

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 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@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

# 内生增长启动，深度受益海内外煤价上行

2022年8月29日

**事件:**8月26日公司发布2022年中报,报告期内公司实现营业收入1002.85亿元,同比增加53.39%;其中自产商品煤业务收入510.83亿元,同比增加112.92%。利润总额296.87亿元,同比增加285.75%;归母净利润180.37亿元,同比增加198.54%;扣非后归母净利润为178.39亿元,同比增加193.82%;基本每股收益3.7元。

公司Q2实现营业收入590.84亿元,同比增加72.14%,环比增加43.40%。利润总额190.15亿元,同比增加293.39%,环比增加78.18%;归母净利润113.60亿元,同比增加199.67%,环比增加70.12%;扣非后归母净利润111.86亿元,同比增加190.30%,环比增加68.14%;基本每股收益2.3元,同比增加1.54元,环比增加0.95元。

## 点评:

- **上半年销量同比上行，陕蒙基地内生增长启动。**2022年H1，公司自产煤销量4684.30万吨，同比增加195万吨(+4.34%)。Q2自产商品煤销量2384万吨，同比增加213.1万吨(+9.82%)，环比增加83.7万吨(+3.64%)。2022年Q2，山东本部(公司+菏泽能化)销售商品煤678.5万吨，同比增加116.1万吨(+20.64%)，环比减少82.2万吨(-10.81%)；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749万吨，同比增加136.6万吨(+22.31%)，环比增加130万吨(+21%)；澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤928.1万吨，同比降40.5万吨(-4.18%)，环比增加39.6万吨(+4.46%)。公司陕蒙基地营盘壕煤矿于2022年3月进入联合试运转，产量释放顺利；金鸡滩煤矿200万吨/年产能核增进展顺利，公司预计年底完成，未来将释放高热值优质煤炭产量。受澳洲暴雨影响，澳洲基地2022Q1及H1产量有所下降，雨季结束后，我们预计下半年产量有望维持当前水平。
- **产能周期逻辑兑现，国内煤价中枢上行，海外煤价再上新高。**2022年H1，公司自产商品煤平均售价1090.52元/吨，同比增加556.09元/吨(+104.05%)，吨煤毛利333.37元/吨，同比增加242.67元/吨(+267.55%)。2022年Q2公司自产商品煤平均售价1240.44元/吨，同比增加663.62元/吨(+115.05%)，环比增加305.3元/吨(+32.65%)，毛利率69.94%，同比增加37个pct，环比增加11个pct，实现毛利206.84亿元，其中：**山东本部**商品煤平均售价1380.4元/吨，同比增加629.86元/吨(+83.92%)，环比增加336.23元/吨(+32.2%)，毛利率74.6%，同比增加29个pct，环比增加13个pct，实现毛利69.87亿元，占自产煤炭业务毛利的33.78%；**陕蒙基地**商品煤平均售价739.25元/吨，同比增加174.1元/吨(+30.81%)，环比增加116.96元/吨(+18.79%)，毛利率69.42%，同比增加7个pct，环比增加12个pct，实现毛利38.44亿元，占自产煤炭业务毛利的18.58%；**澳洲基地**商品

煤平均售价 1560.5 元/吨，同比增加 1072.99 元/吨 (+220.1%)，环比增加 485.54 元/吨 (+45.17%)，毛利率 67.53%，同比增加 67 个 pct，环比增加 10 个 pct，实现毛利 97.8 亿元，占煤炭业务毛利的 47.28%。产能供给短缺周期下，国内供需偏紧格局加剧，叠加海外煤价严重倒挂，煤炭进口减量显著，2022 年 H1 国内煤价中枢较 2021 年 Q4 继续抬升，公司煤炭销售价格普增。海外方面，由于过去 5-10 年 ESG 投资理念盛行，煤炭等传统化石能源资本开支严重不足，煤炭供给持续收缩；受地缘政治因素影响，国际天然气价格暴涨，作为替代，欧洲煤炭进口量剧增，推动国际贸易煤价屡创新高，并持续高位运行，公司澳洲基地深度受益于国际煤价上涨，大幅增厚公司利润。

- **上半年化工板块量价齐升，己内酰胺产销顺利。**2022 年 H1，公司化工产品销量 291.5 万吨，同比增加 22.80 万吨 (8.49%)，平均产品售价 4107.03 元/吨，同比增加 350.05 元/吨 (+9.32%)。公司 Q2 化工产品销量 135.8 万吨，同比下降 2.7 万吨 (-1.95%)，环比下降 19.9 万吨 (-12.78%)，其中，醋酸和醋酸乙酯受下游需求乏力影响，销量同比下降 6.6 万吨 (-32.51%)/5.7 万吨 (-51.82%)，环比下降 5.3 万吨 (-27.89%)/5.1 万吨 (-49.04%)。Q2 化工产品平均售价 3991.9 元/吨，同比下降 124.35 元/吨 (-3.02%)，环比下降 215.55 元/吨 (-5.12%)，其中，醋酸产品平均售价 4857.89 元/吨，同比下降 2071.82 元/吨 (-29.9%)，环比下降 410.81 元/吨 (-7.8%)，非醋酸产品平均售价 3851.03 元/吨，同比增加 556.25 元/吨 (+16.88%)，环比下降 109.38 元/吨 (-2.76%)。鲁南化工 30 万吨己内酰胺项目上半年顺利达产，2022 年 H1 己内酰胺产量 15.8 万吨，贡献毛利 2.05 亿元。受疫情压制经济影响，Q2 化工产品销量与价格承压。展望 2022 年 H2，随着复工复产推进、经济持续好转，公司化工板块销量、售价有望好转，全年业绩有望继续增长。随着公司化工产品结构持续优化，产品向高端化工、精细化工延伸，煤化工产品附加值与利润情况长期向好。
- **内生、外延增长启动，公司成长潜力“小荷初露”。**内生增长：煤矿建设方面，目前公司营盘壕煤矿放量正常，2023 年可完全达产；金鸡滩煤矿产能核增进展顺利，澳洲莫拉本煤矿 200 万吨选洗能力增产项目建设持续推进，2023 年两者皆可顺利投放，进一步增加公司煤炭总产量与高卡煤产量；石拉乌素煤矿减震技术改造持续进行，公司预计明年初现成效，消除矿震减量影响；山东 180 万吨万福煤矿（炼焦煤）建设正常，预计 2024 年投产。**煤化工板块**，己内酰胺项目顺利达产，公司正推进鲁南化工己内酰胺产业链配套工程、未来能源 50 万吨/年高温费托项目、榆林能化 10 万吨/年 DMMn 项目建设，打造精细化工集群。外延注入：公司控股股东层面未上市煤炭产能超过 1.3 亿吨，根据公司去年披露的战略发展规划，我们预计公司外延注入最早将于 2023 年正式启动，公司内生和外延成长潜力大。
- **盈利预测及评级：**在能源通胀大背景下，我们预计 2022 年下半年及未来 2-3 年国内外煤价将维持高景气状态，煤价中枢有望继续抬升；再考虑到公司煤炭、化工板块未来持续增长潜力（根据公司 2021 年底披露的《发展战略纲要》，公司将“力争 5-10 年煤炭产量达到 3 亿吨/年”，

“力争 5-10 年化工品年产量 2000 万吨以上，化工新材料和高端化工品占比超过 70%”。)，我们预计 2022-2024 年公司煤炭产量为 1.02、1.38 和 1.60 亿吨，自产煤平均售价为 1150、1167、1258 元/吨。基于上述假设，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 372.71、494.81、606.25 亿元，EPS 分别为 7.53、10.00、12.25 元，对应 PE 分别为 6.63、4.99、4.08 倍（2022 年 8 月 26 日收盘价）。我们看好公司内生外延的成长空间、未来发展转型战略以及海内外能源价格高位水平，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**宏观经济增长长期严重失速；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等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	214,992	151,991	205,463	254,102	292,936
增长率 YoY %	0.1%	-29.3%	35.2%	23.7%	15.3%
归属母公司净利润 (百万元)	7,613	16,438	37,271	49,481	60,625
增长率 YoY%	-27.5%	115.9%	126.7%	32.8%	22.5%
毛利率%	13.2%	29.4%	42.4%	44.4%	45.2%
净资产收益率ROE%	14.1%	24.1%	36.4%	34.9%	30.9%
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	7.53	10.00	12.25
市盈率 P/E(倍)	6.90	7.05	6.63	4.99	4.08
市净率 P/B(倍)	0.90	1.68	2.41	1.74	1.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>58,072</b>	<b>89,529</b>	<b>140,791</b>	<b>193,233</b>	<b>260,306</b>	
货币资金	24,542	45,572	94,192	138,530	194,842	
应收票据	70	7	10	12	14	
应收账款	3,979	6,179	8,353	10,331	11,910	
预付账款	3,395	4,890	5,393	6,439	7,307	
存货	7,715	8,455	9,323	11,132	12,633	
其他	18,371	24,425	23,520	26,790	33,600	
<b>非流动资产</b>	<b>200,838</b>	<b>199,167</b>	<b>206,433</b>	<b>221,541</b>	<b>235,187</b>	
长期股权投资	19,026	20,149	22,820	25,490	28,161	
固定资产(合	66,114	75,835	76,911	86,179	93,985	
无形资产	58,855	62,167	62,236	62,305	62,375	
其他	56,844	41,016	44,466	47,566	50,666	
<b>资产总计</b>	<b>258,910</b>	<b>288,696</b>	<b>347,224</b>	<b>414,774</b>	<b>495,493</b>	
<b>流动负债</b>	<b>102,081</b>	<b>95,722</b>	<b>112,317</b>	<b>130,252</b>	<b>144,428</b>	
短期借款	15,714	5,716	10,000	12,000	13,000	
应付票据	9,881	10,690	12,971	15,488	17,576	
应付账款	14,042	14,999	19,456	23,231	26,365	
其他	62,443	64,317	69,890	79,533	87,487	
<b>非流动负债</b>	<b>77,047</b>	<b>96,486</b>	<b>96,486</b>	<b>96,486</b>	<b>96,486</b>	
长期借款	34,913	50,942	50,942	50,942	50,942	
其他	42,133	45,544	45,544	45,544	45,544	
<b>负债合计</b>	<b>179,128</b>	<b>192,208</b>	<b>208,803</b>	<b>226,738</b>	<b>240,914</b>	
少数股东权益	25,664	28,301	35,935	46,069	58,486	
归属母公司股	54,118	68,186	102,486	141,967	196,092	
<b>负债和股东权</b>	<b>258,910</b>	<b>288,696</b>	<b>347,224</b>	<b>414,774</b>	<b>495,493</b>	
<b>益</b>						

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	205,463	254,102	292,936	
同比(%)	0.1%	-29.3%	35.2%	23.7%	15.3%	
归属母公司净	7,613	16,438	37,271	49,481	60,625	
利润						
同比(%)	-27.5%	115.9%	126.7%	32.8%	22.5%	
毛利率(%)	13.2%	29.4%	42.4%	44.4%	45.2%	
ROE%	14.1%	24.1%	36.4%	34.9%	30.9%	
EPS(摊	1.46	3.34	7.53	10.00	12.25	
薄)(元)						
P/E	6.90	7.05	6.63	4.99	4.08	
P/B	0.90	1.68	2.41	1.74	1.26	
EV/EBITDA	5.03	4.21	3.90	2.56	1.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>214,992</b>	<b>151,991</b>	<b>205,463</b>	<b>254,102</b>	<b>292,936</b>	
营业成本	186,571	107,336	118,359	141,325	160,385	
营业税金及附	3,421	4,225	6,164	7,623	8,788	
加						
销售费用	5,425	2,997	6,164	7,623	8,286	
管理费用	5,376	6,837	9,248	11,437	13,185	
研发费用	510	1,140	3,081	3,811	4,393	
财务费用	2,690	4,913	2,366	1,427	470	
减值损失合计	-50	-1,106	1,116	1,116	1,116	
投资净收益	3,686	2,144	719	889	1,025	
其他	-440	-1,317	159	197	227	
<b>营业利润</b>	<b>14,194</b>	<b>24,265</b>	<b>62,076</b>	<b>83,060</b>	<b>99,797</b>	
营业外收支	-4,941	-224	-2,204	-3,572	-2,888	
<b>利润总额</b>	<b>9,254</b>	<b>24,041</b>	<b>59,873</b>	<b>79,488</b>	<b>96,909</b>	
所得税	2,416	5,474	14,968	19,872	23,867	
<b>净利润</b>	<b>6,838</b>	<b>18,567</b>	<b>44,904</b>	<b>59,616</b>	<b>73,042</b>	
少数股东损益	-775	2,129	7,634	10,135	12,417	
<b>归属母公司净</b>	<b>7,613</b>	<b>16,438</b>	<b>37,271</b>	<b>49,481</b>	<b>60,625</b>	
EBITDA	23,747	39,816	65,606	83,440	99,084	
EPS(当	1.46	3.34	7.53	10.00	12.25	
年)(元)						

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金</b>	<b>22,233</b>	<b>36,182</b>	<b>70,503</b>	<b>86,404</b>	<b>95,141</b>	
流						
净利润	6,838	18,567	44,904	59,616	73,042	
折旧摊销	9,837	10,728	11,001	12,660	14,122	
财务费用	2,488	4,840	4,560	4,733	4,815	
投资损失	-3,686	-3,686	-2,144	-719	-889	
营运资金变动	8,738	1,529	9,669	7,829	2,416	
其它	-1,981	2,662	1,088	2,456	1,772	
<b>投资活动现金</b>	<b>-13,584</b>	<b>-4,830</b>	<b>-18,636</b>	<b>-29,334</b>	<b>-28,514</b>	
资本支出	-11,598	-9,939	-16,685	-27,553	-26,869	
长期投资	-2,177	3,463	-2,671	-2,671	-2,671	
其他	191	1,646	719	889	1,025	
<b>筹资活动现金</b>	<b>-14,408</b>	<b>-8,035</b>	<b>-3,247</b>	<b>-12,733</b>	<b>-10,315</b>	
吸收投资	889	9,193	75	0	0	
借款	54,115	61,300	4,284	2,000	1,000	
支付利息或股	-10,616	-10,704	-12,560	-14,733	-11,315	
息						
<b>现金流净增加</b>	<b>-5,843</b>	<b>22,928</b>	<b>48,620</b>	<b>44,337</b>	<b>56,312</b>	
额						

## 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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业研究。



## 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	hanqiyue@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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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了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。