

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

主业稳健成长，海外持续发力

2022年10月29日

事件: 10月28日公司发布2022年三季报,报告期内公司实现营业收入1513.5亿元,同比增加44.1%;归母净利润271.3亿元,同比增加135.3%;扣非后归母净利润为268.4亿元,同比增加128.3%;经营活动产生的现金流量净额324.4亿元,同比增加67.8%;基本每股收益5.56元。

公司Q3实现营业收入510.6亿元,同比增加28.8%,环比下降13.6%;归母净利润90.9亿元,同比增加65.6%,环比下降20.0%;扣非后归母净利润90.0亿元,同比增加58.3%,环比下降19.5%;经营活动产生的现金流量净额190.4亿元,同比增加13.7%,环比增加57.8%;基本每股收益1.86元,同比增加0.73元,环比下降0.47元。

点评:

➤ **陕蒙基地产能顺利释放,兖煤澳洲受天气、疫情影响产销承压。**2022年Q1-Q3,公司自产煤销量6928.7万吨,同比增加23.9万吨(+0.3%)。Q3自产商品煤销量2244.2万吨,同比减少171.4万吨(-7.1%),环比下降139.7万吨(-5.9%)。2022年Q3,山东本部(公司+菏泽能化)销售商品煤589.6万吨,同比减少61.0万吨(-9.4%),环比减少88.9万吨(-13.1%);陕蒙基地(山西能化+未来能源+鄂尔多斯能化+昊盛煤业+内蒙古矿业)销售商品煤866.8万吨,同比增加280.6万吨(+47.9%),环比增加89.5万吨(+11.5%);澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤787.8万吨,同比降391.0万吨(-33.2%),环比减少140.3万吨(-15.1%)。2022Q3,公司陕蒙基地产销两旺,营盘壕煤于2022年3月份进入联合试运转后,产量持续释放;石拉乌素煤矿矿震影响好转,2022Q3产销显著恢复,金鸡滩煤矿200万吨/年产能核增进展顺利,将释放高热值优质煤炭产量。根据兖煤澳大利亚公司中报披露,澳洲基地受降水及疫情冲击影响较大,Q3销量承压。

➤ **国际能源供需持续紧张,公司深度受益海外煤价高企。**2022年Q1-Q3,公司自产商品煤平均售价1136.7元/吨,同比增加514.5元/吨(+82.7%),吨煤毛利764.0元/吨,同比增加470.5元/吨(+160.3%)。2022年Q3公司自产商品煤平均售价1233.1元/吨,同比增加447.9元/吨(+57.1%),环比减少7.4元/吨(-0.6%),毛利率70.8%,同比增加11.8个pct,环比增加0.9个pct,其中:山东本部商品煤平均售价1203.0元/吨,同比增加226.2元/吨(+23.2%),环比减少177.4元/吨(-12.8%),毛利率71.9%,同比增加8.1个pct,环比减少2.7个pct;陕蒙基地商品煤平均售价675.1元/吨,同比减少53.6元/吨(-7.4%),环比减少61.0元/吨(-8.3%),毛利率72.7%,同比增加0.4个pct,环比增加4.2个pct;澳洲基地商品煤平均售价1869.5元/吨,同比增加1162.1元/吨(+164.3%),环比增加309.0元/吨(+19.8%),毛利率69.6%,同比增加21.0个pct,环比增加2.0个pct。Q3季度国内外煤价整体维持高位。山东本部炼焦配煤产品受到下游钢铁行业价格波动



影响，售价环比承压；陕蒙基地得益于持续放量，吨煤成本显著走低，在价格受淡季影响偏弱的背景下毛利率同比、环比提升，未来随着营盘壕、石拉乌素、金鸡滩煤矿的产能爬升和释放，销售毛利率有望进一步改善；受益于 Q2、Q3 季度海外煤价持续高位运行，澳洲基地商品煤售价高位上扬，毛利率环比进一步提升，对公司煤炭板块盈利增厚作用显著。

- **煤化工业务稳步推进，Q3 化工产品放量增长。**2022 年 Q1-Q3，公司化工产品销量 457.1 万吨，同比增加 55.4 万吨（+13.8%），平均产品售价 3958.9 元/吨，同比增加 92 元/吨（+2.4%）。公司 Q3 化工产品销量 165.6 万吨，同比增加 32.6 万吨（+24.5%），环比增加 29.8 万吨（+21.9%）。Q3 化工产品平均售价 3698.1 元/吨，同比下降 390.7 元/吨（-9.6%），环比下降 293.8 元/吨（-7.4%）。受下游需求较弱影响，Q3 化工产品价格有所回落。榆林能化煤化工二期甲醇装置产能爬坡顺利，推动公司醇类产品能力进一步增强；鲁南化工产量恢复，醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺产量均环比提升显著。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有望持续向好。
- **《发展战略纲要》稳步推进，公司发展与转型空间广阔。**根据公司《发展战略纲要》实施进展公告，公司战略转型升级步伐持续加速。矿业方面，营盘壕煤矿联合试运转阶段产能爬坡顺利，金鸡滩煤矿获 200 万吨/年产能核增，转龙湾煤矿中厚煤层超长智能化综采工作面建成投产，山东 180 万吨万福煤矿（炼焦煤）建设正常。煤化工板块，公司化工产品产能已达到 937 万吨，己内酰胺产业链配套工程、榆林能化 DMMn10 万吨/年、50 万吨/年高温费托等项目建设稳步推进，鲁南化工多项工艺技术实现突破，达到国内、乃至全球领先水平。外延增长方面，公司控股股东层面未上市优质煤炭产能超过 1.3 亿吨，资产注入空间较大。
- **盈利预测及评级：**在能源通胀大背景下，我们预计 2022 年 Q4 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%”。），我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 369.34、501.71、597.16 亿元，EPS 分别为 7.46、10.14、12.07 元，对应 PE 分别为 5.84、4.30、3.61 倍（2022 年 10 月 28 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	201,570	251,961	288,888
增长率 YoY %	0.1%	-29.3%	32.6%	25.0%	14.7%
归属母公司净利润 (百万元)	7,613	16,438	36,934	50,171	59,716
增长率 YoY%	-27.5%	115.9%	124.7%	35.8%	19.0%
毛利率%	13.2%	29.4%	41.1%	43.3%	44.0%
净资产收益率ROE%	14.1%	24.1%	38.6%	39.9%	36.1%
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	7.46	10.14	12.07
市盈率 P/E(倍)	6.90	7.05	5.84	4.30	3.61
市净率 P/B(倍)	0.90	1.68	2.26	1.72	1.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 28 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	104,947	141,167	187,798	
货币资金	24,542	45,572	58,620	86,473	122,575	
应收票据	70	7	10	12	14	
应收账款	3,979	6,179	8,195	10,244	11,745	
预付账款	3,395	4,890	5,414	6,505	7,376	
存货	7,715	8,455	9,359	11,246	12,752	
其他	18,371	24,425	23,349	26,687	33,337	
非流动资产	200,838	199,167	203,065	218,383	232,239	
长期股权投	19,026	20,149	22,820	25,490	28,161	
固定资产	66,114	75,835	73,543	83,021	91,037	
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	
资产总计	258,910	288,696	308,012	359,549	420,037	
流动负债	102,081	95,722	82,061	94,152	103,692	
短期借款	15,714	5,716	2,000	2,000	2,000	
应付票据	9,881	10,690	9,766	11,736	13,306	
应付账款	14,042	14,999	13,022	15,647	17,742	
其他	62,443	64,317	57,273	64,769	70,645	
非流动负债	77,047	96,486	94,486	93,486	92,486	
长期借款	34,913	50,942	49,942	49,942	49,942	
其他	42,133	45,544	44,544	43,544	42,544	
负债合计	179,128	192,208	176,547	187,638	196,178	
少数股东权益	25,664	28,301	35,866	46,142	58,373	
归属母公司	54,118	68,186	95,599	125,770	165,486	
负债和股东权益	258,910	288,696	308,012	359,549	420,037	

重要财务指		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	214,992	151,991	201,570	251,961	288,888	
同比	0.1%	-29.3%	32.6%	25.0%	14.7%	
归属母公司净利润	7,613	16,438	36,934	50,171	59,716	
同比	-27.5%	115.9%	124.7%	35.8%	19.0%	
毛利率(%)	13.2%	29.4%	41.1%	43.3%	44.0%	
ROE%	14.1%	24.1%	38.6%	39.9%	36.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.46	3.34	7.46	10.14	12.07	
P/E	6.90	7.05	5.84	4.30	3.61	
P/B	0.90	1.68	2.26	1.72	1.30	
EV/EBITDA	5.03	4.21	3.87	2.65	1.90	

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	201,570	251,961	288,888	
营业成本	186,571	107,336	118,824	142,782	161,892	
营业税金及附加	3,421	4,225	6,047	7,559	8,667	
销售费用	5,425	2,997	6,047	7,559	8,172	
管理费用	5,376	6,837	9,072	11,340	13,002	
研发费用	510	1,140	3,023	3,778	4,332	
财务费用	2,690	4,913	1,352	639	-181	
减值损失	-50	-1,106	1,116	1,116	1,116	
投资净收	3,686	2,144	705	882	1,011	
其他	-440	-1,317	156	195	224	
营业利润	14,194	24,265	59,182	80,496	95,356	
营业外收	-4,941	-224	150	100	100	
利润总额	9,254	24,041	59,332	80,596	95,456	
所得税	2,416	5,474	14,833	20,149	23,509	
净利润	6,838	18,567	44,499	60,447	71,947	
少数股东损益	-775	2,129	7,565	10,276	12,231	
归属母公司净利润	7,613	16,438	36,934	50,171	59,716	
EBITDA	23,747	39,816	64,489	83,409	96,956	
EPS(当年)(元)	1.46	3.34	7.46	10.14	12.07	

现金流量		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	44,990	77,827	85,903	
净利润	6,838	18,567	44,499	60,447	71,947	
折旧摊销	9,837	10,728	11,369	12,450	13,912	
财务费用	2,488	4,840	3,409	3,305	3,260	
投资损失	-3,686	-3,686	-2,144	-705	-882	
营运资金	8,738	1,529	-12,316	3,723	-988	
其它	-1,981	2,662	-1,266	-1,216	-1,216	
投资活动	-13,584	-4,830	-13,296	-25,670	-25,541	
资本支出	-11,598	-9,939	-11,331	-23,881	-23,881	
长期投资	-2,177	3,463	-2,671	-2,671	-2,671	
其他	191	1,646	705	882	1,011	
筹资活动	-14,408	-8,035	-18,647	-24,305	-24,260	
吸收投资	889	9,193	1,025	0	0	
借款	54,115	61,300	-4,716	0	0	
支付利息或股息	-10,616	-10,704	-18,909	-23,305	-23,260	
现金流净增加额	-5,843	22,928	13,048	27,853	36,102	

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。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

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	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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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	li ruolin@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	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。