

2022年03月31日

兖矿能源 (600188.SH)

公司快报

煤炭和煤化工业务齐发力，特别派息后分红比例达 60.87%

煤炭 | 动力煤 III

投资评级

买入-B(维持)

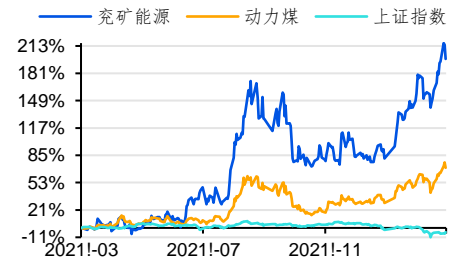
股价(2022-03-30)

37.96 元

交易数据

总市值 (百万元)	187,852.79
流通市值 (百万元)	113,385.14
总股本 (百万股)	4,948.70
流通股本 (百万股)	2,986.96
12 个月价格区间	12.26/40.70 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.1	72.38	203.22
绝对收益	19.75	62.64	197.73

投资要点

- ◆ 2021 年实现归母净利润同比增长 128.30%，分红比例达 60.87%：**2021 年公司实现收入 1519.91 亿元，同比下降 29.30%，实现归母净利润 162.59 亿元，同比增长 128.30%；毛利率为 29.38%，同比上升 16.16 个百分点；净利润率为 10.70%，同比上升 7.38 个百分点，EPS 为 3.34 元，扣除非经常损益后的 EPS 为 3.33 元。分配方案为每股派现金 1.60 元（含税），另外派发特别现金股利 0.40 元/股（含税），合计派发现金股利 2.00 元/股（含税），分红比率为 60.87%，按照报告日收盘价计算股息率为 5.27%。Q4 公司分别实现收入和归母净利润 469.55 亿元和 47.27 亿元，环比分别增长 18.41%和降 13.89%，单季度 EPS 为 0.97 元。Q4 净利环比下降主要因公司计提 16.69 亿元资产减值损失和信用减值损失。
- ◆ 2021 年煤炭业务受益煤价上涨，利润大幅增加：**2021 年公司煤炭板块贡献的收入和毛利分别为 837.97 亿元和 367.71 亿元，占公司收入和毛利的比重分别为 55.13%和 82.34%，同比分别增长 20.66%和 51.36%。煤炭板块盈利增长来自煤价大幅提高，2021 年公司煤炭产、销量分别为 105025 万吨和 105645 万吨，同比分别降 12.68%和 28.43%，煤炭销售均价为 793.19 元/吨，同比上涨 68.60%，吨煤销售成本为 303 元，同比上升 12.09%，吨煤毛利 427 元，同比上升 44.94%。
- ◆ 2021 年煤化工业务量价齐升，毛利增 457.90%：**2021 年公司煤化工板块贡献的收入和毛利分别为 214.02 亿元和 68.51 亿元，占公司收入和毛利的比重分别为 14.08%和 15.34%，同比分别增长 103.56%和 457.90%。煤化工业务毛利率实现 32.01%，较上年增长 20.33 个百分点。煤化工板块盈利增长来自量价齐升。价格方面，受能耗双控政策影响，化工品价格维持高位。2021 年公司化工产品单价实现 4080 元/吨，同比增 26.59%。产销量方面，煤化工二期项目于年初竣工投产，鄂尔多斯能化所属甲醇、乙二醇产量大幅增加。2021 年公司化工产品产量实现 579.4 万吨，同比增 26.59%，销量实现 524.6 万吨，同比增 22.68%。
- ◆ Q4 毛利润环比增长 14.46%：**Q4 公司实现收入 469.55 亿元，环比增长 18.41%，同比降 22.83%；实现归母净利润 47.27 亿元，环比降 13.89%，同比增长 230.31%。毛利率和净利率分别为 33.79%和 10.07%，环比分别降 1.17 和 3.78 个百分点。Q4 净利环比下降主要因公司计提 16.69 亿元资产减值损失和信用减值损失。Q4 煤炭板块实现产量为 105025 万吨，同比降 12.68%；实现销量 105645 万吨，同比降 28.43%。公司吨煤销售价格为 1091 元，环比增 29%；吨煤成本 436 元，环比增 46%，吨煤毛利 655 元，环比增 20%。分产区来看，本部、兖煤澳洲和未来能源分别贡献 Q4 毛利的 28%、31%和 17%。
- ◆ 受益国内外煤炭价格上涨，22Q1 公司业绩持续释放：**根据公司发布的业绩预增公告，预计公司 2022Q1 归母有望达 66 亿元，同比增 193.20%，扣非净利 65.61 亿

分析师

 胡博
 SAC 执业证书编号：S0910521090001
 hubo@huajinsec.cn

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

- 兖矿能源：三季度业绩改善，煤炭和煤化工成主要增长点 2021-11-01
- 兖矿能源：煤化工成利润增长点，澳洲复苏贡献尚待显现 2021-08-28
- 兖矿能源：澳洲板块见底，盈利重归增长 2021-03-28
- 兖矿能源：投资收益贡献业绩 2020-08-29
- 兖矿能源：澳洲板块拖累业绩 2020-04-23

元，同比增 195.81%。业绩大幅增加主要因国际和国内煤炭价格均呈持续上涨的趋势。

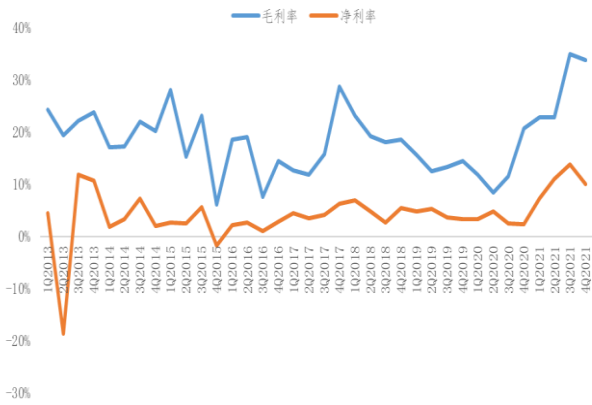
- ◆ **未来增长主要来自煤炭和煤化工增产以及布局新能源：**根据公司《战略发展纲要》，煤炭方面公司力争 5-10 年产量规模达到 3 亿吨/年；煤化工方面，公司力争 5-10 年化工品年产量 2000 万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%；新能源方面，公司力争 5-10 年新能源发电装机规模达到 1000 万千瓦以上，氢气供应能力超过 10 万吨/年。随着公司转型不断推进，现有煤炭和煤化工产能均有较长的增长预期，与现阶段相比具备翻倍空间。此外，新能源为公司远期新的增长点，布局新能源有助于公司由煤炭产业链公司转为综合型能源材料供应商。
- ◆ **投资建议：**我们根据 2022 年煤价中枢维持高位的预期调整了公司盈利预测，调整后 2022-2024 年公司的 EPS 分别为 4.06 元、4.58 元和 4.70 元，ROE 为 27.7%、26.3%和 22.8%。公司新的战略转型计划拥有较大的成长空间，在煤炭价格维持高位的预期下，公司业绩有望持续释放，当前动态估值仍较低，维持“买入-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**煤价下跌超预期风险；环保监管风险；汇兑风险；战略转型不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	214,992	151,991	167,190	175,549	177,305
YoY(%)	7.1	-29.3	10.0	5.0	1.0
净利润(百万元)	7,122	16,259	20,079	22,664	23,246
YoY(%)	-17.8	128.3	23.5	12.9	2.6
毛利率(%)	13.2	29.4	28.0	27.0	27.0
EPS(摊薄/元)	1.44	3.29	4.06	4.58	4.70
ROE(%)	13.2	23.8	27.7	26.3	22.8
P/E(倍)	26.4	11.6	9.4	8.3	8.1
P/B(倍)	3.5	2.8	2.6	2.2	1.8
净利率(%)	3.3	10.7	12.0	12.9	13.1

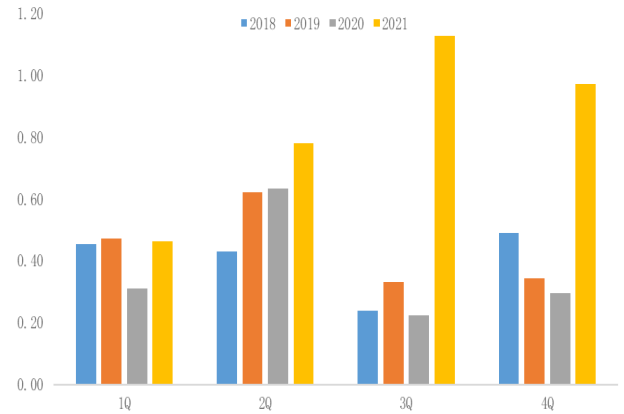
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2021 年公司分季度毛利率和利润率



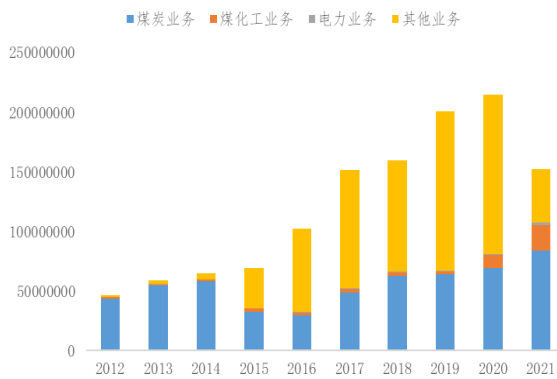
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2018-2021 年单季度 EPS 单位：元



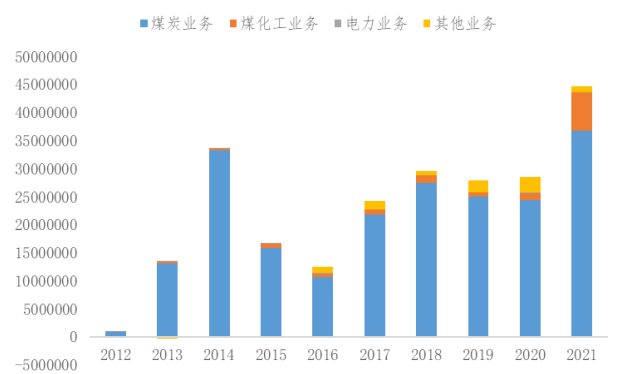
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2011-2021 年公司分业务主营业务收入 单位：千元



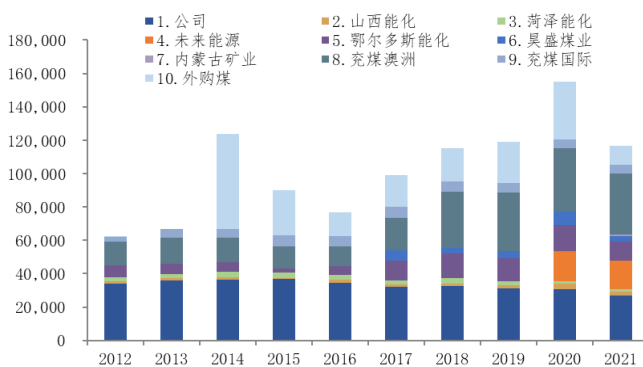
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2011-2021 年分业务毛利 单位：千元



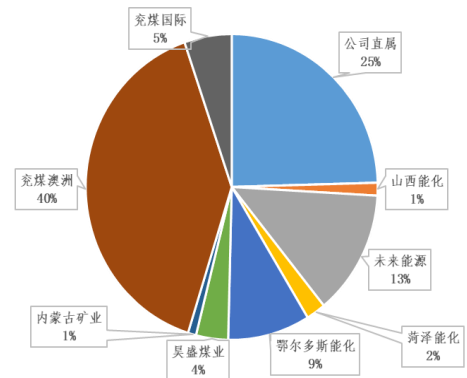
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2012-2021 年公司商品煤销量 单位：千吨



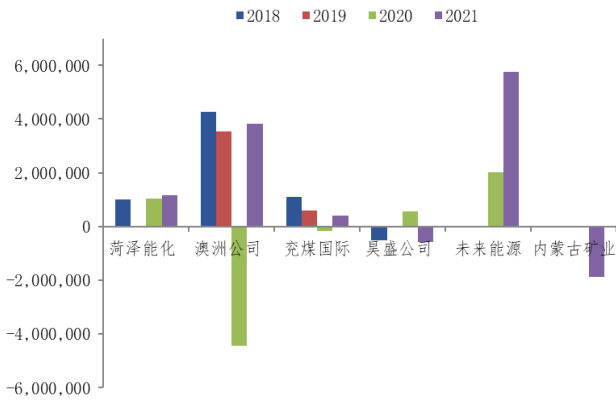
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2021 年自产商品煤销量构成



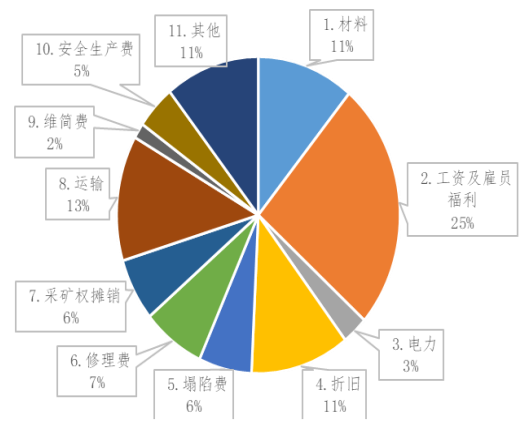
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7: 2018-2021 年主要子公司净利润 单位: 千元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 8: 2018 年自产煤单位成本构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2020-2021 年公司分季度商品煤产量及吨煤价格、成本与毛利 单位: 千吨、元/吨

煤炭销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ
集团合计	33,245	34,375	36,186	43,813	26,308	24,606	26,278	27,252	4%
公司	8,003	7,844	7,927	4,463	5,319	5,252	5,897	7703	31%
山西能化	292	442	459	468	352	275	316	350	11%
菏泽能化	821	767	758	747	405	372	609	740	22%
未来能源					3286	3252	3121	4466	43%
鄂尔多斯能化	2354	3810	3022	4039	3098	1345	1658	2637	59%
昊盛煤业	1397	2084	2569	2074	920	990	755	679	-10%
内蒙古矿业						537	12	313	2508%
兖煤澳洲	8,592	9,156	10,099	9,428	8,598	8,502	10,281	9251	-10%
兖煤国际	1,415	1,248	1,425	1,165	1,205	1,184	1,507	1115	-26%
吨煤价格	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ
集团合计	513	479	453	453	565	654	843	1091	29%
公司	557	494	497	632	673	722	914	1083	18%
山西能化	306	264	252	313	353	435	469	607	29%
菏泽能化	908	847	844	879	1,158	1,197	1,604	2054	28%
未来能源					454	617	808	916	13%
鄂尔多斯能化	243	218	262	310	354	495	624	771	24%
昊盛煤业	298	265	289	339	425	547	690	910	32%
内蒙古矿业						534	-	827	-
兖煤澳洲	468	461	351	381	447	494	736	994	35%
兖煤国际	339	381	328	372	396	433	586	689	17%
吨煤成本	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ
集团合计	266	256	230	142	266	360	299	436	46%
公司	284	244	235	120	268	387	310	444	43%
山西能化	221	194	223	196	284	390	358	419	17%
菏泽能化	436	423	365	186	528	482	551	618	12%
未来能源					113	143	152	245	61%

鄂尔多斯能化	143	169	164	-25	187	99	162	479	196%
昊盛煤业	175	171	149	101	304	390	379	1416	274%
内蒙古矿业					305	520	-	1089	-
兖煤澳洲	294	310	262	286	348	489	362	401	11%
兖煤国际	255	278	205	303	308	419	337	443	31%
吨煤毛利	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	QoQ
集团合计	247	223	223	310	299	294	544	655	20%
公司	272	249	262	512	405	335	604	639	6%
山西能化	85	70	30	116	68	45	111	188	69%
菏泽能化	473	424	478	693	630	715	1,053	1436	36%
未来能源					341	473	656	671	2%
鄂尔多斯能化	100	49	99	336	167	396	462	292	-37%
昊盛煤业	123	94	140	237	121	157	311	-506	-263%
内蒙古矿业	0	0	0	0	0	14	-	-262	-
兖煤澳洲	174	151	88	95	99	5	374	594	59%
兖煤国际	84	103	122	68	88	14	249	246	-1%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	58072	89529	42632	78248	73379	营业收入	214992	151991	167190	175549	177305
现金	24,542	45,572	13,375	33,132	40,412	营业成本	186571	107336	120377	128151	129433
应收票据及应收账款	6,910	8,492	5,737	10,094	5,910	营业税金及附加	3421	4225	4180	4389	4433
预付账款	3,395	4,890	1,243	5,806	2,096	营业费用	5425	2997	5016	5266	5319
存货	7,715	8,455	3,706	10,482	5,152	管理费用	5376	6837	7691	8075	8156
其他流动资产	13,598	20,418	16,869	16,962	18,083	研发费用	510	1140	334	351	355
非流动资产	200,838	199,167	188,093	181,075	169,452	财务费用	2690	4913	4242	1516	-495
长期投资	19026	20149	20149	20149	20149	资产减值损失	-50	-1106	0	0	0
固定资产	66114	75835	68527	61220	53913	公允价值变动收益	223	-129	18	9	-12
无形资产	58855	62167	59526	56885	54244	投资净收益	3686	2144	2000	2000	2000
其他非流动资产	31480	24696	23619	26598	24971	营业利润	14194	24265	27369	29810	32092
资产总计	258910	288696	230725	259323	242831	营业外收入	2106	439	2000	2000	2000
流动负债	102081	95722	83184	101559	67579	营业外支出	7047	663	1000	1000	1000
短期借款	15714	5716	28923	0	0	利润总额	9254	24041	28369	30810	33092
应付票据及应付账款	23924	25690	9873	32446	14490	所得税	2416	5474	7092	7702	8273
其他流动负债	8778	17649	11725	12717	14030	税后利润	6838	18567	21277	23107	24819
非流动负债	77047	96486	45472	41728	41593	少数股东损益	-775	2129	1198	444	1573
长期借款	60881	75049	29512	23874	23176	归属母公司净利润	7122	16259	20079	22664	23246
其他非流动负债	16166	21437	15960	17854	18417	EBITDA	27200	42992	41559	41275	41546
负债合计	179128	192208	128657	143287	109172						
少数股东权益	25664	28301	29499	29943	31516	主要财务比率					
股本	4860	4874	4949	4949	4949	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	155	814	814	814	814	成长能力					
留存收益	45936	57279	66807	80331	96380	营业收入(%)	7.1	-29.3	10.0	5.0	1.0
归属母公司股东权益	54118	68186	72570	86094	102143	营业利润(%)	5.0	70.9	12.8	8.9	7.7
负债和股东权益	258910	288696	230725	259323	242831	归属于母公司净利润(%)	-17.8	128.3	23.5	12.9	2.6
						获利能力					
						毛利率(%)	13.2	29.4	28.0	27.0	27.0
						净利率(%)	3.3	10.7	12.0	12.9	13.1
						ROE(%)	13.2	23.8	27.7	26.3	22.8
						ROIC(%)	11.8	19.6	19.7	17.3	25.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	69.2	66.6	55.8	55.3	45.0
						流动比率	0.6	0.9	0.5	0.8	1.1
						速动比率	0.5	0.8	0.5	0.7	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.5	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	30.2	19.8	25.8	24.5	23.1
						应付账款周转率	17.5	10.5	15.9	14.3	12.9
						估值比率					
						P/E	26.4	11.6	9.4	8.3	8.1
						P/B	3.5	2.8	2.6	2.2	1.8
						EV/EBITDA	4.0	3.9	6.0	4.7	4.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22233	36182	8711	62407	12844
净利润	6838	18567	20079	22664	23246
折旧摊销	9597	10471	9948	9948	9948
财务费用	2690	4913	4242	1516	-495
投资损失	-3686	-2144	-2000	-2000	-2000
营运资金变动	-8022	12642	-24774	29825	-19417
其他经营现金流	14817	-8267	1216	453	1561
投资活动现金流	-13584	-4830	2069	1920	2030
筹资活动现金流	-14408	-8035	-42977	-44571	-7594
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.44	3.29	4.06	4.58	4.70
每股经营现金流(最新摊薄)	4.49	7.31	1.76	12.61	2.60
每股净资产(最新摊薄)	10.94	13.78	14.66	17.40	20.64

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡博、杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn