

增持 (维持)

兖矿能源 (600188)

澳煤释放业绩弹性, 高比例兑现分红承诺

2023年04月12日

市场数据

市场数据日期	2023-04-07
收盘价(元)	34.09
总股本(百万股)	4948.70
流通股本(百万股)	4886.96
净资产(百万元)	94735.31
总资产(百万元)	295795.52
每股净资产(元)	19.14

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证煤炭】兖矿能源 2022 年三季报点评: 受益国际煤价上行, 产业结构逐步优化》2022-11-02

《【兴证煤炭】兖矿能源 2021 年报及 2022 年一季报点评: 业绩受益煤价弹性, 产业链有效控成本》2022-05-13

《兖州煤业 2020 年年报点评: 分红方案超预期, 瘦身增效聚焦主业发展》2021-03-29

分析师:

王锟

wangkun89@xyzq.com.cn

S0190521010002

投资要点

事件: 兖矿能源发布 2022 年年报。2022 年, 兖矿能源实现营收 2008.29 亿元, 同比+32.13%; 实现归母净利润 307.74 亿元, 同比+89.27%。2022Q4 单季度, 实现营收 494.82 亿元, 同比+5.38%; 实现归母净利润 36.46 亿元, 同比-22.88%。公司拟每 10 股送红股 5 股并派发现金股利 4.3 元, 分红总额 212.8 亿元, 占公司 2022 年归母净利润的 69.15%。

➤ **超预期高分红彰显投资价值。** 据 2022 年年报, 公司拟每 10 股送红股 5 股, 并每股派发现金股利 4.3 元(含税), 金额远超 0.5 元/股的分红承诺。2022 年现金分红总额将达到 212.8 亿元, 折合分红率 69.15%。以 2023 年 4 月 7 日收盘价计算, 股息率为 12.61%。公司超承诺分红回馈股东, 高现金分红彰显投资价值。

➤ **2022 年经营情况拆分: 业绩增长得益于煤价高位运行。煤炭业务: 得益于煤炭售价增加, 煤炭业务营收及毛利大幅提升。** 2022 年, 公司煤炭业务实现营收 1258.44 亿元, 同比+50.18%, 商品煤销量 10374.6 万吨, 同比-1.8%, 吨煤售价 1213 元/吨, 同比+52.9%, 吨煤成本 485.5 元/吨, 煤炭业务毛利率为 59.97%, 同比提升 16.09 个百分点。其中: 自产煤销量 9117.3 万吨, 同比-2.83%, 主要是由于兖煤澳洲煤炭销量下滑所致, 2022 年兖煤澳洲煤炭销量 2925.3 万吨, 同比减少 820.2 万吨, 降幅达 21.9%。自产煤售价为 1169.5 元/吨, 同比+63.1%, 自产煤销售成本 345.9 元/吨, 同比+4.0%, 因自产煤售价大幅增加, 2022 年自产煤销售实现毛利率 70.43%, 同比增加 16.82 个百分点; 贸易煤销量 1257.3 万吨, 同比+6.4%, 贸易煤售价为 1528.6 元/吨, 同比+9.2%, 贸易煤成本 1498.3 元/吨, 同比+11.9%。**煤化工: 原料成本上升及化工品售价下滑, 板块毛利率下滑。** 2022 年, 公司煤化工业务实现收入 242.73 亿元, 同比+13.41%。化工产品销量 626.2 万吨, 同比+19.37%, 主要产品甲醇/乙二醇/醋酸销量分别为 338.0/32.1/71.2 万吨, 同比+44.5%/+8.6%/-6.0%。化工产品平均售价 3876 元/吨, 同比-5.0%, 煤化工业务毛利率 20.53%, 同比减少 11.48 个百分点, 主要由于化工产品价格下滑以及原料成本上升所致。

➤ **在建及现有煤矿产能有望提升煤炭产量。** 公司投产矿井逐步放量, 2022 年 3 月投产的营盘壕煤矿(800 万吨/年)仍处于产量爬坡阶段, 此外, 金鸡滩矿井于 2022 年核增产能 200 万吨/年以及石拉乌素煤矿(800 万吨/年)受矿震影响产能利用率偏低, 预计 2023 年公司煤炭产量仍有提升空间。此外, 随着澳洲极端天气消退, 澳洲矿井生产将逐步恢复, 预计兖煤澳洲煤炭产量将明显恢复。

投资策略: 2023 年年初至今, 年度长协价格较 2022 年基本持平, 煤价中枢平稳。综合考虑煤炭基本面的内外部因素, 我们判断煤价中枢将持稳。此外, 公司在产煤矿逐步达产, 以及随着澳洲天气好转, 兖矿澳洲煤炭销量有望恢复至往年水平, 2023 年公司煤炭销量有望明显增长。此外, 公司在利润波动的情况下, 分红方案连续多年超预期, 投资价值彰显。据此, 我们调整了盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 339.37/358.79/362.22 亿元, 同比+10.3%/+5.7%/+1.0%, 对应 EPS 为 6.86/7.25/7.32 元, 对应 4 月 7 日收盘价 PE 分别为 5.0/4.7/4.7 倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动、煤价大幅波动、电价调整、环保安监政策调整、在建工程不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	200829	208326	220341	228024
同比增长	32.1%	3.7%	5.8%	3.5%
归母净利润(百万元)	30774	33937	35879	36222
同比增长	89.3%	10.3%	5.7%	1.0%
毛利率	40.9%	38.1%	38.0%	37.3%
ROE	32.5%	25.3%	23.9%	22.0%
每股收益(元)	6.22	6.86	7.25	7.32
市盈率	5.5	5.0	4.7	4.7

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件：兖矿能源发布 2022 年年度报告

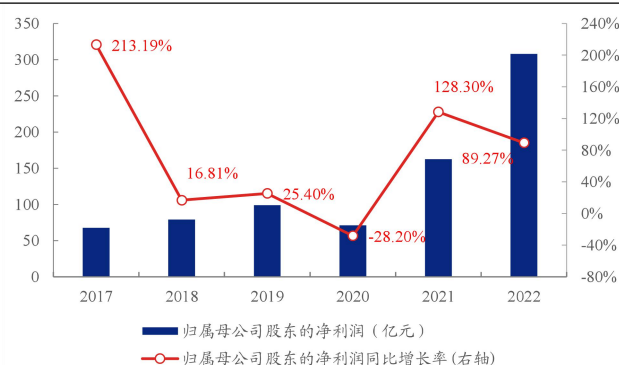
2022 年，兖矿能源实现营业收入 2008.29 亿元，同比增加 32.13%；实现归母净利润 307.74 亿元，同比上升 89.27%。2022Q4 单季度，实现营业收入 494.82 亿元，同比+5.38%；实现归母净利润 36.46 亿元，同比-22.88%。公司拟每 10 股送红股 5 股并派发现金股利 43 元，分红总额 212.8 亿元，占公司 2022 年归母净利润的 69.15%。对此，我们点评如下：

图表 1、兖矿能源 2022 年营收增速转正



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、兖矿能源 2022 年归母净利润维持高增长



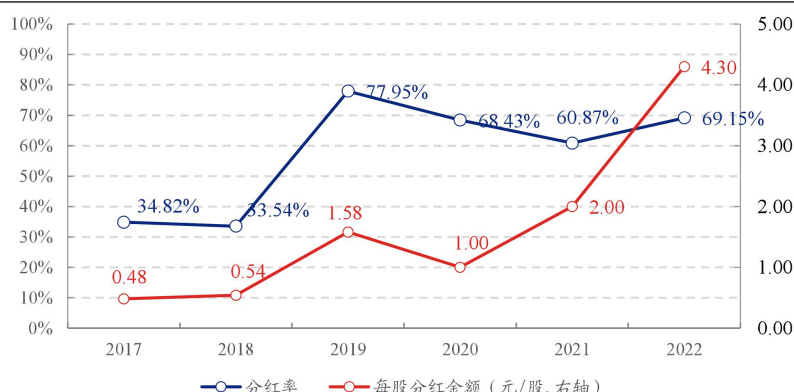
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

点评

超预期高分红彰显投资价值

公司于 2020 年 12 月 9 日宣布在 2020-2024 年度现金分红比例不低于 0.5 元/股。据 2022 年年报，公司拟每 10 股送红股 5 股，并每 10 股派发 2022 年度现金股利 30.7 元(含税)，另每 10 股派发特别现金股利 12.3 元(含税)，合计拟每股派发现金股利 4.3 元(含税)，金额远超 0.5 元/股的分红承诺。2022 年现金分红总额将达到 212.8 亿元，占归母净利润的 69.15%。以 2023 年 4 月 7 日收盘价 34.09 元/股计算，公司 2022 年分红的股息率为 12.61%。公司超承诺分红回馈股东，高现金分红彰显投资价值。

图表 3、2022 年兖矿能源现金分红 4.3 元/股，远超 0.5 元/股的承诺



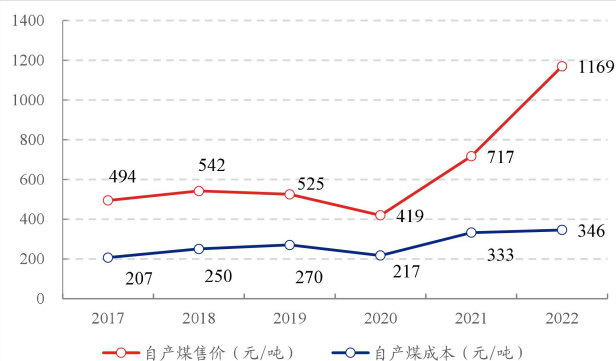
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年经营情况拆分：业绩增长得益于煤价高位运行

煤炭业务：得益于煤炭售价增加，煤炭业务营收及毛利大幅提升。2022 年，公司煤炭业务实现营收 1258.44 亿元，同比+50.18%。2022 年公司商品煤销量 10374.6 万吨，同比-1.8%，吨煤售价 1213 元/吨，同比+52.9%，吨煤成本 485.5 元/吨，煤炭业务毛利率为 59.97%，同比提升 16.09 个百分点。其中：

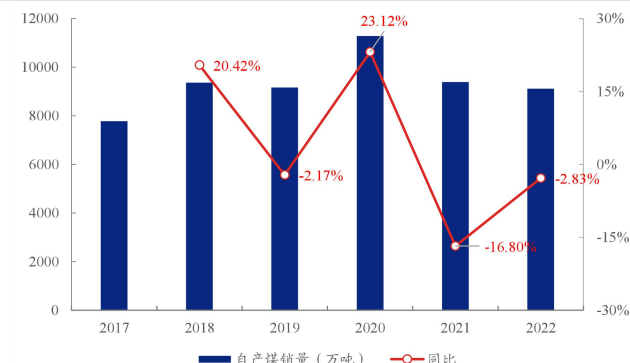
- 1) 2022 年公司自产煤销量 9117.3 万吨，同比-2.83%，自产煤销量占商品煤销量比重为 87.9%，同比下滑 0.9 个百分点，主要是由于兖煤澳洲煤炭销量下滑所致，2022 年兖煤澳洲煤炭销量 2925.3 万吨，同比减少 820.2 万吨，降幅达 21.9%。自产煤销售价格为 1169.5 元/吨，同比+452.7 元/吨 (+63.1%)，自产煤销售成本 345.9 元/吨，同比+13.3 元/吨 (+4.0%)，因自产煤售价大幅增加，2022 年自产煤销售实现毛利率 70.43%，同比增加 16.82 个百分点；
- 2) 2022 年公司贸易煤销量 1257.3 万吨，同比+6.4%，贸易煤销量占商品煤销量比重为 12.1%，同比增加 0.9 个百分点。贸易煤售价为 1528.6 元/吨，同比+128.7 元/吨(+9.2%)，贸易煤成本 1498.3 元/吨，同比+158.9 元/吨(+11.9%)。

图表 4、兖矿能源自产煤售价与吨煤成本 (元/吨)



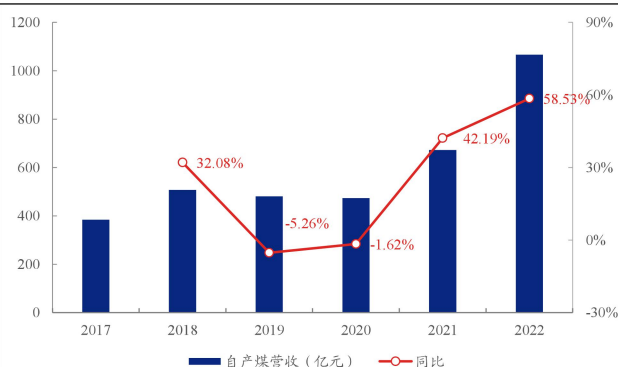
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、兖矿能源自产煤销量及同比 (万吨)



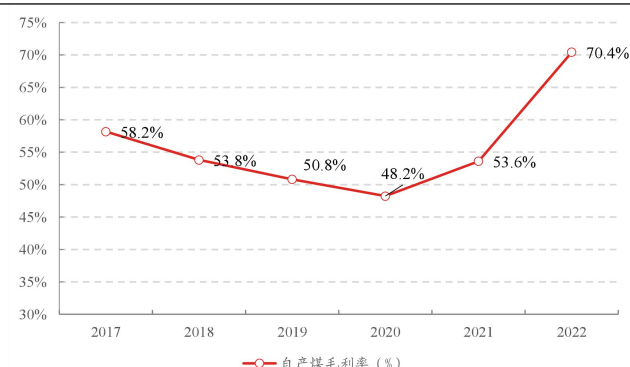
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、兖矿能源自产煤营收及同比(亿元)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、2022 年兖矿能源自产煤毛利率达 70.4%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

煤化工: 原料成本上升及化工品售价下滑, 板块毛利率下滑。2022 年, 公司煤化工业务实现收入 242.73 亿元, 同比+13.41%。**销量:**2022 年公司化工产品销量 626.2 万吨, 同比+19.37%, 主要产品甲醇/乙二醇/醋酸销量分别为 338.0/32.1/71.2 万吨, 同比+44.5%/+8.6%/-6.0%。**价格:**化工产品平均价格为 3876 元/吨, 同比-5.0%。**毛利率:**2022 年公司煤化工业务毛利率 20.53%, 同比减少 11.48 个百分点, 主要由于化工产品价格下滑以及原料成本上升所致。

在建及现有煤矿产能有望提升煤炭产量

公司投产矿井逐步放量, 2022 年 3 月投产的营盘壕煤矿(800 万吨/年)仍处于产量爬坡阶段, 同时, 金鸡滩矿井于 2022 年核增产能 200 万吨/年(至 1700 万吨/年)以及石拉乌素煤矿(800 万吨/年)受矿震影响产能利用率偏低, 预计 2023 年公司煤炭产量仍有提升空间。此外, 随着澳洲极端天气消退, 澳洲矿井生产将逐步恢复, 预计兖煤澳洲煤炭产量将明显恢复。

资本开支: 2023 年计划维简费支出占一半

2022 年公司完成资本开支 123.63 亿元, 2023 年计划资本性支出为 149.96 亿元, 其中, 基建项目预计支出 55.39 亿, 较 2022 年增长 57.45%, 主要用于煤炭矿井基建、化工项目基建与物流和储配项目基建; 维持简单再生产是 2023 年资本开支主要流向, 计划支出 76.80 亿元(占总支出 51.21%)。公司的主要投资项目包括: 万福煤矿(建设规模为 180 万吨/年, 预计 2024 年投产)、兖矿泰安港公铁水联运物流园分码头。

投资策略

在煤价中枢持稳阶段, 公司煤炭板块盈利仍是公司能否实现增长的关键要素。2021 年以来, 煤炭长协价格提升明显, 煤价中枢显著上移, 2023 年年初至今, 年度长协价格较 2022 年基本持平, 煤价中枢平稳。综合考虑煤炭基本面的内外部因素,

我们判断煤价中枢将持稳。此外，公司在产煤矿逐步达产，以及随着澳洲天气好转，兖煤澳洲煤炭销量有望恢复至往年水平，2023年公司煤炭销量有望明显增长。此外，公司在利润波动的情况下，分红方案连续多年超预期，投资价值彰显。据此，我们调整了盈利预测，预计公司2023-2025年归属于母公司的净利润分别为339.37/358.79/362.22亿元，同比+10.3%/+5.7%/+1.0%，对应EPS为6.86/7.25/7.32元，对应4月7日的收盘价PE分别为5.0/4.7/4.7倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

宏观经济波动、煤价大幅波动、电价调整、环保安监政策变化，在建工程不及预期等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	88699	102113	110593	120761
货币资金	45178	55901	63400	72311
交易性金融资产	96	0	0	0
应收票据及应收账款	6690	7507	7742	8080
预付款项	4129	4950	5084	5373
存货	8917	9758	10320	10800
其他	23690	23997	24047	24196
非流动资产	207097	224274	239891	252738
长期股权投资	22330	21603	21845	21764
固定资产	82961	91633	102753	114083
在建工程	16101	27661	34596	38758
无形资产	59737	57203	54675	52145
商誉	310	308	309	309
长期待摊费用	358	296	233	170
其他	25300	25570	25480	25510
资产总计	295796	326387	350484	373499
流动负债	83165	88187	89353	91224
短期借款	1319	1319	1319	1319
应付票据及应付账款	29772	31,865	33,951	35,443
其他	52074	55003	54082	54462
非流动负债	84545	64273	64358	64338
长期借款	38224	18224	18224	18224
其他	46321	46049	46134	46114
负债合计	167710	152459	153711	155562
股本	4949	4949	4949	4949
资本公积	1713	1713	1713	1713
未分配利润	77265	111202	126719	141414
少数股东权益	33350	39528	46381	53009
股东权益合计	128085	173928	196773	217938
负债及权益合计	295796	326387	350484	373499

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	30774	33937	35879	36222
折旧和摊销	10761	12364	14536	17102
资产减值准备	2408	141	7	44
资产处置损失	-23	0	0	0
公允价值变动损失	117	0	0	0
财务费用	4965	0	0	0
投资损失	-2156	-2152	-2154	-2153
少数股东损益	8203	6178	6853	6628
营运资金的变动	-3878	-456	1027	372
经营活动产生现金流量	53450	50635	55936	58293
投资活动产生现金流量	-12632	-25574	-28571	-27689
融资活动产生现金流量	-43271	-14338	-19866	-21693
现金净变动	-1421	10723	7500	8911
现金的期初余额	40045	45178	55901	63400
现金的期末余额	38624	55901	63400	72311

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	200829	208326	220341	228024
营业成本	118609	128944	136671	142924
税金及附加	6790	7044	7450	7710
销售费用	6338	6575	6954	7196
管理费用	6589	8103	7900	8522
研发费用	2117	2196	2323	2404
财务费用	5052	0	0	0
其他收益	157	144	148	147
投资收益	2156	2152	2154	2153
公允价值变动收益	-117	0	0	0
信用减值损失	61	-147	-78	-101
资产减值损失	-2408	-1974	-2119	-2071
资产处置收益	23	0	0	0
营业利润	54096	55640	59149	59396
营业外收入	388	405	400	402
营业外支出	326	438	401	413
利润总额	54159	55607	59148	59384
所得税	14720	15114	16077	16141
净利润	39438	40493	43072	43243
少数股东损益	8203	6178	6853	6628
归属母公司净利润	30774	33937	35879	36222
EPS(元)	6.22	6.86	7.25	7.32

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	32.1%	3.7%	5.8%	3.5%
营业利润增长率	122.9%	2.9%	6.3%	0.4%
归母净利润增长率	89.3%	10.3%	5.7%	1.0%
盈利能力				
毛利率	40.9%	38.1%	38.0%	37.3%
归母净利率	15.3%	16.3%	16.3%	15.9%
ROE	32.5%	25.3%	23.9%	22.0%
偿债能力				
资产负债率	56.7%	46.7%	43.9%	41.6%
流动比率	1.07	1.16	1.24	1.32
速动比率	0.96	1.05	1.12	1.21
营运能力				
资产周转率	68.7%	67.0%	65.1%	63.0%
应收账款周转率	2957.4%	2830.4%	2778.1%	2774.1%
存货周转率	1340.3%	1337.9%	1318.9%	1311.2%
每股资料(元)				
每股收益	6.22	6.86	7.25	7.32
每股经营现金	10.80	10.23	11.30	11.78
每股净资产	19.14	27.16	30.39	33.33
估值比率(倍)				
PE	5.5	5.0	4.7	4.7
PB	1.8	1.3	1.1	1.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn