

兖矿能源 (600188) / 煤炭开采

证券研究报告/公司点评

2022年2月9日

**评级：买入（维持）**

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

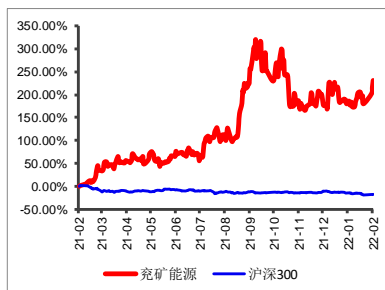
电话：

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	4,874.2
流通股本(百万股)	2,974.2
市价(元)	27.31
市值(百万元)	133,114.0
流通市值(百万元)	81,225.0

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1《兖州煤业 2021 年三季报业绩点评：煤炭、化工品价格大幅上涨，单三季度利润增加 2.3 倍》2021.10.29

2《兖州煤业 2021 半年报点评：上半年煤化工表现强劲，下半年煤炭有望放光彩》2021.8.28

### 公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,647	214,992	255,828	272,819	279,428
增长率 yoy%	23.09%	7.15%	18.99%	6.64%	2.42%
净利润(百万元)	8,668	7,122	16,038	18,684	19,506
增长率 yoy%	9.60%	-17.84%	125.21%	16.49%	4.40%
每股收益(元)	1.78	1.46	3.30	3.84	4.01
每股现金流量	5.10	4.56	3.81	9.62	4.93
净资产收益率	13.70%	13.16%	27.96%	28.81%	26.85%
P/E	15.36	18.69	8.28	7.10	6.80
PEG	0.52	0.34	0.33	0.24	0.13
P/B	2.10	2.46	2.31	2.05	1.83

备注：股价日期为 2022 年 2 月 9 日收盘价

### 投资要点

- 海外煤价大幅上涨，兖煤澳洲 2022Q1-Q2 业绩有望维持在高位水平。**公司澳洲煤价滞后一个季度结算，Q1/Q2/Q3/Q4 纽卡斯尔动力煤价均价分别为 89/109/169/184.6 美元/吨，近期国际能源局势持续紧张，在经历 2021 年 10-11 月的暴跌之后，澳煤再度强势反弹至 244 美元/吨（2022 年 2 月 8 日），2022 年一季度至今均价为 222.2 美元/吨，价格不断抬升。公司澳洲煤炭资产较为丰厚，深度受益于海外煤价大涨，重要子公司兖煤澳洲 2022Q1-Q2 业绩有望维持在高位水平。
- 再度发布激励计划，向董事、高管、骨干等授予 6234 万股。**2022 年 1 月 28 日，公司发布 2021 年 A 股限制性股票激励计划，拟向董事、高管、骨干等共 1256 人授予 6,234 万股限制性股票，占公司股本总额 487,418.41 万股的 1.28%，授予价格为每股 11.72 元，限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月，对应业绩考核目标为 2022-2024 年度扣非归母净利润较 2020 年增长率不低于 45%/53%/60%（对应扣非归母净利润分别不低于 94.8/100/104.6 亿元），扣非每股收益不低于 1.95/2.05/2.15 元/股，且不低于同行业平均水平。本次激励计划范围广规模大，彰显了公司发展信心，将进一步增强公司活力。
- 公司披露 2021 年业绩预告，2021 年实现权益净利润 160 亿元，Q4 为 44.7 亿元。**
  - 预计 2021 年度实现归属于上市公司股东的净利润约 160.00 亿元，同比增加 88.78 亿元或 124.67%，扣非后净利润 157.04 亿元，同比增加 91.69 亿元或 140.32%；
  - 预计 2021 年第四季度实现归属于上市公司股东的净利润 44.68 亿元，同比增加 212.23，环比减少 18.62%；实现扣非后净利润 39.45 亿元，同比增加 35.15%，环比减少 30.63%。业绩环比下降预计与化工业务走弱，以及煤企习惯性在第四季度计提成本费用等有关。
- 2021 年业绩增长主要由于煤炭及化工品价格高位运行。**
  - 煤炭业务：2021 年公司商品煤产量 10503 万吨（-12.68%），商品煤销量 10577 万吨（-28.35%），自产煤和贸易煤销量均有下降，主要由于公司为提升资产质量，剥离贸易煤业务，贸易煤销量同比减少 2294 万吨，以及上半年受地质条件制约及政策性停产因素影响，自产煤产量同比大幅减少，全年自产煤销量同比减少 1,891 万吨。单第四季度公司商品煤产量 2720 万吨（-8.42%），环比增加 1.7%，销量 2858 万吨（-16.55%），环比+6.8%。
  - 煤化工业务：2021 年公司化工产品产量 502.7 万吨（+36.57%），化工产品销量 453.5 万吨（+32.92%）。

- **盈利预测与估值：**基于煤炭价格调整，我们对公司的盈利预测略做调整，预计公司2021-2023年归属于母公司的净利润分别为160.0/186.8/195.1亿元（前次为173.7/188.2/198.1亿元），折合EPS分别是3.30/2.84/4.01元/股，当前27.31元的股价，对应PE分别为8.3/7.1/6.8倍，海外煤炭价格大幅上涨，公司煤炭定价机制灵活，业绩弹性大，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 煤价超预期下跌风险；(2) 安全生产风险；(3) 汇兑损益变动风险。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>200,647</b>	<b>214,992</b>	<b>255,828</b>	<b>272,819</b>	<b>279,428</b>	货币资金	27,274	24,542	29,204	31,144	31,898
增长率	23.1%	7.1%	19.0%	6.6%	2.4%	应收款项	7,419	6,910	10,993	9,053	12,506
营业成本	-172,736	-186,571	-210,249	-221,672	-226,401	存货	7,300	7,715	10,052	9,617	11,476
% 销售收入	86.1%	86.8%	82.2%	81.3%	81.0%	其他流动资产	21,569	18,905	21,111	21,541	23,635
毛利	27,911	28,421	45,580	51,147	53,026	流动资产	63,562	58,072	71,360	71,354	79,514
% 销售收入	13.9%	13.2%	17.8%	18.7%	19.0%	% 总资产	30.6%	22.4%	25.8%	25.6%	27.6%
营业税金及附加	-2,135	-3,421	-3,837	-4,092	-4,191	长期投资	17,635	20,411	22,411	24,411	26,411
% 销售收入	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	43,916	66,114	72,206	75,621	76,774
营业费用	-5,683	-5,425	-6,396	-6,820	-6,986	% 总资产	21.1%	25.5%	26.1%	27.1%	26.6%
% 销售收入	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	49,314	58,855	57,173	55,447	53,675
管理费用	-4,492	-5,376	-6,396	-6,820	-6,986	非流动资产	144,259	200,838	204,797	207,397	208,828
% 销售收入	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	% 总资产	69.4%	77.6%	74.2%	74.4%	72.4%
息税前利润 (EBIT)	15,601	14,199	28,951	33,413	34,864	<b>资产总计</b>	<b>207,821</b>	<b>258,910</b>	<b>276,157</b>	<b>278,751</b>	<b>288,342</b>
% 销售收入	7.8%	6.6%	11.3%	12.2%	12.5%	短期借款	8,748	15,714	33,734	43,264	46,218
财务费用	-2,537	-2,690	-3,070	-3,274	-3,353	应付款项	41,574	60,087	60,205	72,964	69,846
% 销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动负债	22,998	26,279	24,747	23,513	22,340
资产减值损失	-173	-50	200	200	200	流动负债	73,320	102,081	118,686	139,741	138,404
公允价值变动收益	240	223	-150	0	0	长期贷款	26,134	34,913	30,255	1,500	1,500
投资收益	1,734	3,686	2,000	2,000	2,000	其他长期负债	24,844	42,133	40,026	38,025	36,124
% 税前利润	11.3%	35.3%	7.1%	6.1%	5.9%	<b>负债</b>	<b>124,297</b>	<b>179,128</b>	<b>188,967</b>	<b>179,266</b>	<b>176,028</b>
营业利润	14,865	15,368	27,931	32,340	33,710	<b>普通股股东权益</b>	<b>63,292</b>	<b>54,118</b>	<b>57,367</b>	<b>64,840</b>	<b>72,643</b>
营业利润率	7.4%	7.1%	10.9%	11.9%	12.1%	少数股东权益	20,232	25,664	29,824	34,645	39,671
营业外收支	522	-4,941	200	200	200	<b>负债股东权益合计</b>	<b>207,821</b>	<b>258,910</b>	<b>276,157</b>	<b>278,751</b>	<b>288,342</b>
税前利润	<b>15,387</b>	<b>10,427</b>	<b>28,131</b>	<b>32,540</b>	<b>33,910</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	7.7%	4.9%	11.0%	11.9%	12.1%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-2,934	-2,416	-6,933	-8,035	-8,378	<b>每股指标</b>					
所得税率	19.1%	23.2%	24.6%	24.7%	24.7%	每股收益 (元)	1.78	1.46	3.30	3.84	4.01
净利润	11,110	6,838	20,798	24,105	25,133	每股净资产 (元)	12.99	11.10	11.80	13.34	14.95
少数股东损益	1,862	-775	4,160	4,821	5,027	每股经营现金净流 (元)	5.10	4.56	3.81	9.62	4.93
归属于母公司的净利润	<b>8,668</b>	<b>7,122</b>	<b>16,038</b>	<b>18,684</b>	<b>19,506</b>	每股股利 (元)	1.59	1.59	1.98	2.31	2.41
净利率	4.3%	3.3%	6.3%	6.8%	7.0%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	13.70%	13.16%	27.96%	28.81%	26.85%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	5.35%	2.64%	7.53%	8.65%	8.72%
净利润	11,110	6,838	20,798	24,105	25,133	投入资本收益率	12.66%	11.79%	19.58%	20.68%	24.38%
加: 折旧和摊销	6,823	9,597	10,126	11,787	13,352	<b>增长率</b>					
资产减值准备	173	50	0	0	0	营业总收入增长率	23.09%	7.15%	18.99%	6.64%	2.42%
公允价值变动损失	-240	-223	-150	0	0	EBIT增长率	-5.86%	2.30%	68.53%	15.07%	4.12%
财务费用	2,317	2,488	3,070	3,274	3,353	净利润增长率	9.60%	-17.84%	125.21%	16.49%	4.40%
投资收益	-1,734	-3,686	-2,000	-2,000	-2,000	总资产增长率	2.03%	24.58%	6.66%	0.94%	3.44%
少数股东损益	1,862	-775	4,160	4,821	5,027	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-858	-8,022	-12,665	10,328	-15,220	应收账款周转天数	11.7	11.9	12.5	13.2	13.8
<b>经营活动现金净流</b>	<b>24,871</b>	<b>22,233</b>	<b>18,579</b>	<b>46,894</b>	<b>24,019</b>	存货周转天数	11.1	12.6	12.5	13.0	13.6
固定资本投资	-4,878	-27,294	-10,000	-10,000	-10,000	应付账款周转天数	21.8	23.6	24.8	26.1	27.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,972</b>	<b>-13,584</b>	<b>-9,258</b>	<b>-9,194</b>	<b>-9,213</b>	固定资产周转天数	79.1	92.1	97.3	97.5	98.2
股利分配	-7,731	-7,731	-9,623	-11,210	-11,704	<b>偿债能力</b>					
其他	-15,641	-6,677	4,964	-24,550	-2,347	净负债/股东权益	44.40%	81.03%	84.76%	52.14%	44.24%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-23,372</b>	<b>-14,408</b>	<b>-4,659</b>	<b>-35,760</b>	<b>-14,051</b>	EBIT利息保障倍数	7.0	6.7	10.0	10.8	10.9
汇率变动影响	-78	-84	-80	-80	-80	资产负债率	59.81%	69.19%	68.43%	64.31%	61.05%
<b>现金净流量</b>	<b>-4,550</b>	<b>-5,843</b>	<b>4,582</b>	<b>1,860</b>	<b>674</b>						

来源: 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。