

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖矿能源 (600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

好风凭借力，扬帆正当时

2022年4月1日

事件: 2022年3月30日, 公司发布2021年年度报告, 报告期内公司实现营业收入1519.90亿元, 同比下降29.30%; 利润总额185.67亿元, 同比增加171.54%; 归母净利润162.59亿元, 同比增加128.30%; 扣非后归母净利润为162.12亿元, 同比增加148.09%; 基本每股收益3.34元, 较2020年提升1.88元/股。根据公司分红派息方案, 2021年公司分红为2.00元/股(1.6元/股普通股息+0.4元/股特别股息), 分红总额98.97亿元(含税), 分红比例超出公司分红规划承诺的最低50%比例达到60.87%。公司第四季度实现营业收入469.55亿元, 同比降6.65%, 环比增18.41%。归母净利润47.27亿元, 同比增加3215.85%, 环比下降13.89%; 扣非后归母净利润44.53亿元, 同比增加173.39%, 环比下降21.70%。公司四季度归母净利润环比下降, 主要原因为公司计提了17.04亿元资产减值准备, 影响公司归母净利润减少9.38亿元。

点评:

- **受地区安全环保政策影响, 叠加贸易煤业务稳步剥离, 公司商品煤产销量下降。** 公司2021年商品煤产量1.05亿吨, 较2020年下降1525万吨(-12.68%), 自产商品煤销量9383.2万吨, 同比下降1893.8万吨(-16.80%)。山东本部(公司+菏泽能化)销售商品煤2507.10万吨, 同比下降625.9万吨(-19.98%); 陕蒙基地(未来能源+鄂尔多斯能化+昊盛煤业+内蒙古矿业)销售商品煤2512.6万吨, 同比下降1213.1万吨(-32.56%), 澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤4237万吨, 同比下降15.8万吨(-0.37%)。21年上半年, 山东基地、陕蒙基地受到安全、环保政策影响, 产量、销量均出现明显下滑, 下半年生产逐步恢复, 但全年产销承压。展望2022年, 保供应背景下, 产量压制因素有望改善; 伴随公司营盘壕、石拉乌素两处千万吨煤矿产能逐步释放, 澳洲基地产量维持稳定, 预计公司煤炭整体产销量稳中有升。
- **受益煤价上行, 公司煤炭业务盈利大幅增长。** 2021年公司自产商品煤平均售价716.8元/吨, 同比增加297.37元/吨(70.90%), 毛利率49.39%, 同比增加2.25个pct, 实现毛利332.23亿元。其中: 山东本部商品煤平均售价919.09元/吨, 同比增加343.66元/吨(59.72%), 毛利率57.4%, 同比上升2.92个pct, 实现毛利132.23亿元, 占煤炭业务毛利的39.8%。陕蒙基地商品煤平均售价628.33元/吨, 同比增加318.89元/吨(103.06%), 毛利率55.9%, 同比下降6.03个pct, 实现毛利88.29亿元, 占煤炭业务毛利的26.57%。澳洲基地商品煤平均售价657.04元/吨, 同比增加250.8元/吨(61.74%), 毛利率39.6%, 同比增加9.49个pct, 实现毛利110.37亿元, 占煤炭业务毛利的33.22%。成本方面, 报告期内公司将运输费用重分类至销售成本, 对毛利率有所压制, 剔除该部分成本后, 毛利率的同比改善情况将更为显著。预计2022年, 海内外煤炭

中枢价格将显著高于 2021 年水平，公司煤炭业务毛利与毛利率方面将进一步提升。

- **化工板块产品价、量双升，发展蓄势扬帆。**公司 2021 生产化工产品 579.4 万吨，同比增加 121 万吨（26.59%）；其中甲醇产量 250.3 万吨，同比增加 68 万吨（37.3%）；新增乙二醇产量 29.2 万吨。公司高端化工与新材料业务转型进展顺利，鄂尔多斯能化所属煤化工二期项目顺利投产，甲醇与乙二醇产量提升；鲁南化工 30 万吨/年产能己内酰胺设备 21 年底顺利投产，预计 22 年将进一步增厚公司煤化工产品产量与盈利。价格方面，化工板块盈利能力增幅显著。2021 年公司化工业务实现毛利 214.02 亿元，同比增加 103.5%，化工产品平均售价 4079.68 元/吨，同比增加 1620.28 元/吨（65.88%）；化工业务毛利率 32.01%，较 2020 年增加 20.33 个 pct。油气价格飙升背景下，结合国内原料用能不纳入能耗双控政策落实，有煤源的现代煤化工将显著受益，预计 22 年煤化工行业保持景气，公司将积极寻求在煤炭清洁高效利用等关键核心技术研究、转化应用方面攻坚克难。
- **保持战略定力，逆周期投资布局，铸就公司持续高增潜力。**“十三五”期间，公司基于对能源格局、煤炭产业深刻理解，行业低迷期果断加大资本开支力度，在陕蒙地区逆周期布局多座千万吨级矿井并在山东建设 180 万吨年产的炼焦煤万福煤矿，17 年在澳洲收购联合煤炭（澳洲顶级煤炭资产），20 年重组内蒙古矿业（51%股权），同年又以 183.55 亿元现金对价向原兖矿集团收购未来能源 49.315%股权、鲁南化工 100%股权以及其他化工、装备公司股权，深度整合产业链条，实现了公司跨越式发展，强化了其行业竞争优势。2021 年，仅未来能源与鲁南化工资产为公司创造净利润达 89.90 亿元，年化回报率超过 49%。煤炭、化工板块的逆周期布局为公司未来一个时期的内生性成长奠定了坚实基础，成为极为稀缺的有成长属性的煤炭公司。
- **大力实施国企改革，开展两轮股权激励，充分调动员工干事创业热情。**2018 年至今，公司在内部与兖煤澳洲合计开展 3 轮股权激励方案，截止 2021 年末，公司现任及离任董事、监事和高级管理人员共持有公司 A 股股票 977,700 股。公司混合所有制改革位居行业最前列，公司治理水平同侪居前。2021 年，公司股息分红比例超过承诺比例达到 60%，高分红与高成长并行不悖。
- **行胜于言，公司发展战略将有序稳步落地。**在去年下半年公司发布《兖矿能源发展战略纲要》基础上，今年公司将制定实施 5 大产业“子规划”，在矿业方面，提出要寻求一批发展前景好、投资成本低的优质矿业资源获取机会，扩大资源和资本储备。高端化工新材料产业深入对标行业标杆企业，改进生产工艺，优化产品结构，降低生产成本。新能源产业抓住机遇、全面布局，加大资本运作力度，适时开展兼并收购，提高新能源产业比重。高端装备制造产业聚焦高端系列主打产品，以“兖矿”品牌开拓市场。加快建设鲁西智慧制造园区，加强战略项目合资合作，实现优势互补、资源共享、联动发展。
- **盈利预测与投资评级：**基于去年四季度尤其今年一季度以来国内外煤

炭均价继续抬升以及公司煤炭、化工业务的内生性增长空间，我们上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 288.65、345.78、401.90 亿元，EPS 分别为 5.83、6.99、8.12 元，对应 PE 分别为 6.6、5.5、4.7 倍（2022 年 3 月 31 日收盘价 38.34 元）。我们看好公司内生外延的成长空间及降本增效落地，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**宏观经济增长严重失速；在产或在建项目产能释放不及预期；安全生产事故风险；安全监管趋严限制煤矿生产。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	214,992	151,991	132,222	152,359	165,572
增长率 YoY %	0.1%	-29.3%	-13.0%	15.2%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	7,613	16,438	28,865	34,578	40,190
增长率 YoY%	-27.5%	115.9%	75.6%	19.8%	16.2%
毛利率%	13.2%	29.4%	46.6%	49.4%	51.2%
净资产收益率 ROE%	14.1%	24.1%	32.4%	30.4%	27.3%
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	5.83	6.99	8.12
市盈率 P/E(倍)	6.90	7.05	6.57	5.49	4.72
市净率 P/B(倍)	0.90	1.68	2.13	1.67	1.29

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	58,072	89,529	119,736	133,309	155,469	
货币资金	24,542	45,572	85,258	95,640	113,374	
应收票据	70	7	6	7	8	
应收账款	3,979	6,179	5,376	6,194	6,731	
预付账款	3,395	4,890	3,218	3,513	3,682	
存货	7,715	8,455	5,563	6,073	6,365	
其他	18,371	24,425	20,315	21,881	25,309	
非流动资产	200,838	199,167	220,556	241,946	262,336	
长期股权投资	19,026	20,149	22,820	25,490	28,161	
固定资产(合计)	66,114	75,835	90,503	105,172	119,841	
无形资产	58,855	62,167	62,236	62,305	62,375	
其他	56,844	41,016	44,997	48,978	51,959	
资产总计	258,910	288,696	340,292	375,255	417,805	
流动负债	102,081	95,722	113,559	119,000	121,390	
短期借款	15,714	5,716	12,124	10,000	8,000	
应付票据	9,881	10,690	21,103	23,036	24,145	
应付账款	14,042	14,999	29,608	32,321	33,877	
其他	62,443	64,317	50,723	53,642	55,368	
非流动负债	77,047	96,486	106,486	106,486	106,486	
长期借款	34,913	50,942	60,942	60,942	60,942	
其他	42,133	45,544	45,544	45,544	45,544	
负债合计	179,128	192,208	220,045	225,486	227,876	
少数股东权益	25,664	28,301	31,122	36,065	42,535	
归属母公司股东权益	54,118	68,186	89,126	113,704	147,394	
负债和股东权益	258,910	288,696	340,292	375,255	417,805	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	214,992	151,991	132,222	152,359	165,572	
同比(%)	0.1%	-29.3%	-13.0%	15.2%	8.7%	
归属母公司净利润	7,613	16,438	28,865	34,578	40,190	
同比(%)	-27.5%	115.9%	75.6%	19.8%	16.2%	
毛利率(%)	13.2%	29.4%	46.6%	49.4%	51.2%	
ROE%	14.1%	24.1%	32.4%	30.4%	27.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	5.83	6.99	8.12	
P/E	6.90	7.05	6.57	5.49	4.72	
P/B	0.90	1.68	2.13	1.67	1.29	
EV/EBITDA	5.03	4.21	4.99	4.00	3.18	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	214,992	151,991	132,222	152,359	165,572	
营业成本	186,571	107,336	70,626	77,097	80,808	
营业税金及附加	3,421	4,225	3,676	4,235	4,603	
销售费用	5,425	2,997	3,004	3,373	3,631	
管理费用	5,376	6,837	8,240	9,495	10,318	
研发费用	510	1,140	1,983	2,285	2,483	
财务费用	2,690	4,913	2,663	2,203	1,610	
减值损失合	-50	-1,106	1,063	1,063	1,063	
投资净收益	3,686	2,144	463	533	580	
其他	-440	-1,317	102	118	128	
营业利润	14,194	24,265	43,658	55,386	63,891	
营业外收支	-4,941	-224	-2,204	-3,572	-2,888	
利润总额	9,254	24,041	41,455	51,814	61,003	
所得税	2,416	5,474	9,769	12,292	14,343	
净利润	6,838	18,567	31,686	39,522	46,660	
少数股东损	-775	2,129	2,821	4,943	6,470	
归属母公司净利润	7,613	16,438	28,865	34,578	40,190	
EBITDA	23,747	39,816	43,922	51,698	58,768	
EPS(当年)(元)	1.46	3.34	5.83	6.99	8.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	22,233	36,182	60,788	53,784	55,666	
净利润	6,838	18,567	31,686	39,522	46,660	
折旧摊销	9,837	10,728	2,625	2,625	2,625	
财务费用	2,488	4,840	4,893	5,286	5,173	
投资损失	-3,686	-2,144	-463	-533	-580	
营运资金变	8,738	1,529	20,906	4,375	-37	
其它	-1,981	2,662	1,140	2,509	1,825	
投资活动现金流	-13,584	-4,830	-24,692	-25,990	-24,260	
资本支出	-11,598	-9,939	-22,485	-23,853	-22,169	
长期投资	-2,177	3,463	-2,671	-2,671	-2,671	
其他	191	1,646	463	533	580	
筹资活动现金流	-14,408	-8,035	3,589	-17,410	-13,673	
吸收投资	889	9,193	75	0	0	
借款	54,115	61,300	16,408	-2,124	-2,000	
支付利息或股息	-10,616	-10,704	-12,893	-15,286	-11,673	
现金流净增加额	-5,843	22,928	39,685	10,383	17,733	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。