

2021年08月28日

# 兖州煤业 (600188.SH)

## 公司快报

煤炭 | 动力煤 III

投资评级

**买入-B(维持)**

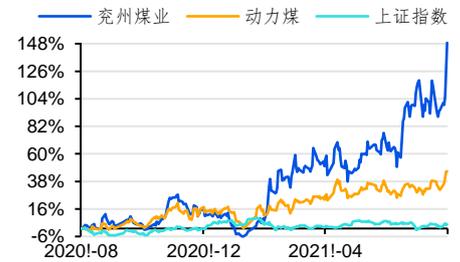
股价(2021-08-27)

21.37 元

### 交易数据

总市值(百万元)	104,161.31
流通市值(百万元)	63,558.31
总股本(百万股)	4,874.18
流通股本(百万股)	2,974.18
12个月价格区间	8.43/21.39 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.02	70.51	143.24
绝对收益	19.19	68.11	148.38

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001  
 yanglihong@huajinsec.cn

### 相关报告

 兖州煤业: 澳洲板块见底, 盈利重归增长  
 2021-03-28

兖州煤业: 投资收益贡献业绩 2020-08-29

兖州煤业: 澳洲板块拖累业绩 2020-04-23

 兖州煤业: 费用压缩贡献盈利增长, 高分红  
 提升配置价值 2019-08-31

 兖州煤业: 澳洲产区成为主要盈利增长点  
 2019-03-30

## 煤化工成利润增长点, 澳洲复苏贡献尚待显现

### 投资要点

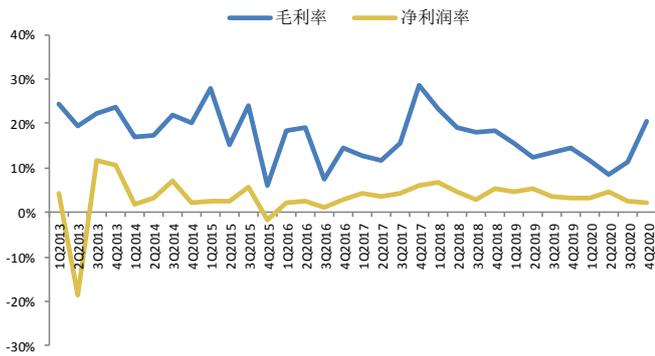
- ◆ **2021 年中期归母同比增长 31.35%:** 2021 年中公司实现收入 653.80 亿元, 同比下降 40.35%, 实现归母净利润 60.41 亿元, 同比增长 31.35%; 毛利率为 22.83%, 同比提升 13 个百分点; 净利润率为 9.24%, 同比升 5 个百分点, EPS 为 1.24 元; Q2 单季度 EPS 为 0.78 元, 环比增 68.4%, 为上市以来单季度最高。
- ◆ **煤炭量降价升, 盈利贡献下降系基数原因:** 公司收入下降、盈利增长的主要原因收入占比较高的低毛利非煤贸易业务收缩所致, 21 年中期非煤贸易贡献收入占比同比降低 31%至 31.53%。就核心业务煤炭来看, 21 年中期为公司贡献收入 343.67 亿元, 同比下降 12.68%, 贡献营业利润 52.04 亿元, 同比下降 39.86%。煤炭板块收入与盈利下降的原因有: 一是煤炭销量下降 13.42%至 5097 万吨, 受本部冲击地压、鄂尔多斯安全检查、澳洲地质和暴雨洪灾等影响, 公司各区域产量均有下降; 二是成本上升, 尽管销售均价同比上升 26.21%至 607.97 元/吨, 但由于产能利用率降低以及 18.38 亿元运输费由销售费用调整至成本项下, 导致吨煤成本上升 17.47%; 三是最重要的基数原因, 上年同期公司收购莫拉本煤炭合营企业 10%权益, 一次性确认投资收益 34.01 亿元和利得 4.54 亿元, 影响去年同期归属于母公司股东净利润 24.00 亿元。
- ◆ **煤化工板块成为利润增长点:** 受煤化工产品价格上涨、公司在建项目投产以及收购集团资产的影响, 煤化工板块对公司收入和利润的贡献大幅增加, 2021 年上半年, 煤化工板块贡献收入 169.43 亿元, 同比(调整口径)增长 109.98%, 占合并前收入的比重为 25.92%, 占比提升 18.9 个百分点; 贡献营业利润 26.64 亿元, 同比扭亏增盈, 占营业利润的比重达到 34.04%, 成为重要的利润增长点。
- ◆ **澳洲下半年有望成为盈利增量:** 21 年上半年兖煤澳洲煤炭产量 1751 万吨, 同比下降 4.97%, 吨煤均价 470.59 元/吨, 同比上涨 1.25%, 受运输费用调整影响, 吨煤毛利 52 元, 同比下降 68.11%, 兖煤澳洲整体净亏损 6.38 亿元; 受全球煤炭市场复苏, 澳煤价格下半年加速回升, 参考 NEWC 价格的上半年均价为 76.67 美元/吨, 7 月-8 月均价为 160 美元/吨, 创 08 年 7 月以来新高, 预计澳洲板块盈利能力恢复性增长成为主要利润增长点。
- ◆ **维持买入-B 评级:** 澳大利亚煤价和煤化工产品价格上涨超过我们年初预期, 据此上调公司盈利预测, 调整后 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.81、3.01 和 3.15 元, 净资产收益率分别为 18.4%、17.0%和 15.5%。煤化工和澳洲板块为公司业绩增加助力, 且公司承诺 2020-2024 年分红不低于 50%, 且不低于 0.5 元/股, 我们重申对公司的买入-B 评级。
- ◆ **风险提示:** 煤价下跌超预期风险; 环保监管风险; 汇兑风险; 项目投达产进度不及预期的风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,647	214,992	177,087	179,199	181,336
YoY(%)	23.1	7.1	-17.6	1.2	1.2
净利润(百万元)	8,668	7,122	13,694	14,692	15,342
YoY(%)	9.6	-17.8	92.3	7.3	4.4
毛利率(%)	13.9	13.2	21.8	21.8	21.8
EPS(摊薄/元)	1.78	1.46	2.81	3.01	3.15
ROE(%)	13.3	8.6	18.4	17.0	15.5
P/E(倍)	7.4	9.0	4.7	4.4	4.2
P/B(倍)	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8
净利率(%)	4.3	3.3	7.7	8.2	8.5

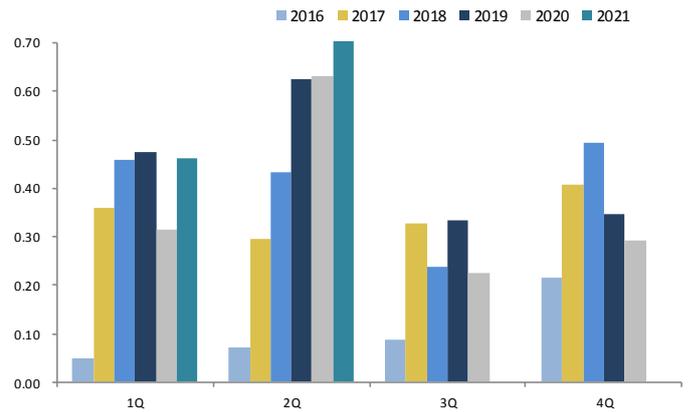
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2021Q2 公司分季度毛利率和利润率



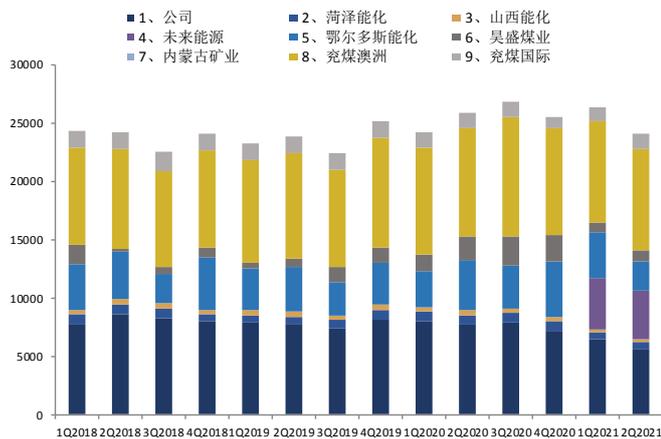
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2021Q2 公司单季度 EPS 单位: 元



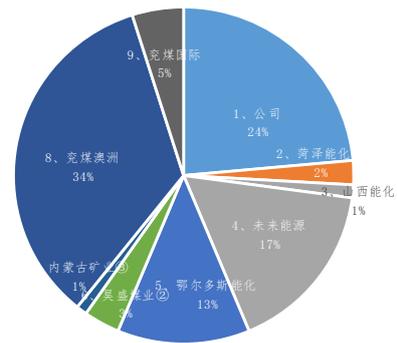
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2012-2021 年中分产区煤炭销量 单位: 万吨



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2021 年中分产区销量贡献



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2021 年 Q2 公司分季度商品煤产量及吨煤价格、成本与毛利 单位: 千吨、元/吨

煤炭销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2020H1	2021H1	YoY
集团合计	26,864	43,298	26,348	24,621	-6.55%	25,893	24,621	-4.91%
公司	7,813	7,115	6,394	5,619	-12.12%	7,731	5,619	-27.32%
山西能化	417	445	586	595	1.54%	779	595	-23.62%
菏泽能化	844	842	354	277	-21.75%	445	277	-37.75%
未来能源	-	-	4294	4162	-3.07%	-	4162	-
鄂尔多斯能化	3642	4738	3962	2456	-38.01%	4321	2456	-43.16%
昊盛煤业	2556	2208	822	926	12.65%	1996	926	-53.61%
内蒙古矿业	-	-	-	-	-	-	-	-
充煤澳洲	10,186	9,162	8,736	8,776	0.46%	9,279	8,776	-5.42%
充煤国际	1,405	1,027	1,200	1,292	7.67%	1,343	1,292	-3.80%
吨煤价格	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2020H1	2021H1	YoY
集团合计	453	453	565	654	15.75%	479	654	36.42%

煤炭销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2020H1	2021H1	YoY
公司	497	632	673	722	7.28%	494	722	46.12%
山西能化	252	313	565	654	15.75%	479	654	36.42%
菏泽能化	844	879	353	435	23.23%	264	435	64.95%
未来能源		356	454	617	35.90%	-	617	-
鄂尔多斯能化	262	310	354	495	39.83%	218	495	127.15%
昊盛煤业	289	339	425	547	28.71%	265	547	106.49%
内蒙古矿业	-	-	-	-	-	-	-	-
兖煤澳洲	351	381	447	494	10.51%	461	494	7.19%
兖煤国际	328	372	396	433	9.34%	381	433	13.69%
吨煤毛利	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2020H1	2021H1	YoY
集团合计	223	357	329	273	-17.02%	261	302	4.53%
公司	262	512	389	354	-9.00%	249	372	41.82%
山西能化	30	117	129	81	-37.21%	56	103	43.42%
菏泽能化	478	691	131	-36	-127.48%	70	58	-151.41%
未来能源	-	242	341	473	38.71%	-	-	-
鄂尔多斯能化	99	336	211	325	54.03%	49	255	564.08%
昊盛煤业	140	237	250	42	-83.20%	94	140	-54.62%
内蒙古矿业	-	-	-	-	-	-	-	-
兖煤澳洲	88	95	153	-48	-131.37%	151	52	-132.02%
兖煤国际	122	68	141	-35	-124.82%	103	50	-133.87%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	63562	58072	30366	56157	29632	<b>营业收入</b>	200647	214992	177087	179199	181336
现金	27274	24542	2052	22956	1094	营业成本	172736	186571	138457	140109	141779
应收票据及应收账款	4495	4049	5418	3458	5377	营业税金及附加	2135	3421	2351	2615	2527
预付账款	3484	3395	2271	3463	2340	营业费用	5683	5425	3010	2688	2720
存货	7300	7715	3428	7848	3562	管理费用	4492	5376	4891	4839	4844
其他流动资产	21009	18371	17197	18433	17259	研发费用	265	510	272	302	316
<b>非流动资产</b>	144259	200838	191053	194485	194691	财务费用	2537	2690	3990	3180	2424
长期投资	17634	19026	21405	23687	26001	资产减值损失	-173	-50	0	0	0
固定资产	43916	66114	54350	52344	49446	公允价值变动收益	240	223	38	32	133
无形资产	49314	58855	65015	70939	74057	投资净收益	1734	3686	1138	1040	1073
其他非流动资产	33395	56844	50282	47515	45188	<b>营业利润</b>	13521	14194	25290	26538	27932
<b>资产总计</b>	207821	258910	221419	250642	224323	营业外收入	688	2106	950	941	871
<b>流动负债</b>	73320	102081	68963	95069	66178	营业外支出	166	7047	3697	4225	4520
短期借款	8748	15714	32701	12765	28890	<b>利润总额</b>	14043	9254	22542	23254	24283
应付票据及应付账款	19554	23924	8342	24309	8731	所得税	2934	2416	5636	5116	5342
其他流动负债	45018	62443	27919	57996	28557	<b>税后利润</b>	11110	6838	16907	18138	18941
<b>非流动负债</b>	50977	77047	60614	48760	35766	少数股东损益	1862	-775	3212	3446	3599
长期借款	40701	60881	44448	32594	19600	<b>归属母公司净利润</b>	8668	7122	13694	14692	15342
其他非流动负债	10276	16166	16166	16166	16166	EBITDA	23264	23085	34303	34630	35408
<b>负债合计</b>	124297	179128	129577	143829	101944	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	20232	25664	28876	32323	35921	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	4912	4860	4873	4873	4873	<b>成长能力</b>					
资本公积	483	155	155	155	155	营业收入(%)	23.1	7.1	-17.6	1.2	1.2
留存收益	50317	45936	54390	63459	72929	营业利润(%)	-12.0	5.0	78.2	4.9	5.3
归属母公司股东权益	63292	54118	62966	74490	86458	归属于母公司净利润(%)	9.6	-17.8	92.3	7.3	4.4
<b>负债和股东权益</b>	207821	258910	221419	250642	224323	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	13.9	13.2	21.8	21.8	21.8
						净利率(%)	4.3	3.3	7.7	8.2	8.5
						ROE(%)	13.3	8.6	18.4	17.0	15.5
						ROIC(%)	10.1	6.5	12.6	14.9	13.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	59.8	69.2	58.5	57.4	45.4
						流动比率	0.9	0.6	0.4	0.6	0.4
						速动比率	0.5	0.3	0.1	0.3	0.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	29.4	50.3	37.4	40.4	41.0
						应付账款周转率	10.5	8.6	8.6	8.6	8.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	7.4	9.0	4.7	4.4	4.2
						P/B	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8
						EV/EBITDA	5.3	7.1	5.4	3.9	4.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	24871	22233	-12178	69662	-11350
净利润	11110	6838	16907	18138	18941
折旧摊销	6823	9597	7912	8340	8845
财务费用	2537	2690	3990	3180	2424
投资损失	-1734	-3686	-1138	-1040	-1073
营运资金变动	4653	-136	-39811	41077	-40354
其他经营现金流	1483	6930	-38	-32	-133
<b>投资活动现金流</b>	-5972	-13584	3049	-10701	-7844
<b>筹资活动现金流</b>	-23372	-14408	-33925	-17493	-18511

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.78	1.46	2.81	3.01	3.15
每股经营现金流(最新摊薄)	5.10	4.56	-2.50	14.30	-2.33
每股净资产(最新摊薄)	10.87	10.03	11.85	14.21	16.67

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn