

动力煤

兖矿能源 (600188.SH)

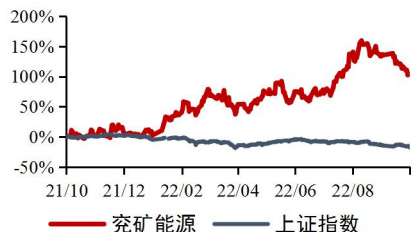
买入-A(首次)

三季度报点评：受益海外煤价上涨，单季毛利率创新高

2022年10月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月28日

收盘价(元):	43.60
年内最高/最低(元):	56.14/21.50
流通A股/总股本(亿):	29.87/49.49
流通A股市值(亿):	1,302.32
总市值(亿):	2,157.63

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益:	5.56
摊薄每股收益:	5.56
每股净资产(元):	24.66
净资产收益率:	28.06

分析师:

胡博

执业登记编码: S0760522090003

邮箱: hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码: S0760519110001

邮箱: liuguijun@sxzq.com

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com

事件描述

➢ 2022年10月29日，公司发布三季度报。前三季度公司实现营业收入1513.47亿元，同比增长44.09%；实现归母净利润271.28亿元，同比增长135.24%。三季度单季公司实现营业收入510.62亿元，同比增长28.76%，环比减少13.58%；实现归母净利润90.91亿元，同比增长65.59%，环比减少19.97%。

事件点评

➢ 业绩基本符合预期，三季度单季盈利环比调整主因煤化工。由于原材料价格比去年有较大幅度上涨，公司煤化工业务成本抬升，在一定程度上导致利润环比降速。受益俄乌战争导致的海外煤价大幅上涨，澳洲子公司业绩弹性持续释放，进而带动煤炭业务继续维持较高盈利水平。公司三季度单季毛利率创新高。

➢ 四季度旺季来临，业绩有望环比改善。国内方面，四季度为动力煤传统旺季，保供压力大于迎峰度夏，煤炭价格有望高位运作，业绩或将环比改善。海外方面，进入冬季欧盟缺口煤炭替代性需求较大，海外贸易空间仍然偏紧，利好澳洲子公司业绩弹性释放。

投资建议

➢ 公司海外产能占比大，长协比例低，未来随着内蒙产能逐步达产，或将受益量价齐升。预计公司2022-2024年分别实现收入1968/2067/2170亿元，归母净利润分别为361/386/415亿元，分别同增120%/7%/7%，对应PE 6.4/6.0/5.6X，给予公司“买入-A”评级。

风险提示

➢ 海外局势缓和；煤价超预期下跌；价格强管控；环保监管风险；汇兑风险；战略转型不及预期。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	214,992	151,991	196,818	206,659	216,992
YoY(%)	7.1	-29.3	29.5	5.0	5.0
净利润(百万元)	7,613	16,438	36,137	38,612	41,457
YoY(%)	-17.7	115.9	119.8	6.8	7.4
毛利率(%)	13.2	29.4	39.0	39.0	39.0
EPS(摊薄/元)	1.54	3.32	7.30	7.80	8.38
ROE(%)	8.6	19.2	32.1	27.1	23.7
P/E(倍)	30.3	14.0	6.4	6.0	5.6
P/B(倍)	4.7	3.8	2.7	2.0	1.6
净利率(%)	3.5	10.8	18.4	18.7	19.1

数据来源: 最闻, 山西证券研究所

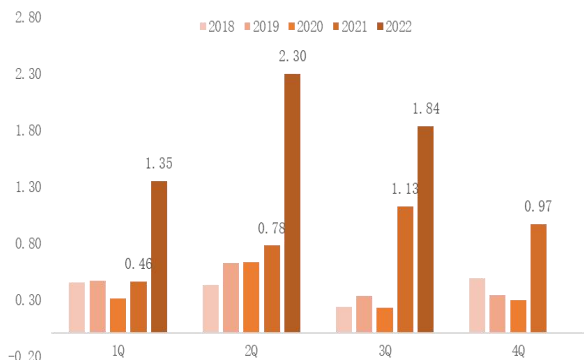


请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

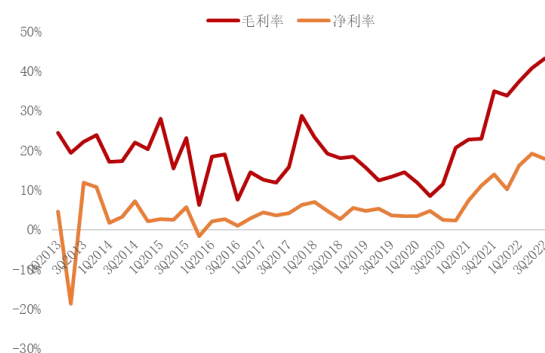


图 1：18Q1-22Q3 兖矿能源单季 EPS（元/股）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：13Q1-22Q3 兖矿能源单季毛利率和净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

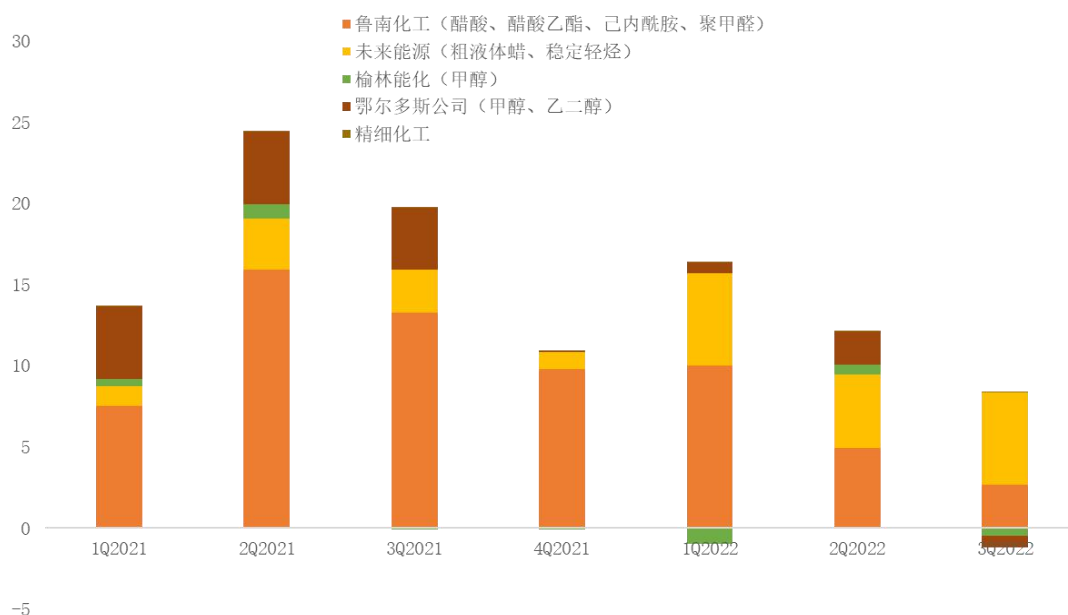
表 1：兖矿能源单季度煤炭量价和成本拆分（万吨；元/吨）

煤炭销量	1Q2022	2Q2022	3Q2022	环比	3Q2021	同比
集团合计	25265	27803	25562	-8%	26278	-3%
公司	7090	6479	5549	-14%	5897	-6%
山西能化	322	283	244	-14%	316	-23%
菏泽能化	517	306	347	13%	609	-43%
未来能源	2381	2900	3071	6%	3121	-2%
鄂尔多斯能化	2760	2761	2317	-16%	1658	40%
昊盛煤业	261	845	1550	83%	755	105%
内蒙古矿业	788	537	1486	177%	12	12283%
兖煤澳洲	7663	7990	6734	-16%	10281	-35%
兖煤国际	1222	1291	1144	-11%	1507	-24%
吨煤价格	1Q2022	2Q2022	3Q2022	环比	3Q2021	同比
集团合计	997	1310	1295	-1%	843	54%
公司	995	1320	1157	-12%	914	27%
山西能化	514	663	661	0%	469	41%
菏泽能化	1721	2395	1943	-19%	1604	21%
未来能源	723	852	713	-16%	808	-12%
鄂尔多斯能化	530	652	598	-8%	624	-4%
昊盛煤业	630	775	734	-5%	690	6%
内蒙古矿业	723	831	726	-13%		
兖煤澳洲	1144	1665	1920	15%	736	161%
兖煤国际	645	1131	1402	24%	586	139%
吨煤成本	1Q2022	2Q2022	3Q2022	环比	3Q2021	同比
集团合计	355	344	332	-3%	299	11%
公司	363	312	298	-4%	310	-4%
山西能化	331	405	360	-11%	358	0%

菏泽能化	618	630	562	-11%	551	2%
未来能源	162	157	136	-13%	152	-11%
鄂尔多斯能化	181	147	54	-63%	162	-67%
昊盛煤业	1013	480	346	-28%	379	-9%
内蒙古矿业	386	296	221	-25%		
兖煤澳洲	465	520	574	10%	362	58%
兖煤国际	375	461	514	12%	337	52%
<b>吨煤毛利</b>	<b>1Q2022</b>	<b>2Q2022</b>	<b>3Q2022</b>	<b>环比</b>	<b>3Q2021</b>	<b>同比</b>
集团合计	355	344	332	-3%	299	11%
公司	363	312	298	-4%	310	-4%
山西能化	331	405	360	-11%	358	0%
菏泽能化	618	630	562	-11%	551	2%
未来能源	162	157	136	-13%	152	-11%
鄂尔多斯能化	181	147	54	-63%	162	-67%
昊盛煤业	1013	480	346	-28%	379	-9%
内蒙古矿业	386	296	221	-25%		
兖煤澳洲	465	520	574	10%	362	58%
兖煤国际	375	461	514	12%	337	52%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：2021Q1-2022Q3 兖矿能源煤化工业务单季度销售毛利（亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	58072	89529	106812	110124	144774
现金	24542	45572	57542	63701	92913
应收票据及应收账款	4049	6187	7068	6849	7763
预付账款	3395	4890	5839	5427	6402
存货	7715	8455	9635	9359	10585
其他流动资产	18371	24425	26729	24788	27110
<b>非流动资产</b>	200838	199167	221140	224581	228342
长期投资	19026	20149	24273	28396	32520
固定资产	66114	75835	86711	85058	82743
无形资产	58855	62167	67132	69120	72259
其他非流动资产	56844	41016	43025	42006	40820
<b>资产总计</b>	258910	288696	327952	334705	373116
<b>流动负债</b>	102081	95722	112865	102354	120136
短期借款	15714	5716	5716	5716	5716
应付票据及应付账款	23924	25690	29816	28465	32730
其他流动负债	62443	64317	77333	68173	81690
<b>非流动负债</b>	77047	96486	87209	70493	53910
长期借款	60881	75049	65772	49056	32473
其他非流动负债	16166	21437	21437	21437	21437
<b>负债合计</b>	179128	192208	200074	172848	174045
少数股东权益	25664	28301	33229	38494	44147
股本	4860	4874	4949	4949	4949
资本公积	155	814	814	814	814
留存收益	45936	57279	73705	91256	110100
归属母公司股东权益	54118	68186	94650	123364	154923
<b>负债和股东权益</b>	258910	288696	327952	334705	373116

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	22233	36182	63564	47310	70434
净利润	6838	18567	41065	43877	47110
折旧摊销	9597	10471	9802	11074	11882
财务费用	2690	4913	4075	3522	2597
投资损失	-3686	-2144	-3500	-3500	-3500
营运资金变动	-136	-1464	12121	-7663	12344
其他经营现金流	6930	5840	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-13584	-4830	-28275	-11015	-12143
<b>筹资活动现金流</b>	-14408	-8035	-23319	-30136	-29078
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.54	3.32	7.30	7.80	8.38
每股经营现金流(最新摊薄)	4.49	7.31	12.84	9.56	14.23
每股净资产(最新摊薄)	9.88	12.14	17.47	23.27	29.65

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	214992	151991	196818	206659	216992
营业成本	186571	107336	120084	126088	132392
营业税金及附加	3421	4225	5905	6200	6510
营业费用	5425	2997	4920	5166	5425
管理费用	5376	6837	8857	9300	9765
研发费用	510	1140	1968	2067	2170
财务费用	2690	4913	4075	3522	2597
资产减值损失	-50	-1106	-1378	-1033	-651
公允价值变动收益	223	-129	0	0	0
投资净收益	3686	2144	3500	3500	3500
<b>营业利润</b>	14194	24265	53131	56783	60982
营业外收入	2106	439	1000	1000	1000
营业外支出	7047	663	800	800	800
<b>利润总额</b>	9254	24041	53331	56983	61182
所得税	2416	5474	12266	13106	14072
<b>税后利润</b>	6838	18567	41065	43877	47110
少数股东损益	-775	2129	4928	5265	5653
<b>归属母公司净利润</b>	7613	16438	36137	38612	41457
EBITDA	23085	38444	64256	68479	72407

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.1	-29.3	29.5	5.0	5.0
营业利润(%)	5.0	70.9	119.0	6.9	7.4
归属于母公司净利润(%)	-17.7	115.9	119.8	6.8	7.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.2	29.4	39.0	39.0	39.0
净利率(%)	3.5	10.8	18.4	18.7	19.1
ROE(%)	8.6	19.2	32.1	27.1	23.7
ROIC(%)	6.5	12.4	22.0	21.8	21.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	69.2	66.6	61.0	51.6	46.6
流动比率	0.6	0.9	0.9	1.1	1.2
速动比率	0.3	0.6	0.6	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	50.3	29.7	29.7	29.7	29.7
应付账款周转率	8.6	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>估值比率</b>					
P/E	30.3	14.0	6.4	6.0	5.6
P/B	4.7	3.8	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	14.3	8.3	4.7	4.2	3.4

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

