

# 兖矿能源 (600188)

证券研究报告

2022年06月24日

## 黑金旗舰，四海布局

### 核心观点：

**兖矿能源简介：**兖矿集团与山东能源集团于 2020 年重组；合并后，原山能集团的资产、负债，业务等一并并入原兖矿集团，原兖矿集团作为存续主体，更名为山能集团，更名后的山能集团由山东省国资委控股，占比为 70%。新山能集团为兖矿能源的控股股东，合并后最新占比为 45.73%。

**煤炭板块：煤炭业务不断扩张，领先地位日益夯实。**公司将兖煤国际贸易公司和兖煤国际（新加坡）公司出售，并且将智慧物流公司剥离出兖矿能源。非煤业务涉及的包括电解铜、石油、钢材等大宗商品的贸易，该业务毛利率较低，现金流贡献较少，剥离非煤业务有助于公司聚焦煤炭主业。

**煤化工板块：煤化工产能扩张，助力业务发展多样化。**从 2008 年到 2021 年，煤化工营业收入不断增长。公司打造“煤炭-化工”产业链，充分发挥规模和成本优势，创造新的利润增长。2021 年鲁南化工、未来能源、榆林能化、鄂尔多斯能化所属化工产品销售收入同比增加，公司煤化工业务总营业收入达 214.02 亿元，同比增加 103.56%；2021 年单吨毛利达 1305.95 元/吨，同比增加 355%。

**盈利预测与估值：**基于经营模型分析，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 338.7 亿元、437.1 亿元、482.7 亿元，EPS 分别为 6.84、8.83、9.75 元，同比增长 107.9%、29.1%、10.4%。**综合考虑 PE 及 DDM 估值方法，给予公司目标价 56.08 元/股，给予“买入”评级。**

**风险提示：**经济增长不及预期；房建恢复不及预期；建设产能投放超预期；去库存不及预期；煤焦钢产业链恢复不及预期；俄乌冲突提早结束风险

| 财务数据和估值     | 2020       | 2021       | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)   | 214,991.82 | 151,990.80 | 181,068.09 | 205,408.99 | 217,732.40 |
| 增长率(%)      | 7.15       | (29.30)    | 19.13      | 13.44      | 6.00       |
| EBITDA(百万元) | 27,709.11  | 44,131.89  | 69,784.03  | 85,124.76  | 93,542.85  |
| 净利润(百万元)    | 7,121.64   | 16,258.91  | 33,871.95  | 43,712.45  | 48,274.56  |
| 增长率(%)      | (17.84)    | 128.30     | 108.33     | 29.05      | 10.44      |
| EPS(元/股)    | 1.44       | 3.29       | 6.84       | 8.83       | 9.75       |
| 市盈率(P/E)    | 24.48      | 10.72      | 5.15       | 3.99       | 3.61       |
| 市净率(P/B)    | 3.22       | 2.56       | 2.06       | 1.69       | 1.39       |
| 市销率(P/S)    | 0.81       | 1.15       | 0.96       | 0.85       | 0.80       |
| EV/EBITDA   | 3.93       | 3.78       | 3.00       | 2.44       | 1.89       |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 煤炭/煤炭开采  |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格   | 35.53 元  |
| 目标价格   | 56.08 元  |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 3,048.70    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,986.96    |
| A 股总市值(百万元)   | 108,320.44  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 106,126.82  |
| 每股净资产(元)      | 13.71       |
| 资产负债率(%)      | 63.24       |
| 一年内最高/最低(元)   | 44.09/13.45 |

### 作者

张樨樨 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 兖矿能源简介 .....                       | 4  |
| 1.1. 响应国家综合发展战略，山东能源合并重组 .....        | 4  |
| 1.2. 兖矿集团/兖矿能源历史回顾及展望 .....           | 4  |
| 1.3. 业务亮点：市场煤占比高，聚焦主业降本增效 .....       | 5  |
| 2. 煤炭业务不断扩张，领先之一地位日益夯实 .....          | 5  |
| 2.1. 行业背景：行业产能结构优化，动力煤控价海内外价差扩大 ..... | 5  |
| 2.2. 作为煤炭龙头之一，储量丰富，未来仍有增量空间 .....     | 6  |
| 2.3. 海外煤和精煤业务或能规避限价措施 .....           | 8  |
| 2.3.1. 自产煤业务比例逐年提高，降本增效、聚焦主业 .....    | 8  |
| 2.3.2. 精煤业务不受价格管制的影响，市场销售空间可期 .....   | 9  |
| 2.3.3. 受益于国际能源大涨，国外煤炭业务有价格优势 .....    | 9  |
| 3. 煤化工产能扩张，助力业务发展多样化 .....            | 10 |
| 3.1. 煤化工业务多样化，更具备成长性 .....            | 10 |
| 3.2. 能源通胀推升成本中枢，主产品有望享受高景气 .....      | 12 |
| 4. 盈利预测与估值 .....                      | 12 |
| 4.1. 国际煤价大涨，煤炭业务营收有望攀升 .....          | 13 |
| 4.2. 煤价提升、利润增长，未来分红可期 .....           | 13 |
| 4.3. 盈利预测 .....                       | 14 |
| 4.4. 估值和投资建议 .....                    | 15 |
| 5. 风险提示 .....                         | 16 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：兖矿能源重组前后股权结构 .....                           | 4  |
| 图 2：兖矿能源发展历程 单位：亿元 .....                         | 5  |
| 图 3：晋陕蒙三省煤炭产量在全国产量中占比 单位：% .....                 | 6  |
| 图 4：煤炭海内外价差 单位：元/吨 .....                         | 6  |
| 图 5：兖矿能源分地区储量结构 单位：% .....                       | 7  |
| 图 6：煤炭产销量有望继续增长 单位：万吨 .....                      | 8  |
| 图 7：贸易煤占比（主坐标轴 单位：%）和煤炭板块单位毛利（次坐标轴 单位：元/吨） ..... | 9  |
| 图 8：兖矿能源煤炭销量结构，超过一半不受限价影响 单位：% .....             | 9  |
| 图 9：动力煤海内外价差 单位：元/吨 .....                        | 10 |
| 图 10：兖矿澳洲销售收入及毛利 单位：亿元 .....                     | 10 |
| 图 11：公司煤化工销量 单位：万吨 .....                         | 11 |
| 图 12：动力煤/煤化工价差 单位：元/吨 .....                      | 12 |
| 图 13：ROE 单位：% .....                              | 14 |
| 图 14：分红收益率 单位：% .....                            | 14 |

|  |    |
|--|----|
| 表 1: 兖矿能源 2021 年储量, 集中在澳洲和内蒙古 单位: 亿吨 ..... | 7  |
| 表 2: 煤化工产能.....                            | 12 |
| 表 3: 兖矿能源煤炭业务板块经营分拆模型.....                 | 13 |
| 表 4: 兖矿能源全板块经营预测模型.....                    | 15 |
| 表 5: 兖矿能源可比公司盈利预测估值表 .....                 | 16 |
| 表 6: 兖矿能源 DDM 模型估值预测 57.44 元/股.....        | 16 |

## 1. 兖矿能源简介

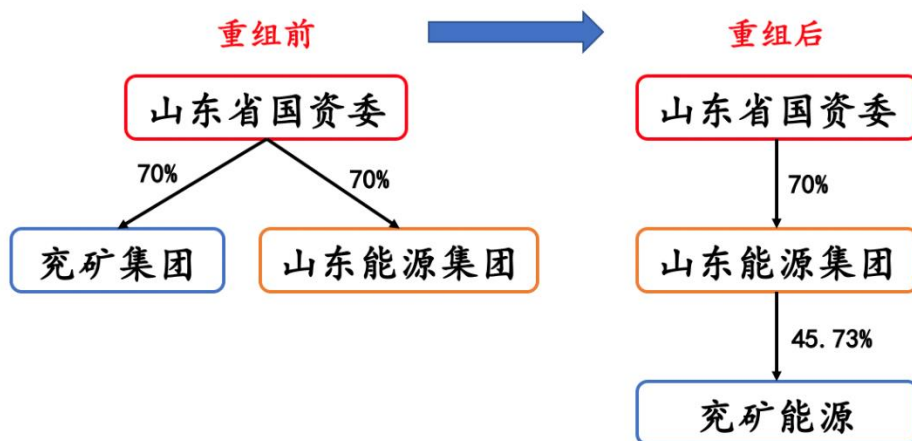
### 1.1. 响应国家综合发展战略，山东能源合并重组

**兖矿集团与山东能源集团于 2020 年重组：**合并后，原山能集团的资产、负债，业务等一并并入原兖矿集团，原兖矿集团作为存续主体，更名为山能集团，更名后的新山能集团由山东国资委控股，占比为 70%。新山能集团为兖矿能源的控股股东，合并后最新占比为 45.73%。

**重组计划中并入了煤化工和电力资产：**在重组中，公司以 183.55 亿元的价格收购了原兖矿集团持有的煤化工和电力业务资产，其中包括未来能源 49.315% 股权，精细化工 100% 股权，鲁南化工 100% 股权，化工装备 100% 股权，供销公司 100% 股权，济三电力 99% 股权和信息化中心相关资产。公司在 2020 年并入新增资产的产销量，并对 2019 年数据进行追溯调整。

公司煤化工业务煤炭原料主要来自公司的自产煤，都有各自配套的煤炭资源。目前榆林能化和鲁南化工两个子公司仍有煤化工在建项目，涉及产品包括甲醇，乙二醇，30 万吨己内酰胺的产能，后续预计推升煤化工业务耗煤量。**兖矿能源和山东能源合并后合计煤炭产能约为 3.4 亿吨，公司预计 5-10 年煤炭产量上升到 3 亿吨，或为煤化工业务提供坚实基础。**

图 1：兖矿能源重组前后股权结构



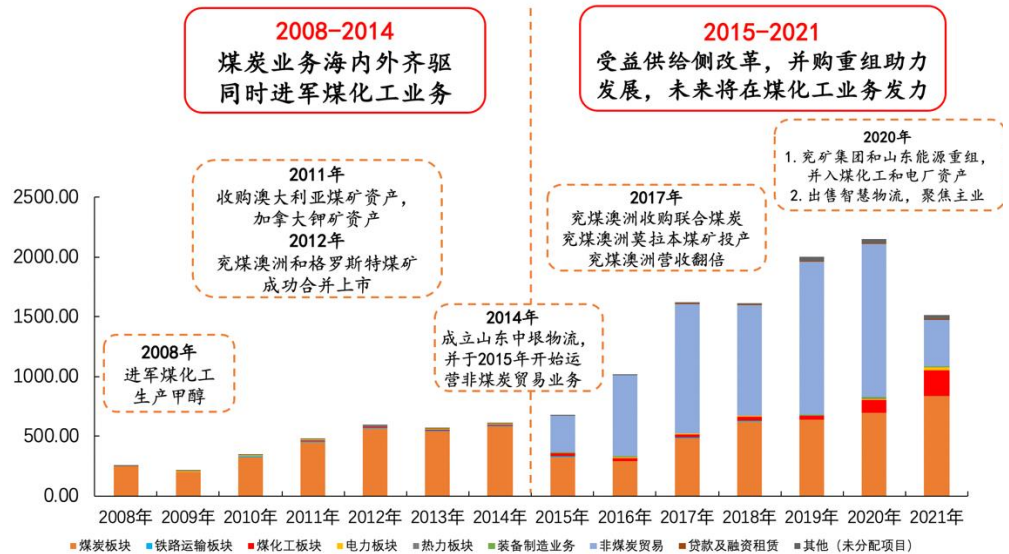
资料来源：兖矿能源年报，企查查，天风证券研究所

### 1.2. 兖矿集团/兖矿能源历史回顾及展望

兖矿能源是一家以煤炭开采为基础，同时发展煤化工、火力发电、铁路运输的大型国际能源企业。公司一直以来，以自建和并购为主线，发展煤炭和煤化工业务。2008 年，公司开始发展煤化工业务，自建两个煤制甲醇工厂，产能分别为 60 万吨和 10 万吨。2011-2012 年，收购澳大利亚和加拿大矿产，兖煤澳洲和格罗斯特煤矿合并上市。2014 年，设立山东中垠物流，开展非煤炭贸易业务，该业务被集团在 2020 年出售，更为聚焦煤炭主业。2017 年，澳洲业务持续扩张，兖煤澳洲旗下的莫拉本煤矿成功投产，并且成功收购联合煤炭，兖煤澳洲煤炭储量翻了将近四倍，当年营收翻倍。2020 年，兖矿集团和山东能源重组，两家公司资产合并后集团煤炭产能为 3.4 亿吨。

目前公司部分在建项目为万福煤矿和加拿大钾矿。其中万福煤矿预计于 2024 年投产，产能为 180 万吨/年。公司目前有 6 个加拿大钾矿的采矿权，目前已完成项目可行性研究，后续有可能为公司业绩带来增量。

图 2：兖矿能源发展历程 单位：亿元



资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

### 1.3. 业务亮点：市场煤占比高，聚焦主业降本增效

**公司海外煤和炼焦煤业务不受限价政策影响：**公司海外煤炭业务主要在澳大利亚运营，不受国内价格限制影响。另外，炼焦煤的 2021 年均价相比动力煤价格高出了 102%。两项业务合计占公司煤炭业务的一半，有望在后续为公司煤炭业务提供增长。

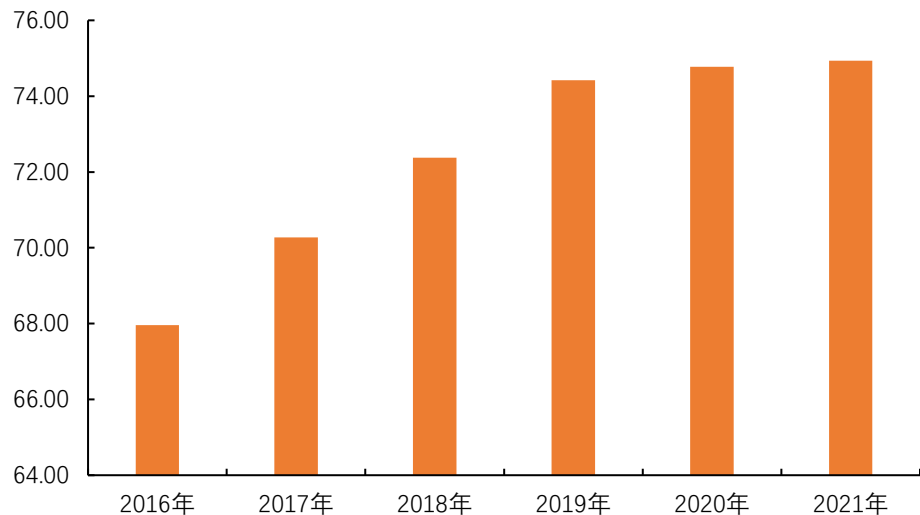
**贸易煤销量逐年减少，在煤炭业务比例中迅速降低。**公司自 2014 年贸易煤量和贸易煤在煤炭业务中的占比不断下降。贸易煤毛利率较低，减少贸易煤量后公司煤炭业务整体毛利率不断提高，或许更能聚焦煤炭开采业务，降本增效。

## 2. 煤炭业务不断扩张，领先之一地位日益夯实

### 2.1. 行业背景：行业产能结构优化，动力煤控价海内外价差扩大

**十三五去产能导致煤炭生产结构发生变化：**为完成煤炭去产能任务，截止 2020 年底，全国累计退出煤矿 5500 处左右，大约剩下 4700 个煤矿，总计去产能约 10 亿吨。期间建成了大规模的露天煤矿以置换被减少的煤矿，全国建成年产 120 万吨以上的大型现代化煤矿 1200 处以上，产量占全国 80%左右。在十三五期间，煤炭生产向资源禀赋以及开采条件好的晋陕蒙三省集中，三省煤炭产量的占比逐年提升。

图 3：晋陕蒙三省煤炭产量在全国产量中占比 单位：%

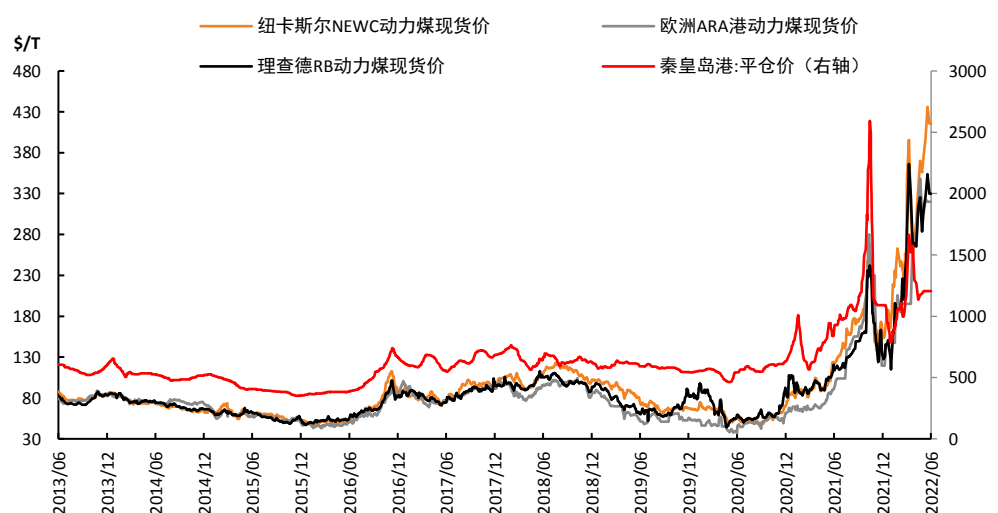


资料来源：煤炭资源网，天风证券研究所

**发改委对港口以及晋陕蒙的现货和坑口价出台限价措施：**自 2022 年 5 月 1 日起，秦皇岛港下水煤（5500 大卡）中长期、现货单吨价格上限分别为 770 元、1155 元。山西煤炭坑口中长期、现货价单吨价格上限分别为 570、855 元每吨。陕西坑口中长期、现货价现货单吨价格上限分别为 520 元、780 元。蒙西煤炭坑口中长期、现货价现货单吨价格上限分别为 460 元、690 元。蒙东煤炭（3500 大卡）坑口中长期、现货价现货单吨价格上限分别为 300 元、450 元。

**后续煤炭供需格局或将持续紧张：**过去动力煤供需紧张的时候，国内动力煤价格通常是超过国外动力煤的价格，对于进口煤来说有一定获利空间，所以国外煤炭企业有意愿将煤炭发运至中国。但是发改委对晋陕蒙动力煤的坑口价和港口价采取限价措施，导致国内动力煤价格低于国外，导致国外煤企发运至国内意愿降低，供需格局或许更加紧张。

图 4：煤炭海内外价差 主坐标轴单位：美元/短吨 次坐标轴单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 作为煤炭龙头之一，储量丰富，未来仍有增量空间

**公司煤炭储量主要集中在澳洲和内蒙古：**公司煤炭资源主要为动力煤、喷吹煤、精煤和炼焦煤，按照 JORC 标准，公司内蒙古煤炭资源占比 41%，其中内蒙古矿业的营盘壕煤矿、



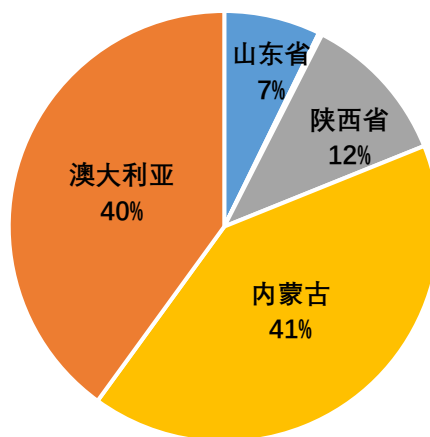
昊盛煤业的石拉乌素煤矿以及鄂尔多斯能化所属的转龙湾煤矿为公司在内蒙古地区的主要煤矿。**澳大利亚的煤炭储量占公司总储量的 40%**，其中主要是由兖煤资源（前菲利克斯公司）、格罗斯特公司和联合煤炭公司组成，分别由公司在 2009 年、2012 年以及 2017 年通过收购或者合并等方法纳入公司。

表 1：兖矿能源 2021 年储量，集中在澳洲和内蒙古 单位：亿吨

| 主要矿区        | 地理位置        | 主要煤种              | 中国国家标准        |           |              | JORC 规范       |              |
|-------------|-------------|-------------------|---------------|-----------|--------------|---------------|--------------|
|             |             |                   | 资源量           | 证实储量      | 可信储量         | 原地资源量         | 可采储量         |
| 公司          | 山东省济宁市      | 动力煤               | 31.55         | 3.1       | 1.42         | 6.91          | 2.5          |
| 菏泽能化        | 山东省菏泽市      | 1/3 焦煤            | 3.89          | 0.53      | 1.28         | 1.35          | 0.77         |
| 山西能化        | 山东省和顺县      | 动力煤               | 1.06          | 0.35      | 0.15         | 0.26          | 0.12         |
| 未来能源        | 陕西省榆林市      | 动力煤               | 16.55         | 8.25      | 2.26         | 9.88          | 5.15         |
| 鄂尔多斯能化      | 内蒙古鄂尔多斯市    | 动力煤               | 5.23          | 1.98      | 0.59         | 3.3           | 2.02         |
| 昊盛煤业        | 内蒙古鄂尔多斯市    | 动力煤               | 23.19         | 6.86      | 3.86         | 7.31          | 5.05         |
| 内蒙古矿业       | 内蒙古鄂尔多斯市    | 动力煤               | 66.99         | 9.94      | 1.62         | 15.1          | 11.5         |
| <b>境内总计</b> |             |                   | <b>148.44</b> | <b>31</b> | <b>11.18</b> | <b>44.19</b>  | <b>27.1</b>  |
| 兖煤澳洲        | 昆士兰州/新南威尔士州 | 喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤 |               |           |              | 85.71         | 16.57        |
| 兖煤国际        | 昆士兰州/西澳大利亚州 | 喷吹煤、动力煤           |               |           |              | 15.62         | 1.5          |
| <b>境外总计</b> |             |                   |               |           |              | <b>101.33</b> | <b>18.07</b> |
| <b>合计</b>   |             |                   | <b>148.44</b> | <b>31</b> | <b>11.18</b> | <b>145.52</b> | <b>45.17</b> |

资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

图 5：兖矿能源 2021 年分地区储量结构 单位：%



资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

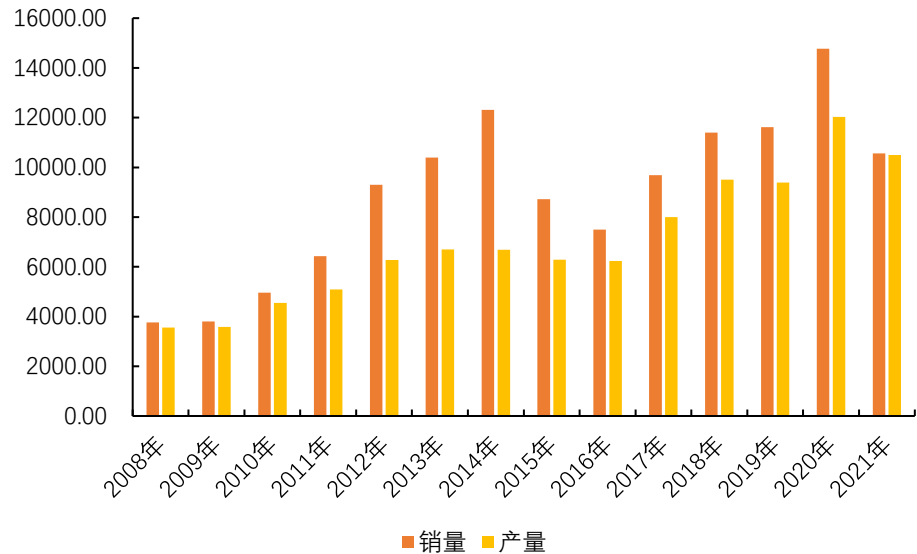
**公司逆周期布局奠定成长性，业绩将逐步释放：**2008-2014 年时期，无论国内外动力煤价格都处于下行周期，但是公司却在国内外收购煤矿资产，其中包括当前的鄂尔多斯能化，昊盛煤业，以及数家澳洲煤炭公司等。往后，2015 年宏观经济面临一定压力，导致下游需求受限，煤炭销量下降。2017 年以后，随着经济好转，公司对澳洲联合煤炭的收购完成以及澳洲莫拉本煤矿的投产。以上布局都为公司后续的成长性奠定了基础，在 2015-2021 年间产销量逐步提升，并且同时也能在 2021 年煤价大涨的时候获得更多利润。

另外，公司在供给侧改革优化产能的期间内产销量上涨，证明公司矿井均为安全性较高，

生产高效的优质煤矿。

**合并重组后未来成长性可期：**2020 年，兖矿集团和山东能源合并，兖矿能源以大约 184 亿元的价格并入了山东能源的煤化工和电力业务资产，兖矿作为存续主体更名为山能集团。重组后的山能集团煤炭产能达到 3.4 亿吨/年，2021 年全国煤炭产量超过 1 亿吨的仅有 6 家企业，山东能源集团产量为 2.7 亿吨，全国排名第三。2021 年，兖矿能源煤炭产量为 1.05 亿吨。根据年报披露，公司力争在 5-10 年内将成为煤炭年产量 3 亿吨的煤企，我们判断未来存在将山能集团煤矿资产并入兖矿能源，或者继续收购其他煤矿资产的可能性，未来增量可期。

图 6：煤炭产销量有望继续增长 单位：万吨



资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

## 2.3. 海外煤和精煤业务或能规避限价措施

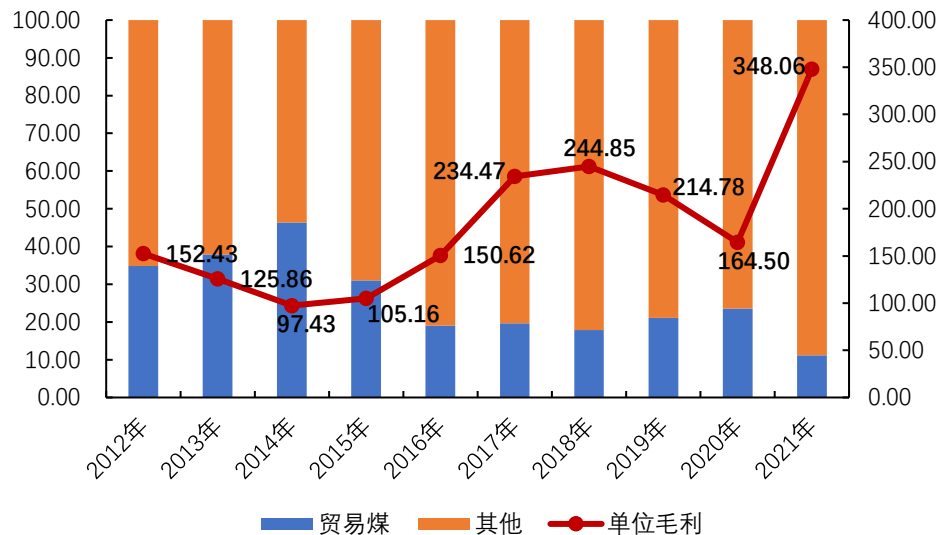
### 2.3.1. 自产煤业务比例逐年提高，降本增效、聚焦主业

**自产煤比例提高，助力增效降本。**公司自 2014 年以来，贸易煤的占比逐年下降，有助于后续提升煤炭板块整体毛利以及煤炭单吨毛利。从 2021 年的数据看，当贸易煤占比从 2020 年的 23.59% 下降到 11.18%，煤炭销售单吨毛利从约 164 元上升至 348 元，影响较为明显。

**剥离非煤业务，聚焦主业。**另外，公司将兖煤国际贸易公司和兖煤国际（新加坡）公司出售，并且将智慧物流公司剥离出兖矿能源。非煤业务涉及的包括电解铜、石油、钢材等大宗商品的贸易，该业务毛利率较低，现金流贡献较少，剥离非煤业务有助于公司聚焦煤炭主业。



图 7：贸易煤占比（主坐标轴 单位：%）和煤炭板块单位毛利（次坐标轴 单位：元/吨）

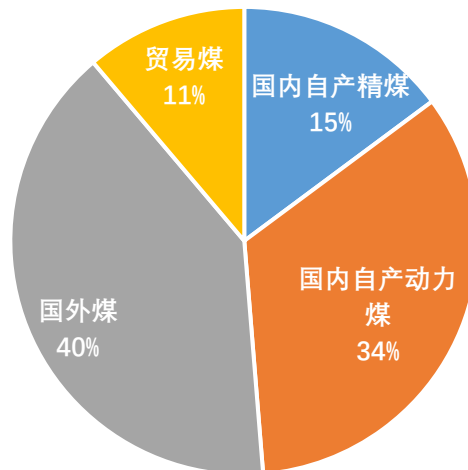


资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

### 2.3.2. 精煤业务不受价格管制的影响，市场销售空间可期

2022 年 5 月 1 日执行的限价措施对动力煤现货价和长协价格做出了明确价格区间指示，该政策仅对动力煤中的发电用煤有影响。国内自产精煤业务占公司总销量大约 15%，其中有销往化工和冶金行业的煤炭，预计这部分煤炭将获得有效价格传导。

图 8：兖矿能源 2021 年煤炭销量结构，超过一半不受限价影响 单位：%



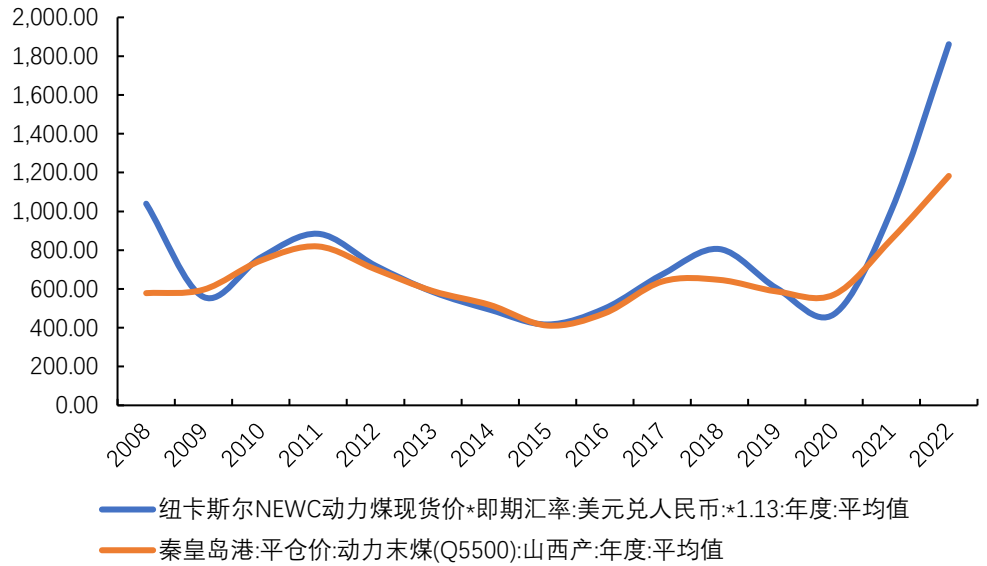
资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

### 2.3.3. 受益于国际能源大涨，国外煤炭业务有价格优势

海外煤炭大涨，并且不受发改委限价措施影响，预期能为公司国内外业务都创造更高利润。公司海外业务在经过数次资产并购之后如今储量达到了公司总储量的 40%，其中包括兖煤资源、格罗斯特公司和联合煤炭公司几次煤炭行业里较为知名的并购重组。每次煤矿并入后，一般在后续两年销量和营业收入会逐渐释放。

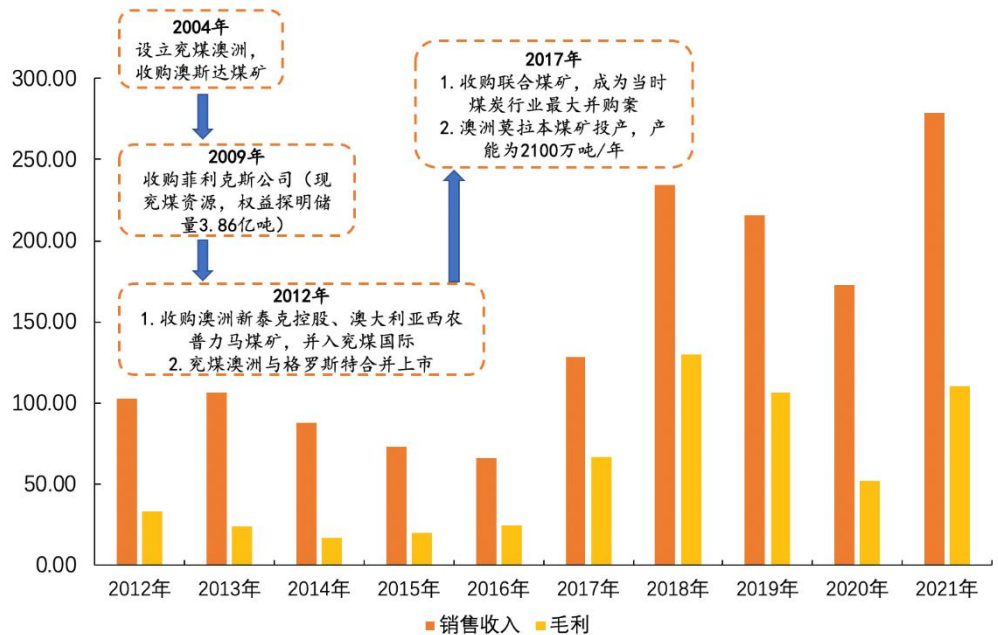
另外，海外煤炭未来存在的优势在于不受发改委价格限制的影响，而国内外价格差距正在慢慢显现，2021 年纽港动力煤价高于秦皇岛港动力煤价约 17%，到 2022 年这个差距被拉大到约 57%。

图 9：动力煤海内外价差 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：兖矿澳洲销售收入及毛利 单位：亿元



资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

### 3. 煤化工产能扩张，助力业务发展多样化

#### 3.1. 煤化工业务多样化，更具备成长性

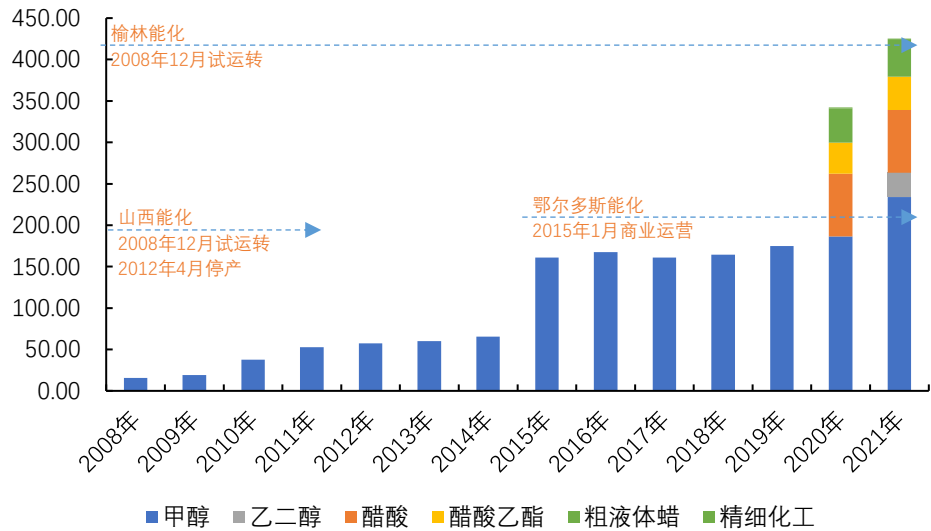
**发展历程：**公司在 2008 年将山西能化 10 万吨甲醇项目于 2008 年 9 月投入商业运营，榆林能化年产 60 万吨煤制甲醇项目于 2008 年 12 月投入试运转。2015 年 1 月鄂尔多斯能化 60 万吨甲醇项目投入商业运营，并于当年达产，成为甲醇生产的另一支柱。鄂尔多斯能化煤化工二期项目于 2021 年初竣工投产，甲醇、乙二醇销量大幅增加。

**重组后逐渐走向高端化工新材料：**公司在重组前，甲醇是煤化工板块里的唯一产品。截止 2020 年末，公司鄂尔多斯能化旗下的荣信化工甲醇厂甲醇产能为 180 万吨/年，榆林能化甲醇厂甲醇产能为 130 万吨/年，甲醇产能共计 310 万吨/年。合并重组后，公司新增了醋

酸 100 万吨/年产能，10 万吨/年费托蜡精加工，8 万吨/年的聚甲醛，以及其他化工品。

鲁南化工总产能 300 万吨，产品范围涵盖甲醇-甲醛-聚甲醛，醋酸-醋酐-醋酸酯-醋酸纤维素，氨-尿素-复合肥等。其中**醋酸是合成纤维、胶粘剂、医药、农药和染料的重要原料，醋酸乙酯可被用于油墨、人造革、胶粘剂、清漆、香料、制药和染料中。**2021 年醋酸、醋酸乙酯销售量为 75.7、40.2 万吨，30 万吨/年己内酰胺项目建成投产，可以生产制造尼龙 6 纤维、工程塑料、尼龙工业丝等。

图 11：公司煤化工销量 单位：万吨



资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

**煤化工板块高端化发展更具成长性：**公司计划 5-10 年实现化工品年产量 2000 万吨以上，化工新材料和高端化工品占比超过 70%。根据 2021 年年报，目前公司**煤化工在建项目**为 1) 榆林能化甲醇厂二期，具备**甲醇 80 万吨/年和聚甲氧基二甲醚 50 万吨/年**的产能。2) 鲁南化工己内酰胺 30 万吨/年的产能。

其中鄂尔多斯能化荣信化工甲醇厂二期项目在 2021 年已经竣工验收，并于 2022 年初开始生产，包括**40 万吨乙二醇和 30 万吨聚甲氧基二甲醚**的产能。我们预计后续荣信化工和榆林能化都生产的聚甲氧基二甲醚的应用场景在**涂料行业和油品行业**，涂料行业包括木器涂料，汽车涂料，塑胶涂料，卷材涂料，水性涂料，以及丝印油墨及其他油墨。油品行业的应用主要是柴油，能显著降低柴油冷滤点，可改善柴油在发动机中的燃烧质量，提高燃效率。

表 2：煤化工产能

| 产品          | 产能（单位:万吨/年） | 子公司    | 投产时间   |
|-------------|-------------|--------|--------|
| <b>现有项目</b> |             |        |        |
| 甲醇          | 180         | 鄂尔多斯能化 | 2015 年 |
|             | 130         | 榆林能化   | 2008 年 |
| 乙二醇         | 40          | 榆林能化   | 2008 年 |
|             | 40          | 鄂尔多斯能化 | 2022 年 |
| 醋酸          | 100         | 鲁南化工   | *      |
| 费托蜡精加工      | 10          | 鲁南化工   | *      |
| 聚甲醛         | 8           | 鲁南化工   | *      |
| 聚甲氧基二甲醚     | 30          | 鄂尔多斯能化 | 2022 年 |
| 己内酰胺        | 30          | 鲁南化工   | 2021 年 |
| <b>在建项目</b> |             |        |        |
| 产能（单位:万吨/年） |             |        |        |
| 甲醇          | 80          | 榆林能化   | *      |
| 聚甲氧基二甲醚     | 50          | 榆林能化   | *      |

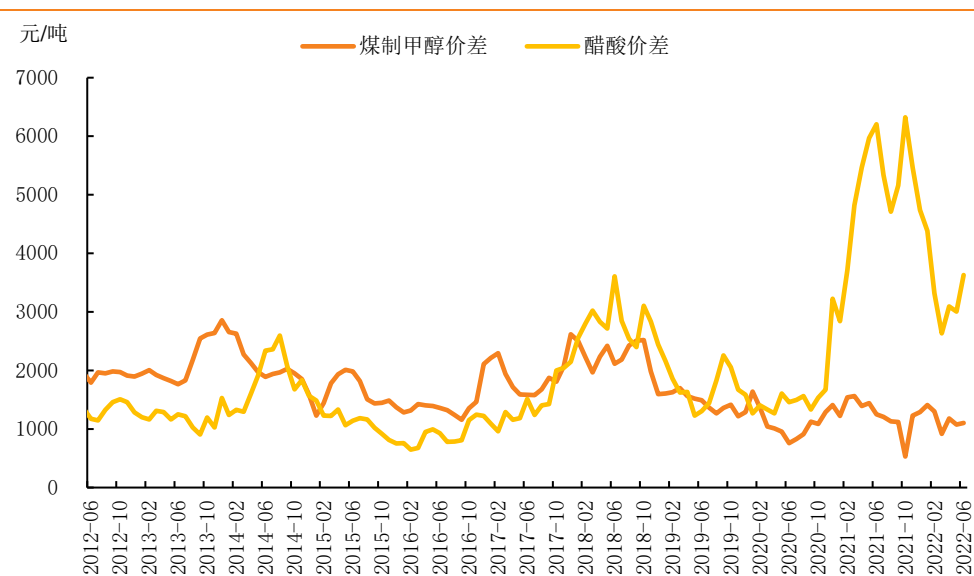
资料来源：大公国际资信评估有限公司，中国石化市场预警报告（作者：中国石油和化学工业联合会、山东隆众信息技术有限公司），兖矿能源年报，山东能源债券年度报告，天风证券研究所

### 3.2. 能源通胀推升成本中枢，主产品有望享受高景气

**公司重组令煤化工业务获得高速增长：**从 2008 年到 2021 年，煤化工营业收入不断增长。公司打造“煤炭-化工”产业链，充分发挥规模和成本优势，创造新的利润增长。**2020 年公司的重组后**，公司并入了更多煤化工产品，包括醋酸、醋酸乙酯、粗液体蜡、精细化工。随之，公司煤化工业务在 2020-2021 得到了较高速增长，煤化工板块营业收入达分别增长了 264%和 103%；煤化工毛利分别增长了 68%和 457%。

**煤制甲醇价差稳定，醋酸景气度预计提高：**煤制甲醇是甲醇生产的主要工艺，因此煤炭价格的波动决定其成本中枢，自 2021 年煤价暴涨以来，煤化工成本中枢抬升下销售价格被动提高。二季度以来由于国内疫情拖累，上游煤炭价格相对平稳，下游需求略有收窄，煤醇价差保持稳定。醋酸是重要的基础化工原料，近期由于国内外生产装置检修导致供应快速收紧，叠加疫情恢复需求复苏，消费增加，价格快速上涨，醋酸甲醇价差再次拉大，我们预计醋酸景气度有望继续抬升，利润空间仍有增长。

图 12：煤制甲醇及醋酸价差 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

#### 4.1. 国际煤价大涨，煤炭业务营收有望攀升

国际煤炭供需格局仍在偏紧状态，我们预计公司兖煤澳洲业务或将受益于紧平衡格局下带来的高煤价。国内疫情缓和、经济恢复后，开工率的恢复可能使煤炭供需格局依然维持在紧平衡状态，而炼焦煤业务以及销售给建材行业和化工行业的煤炭并不受制于价格限制政策。

表 3：兖矿能源煤炭业务板块经营分拆模型

|                 | 2018 年        | 2019 年        | 2020 年        | 2021 年        | 2022 年         | 2023 年         | 2024 年         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>外购收入：亿元</b>  | <b>116.81</b> | <b>156.98</b> | <b>221.44</b> | <b>165.37</b> | <b>195.99</b>  | <b>235.18</b>  | <b>258.70</b>  |
| 外购量：亿吨          | 0.20          | 0.25          | 0.35          | 0.12          | 0.10           | 0.10           | 0.10           |
| 销售价格：元          | 574.95        | 640.11        | 635.55        | 1,399.91      | 1959.87        | 2351.85        | 2587.03        |
| <b>外购成本：亿元</b>  | <b>111.07</b> | <b>151.80</b> | <b>206.65</b> | <b>158.22</b> | <b>187.51</b>  | <b>225.01</b>  | <b>247.52</b>  |
| 外购成本：元          | 546.69        | 618.99        | 593.09        | 1339.37       | 1875.12        | 2250.14        | 2475.16        |
| <b>外购毛利：亿元</b>  | <b>5.74</b>   | <b>5.18</b>   | <b>14.79</b>  | <b>7.15</b>   | <b>8.48</b>    | <b>10.17</b>   | <b>11.19</b>   |
| 外购毛利：元          | 28.26         | 21.12         | 42.46         | 60.54         | 84.75          | 101.70         | 111.87         |
| <b>外购毛利率：%</b>  | <b>4.92</b>   | <b>3.30</b>   | <b>6.68</b>   | <b>4.32</b>   | <b>4.32</b>    | <b>4.32</b>    | <b>4.32</b>    |
| <b>澳洲煤收入：亿元</b> | <b>234.20</b> | <b>215.77</b> | <b>172.77</b> | <b>278.39</b> | <b>450.91</b>  | <b>570.03</b>  | <b>630.40</b>  |
| 澳洲煤销量：万吨        | 3968.00       | 4105.20       | 4252.80       | 4237.00       | 4120.95        | 4178.99        | 4197.43        |
| 澳洲煤销售价：元        | 590.22        | 525.59        | 406.24        | 657.04        | 1094.18        | 1364.04        | 1501.86        |
| <b>澳洲煤成本：亿元</b> | <b>104.63</b> | <b>108.95</b> | <b>120.66</b> | <b>168.02</b> | <b>221.79</b>  | <b>256.16</b>  | <b>282.42</b>  |
| 澳洲煤成本：元         | 264.69        | 264.67        | 281.30        | 402.33        | 482.79         | 531.07         | 557.63         |
| <b>澳洲煤毛利：亿元</b> | <b>129.57</b> | <b>106.82</b> | <b>52.11</b>  | <b>110.37</b> | <b>229.12</b>  | <b>313.87</b>  | <b>347.98</b>  |
| 澳洲煤毛利：元         | 325.52        | 260.92        | 124.94        | 254.72        | 611.39         | 832.97         | 944.24         |
| <b>澳洲煤毛利率：%</b> | <b>55.32</b>  | <b>49.51</b>  | <b>30.16</b>  | <b>39.65</b>  | <b>50.81</b>   | <b>55.06</b>   | <b>55.20</b>   |
| <b>自产收入：亿元</b>  | <b>272.76</b> | <b>265.20</b> | <b>300.47</b> | <b>394.21</b> | <b>582.34</b>  | <b>689.63</b>  | <b>759.87</b>  |
| 自产销量：万吨         | 5392.90       | 5060.10       | 7031.60       | 5146.20       | 6652.70        | 7494.29        | 7818.51        |
| 自产销售价：元         | 505.77        | 524.10        | 427.32        | 766.02        | 875.35         | 920.21         | 971.89         |
| <b>自产成本：亿元</b>  | <b>129.74</b> | <b>127.50</b> | <b>124.22</b> | <b>144.02</b> | <b>190.11</b>  | <b>219.57</b>  | <b>242.08</b>  |
| 自产成本：元          | 233.46        | 241.70        | 160.54        | 227.65        | 273.18         | 300.50         | 315.52         |
| <b>自产毛利：亿元</b>  | <b>143.02</b> | <b>137.70</b> | <b>176.25</b> | <b>250.19</b> | <b>392.24</b>  | <b>470.06</b>  | <b>517.79</b>  |
| 自产毛利：元          | 272.30        | 282.40        | 266.78        | 538.37        | 602.17         | 619.71         | 656.37         |
| <b>自产毛利率：%</b>  | <b>52.43</b>  | <b>51.92</b>  | <b>58.66</b>  | <b>63.47</b>  | <b>67.35</b>   | <b>68.16</b>   | <b>68.14</b>   |
| <b>营业收入：亿元</b>  | <b>624.28</b> | <b>637.78</b> | <b>694.47</b> | <b>837.97</b> | <b>1229.27</b> | <b>1494.76</b> | <b>1648.90</b> |
| <b>营业成本：亿元</b>  | <b>345.33</b> | <b>388.25</b> | <b>451.53</b> | <b>470.26</b> | <b>599.40</b>  | <b>700.75</b>  | <b>772.02</b>  |
| <b>毛利：亿元</b>    | <b>278.95</b> | <b>249.53</b> | <b>242.94</b> | <b>367.71</b> | <b>629.87</b>  | <b>794.01</b>  | <b>876.89</b>  |
| <b>毛利率：%</b>    | <b>44.68</b>  | <b>39.12</b>  | <b>34.98</b>  | <b>43.88</b>  | <b>51.24</b>   | <b>53.12</b>   | <b>53.18</b>   |

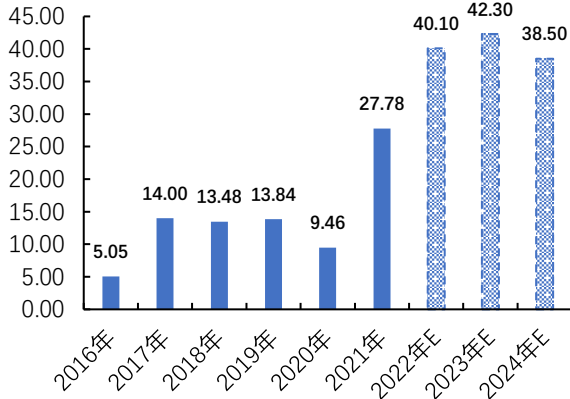
资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

#### 4.2. 煤价提升、利润增长，未来分红可期

**业务扩张及配套设施建设或带来收益增量：**目前公司煤炭业务中，公司预计万福煤矿将于 2024 年投产，将带来 180 万吨的产量。其次，资本开支项目中有煤矿的技改项目，原有煤矿有望迎来增量。另外，公司正在投入资金建设铁路专用线以及物流园区项目，或为公司后续业务扩张带来支持，提高盈利中枢。我们预计 2022-2024 年 ROE 分别为 40.1%/42.3%/38.5%。

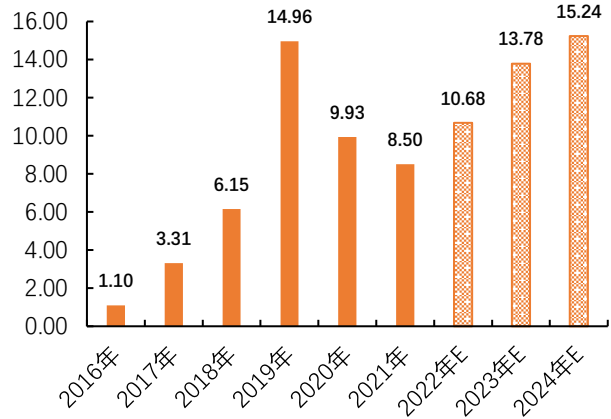
**未来三年分红保底，收益可观：**公司于 2020 年 10 月 24 日发布 2020-2024 年分红公告，公告中承诺 2020-2024 年股利支付率不低于 50%，每股分红不低于 0.5 元。我们预测 2022-2024 年分红为 186.3 亿元/240.4 亿元/265.5 亿元，每股股利为 3.76 元/4.86 元/5.36 元，分红收益率为 10.68%/13.78%/15.24%。

图 13: ROE 单位: %



资料来源：兖矿能源年报，盈利预测模型，天风证券研究所

图 14: 分红收益率 单位: %



资料来源：兖矿能源年报，盈利预测模型，天风证券研究所

### 4.3. 盈利预测

公司的业务收入中，煤炭业务占比为 55%左右，而毛利结构中煤炭占比更是高达 83%，是公司的核心业务。随着公司煤炭业务的不断扩大和煤炭价格的不断走高，公司将在煤炭业务获得更大收入。基于兖矿能源的企业特点与业务分支数据，对公司各板块进行详细拆解，并予以以下核心假设：

- 1、煤炭销量稳定增长：**因俄乌冲突欧美国家制裁俄罗斯，导致欧洲各国对煤炭需求反增，2022-2024 年销量分别为 1.18、1.27、1.30 亿吨，其中自产煤销量分别为 1.08、1.17、1.2 亿吨，贸易煤销量分别为 0.1、0.1、0.1 亿吨。
- 2、煤炭售价不断上涨：**因俄乌冲突、海外能源危机，以及目前煤炭行业资本开支在下行周期，预计 2022-2024 年实现售价同比增长 31.6%、13.0%、7.4%。
- 3、煤化工产销量大幅提升：**2022-2024 年煤化工销量分别为 467.83、491.22、515.78 万吨，其中甲醇销量分别为 257.40、270.27、283.78 万吨。
- 4、煤化工售价上涨：**2022-2025 年煤化工价格同比增长 20%、5%、3%、2%。

在以上核心假设之下，我们预计煤炭业务收入 2022-2024 年同比增长 46.7%、21.6%、10.3%，煤化工业务收入 2022-2024 年同比增长 12.57%、12.18%、4.56%，从而带动公司整体收入规模 2022-2024 年同比增长 19.13%、13.44%、6.00%。



表 4：兖矿能源全板块经营预测模型

|                  | 2018 年         | 2019 年         | 2020 年         | 2021 年         | 2022 年         | 2023 年         | 2024 年         |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>综合营业收入：亿元</b> | <b>1630.08</b> | <b>2006.47</b> | <b>2149.92</b> | <b>1519.91</b> | <b>1810.68</b> | <b>2054.09</b> | <b>2177.32</b> |
| 煤炭板块             | 624.28         | 637.78         | 694.47         | 837.97         | 1229.27        | 1494.76        | 1648.90        |
| 铁路运输板块           | 4.22           | 3.83           | 3.78           | 3.38           | 3.80           | 3.70           | 3.67           |
| 煤化工板块            | 34.95          | 28.63          | 105.14         | 214.02         | 240.92         | 270.28         | 282.60         |
| 电力板块             | 5.92           | 5.83           | 11.57          | 19.34          | 15.46          | 17.40          | 16.43          |
| 热力板块             | 0.34           | 0.33           | 6.47           | 3.20           | 4.84           | 4.02           | 4.43           |
| 装备制造业务           | 4.77           | 1.65           | 5.66           | 9.63           | 5.43           | 5.59           | 6.58           |
| 非煤炭贸易            | 923.98         | 1287.43        | 1283.67        | 388.74         | 272.12         | 217.69         | 174.16         |
| 贷款及融资租赁          | 7.60           | 7.73           | 8.10           | 9.19           | 8.16           | 8.29           | 8.43           |
| 其他               | 7.80           | 33.23          | 33.82          | 30.00          | 26.21          | 30.82          | 30.21          |
| <b>综合营业成本：亿元</b> | <b>1312.39</b> | <b>1727.36</b> | <b>1865.71</b> | <b>1073.36</b> | <b>1097.79</b> | <b>1171.61</b> | <b>1213.41</b> |
| 煤炭板块             | 345.33         | 388.25         | 451.53         | 470.26         | 599.40         | 700.75         | 772.02         |
| 铁路运输板块           | 1.79           | 1.82           | 2.12           | 2.24           | 1.99           | 2.04           | 2.10           |
| 煤化工板块            | 22.54          | 21.33          | 92.86          | 145.51         | 170.93         | 195.58         | 209.75         |
| 电力板块             | 5.32           | 4.86           | 9.31           | 19.42          | 14.37          | 16.89          | 15.63          |
| 热力板块             | 0.19           | 0.20           | 5.71           | 8.42           | 7.07           | 7.74           | 7.40           |
| 装备制造业务           | 3.30           | 1.50           | 1.05           | 9.79           | 3.91           | 4.06           | 4.70           |
| 非煤炭贸易            | 920.68         | 1282.69        | 1280.78        | 389.17         | 272.42         | 217.94         | 174.35         |
| 贷款及融资租赁          | 1.08           | 2.86           | 2.53           | 0.72           | 1.80           | 1.98           | 1.76           |
| 其他               | 4.67           | 23.84          | 21.46          | 28.69          | 24.66          | 24.94          | 26.10          |
| <b>毛利：亿元</b>     | <b>317.69</b>  | <b>279.11</b>  | <b>284.21</b>  | <b>446.55</b>  | <b>712.89</b>  | <b>882.48</b>  | <b>963.92</b>  |
| <b>毛利率：%</b>     | <b>19.49</b>   | <b>13.91</b>   | <b>13.22</b>   | <b>29.38</b>   | <b>39.37</b>   | <b>42.96</b>   | <b>44.27</b>   |
| <b>归母净利润：亿元</b>  | <b>79.09</b>   | <b>74.72</b>   | <b>71.22</b>   | <b>162.59</b>  | <b>338.72</b>  | <b>437.12</b>  | <b>482.75</b>  |
| <b>EPS：元/股</b>   | <b>1.61</b>    | <b>1.76</b>    | <b>1.44</b>    | <b>3.29</b>    | <b>6.84</b>    | <b>8.83</b>    | <b>9.75</b>    |

资料来源：兖矿能源年报，天风证券研究所

基于经营模型分析,预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 338.72 亿元、437.12 亿元、482.75 亿元, EPS 分别为 6.84、8.83、9.75 元, 同比增长 107.9%、29.1%、10.4%。

#### 4.4. 估值和投资建议

##### 估值方法 1：相对估值（PE）对应 54.72 元

按照 2022 年 6 月 23 日的收盘价,可比公司中国神华、陕西煤业、中煤能源等 3 家公司 2022 年平均 PE 为 7.74 倍。我们认为兖矿能源具有较大的发展潜力,且 2022 年煤炭板块量价齐升,公司经营稳定增长,因此我们认为兖矿能源合理 PE 水平为 8 倍,对应合理估值 54.72 元。

表 5：兖矿能源可比公司盈利预测估值表

|      | 收盘价<br>(元) | PB   | EPS (元/股) |      |       | PE   |      |       |
|------|------------|------|-----------|------|-------|------|------|-------|
|      |            |      | 2020      | 2021 | 2022E | 2020 | 2021 | 2022E |
| 中国神华 | 31.36      | 1.63 | 1.97      | 2.53 | 3.25  | 9.15 | 8.90 | 10.02 |
| 陕西煤业 | 19.92      | 1.93 | 1.49      | 2.18 | 2.54  | 6.28 | 5.60 | 7.14  |
| 中煤能源 | 9.99       | 1.06 | 0.45      | 1.00 | 1.60  | 9.99 | 6.28 | 6.06  |
| 平均值  | *          | 1.54 | 1.30      | 1.90 | 2.46  | 8.47 | 6.93 | 7.74  |
| 兖矿能源 | 36.07      | 2.73 | 1.46      | 3.34 | 6.84  | 6.87 | 7.05 | *     |

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除兖矿能源外，其他公司盈利预测来自 Wind 一致性预测

### 估值方法 2：绝对估值（DDM）对应 57.44 元

**兖矿能源 2020-2024 年度现金分红比例为：**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百分之五十，且每股现金股利不低于 0.50 元。公司向股东派发 2020 年度现金股利 0.60 元/股（含税），另派发特别现金股利 0.40 元/股（含税），合计派发现金股利 1.00 元/股（含税）。公司董事会建议以分红派息股权登记日总股本为基数，向股东派发 2021 年度现金股利 1.60 元/股（含税），另派发特别现金股利 0.40 元/股（含税），合计派发现金股利 2.00 元/股（含税）。因此采用 DDM 股利贴现模型，预测公司股票合理估值在 57.44 元/股。

表 6：兖矿能源 DDM 模型估值预测 57.44 元/股

| DDM 估值          |              |       | 主要假设  |        |
|-----------------|--------------|-------|-------|--------|
| 显性预测：百万元        | 19,074.0     | 6.7%  | 无风险利率 | 3.50%  |
| 永续价值：百万元        | 92824.2      | 32.7% | 风险溢价  | 7.00%  |
| 权益价值：百万元        | 284238.9     | 39.4% | β 系数  | 1.12   |
| 总股本：百万股         | 4,948.7      |       | Rm    | 10.50% |
| <b>每股权益价值：元</b> | <b>57.44</b> |       | Ke    | 11.34% |
| 当前收盘价：元         | 35.23        |       | 永续增长率 | 0.00%  |

资料来源：Wind，盈利预测，天风证券研究所

综合考虑 PE 及 DDM 估值方法，给予公司目标价 56.08 元/股，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**经济增长不及预期：**煤炭作为中国主体能源，与经济增速呈现直接相关性，在海外冲突不断、国内疫情困扰下，存在经济发展不及预期的风险。

**房建恢复不及预期：**房建市场是煤炭终端主要下游行业，受地产周期下滑及疫情影响，房建市场恢复存在不及预期的风险。

**在建产能投放超预期：**煤炭供需失衡下，国内建设产能可能在政策推动下加速投放。

**去库存不及预期：**若经济和复工复产不及预期，下游电厂日耗以及钢厂开工率不及预期，可能有旺季无法去库存的风险

**煤化工产业链恢复不及预期：**焦炭和钢铁产业链若利润水平持续低迷，生产积极性下降，

对炼焦煤的采购需求积极性可能不高

**俄乌冲突提早结束风险：**若俄乌冲突结束，欧美提早结束制裁，能源供给恢复正常，海外煤炭短期内需求可能纠偏

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2020              | 2021              | 2022E             | 2023E             | 2024E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金             | 24,542.36         | 45,572.47         | 54,320.43         | 61,622.70         | 88,509.59         |
| 应收票据及应收账款        | 4,048.79          | 6,186.55          | 4,283.87          | 5,986.58          | 5,711.62          |
| 预付账款             | 3,395.28          | 4,890.40          | 2,433.99          | 3,342.19          | 2,958.79          |
| 存货               | 7,714.66          | 8,454.51          | 6,792.59          | 6,355.70          | 8,545.77          |
| 其他               | 18,370.95         | 24,424.99         | 19,143.61         | 22,065.73         | 20,619.70         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>58,072.04</b>  | <b>89,528.91</b>  | <b>86,974.49</b>  | <b>99,372.90</b>  | <b>126,345.47</b> |
| 长期股权投资           | 19,025.57         | 20,149.15         | 21,354.22         | 22,627.49         | 23,844.80         |
| 固定资产             | 66,113.66         | 75,834.72         | 81,589.71         | 88,833.42         | 91,814.01         |
| 在建工程             | 23,455.69         | 14,456.75         | 10,189.73         | 7,202.81          | 5,111.97          |
| 无形资产             | 58,855.04         | 62,166.78         | 64,905.65         | 67,844.88         | 69,408.59         |
| 其他               | 33,388.06         | 26,559.23         | 23,352.35         | 23,517.79         | 24,833.37         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>200,838.01</b> | <b>199,166.63</b> | <b>201,391.66</b> | <b>210,026.38</b> | <b>215,012.74</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>258,910.04</b> | <b>288,695.54</b> | <b>288,366.15</b> | <b>309,399.29</b> | <b>341,358.21</b> |
| 短期借款             | 15,714.34         | 5,716.03          | 11,590.43         | 12,211.81         | 5,000.00          |
| 应付票据及应付账款        | 23,923.61         | 25,689.88         | 24,670.50         | 20,397.59         | 26,278.38         |
| 其他               | 59,266.60         | 59,333.89         | 62,612.13         | 63,604.63         | 68,745.98         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>98,904.54</b>  | <b>90,739.80</b>  | <b>98,873.06</b>  | <b>96,214.03</b>  | <b>100,024.36</b> |
| 长期借款             | 34,913.44         | 50,942.03         | 40,000.00         | 40,000.00         | 40,000.00         |
| 应付债券             | 25,967.38         | 24,107.00         | 19,785.06         | 21,106.68         | 22,741.53         |
| 其他               | 16,165.76         | 21,436.98         | 14,873.30         | 15,688.12         | 17,041.04         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>77,046.58</b>  | <b>96,486.01</b>  | <b>74,658.36</b>  | <b>76,794.80</b>  | <b>79,782.57</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>179,127.66</b> | <b>192,208.45</b> | <b>173,531.42</b> | <b>173,008.83</b> | <b>179,806.93</b> |
| 少数股东权益           | 25,663.99         | 28,300.90         | 30,379.41         | 33,061.76         | 36,024.07         |
| 股本               | 4,860.00          | 4,874.18          | 4,948.70          | 4,948.70          | 4,948.70          |
| 资本公积             | 155.07            | 813.71            | 1,596.41          | 1,596.41          | 1,596.41          |
| 留存收益             | 45,936.44         | 57,278.78         | 72,521.16         | 92,191.76         | 113,915.32        |
| 其他               | 3,166.89          | 5,219.51          | 5,389.05          | 4,591.82          | 5,066.79          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>79,782.38</b>  | <b>96,487.09</b>  | <b>114,834.73</b> | <b>136,390.46</b> | <b>161,551.29</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>258,910.04</b> | <b>288,695.54</b> | <b>288,366.15</b> | <b>309,399.29</b> | <b>341,358.21</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2020               | 2021              | 2022E              | 2023E              | 2024E              |
|----------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 6,837.68           | 18,566.78         | 33,871.95          | 43,712.45          | 48,274.56          |
| 折旧摊销           | 9,596.65           | 10,470.55         | 12,050.03          | 13,220.18          | 14,155.16          |
| 财务费用           | 2,487.51           | 4,839.89          | 4,760.38           | 4,432.01           | 3,875.36           |
| 投资损失           | (3,685.69)         | (2,144.09)        | (2,375.87)         | (2,484.94)         | (2,672.65)         |
| 营运资金变动         | (9,496.49)         | 11,484.73         | 7,784.38           | (10,083.77)        | 9,622.39           |
| 其它             | 16,493.74          | (7,036.17)        | 4,637.10           | 5,970.27           | 6,570.51           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>22,233.40</b>   | <b>36,181.69</b>  | <b>60,727.96</b>   | <b>54,766.19</b>   | <b>79,825.33</b>   |
| 资本支出           | 41,897.25          | 10,267.85         | 23,290.54          | 20,051.37          | 15,705.70          |
| 长期投资           | 1,391.17           | 1,123.58          | 1,205.07           | 1,273.27           | 1,217.31           |
| 其他             | (56,872.57)        | (16,221.39)       | (38,787.96)        | (39,718.70)        | (31,386.87)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(13,584.15)</b> | <b>(4,829.97)</b> | <b>(14,292.35)</b> | <b>(18,394.05)</b> | <b>(14,463.85)</b> |
| 债权融资           | 29,529.95          | (1,261.26)        | (17,544.44)        | (952.36)           | (8,777.95)         |
| 股权融资           | (9,667.09)         | 2,725.45          | (20,143.21)        | (28,117.52)        | (29,696.63)        |
| 其他             | (34,270.95)        | (9,499.63)        | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(14,408.09)</b> | <b>(8,035.43)</b> | <b>(37,687.64)</b> | <b>(29,069.87)</b> | <b>(38,474.58)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00              | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(5,758.85)</b>  | <b>23,316.28</b>  | <b>8,747.96</b>    | <b>7,302.27</b>    | <b>26,886.89</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2020              | 2021              | 2022E             | 2023E             | 2024E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>214,991.82</b> | <b>151,990.80</b> | <b>181,068.09</b> | <b>205,408.99</b> | <b>217,732.40</b> |
| 营业成本             | 186,571.00        | 107,335.96        | 109,779.11        | 117,160.78        | 121,340.69        |
| 营业税金及附加          | 3,421.29          | 4,225.17          | 5,250.97          | 5,956.86          | 6,314.24          |
| 销售费用             | 5,425.04          | 2,996.78          | 4,069.56          | 4,333.33          | 4,743.45          |
| 管理费用             | 5,375.79          | 6,837.06          | 6,336.30          | 8,214.04          | 8,163.08          |
| 研发费用             | 509.51            | 1,139.63          | 550.23            | 730.61            | 896.16            |
| 财务费用             | 2,690.44          | 4,912.73          | 4,760.38          | 4,432.01          | 3,875.36          |
| 资产/信用减值损失        | 111.54            | (1,669.26)        | (334.80)          | (565.89)          | (614.60)          |
| 公允价值变动收益         | 223.50            | (129.40)          | 18.19             | 9.48              | (12.38)           |
| 投资净收益            | 3,685.69          | 2,144.09          | 2,375.87          | 2,484.94          | 2,672.65          |
| 其他               | (7,216.26)        | (66.55)           | 0.00              | 0.00              | (0.00)            |
| <b>营业利润</b>      | <b>14,194.28</b>  | <b>24,264.59</b>  | <b>52,380.79</b>  | <b>66,509.89</b>  | <b>74,445.08</b>  |
| 营业外收入            | 2,106.48          | 439.43            | 905.20            | 1,034.70          | 1,121.45          |
| 营业外支出            | 7,046.98          | 663.31            | 2,146.84          | 2,505.72          | 3,090.72          |
| <b>利润总额</b>      | <b>9,253.78</b>   | <b>24,040.71</b>  | <b>51,139.15</b>  | <b>65,038.87</b>  | <b>72,475.81</b>  |
| 所得税              | 2,416.10          | 5,473.93          | 12,648.30         | 15,365.63         | 17,618.36         |
| <b>净利润</b>       | <b>6,837.68</b>   | <b>18,566.78</b>  | <b>38,490.85</b>  | <b>49,673.24</b>  | <b>54,857.46</b>  |
| 少数股东损益           | (775.00)          | 2,129.20          | 4,618.90          | 5,960.79          | 6,582.89          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>7,121.64</b>   | <b>16,258.91</b>  | <b>33,871.95</b>  | <b>43,712.45</b>  | <b>48,274.56</b>  |
| 每股收益(元)          | 1.44              | 3.29              | 6.84              | 8.83              | 9.75              |

| 主要财务比率      | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |         |         |        |        |
| 营业收入        | 7.15%   | -29.30% | 19.13%  | 13.44% | 6.00%  |
| 营业利润        | 4.98%   | 70.95%  | 115.87% | 26.97% | 11.93% |
| 归属于母公司净利润   | -17.84% | 128.30% | 108.33% | 29.05% | 10.44% |
| <b>获利能力</b> |         |         |         |        |        |
| 毛利率         | 13.22%  | 29.38%  | 39.37%  | 42.96% | 44.27% |
| 净利率         | 3.31%   | 10.70%  | 18.71%  | 21.28% | 22.17% |
| ROE         | 13.16%  | 23.84%  | 40.11%  | 42.30% | 38.46% |
| ROIC        | 11.79%  | 19.59%  | 35.70%  | 45.26% | 43.44% |

| 偿债能力  | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 69.19% | 66.58% | 60.18% | 55.92% | 52.67% |
| 净负债率  | 86.87% | 53.82% | 26.47% | 19.48% | -3.23% |
| 流动比率  | 0.57   | 0.94   | 0.88   | 1.03   | 1.26   |
| 速动比率  | 0.49   | 0.85   | 0.81   | 0.97   | 1.18   |

| 营运能力    | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 50.32 | 29.70 | 34.59 | 40.00 | 37.22 |
| 存货周转率   | 28.64 | 18.80 | 23.75 | 31.24 | 29.22 |
| 总资产周转率  | 0.92  | 0.56  | 0.63  | 0.69  | 0.67  |

| 每股指标(元) | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益    | 1.44  | 3.29  | 6.84  | 8.83  | 9.75  |
| 每股经营现金流 | 4.49  | 7.31  | 12.27 | 11.07 | 16.13 |
| 每股净资产   | 10.94 | 13.78 | 17.07 | 20.88 | 25.37 |

| 估值比率      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率       | 24.48 | 10.72 | 5.15  | 3.99  | 3.61  |
| 市净率       | 3.22  | 2.56  | 2.06  | 1.69  | 1.39  |
| EV/EBITDA | 3.93  | 3.78  | 3.00  | 2.44  | 1.89  |
| EV/EBIT   | 6.00  | 4.95  | 3.63  | 2.89  | 2.22  |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |