

## 兖矿能源 (600188.SH) 充分受益海外能源危机，战略转型成长可期

2022年10月31日

——公司三季度点评报告

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

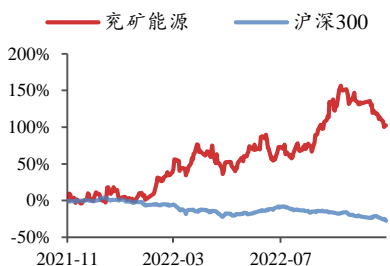
证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

日期	2022/10/28
当前股价(元)	43.60
一年最高最低(元)	56.14/21.50
总市值(亿元)	2,157.63
流通市值(亿元)	1,302.32
总股本(亿股)	49.49
流通股本(亿股)	29.87
近3个月换手率(%)	39.42

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《澳洲核心资产，助力兖矿能源乘势而上一公司深度报告》-2022.9.4

《H1 业绩大幅增长，H2 有望继续享受海外高煤价红利—公司2022年中报点评》-2022.8.28

《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

### ● 充分受益海外能源危机，战略转型成长可期。维持“买入”评级

公司发布三季报，2022年前三季度实现归母净利润271.3亿元，同比+135.25%；扣非后归母净利润268.4亿元，同比+128.26%。单季度来看，2022年Q3实现归母净利润90.9亿元，环比-20.0%；扣非后归母净利润90.0亿元，环比-19.5%。海内外煤价共振，公司前三季度业绩同比大增。Q4作为煤炭的传统旺季，旺盛需求有望支撑煤价，我们看好公司全年业绩表现。我们上调盈利预测，预计2022-2024年归母净利润360.8/389.3/403.9（前值351.4/368.6/384.1）亿元，同比+119.5%/7.9%/3.7%；EPS分别为7.29/7.87/8.16元；对应当前股价，PE为6.0/5.5/5.3倍。维持“买入”评级。

### ● 煤炭业务：量价齐升前三季度业绩高增，保供储备销量下滑影响Q3业绩

2022年前三季度：公司实现商品煤产/销量7656.5/7863.0万吨，同比-1.6%/+1.9%；自产煤销量6928.7万吨，同比+0.3%；国内销量4324.3万吨，同比+14.5%；澳洲销量2604.4万吨，同比-16.7%；煤炭综合售价1202.1元/吨，同比+74.5%；自产煤吨煤售价1136.7元，同比+182.7%；煤炭综合毛利718.9元/吨，同比+147.7%；自产煤吨煤毛利811.3元，同比+155.2%；煤炭业务毛利率59.8%，同比+17.7pct。  
Q3：公司实现商品煤产/销量2592.7/2556.2万吨，环比+1.7%/-8.1%；自产煤销量2244.4万吨，环比-5.9%；国内销量1456.6万吨，环比+0.1%；澳洲分部销量787.8万吨，环比-15.1%；煤炭综合售价1300.4元/吨，环比+0.2%；自产煤吨煤售价1233.0元，环比-0.6%；煤炭综合毛利815.3元/吨，环比+3.9%；自产煤吨煤毛利918.4元，环比+0.5%；煤炭业务毛利率62.7%，环比+2.3pct。

### ● 化工业务：下游需求羸弱致价格回落，盈利性短期承压

2022年前三季度：公司实现化工品产/销量490.6/457.1万吨，同比+10.4%/+13.8%；综合售价为3958.9元/吨，同比+2.4%；综合毛利为759.8元/吨，同比-47.1%；化工业务毛利率为19.2%，同比-18.0pct。Q3：公司实现化工品产/销量177.3/165.6万吨，环比+20.6%/+21.9%；综合售价为3698.1元/吨，环比-7.4%；综合毛利为434.8元/吨，环比-51.3%；化工业务毛利率为11.8%，环比-10.6pct。

### ● 战略转型稳步推进，未来成长空间广阔

10月23日，公司发布关于战略转型实施进展公告。矿业方面：营盘壕煤矿进入联合试生产；金鸡滩煤矿获得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，具备今后十年年产千万吨水平。公司将会通过内生与外延增长并举的方式，继续聚焦5-10年煤炭产量规模达到3亿吨/年的长期目标。化工方面：鲁南化工己内酰胺产业链配套工程、未来能源50万吨/年高温费托等项目建设稳步推进。化工业务继续聚焦高端精细低碳方向，力争5-10年化工品年产量达2000万吨以上，新材料及高端产品占比要达70%以上。

● 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	259,147	268,915	274,462
YOY(%)	7.1	-29.3	70.5	3.8	2.1
归母净利润(百万元)	7,122	16,259	36,083	38,934	40,388
YOY(%)	-28.2	128.3	119.5	7.9	3.7
毛利率(%)	13.2	29.4	34.6	35.6	36.2
净利率(%)	3.5	10.8	13.9	14.5	14.7
ROE(%)	8.6	19.2	34.2	27.0	21.9
EPS(摊薄/元)	1.54	3.32	7.29	7.87	8.16
P/E(倍)	28.3	13.1	6.0	5.5	5.3
P/B(倍)	4.4	3.6	2.5	1.7	1.3

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
<b>流动资产</b>	58,072	89,529	106,325	163,993	215,371
现金	24,542	45,572	59,354	118,890	165,595
应收票据及应收账款	4,049	6,187	8,004	6,711	8,796
其他应收款	3,129	2,479	5,275	3,248	5,483
预付账款	3,395	4,890	5,653	5,736	6,168
存货	7,715	8,455	8,867	10,001	9,552
其他流动资产	15,242	21,946	19,172	19,407	19,778
<b>非流动资产</b>	200,838	199,167	200,257	201,007	199,114
长期投资	19,026	20,149	22,672	25,313	27,918
固定资产	66,114	75,835	86,463	91,717	92,312
无形资产	58,855	62,167	59,717	57,267	54,816
其他非流动资产	56,844	41,016	31,405	26,710	24,067
<b>资产总计</b>	258,910	288,696	306,581	364,999	414,485
<b>流动负债</b>	102,081	95,722	91,618	100,324	98,770
短期借款	15,714	5,716	5,716	5,716	5,716
应付票据及应付账款	23,924	25,690	24,350	30,968	26,364
其他流动负债	62,443	64,317	61,551	63,639	66,690
<b>非流动负债</b>	77,047	96,486	83,159	84,203	84,757
长期借款	60,881	75,049	76,583	77,600	78,149
其他非流动负债	16,166	21,437	6,576	6,603	6,608
<b>负债合计</b>	179,128	192,208	174,776	184,527	183,527
少数股东权益	25,664	28,301	37,209	46,943	57,040
股本	4,860	4,874	4,949	4,949	4,949
资本公积	155	814	814	814	814
留存收益	45,936	57,279	79,775	104,108	129,351
<b>归属母公司股东权益</b>	54,118	68,186	94,596	133,530	173,918
负债和股东权益	258,910	288,696	306,581	364,999	414,485

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	22,233	36,182	50,304	72,579	58,818
净利润	6,838	18,567	44,992	48,668	50,485
折旧摊销	9,597	10,471	10,284	11,806	12,991
财务费用	2,690	4,913	3,978	4,034	4,117
投资损失	-3,686	-2,144	-1,339	-1,442	-1,424
营运资金变动	-136	-1,464	1,108	9,515	-7,351
其他经营现金流	6,930	5,840	-8,718	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-13,584	-4,830	-10,034	-11,113	-9,674
资本支出	12,012	10,440	7,266	20,048	20,048
长期投资	545	3,639	-2,523	-2,581	-2,605
其他投资现金流	-1,027	9,249	-5,292	6,353	7,769
<b>筹资活动现金流</b>	-14,408	-8,035	-26,488	-1,931	-2,439
短期借款	6,967	-9,998	-0	-0	-0
长期借款	20,180	14,168	1,534	1,018	549
普通股增加	-52	14	75	-0	-0
资本公积增加	-328	659	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-41,175	-12,878	-28,096	-2,949	-2,988
<b>现金净增加额</b>	-5,843	22,928	13,782	59,535	46,705

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	214,992	151,991	259,147	268,915	274,462
营业成本	186,571	107,336	169,364	173,071	175,040
营业税金及附加	3,421	4,225	7,204	7,476	7,630
营业费用	5,425	2,997	5,110	5,302	5,412
管理费用	5,376	6,837	11,657	12,097	12,346
研发费用	510	1,140	1,943	2,016	2,058
财务费用	2,690	4,913	3,978	4,034	4,117
资产减值损失	-50	-1,106	-0	-0	-0
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	3,686	2,144	1,339	1,442	1,424
资产处置收益	-46	73	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	14,194	24,265	61,231	66,361	69,283
营业外收入	2,106	439	905	1,035	1,121
营业外支出	7,047	663	2,147	2,506	3,091
<b>利润总额</b>	9,254	24,041	59,989	64,890	67,314
所得税	2,416	5,474	14,997	16,223	16,828
<b>净利润</b>	6,838	18,567	44,992	48,668	50,485
少数股东损益	-775	2,129	8,908	9,734	10,097
<b>归属母公司净利润</b>	7,122	16,259	36,083	38,934	40,388
EBITDA	22,833	38,218	70,669	76,198	78,493
EPS(元)	1.54	3.32	7.29	7.87	8.16

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.1	-29.3	70.5	3.8	2.1
营业利润(%)	5.0	70.9	152.3	8.4	4.4
归属于母公司净利润(%)	-28.2	128.3	119.5	7.9	3.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.2	29.4	34.6	35.6	36.2
净利率(%)	3.5	10.8	13.9	14.5	14.7
ROE(%)	8.6	19.2	34.2	27.0	21.9
ROIC(%)	6.4	12.3	24.1	21.1	18.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	69.2	66.6	57.0	50.6	44.3
净负债比率(%)	93.4	62.5	25.6	-13.1	-29.8
流动比率	0.6	0.9	1.2	1.6	2.2
速动比率	0.3	0.6	0.8	1.3	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.6	0.9	0.8	0.7
应收账款周转率	50.3	29.7	36.5	36.5	35.4
应付账款周转率	8.6	4.3	6.8	6.3	6.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.54	3.32	7.29	7.87	8.16
每股经营现金流(最新摊薄)	4.49	7.31	10.17	14.67	11.89
每股净资产(最新摊薄)	9.88	12.14	17.46	25.33	33.49
<b>估值比率</b>					
P/E	28.3	13.1	6.0	5.5	5.3
P/B	4.4	3.6	2.5	1.7	1.3
EV/EBITDA	13.8	8.0	4.1	3.1	2.6

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，属于商业秘密材料，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