

兖矿能源 (600188.SH) H1 业绩大幅增长, H2 有望继续享受海外高煤价红利

2022年08月28日

——公司 2022 年中报点评

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

陈晨 (分析师)

薛磊 (联系人)

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

xuelei@kysec.cn

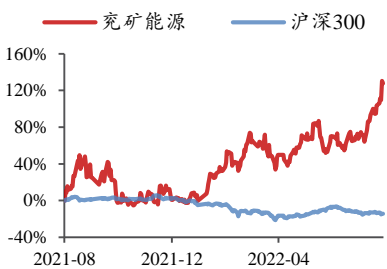
证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790522040001

证书编号: S0790121120050

日期	2022/8/26
当前股价(元)	49.94
一年最高最低(元)	51.01/20.81
总市值(亿元)	2,471.38
流通市值(亿元)	1,491.69
总股本(亿股)	49.49
流通股本(亿股)	29.87
近3个月换手率(%)	47.01

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《海内外煤价持续高位, 催化 2022Q2 创历史最佳业绩—公司 2022 年中报预告点评》-2022.7.15

《海外煤价高弹性, 增持兖煤澳洲有望进一步增厚业绩—公司信息更新报告》-2022.5.27

《海内外煤价高弹性, 利好全年业绩释放—公司 2022 年一季报点评》-2022.5.1

● **H1 业绩大幅增长, H2 有望继续享受海外高煤价红利。维持“买入”评级**
公司发布中报, 2022 年 H1 实现归母净利润 180.37 亿元, 同比+198.5%; 扣非后归母净利润 178.39 亿元, 同比+193.8%; 其中 Q2 归母净利润 113.6 亿元, 环比+70.1%, 创造历史最佳单季度业绩。海内外煤价共振, 下游需求保持旺盛, 公司业绩充分释放。全球能源供需错配, 能源价格高位运行。截至 8 月 28 日, 下半年纽卡斯尔动力煤现货均价为 410 美元/吨, 公司在国内外皆有资产, 我们看好全年业绩表现。我们上调盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 351.4/368.6/384.1 (320.9/341.4/351.4) 亿元, 同比+113.8%/4.9%/4.2%; EPS 分别为 7.1/7.45/7.76 元; 对应当前股价, PE 为 7.0/6.7/6.4 倍。维持“买入”评级。

● **煤炭业务: 海内外煤价共振, 业绩弹性完全显现**

产量: 2022H1 商品煤总产量 5063.8 万吨, 同比-0.65%; 国内/外产量 3258.3/1805.5 万吨, 同比+5.2%/-9.7%, 澳洲产量减少主要系恶劣天气导致煤矿时有停工。Q2 总产量 2549 万吨, 环比+1.3%; 国内/外产量 1680.7/868.2 万吨, 环比+6.5%/-7.4%。
销量: H1 商品煤总销量 5306.8 万吨, 同比+4.2%, 其中自产煤销量 4684.3 万吨; 国内/外销量 2867.7/1816.6 万吨, 同比+12.9%/-6.8%。Q2 自产煤总销量 2384 万吨, 环比+3.6%; 国内/外销量 1455.8/928.1 万吨, 环比+3.1%/4.5%。
售价: H1 综合售价 1154.8 元/吨, 同比+89.9%; 自产煤售价 1090.5 元/吨, 同比+204%。其中 Q2 综合售价 1298.1 元/吨, 环比+30.2%; 自产煤售价 1240.4 元/吨, 环比+32.6%。
成本: H1 综合成本 482.4 元/吨, 同比+20%; 自产煤成本 330.6 元/吨, 同比+6%; 其中 Q2 综合成本 513.5 元/吨, 环比+14.6%; 自产煤成本 326.6 元/吨, 环比-2.5%。
毛利及毛利率: 商品煤综合毛利 672.4 元/吨, 同比+226.5%; 自产煤毛利 759.9 元/吨, 同比+241.5%。其中 Q2 综合毛利 784.6 元/吨, 环比+42.9%; 自产煤毛利 913.9 元/吨, 环比+52.2%。H1 煤炭业务毛利率 58.2%, 自产煤毛利率 69.7%, 同比+24.3/28pct; Q2 毛利率 60.4%, 同比/环比+30.47/5.38pct。

● **化工业务: 产品成本增幅高于价格, 盈利性承压**

产销量: 2022H1 化工品产销量 313.3/291.5 万吨, 同比+3.7%/8.5%; Q2 产销量 147/135.8 万吨, 环比-11.6%/-12.8%。
售价及成本: H1 综合售价 4107.03 元/吨, 同比+9.3%; 综合成本 3162.6 元/吨, 同比+35%。Q2 售价 3991.9 元/吨, 环比-5.1%; 成本 3099.4 元/吨, 环比-3.7%。
毛利及毛利率: H1 单位毛利为 944.4 元/吨, 同比-33.3%; Q2 单位毛利 892.5 元/吨, 环比-9.8%。本报告期内, 化工业务毛利率 23%, 同比-14.7pct; 其中 Q2 毛利率 22.4%, 同比/环比-20.3/-1.2pct。

● **电力业务: 电价上浮&成本改善, 电力盈利水平大幅反弹**

2022H1: 公司实现发/售电量 38.26/32.26 亿千瓦时, 同比+6.21%/7.09%; 度电售价/成本为 0.4/0.33 元, 同比+31.5%/18.5%。电力业务毛利 2.1 亿元, 同比+214.7%; 毛利率 16.6%, 同比+9.1pct。
Q2: 发/售电量 18.25/15.81 亿千瓦时, 环比-8.9%/-3.8%; 度电售价/成本 0.41/0.32 元, 环比+6.4%/-17.7%。电力业务毛利 1.5 亿元, 环比+145.2%; 毛利率 23.2%, 同比/环比+12%/13.5%。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期, 煤炭价格下跌超预期, 转型进展慢于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	214,992	151,991	254,704	260,791	264,076
YOY(%)	0.1	-29.3	67.6	2.4	1.3
归母净利润(百万元)	7,613	16,259	35,139	36,861	38,412
YOY(%)	-27.5	115.9	113.8	4.9	4.2
毛利率(%)	13.2	29.4	33.8	34.2	34.4
净利率(%)	3.2	12.2	16.8	17.7	18.2
ROE(%)	8.6	19.2	33.1	26.2	21.5
EPS(摊薄/元)	1.54	3.32	7.10	7.45	7.76
P/E(倍)	32.5	15.0	7.0	6.7	6.4
P/B(倍)	5.1	4.1	2.9	2.0	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	58072	89529	103364	134141	167273
现金	24542	45572	58238	88772	121676
应收票据及应收账款	4049	6187	6677	6828	6847
其他应收款	3129	2479	3181	3180	3261
预付账款	3395	4890	4906	4935	5030
存货	7715	8455	8416	8480	8513
其他流动资产	15242	21946	21946	21946	21946
非流动资产	200838	199167	201962	201071	200765
长期投资	19026	20149	22526	24988	27665
固定资产	66114	75835	72397	68358	63704
无形资产	58855	62167	67101	69056	72160
其他非流动资产	56844	41016	39938	38669	37236
资产总计	258910	288696	305326	335212	368038
流动负债	102081	95722	94124	94322	95338
短期借款	15714	5716	5716	5716	5716
应付票据及应付账款	23924	25690	25387	25531	25933
其他流动负债	62443	64317	63021	63075	63689
非流动负债	77047	96486	81611	65223	49018
长期借款	60881	75049	60174	43786	27581
其他非流动负债	16166	21437	21437	21437	21437
负债合计	179128	192208	175735	159545	144356
少数股东权益	25664	28301	36014	45230	54833
股本	4860	4874	4874	4874	4874
资本公积	155	814	814	814	814
留存收益	45936	57279	78705	101743	125750
归属母公司股东权益	54118	68186	93577	130438	168850
负债和股东权益	258910	288696	305326	335212	368038

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22233	36182	52533	55998	57523
净利润	6838	18567	42853	46076	48015
折旧摊销	9597	10471	9057	9478	9914
财务费用	2690	4913	2953	1828	360
投资损失	-3686	-2144	-1253	-1339	-1553
营运资金变动	-136	-1464	-889	311	1121
其他经营现金流	6930	5840	-187	-356	-334
投资活动现金流	-13584	-4830	-10599	-7249	-8054
资本支出	12012	10440	9475	6125	6930
长期投资	545	3639	-2377	-2462	-2677
其他投资现金流	-2117	1972	1253	1339	1553
筹资活动现金流	-14408	-8035	-29269	-18216	-16566
短期借款	5149	-9998	0	0	0
长期借款	13859	14168	-14875	-16388	-16205
普通股增加	-52	14	0	0	0
资本公积增加	-9410	659	0	0	0
其他筹资现金流	-23954	-12878	-14394	-1828	-360
现金净增加额	-5843	22928	12666	30533	32904

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	214992	151991	254704	260791	264076
营业成本	186571	107336	168700	171488	173326
营业税金及附加	3421	4225	7080	7250	7341
营业费用	5425	2997	6084	5984	5858
管理费用	5376	6837	11457	11731	11879
研发费用	510	1140	1910	1955	1980
财务费用	2690	4913	2953	1828	360
资产减值损失	-50	-1106	-417	-652	-769
其他收益	107	118	0	0	0
公允价值变动收益	223	-129	0	0	0
投资净收益	3686	2144	1253	1339	1553
资产处置收益	-46	73	0	0	0
营业利润	14194	24265	58376	62902	65988
营业外收入	2106	439	913	1045	1126
营业外支出	7047	663	2152	2512	3094
利润总额	9254	24041	57137	61434	64020
所得税	2416	5474	14284	15359	16005
净利润	6838	18567	42853	46076	48015
少数股东损益	-775	2129	7713	9215	9603
归属母公司净利润	7613	16259	35139	36861	38412
EBITDA	23085	38444	67504	71059	72591
EPS(元)	1.54	3.32	7.10	7.45	7.76

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	-29.3	67.6	2.4	1.3
营业利润(%)	-10.2	70.9	140.6	7.8	4.9
归属于母公司净利润(%)	-27.5	115.9	113.8	4.9	4.2
获利能力					
毛利率(%)	13.2	29.4	33.8	34.2	34.4
净利率(%)	3.2	12.2	16.8	17.7	18.2
ROE(%)	8.6	19.2	33.1	26.2	21.5
ROIC(%)	6.6	12.5	24.1	22.8	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	69.2	66.6	57.6	47.6	39.2
净负债比率(%)	92.0	61.6	23.3	-9.5	-29.4
流动比率	0.6	0.9	1.1	1.4	1.8
速动比率	0.3	0.6	0.8	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	50.3	29.9	40.0	39.0	39.0
应付账款周转率	14.4	7.4	18.0	19.0	19.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.54	3.32	7.10	7.45	7.76
每股经营现金流(最新摊薄)	4.49	7.31	10.62	11.32	11.62
每股净资产(最新摊薄)	9.88	12.14	17.27	24.72	32.48
估值比率					
P/E	32.5	15.0	7.0	6.7	6.4
P/B	5.1	4.1	2.9	2.0	1.5
EV/EBITDA	14.8	8.6	4.6	3.8	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn