

兖州煤业 (600188.SH) 煤化工盈利弹性放大, 看好海外煤价上涨释放业绩

2021年08月29日

——公司中报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

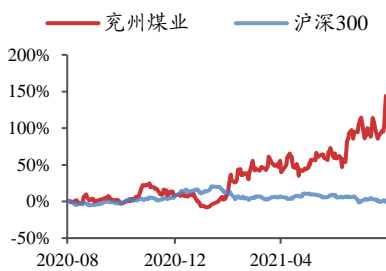
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/8/27
当前股价(元)	21.37
一年最高最低(元)	21.39/8.43
总市值(亿元)	1,041.61
流通市值(亿元)	635.58
总股本(亿股)	48.74
流通股本(亿股)	29.74
近3个月换手率(%)	66.32

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司一季报点评报告-一季度业绩大增, 煤化工释放业绩弹性》-2021.4.30

《公司首次覆盖报告-低估值动力煤龙头, 海内外外亮点》-2021.4.7

● **煤化工盈利弹性放大, 看好海外煤价上涨释放业绩。维持“买入”评级**
 公司发布中报, 2021H1 实现营业收入 654 亿元 (同比-43.4%); 归母净利润 60.4 亿元 (同比+13.8%); 扣非后归母净利润 60.7 亿元 (同比+104%)。2021Q2 实现归母净利润 37.9 亿元 (环比+68.4%)。Q2 业绩增长超预期, 主要受益于煤化工业绩弹性放大。下半年海内外煤价有望持续高景气, 看好公司全年业绩表现, 我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年实现归母净利润 143.2/156.5/160.2 (前值 118.6/129.8/133.1) 亿元, 同比增长 101%/9.3%/2.4%; EPS 分别为 2.94/3.21/3.29 (前值 2.84/3.16/3.24) 元, 对应当前股价, PE 为 7.3/6.7/6.5 倍。相较于向好的业绩表现, 公司低估值特点明显, 看好估值修复。维持“买入”评级。

● **安检趋严煤炭产销受限, 煤价上涨形成对冲**

煤炭产销量下滑。2021H1 商品煤产/销量为 5097/5091 万吨 (同比-13.4%/-30.9%), 其中自产煤销量 4489 万吨 (同比-18.2%), 受上半年安全环保政策影响, 公司境内煤矿生产受限, 山东本部销量下滑幅度最大 (同比-485 万吨, 降幅 31.5%)。同时, 贸易煤销量同比缩减 69.1%。煤价国内大涨, 海外稳定。2021H1 综合吨煤价格为 608 元/吨 (同比+26.2%), 其中国内自产煤吨煤价格涨幅较大, 均价为 589 元 (同比+39.6%); 海外煤价涨幅较小, 均价为 464 元/吨 (同比+2.8%)。成本增幅较大。H1 综合吨煤成本 402 元/吨 (同比+21.5%), 其中自产煤吨煤成 319 元/吨 (同比+32.5%), 主因矿井智能化改造与安全投入加大, 以及海外运费计入营业成本。吨煤盈利性提升, 但毛利下滑。H1 综合吨煤毛利 206 元/吨 (同比+36.6%), 毛利率为 33.9% (同比+2.6pct), 除煤价上涨外, 主因低毛利的贸易煤规模缩减; 煤炭板块毛利为 105 亿元 (同比-5.6%), 主要受销量下滑拖累。

● **煤化工量价齐升, 业绩弹性显著释放**

2021H1 公司主要煤化工产品销量均实现增长。化工品总销量达 269 万吨 (同比+35.2%), 其中甲醇、醋酸、醋酸乙酯、粗液体蜡销量同比+33%/+0.3%/+34%/+39%, 荣信二期项目投产贡献甲醇增量, 并新增乙二醇 15.4 万吨。化工品全面涨价, 盈利弹性显著释放。甲醇、醋酸、醋酸乙酯三大产品价格分别同比上涨 34%/173%/62%, 吨毛利同比分别增长 44%/672%/1407%。煤化工贡献毛利 38 亿元 (同比+552%), 醋酸主体鲁南化工贡献净利润 19.6 亿元 (同比+20.2 亿元)。

● **煤化工多线布局产能扩张, 澳洲煤价上涨利好弹性释放**

煤化工仍布局有较多增量, 榆林二期 80 万吨甲醇、鲁南化工 30 万吨己内酰胺有望于年内投产; 醋酸及合成氨产线扩能有望进一步提升产量。下半年以来澳洲煤价快速走强, 7-8 月纽卡斯尔港口均价较 H1 上涨 61%, 利好兖煤澳洲业绩释放。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期, 煤炭价格下跌, 汇率波动, 新增产能进度落后

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,647	214,992	250,925	255,090	257,832
YOY(%)	23.1	7.1	16.7	1.7	1.1
归母净利润(百万元)	8,668	7,122	14,318	15,646	16,018
YOY(%)	9.6	-17.8	101.0	9.3	2.4
毛利率(%)	13.9	13.2	15.9	16.6	16.7
净利率(%)	4.3	3.3	5.7	6.1	6.2
ROE(%)	13.3	8.6	18.9	17.1	14.9
EPS(摊薄/元)	1.78	1.46	2.94	3.21	3.29
P/E(倍)	12.0	14.6	7.3	6.7	6.5
P/B(倍)	2.0	2.1	1.8	1.4	1.2

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	63,562	58,072	45,866	79,462	63,810
现金	27,274	24,542	4,749	45,048	22,422
应收票据及应收账款	4,495	4,049	9,365	3,269	9,293
其他应收款	3,043	3,129	2,545	3,531	2,676
预付账款	3,484	3,395	4,961	3,424	5,049
存货	7,300	7,715	8,234	8,039	8,452
其他流动资产	17,966	15,242	16,012	16,151	15,917
非流动资产	144,259	200,838	209,636	218,803	226,894
长期投资	17,634	19,026	22,818	26,087	29,467
固定资产	43,916	66,114	83,667	96,261	105,375
无形资产	49,314	58,855	56,737	54,618	52,500
其他非流动资产	33,395	56,844	46,414	41,837	39,553
资产总计	207,821	258,910	255,501	298,265	290,704
流动负债	73,320	102,081	96,634	120,219	93,706
短期借款	8,748	15,714	15,714	15,714	15,714
应付票据及应付账款	19,554	23,924	19,715	25,354	20,447
其他流动负债	45,018	62,443	61,205	79,151	57,544
非流动负债	50,977	77,047	66,470	66,568	65,987
长期借款	40,701	60,881	60,615	60,608	60,035
其他非流动负债	10,276	16,166	5,855	5,960	5,952
负债合计	124,297	179,128	163,104	186,787	159,693
少数股东权益	20,232	25,664	28,807	32,241	35,757
股本	4,912	4,860	4,874	4,874	4,874
资本公积	483	155	155	155	155
留存收益	50,317	45,936	54,667	64,207	73,974
归属母公司股东权益	63,292	54,118	63,590	79,236	95,254
负债和股东权益	207,821	258,910	255,501	298,265	290,704

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	24,871	22,233	19,987	63,040	1,868
净利润	11,110	6,838	17,461	19,080	19,534
折旧摊销	6,823	9,597	9,771	12,093	14,221
财务费用	2,537	2,690	3,764	3,826	3,867
投资损失	-1,734	-3,686	-1,500	-1,500	-1,500
营运资金变动	4,653	-136	-2,514	29,540	-34,254
其他经营现金流	1,483	6,930	-6,994	-0	-0
投资活动现金流	-5,972	-13,584	-17,069	-19,760	-20,812
资本支出	11,368	12,012	5,875	20,381	20,381
长期投资	1,747	545	-3,793	-1,912	-3,380
其他投资现金流	7,143	-1,027	-14,986	-1,291	-3,811
筹资活动现金流	-23,372	-14,408	-22,712	-2,980	-3,681
短期借款	563	6,967	-0	-0	-0
长期借款	-7,354	20,180	-266	-6	-573
普通股增加	-0	-52	14	-0	-0
资本公积增加	-641	-328	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-15,940	-41,175	-22,460	-2,974	-3,108
现金净增加额	-4,550	-5,843	-19,794	40,299	-22,626

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	200,647	214,992	250,925	255,090	257,832
营业成本	172,736	186,571	211,078	212,783	214,723
营业税金及附加	2,135	3,421	3,764	3,826	3,867
营业费用	5,683	5,425	3,764	3,826	3,867
管理费用	4,492	5,376	6,273	6,377	6,446
研发费用	265	510	502	510	516
财务费用	2,537	2,690	3,764	3,826	3,867
资产减值损失	-173	-50	-0	-0	-0
其他收益	87	107	-0	-0	-0
公允价值变动收益	240	223	-0	-0	-0
投资净收益	1,734	3,686	1,500	1,500	1,500
资产处置收益	-50	-46	-0	-0	-0
营业利润	13,521	14,194	23,281	25,440	26,045
营业外收入	688	2,106	-0	-0	-0
营业外支出	166	7,047	-0	-0	-0
利润总额	14,043	9,254	23,281	25,440	26,045
所得税	2,934	2,416	5,820	6,360	6,511
净利润	11,110	6,838	17,461	19,080	19,534
少数股东损益	1,862	-775	3,143	3,434	3,516
归母净利润	8,668	7,122	14,318	15,646	16,018
EBITDA	23,151	22,833	34,722	38,945	41,451
EPS(元)	1.78	1.46	2.94	3.21	3.29

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.1	7.1	16.7	1.7	1.1
营业利润(%)	-12.0	5.0	64.0	9.3	2.4
归属于母公司净利润(%)	9.6	-17.8	101.0	9.3	2.4
获利能力					
毛利率(%)	13.9	13.2	15.9	16.6	16.7
净利率(%)	4.3	3.3	5.7	6.1	6.2
ROE(%)	13.3	8.6	18.9	17.1	14.9
ROIC(%)	10.0	6.4	12.6	12.2	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.8	69.2	63.8	62.6	54.9
净负债比率(%)	46.3	93.4	86.8	36.6	48.5
流动比率	0.9	0.6	0.5	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.3	0.2	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
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	9.7	9.4	9.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.78	1.46	2.94	3.21	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	5.10	4.56	4.10	12.93	0.38
每股净资产(最新摊薄)	10.87	10.03	11.97	15.18	18.47
估值比率					
P/E	12.0	14.6	7.3	6.7	6.5
P/B	2.0	2.1	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.0	8.9	6.1	4.5	4.9

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，属于机密材料，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