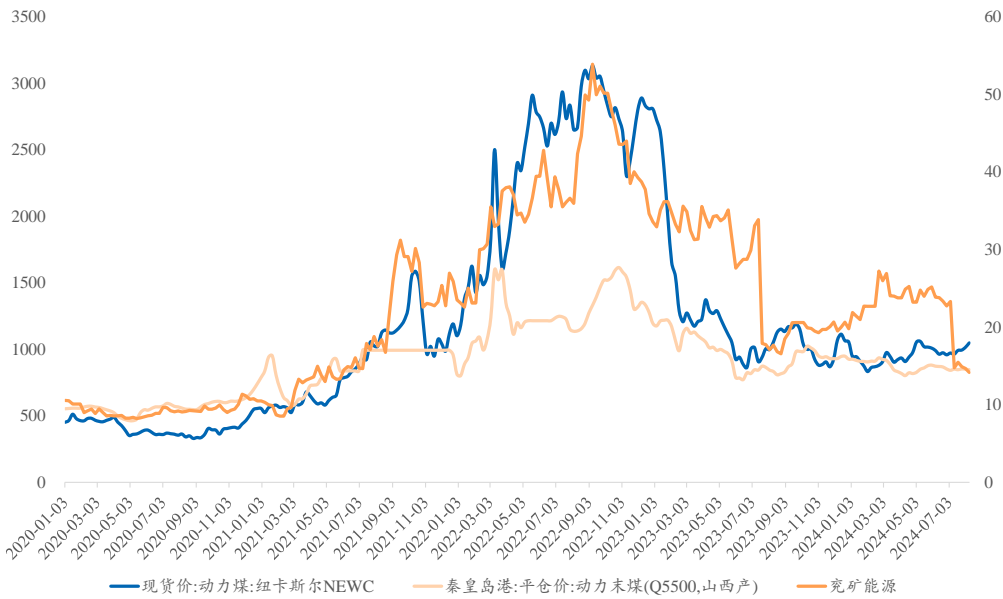


数据：公司公告、东北证券

2.3. 澳洲资产助力公司提升业绩弹性

公司股价与国际煤价相关性高。公司股价于 2022 年 1 月至 9 月呈大幅上涨趋势，9 月至 2023 年 7 月呈下跌趋势，走势与国际煤价基本吻合，涨跌幅均高于国内煤价变化幅度。

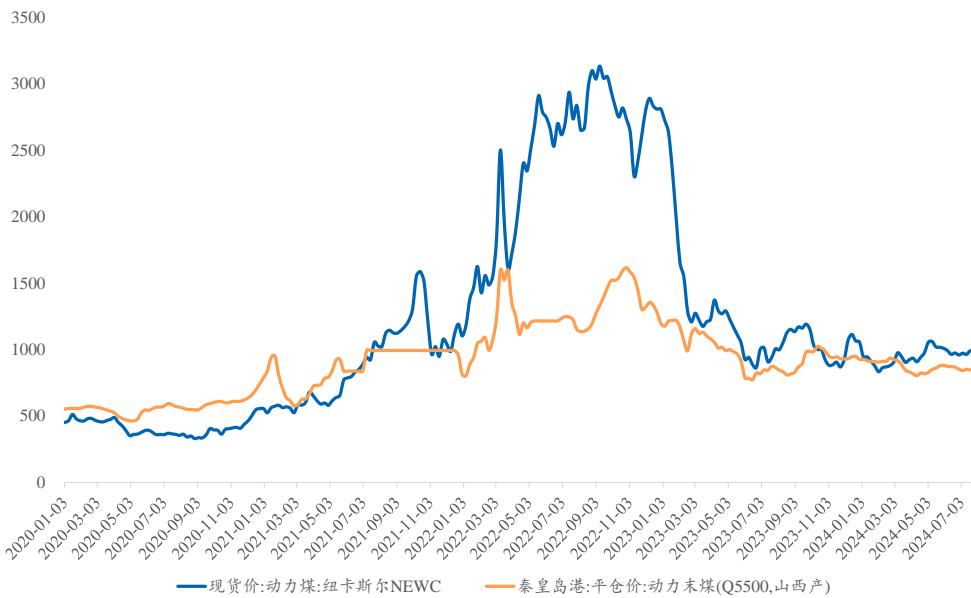
图 33：2020-2024 年充矿能源股价与国内外煤价关系（元/吨，元/股）



数据：wind、东北证券

海外煤价弹性更大。2022 年受俄乌战争影响，国际煤价持续走高，国内限价调控与增产保供使国内煤价波动较小；2022 年 1 月 1 日，NEWC 煤价为 1102.48 元/吨，国内煤价为 813.2 元/吨，至 2022 年 9 月 10 日，NEWC 煤价 3133.01 元/吨，国内煤价为 1331 元/吨，国际煤价涨幅为 184.17%，国内煤价涨幅为 63.67%。相较国内煤价，海外煤价弹性更大。

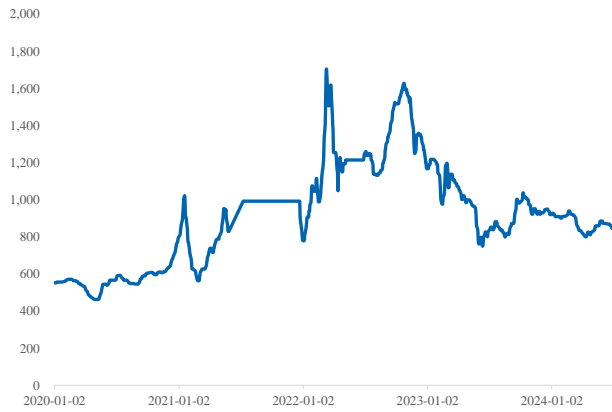
图 34：2020-2024 年国内外煤价对比（元/吨）



数据：wind、东北证券

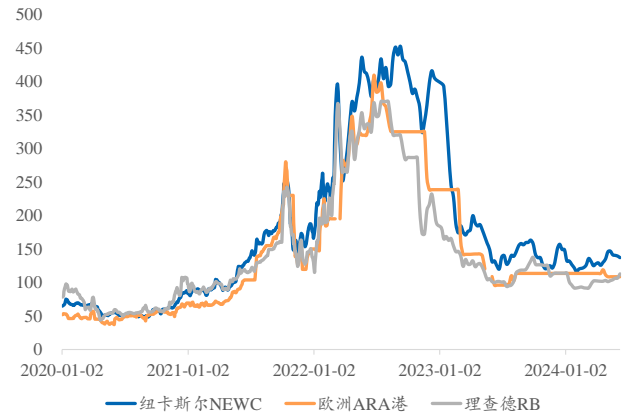
国内煤价走势平稳，海外煤价波动较大。由于国内限价政策影响，国内煤价整体上波动较小，近期维持在 700-800 元/吨；海外煤价受供需关系影响，整体波动幅度较大，近期煤价处于 50-150 美元/吨区间。

图 35：2020-2024 年秦皇岛动力煤 Q5500 煤价（元/吨）



数据：wind、东北证券

图 36：2020-2024 年全球主要港口煤炭价格（美元/吨）



数据：wind、东北证券

兖煤澳洲深耕澳洲，优质资产持续注入。兖煤澳洲成立于 2004 年，由母公司兖州煤业独立成立，随后不断收购澳大利亚本地矿业集团与矿产资源，至 2020 年公司共拥有或参与运营 9 座矿井，分布于新南威尔士州（5 座）、昆士兰州（3 座）以及西澳大利亚（1 座）。

图 37：兖煤澳洲发展历程

2004年	2009年	2011年	2012年
兖州煤业收购澳斯达煤矿，兖煤澳大利亚成立	收购菲力克斯公司及旗下多家煤矿	收购新泰克公司、普瑞马煤矿	收购格羅斯特集团及旗下多家煤矿
2017年	2018年	2020年	
收购联合煤炭及旗下多个煤矿	收购原菲力克斯旗下莫拉本煤矿4%股权，股权占比达85%	再次收购莫拉本煤矿10%股权，股权占比达95%	

数据：公司公告、东北证券

兖煤澳洲煤炭资源储量丰富。兖煤澳洲生产动力煤、冶金煤等煤炭产品。目前兖煤澳洲煤炭资源总量约 7.2 亿吨，可采储煤炭总量约为 1.4 亿吨。

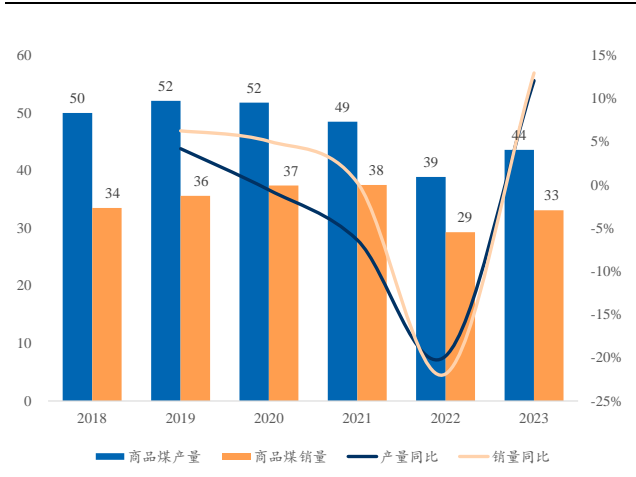
表 7：充煤澳洲可采储煤碳量及煤炭资源总量（百万吨）

矿井名称	煤炭类型	充煤澳洲所有权	证实储量	可能储量	总储量	煤炭资源探测量	煤炭资源标示量	煤炭资源推断量	煤炭资源总量
莫拉本（露天）	动力煤	95.00%	17 3	3	175	640	150	200	990
莫拉本（井工）	动力煤	95.00%	21	13	34				
索利山（露天）	半软焦煤 动力煤	80.00%	3	17	20	200	150	75	425
沃克沃斯（露天）	半软焦煤动力煤	84.47%	15 4	72	226	510	230	165	905
亨特谷（露天）	半软焦煤动力煤	51.00%	24 9	539	788	680	150 0	190 0	408 0
雅若碧（露天）	喷吹煤 动力煤	100.00%	34	42	76	55	60	13	128
格罗斯特（露天）	冶金煤 动力煤	100.00%	0.0	0.4	0.4	4	145	80	229
中山（露天）	冶金煤 动力煤	50.00%	66	19	85	76	55	21	152
艾诗顿（井工）	半软焦煤 动力煤	100.00%	1	18	18	83	95	90	268
Ashton RUMEx（井工）	半软焦煤 动力煤	100.00%	13	7	20	5	25	0	30
合计			71 4	730. 4	1442. 4	225 3	241 0	254 4	720 7

数据：公司公告、东北证券

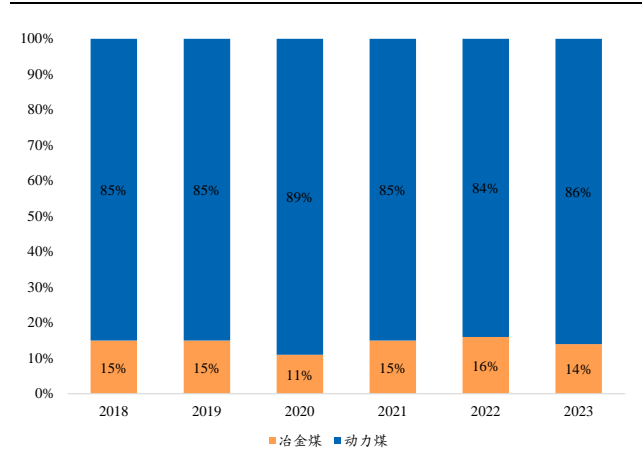
公司商品煤产销量恢复增长，动力煤是主要销售产品。2019-2022 年公司商品煤产量呈下降趋势，2023 年公司商品煤销量为 43.6 百万吨，同比增长 12.1%；商品煤销量 2022 年以前呈逐年上涨趋势，受中国限制澳大利亚煤炭进口政策的影响，2022 年销量下滑，2023 年销量回升至 33.1 百万吨，同比增长 13%。动力煤为公司主要销售产品，2023 年销量占比 86%。

图 38：兖煤澳洲 2018-2023 年商品煤产销量（百万吨）



数据：wind、东北证券

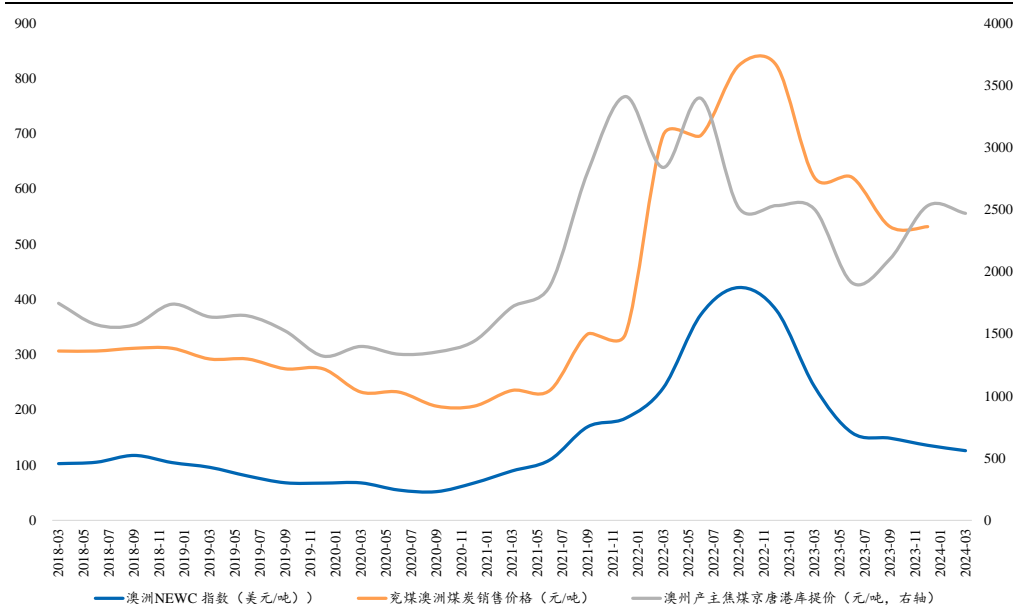
图 39：兖煤澳洲 2018-2023 年产品销量占比 (%)



数据：公司公告、东北证券

兖煤澳洲动力煤定价主要参照 API5 价格指数和纽卡斯尔动力煤价格指数。其中，高灰分低热值煤为主要产品，依据 API5 定价，其余更高热值煤炭产品参考纽卡斯尔 6000 千卡动力煤指数定价。

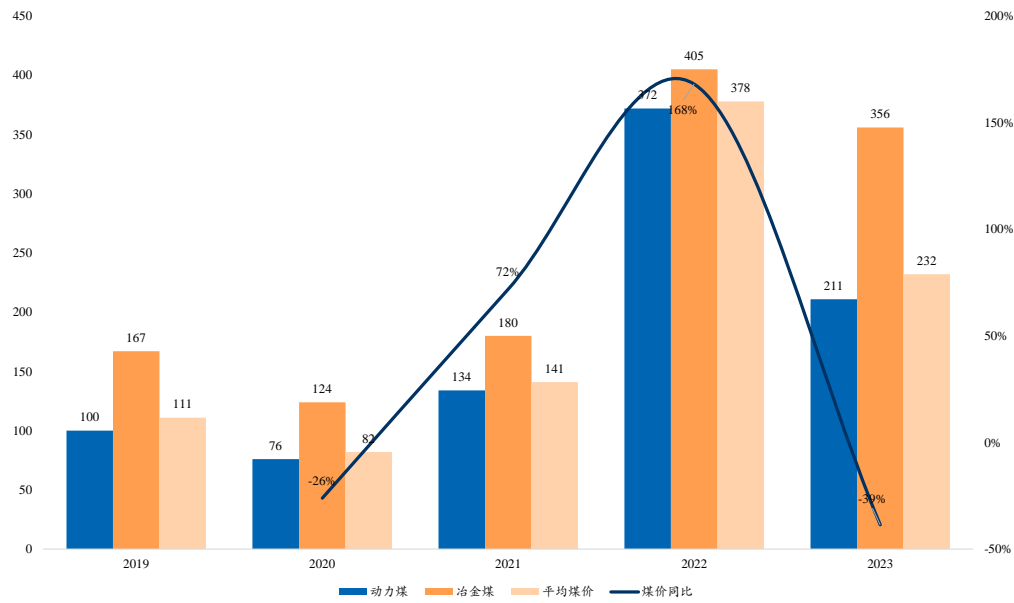
图 40：兖煤澳洲煤炭销售价格与 NEWC 指数及主焦煤京唐港库提价对比



数据：wind、东北证券

2023 年兖煤澳洲煤炭售价下降。2022 年国际煤价上涨，兖煤澳洲煤价同比上涨 168% 至 378 澳元/吨；2023 年受煤价下跌影响，兖煤澳洲平均煤价为 232 澳元/吨，同比下降 39%，但仍处历史高位。

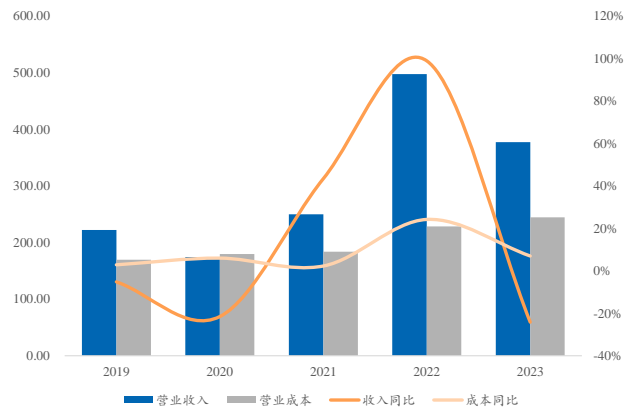
图 41：2019-2023 年充煤澳洲煤炭价格（澳元/吨）



数据：公司公告、东北证券

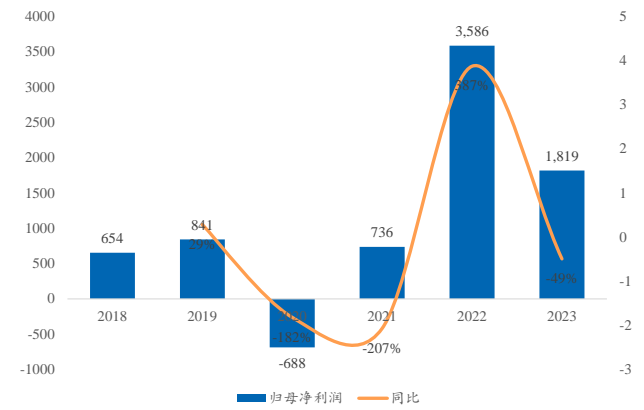
2023 年充煤澳洲收入下降，成本小幅上升。2023 年充煤澳洲营业收入为 377.4 亿元，同比下降 26.2%；由于受当地洪水灾害影响，2023 年充煤澳洲营业成本为 244.6 亿元，同比上升 7%；2023 年充煤澳洲归母净利润为 1.82 亿澳元，同比下降 49%。

图 42：充煤澳洲 2019-2023 年营业收入及营业成本及同比（亿元，%）



数据：wind、东北证券

图 43：充煤澳洲 2019-2023 年归母净利润（百万澳元）



数据：公司公告、东北证券

2024 年充煤澳洲归母净利润预计 14.3 亿澳元。假设吨煤成本不变，按年报预计 24 年充煤澳洲煤炭销售量预计增加至 3700 万吨，煤价下跌 17%至 282 澳元/吨，2024 年充煤澳洲归母净利润预计为 14.3 亿澳元。

表 8：2024 年充煤澳洲归母净利润预测

	平均煤价 (澳元/吨)	销量 (万吨)	收入 (百万澳元)	成本 (百万澳元)	税后利润 (百万澳元)
2023	232	3310	7778	5292	1819
2024	194	3700	7163	5733	1430

数据：公司公告、东北证券

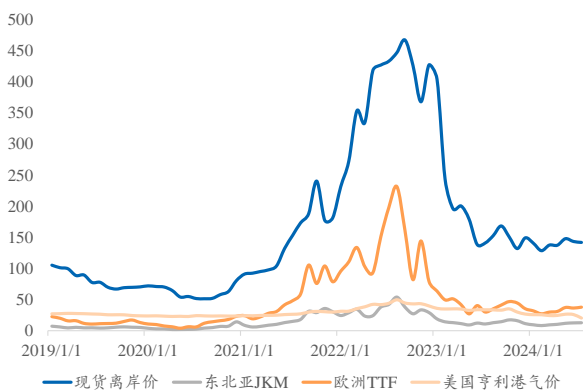
3. 天然气供需紧平衡，价格提升有望带动煤价

3.1. 天然气供给紧张，贸易增量主要 于 LNG

能源之间存在替代效应，天然气价格或反映煤价走势。2019-2024 年，海外煤炭价格变化趋势与国际天然气价格变化趋势具有较强相关性。2021 年随着海外疫情得到控制，工业复苏，海外天然气价格和煤价同步走高；2022 年俄乌冲突天然气价格走高亦推动煤价上升。

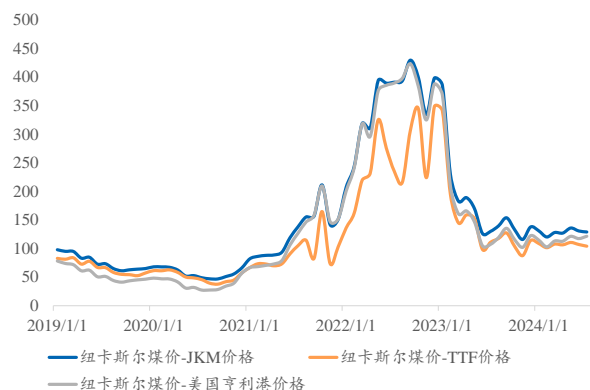
2023 年海外煤炭天然气价差缩小，天然气价格上升或提升煤电需求。在能源转型的背景下，欧洲煤炭发电占比持续降低，天然气发电成为欧洲主要发电方式之一。对比动力煤与天然气价差，2023 年两者价差不断缩小，进而致使煤电相对经济性提升，发电侧的煤电需求提升，因此在海外煤炭供给不足的情况下，煤价有望随之上涨。

图 44：2019-2024 年海外煤炭和天然气价格变化趋势（美元/吨，美元/兆瓦时，美元/百万英热，美元/十万英热）



数据 : Bloomberg、东北证券

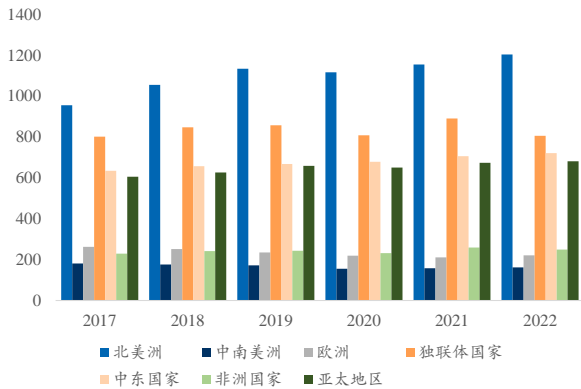
图 45：2019-2024 年海外煤炭价格与天然气价差变化趋势（美元/兆瓦时，美元/百万英热，美元/十万英热）



数据 : Bloomberg、东北证券

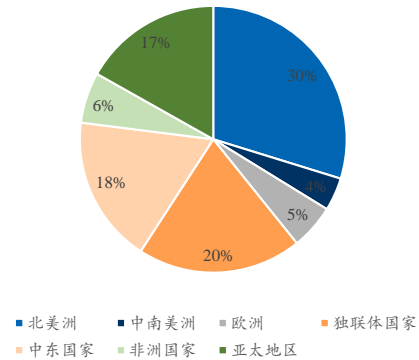
近年天然气主要供应地区产量不断扩大。据 BP 数据，北美、独联体国家、中东、亚太地区是天然气主要供应地区。2022 年，北美、中东、独联体国家、亚太地区占全球天然气供应 85%，其中北美地区占比 30%，是全世界最大天然气供应地区。以北美地区为例，2017 年其天然气产量为 955.7 十亿立方米，2022 年其天然气产量为 1203.9 十亿立方米，增长幅度为 26%。

图 46：近年来天然气主要生产地区产量呈上涨趋势（十亿立方米）



数据：BP、东北证券

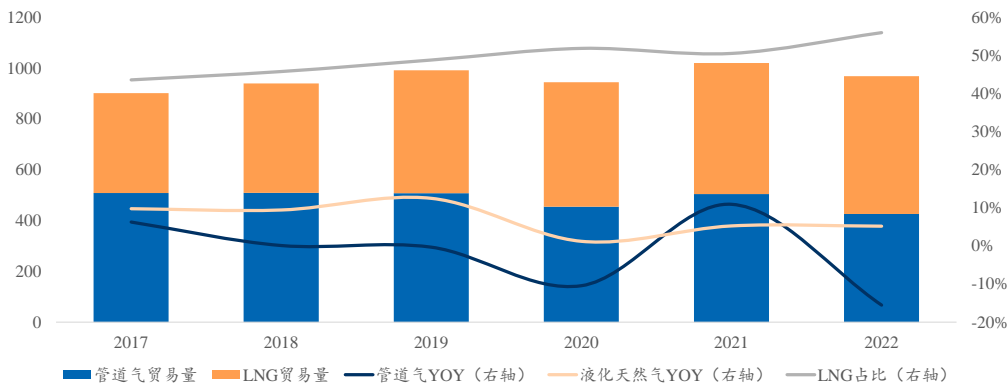
图 47：北美、中亚、中东及亚太地区是天然气主产区（%）



数据：BP、东北证券

天然气贸易增量主要来自 LNG，管道气自 2017 年贸易量整体保持平稳。据 BP 数据，天然气贸易量从 2017 年的 902.0 十亿立方米提升至 2021 年的 1020.2 十亿立方米，CAGR 为+3.13%，其中由于疫情 2020 年贸易量有所下降。从结构上分析，2017-2021 年管道气贸易量基本维持不变，LNG 贸易量持续增加，占比由 43.60% 增长到 50.55%，CAGR 为+7.01%。2022 年由于俄罗斯供欧洲管道气量大幅下降，天然气贸易量同比下降 5.07%，管道气贸易量为 426.1 十亿立方米，同比下降 15.54%，而 LNG 贸易量为 542.4 十亿立方米，同比上涨 5.18%。LNG 贸易量占总量的 56%，较上年上涨 5.45pct。

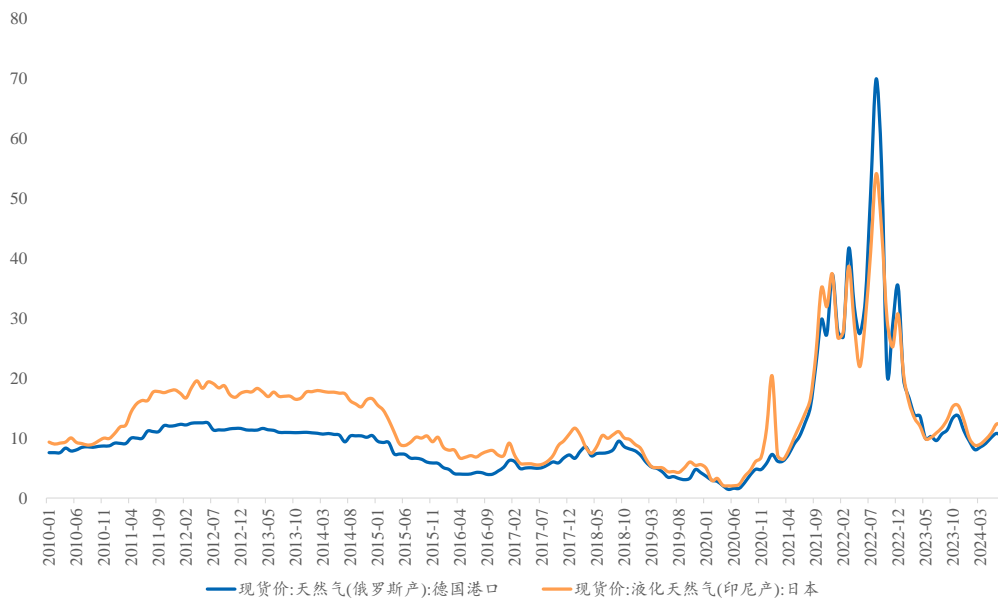
图 48：全球天然气贸易量增量主要来自液化天然气（十亿立方米，%）



数据：BP、东北证券

LNG 价格对市场供需变化反应更灵敏，预示全球天然气供需变化趋势。目前全球管道气贸易网络是以西欧地区和中国为进口核心，北欧、挪威和俄罗斯以及中亚地区为出口核心的贸易格局，且供应稳定性较高；LNG 作为一种可跨境交易的能源商品，供应方式更加灵活，价格受供需关系、汇率波动、地缘政治等多因素影响，价格更市场化，能够灵敏地反映市场供需变化，LNG 的供需变化往往预示着全球天然气供需的整体趋势。

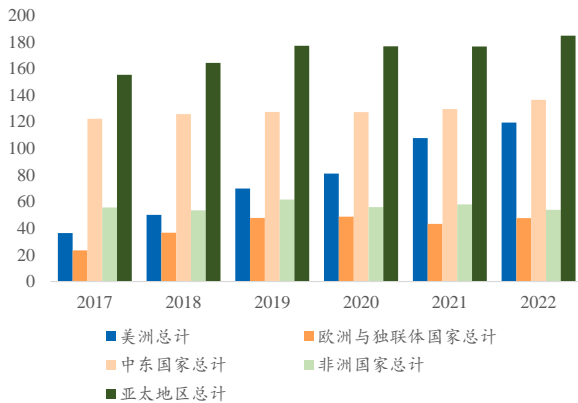
图 49: LNG 价格变化快于天然气价格变化 (美元/百万英热)



数据 : BP、东北证券

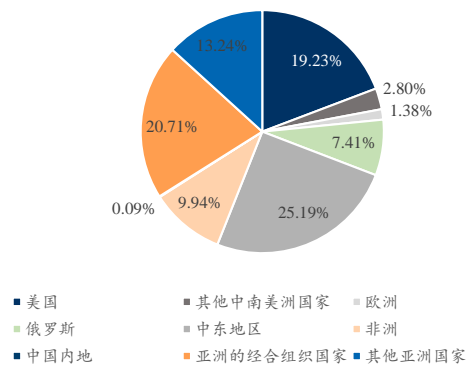
全球 LNG 出口主要来自亚太、中东以及美洲地区。亚太、中东及美洲地区 LNG 出口量占比分别为 34.04%、25.19%、19.23%。其中，美洲地区出口量明显增加，2017-2022 年由 36.5 十亿立方米增长到 119.5 十亿立方米，GAGR 为+26.77%；亚太地区出口量稳步增长，由 2017 年的 155.4 十亿立方米上涨至 2022 年的 184.7 十亿立方米，CAGR 为+3.48%；中东地区出口量整体小幅上涨。

图 50: 近年 LNG 出口增量主要集中在美洲地区 (十亿立方米)



数据 : BP、东北证券

图 51: 全球 LNG 出口量主要集中在亚太、中东及美洲地区 (%)



数据 : BP、东北证券

2021-2023 年全球天然气资本投入增加，2024-2025 年供应将呈现短缺态势。截至 2024 年 2 月，全球天然气供应仍以计划项目为主，天然气供应计划项目合计可增加约 7 亿吨/年，在建项目合计约 2 亿吨/年，短期内天然气供应并未存在大幅扩大可能性。据 IEA 数据，2022 年全球天然气资本开支增加 280 亿美元，2023 年全球天然气资本开支预计增加 160 亿美元。但根据 S&P，全球新建 LNG 项目投产周期较长，2026 年后方能实现大规模 LNG 项目投产，因此，我们预计 2024-2025 年天然气供应端并无出现大幅度增长可能性，天然气供应将呈现整体短缺的态势。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/767154044131006143>