

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖州煤业(600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

杜冲 煤炭行业分析师

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q2 业绩超预期, Q3 有望量价齐升

2021年08月29日

事件: 8月27日公司发布2021年中报,报告期内公司实现营业收入653.80亿元,同比降43.41%;其中自产商品煤业务收入239.93亿元,同比增1.04%。利润总额76.96亿元,同比增加13.75%;归母净利润60.42亿元,同比增13.75%;扣非后归母净利润为60.71亿元,同比增168.43%;基本每股收益1.24元。

公司第二季度实现营业收入343.24亿元,同比降46.38%,环比增10.52%。利润总额48.34亿元,同比降8.20%,环比增68.87%;归母净利润37.91亿元,同比增23.38%,环比增68.40%;扣非后归母净利润38.53亿元,同比增377.10%,环比增73.73%;基本每股收益0.78元,同比增0.15元,环比降0.32元。

点评:

- 国内安监趋严及澳洲偶发洪水影响 Q2 公司煤炭自产煤销量同/环比下降,下半年有望边际改善。公司2021Q2自产商品煤销量2170.8万吨,同比降723.3万吨(-24.99%),环比降147.6万吨(-6.37%)。山东本部(公司+菏泽能化)销售商品煤562.4万吨,同比降256.2万吨(-31.33%),环比降10万吨(-1.75%);陕蒙基地(未来能源+鄂尔多斯能化+昊盛煤业+内蒙古矿业)销售商品煤612.4万吨,同比降378.5万吨(-38.2%),环比降118万吨(-16.16%),澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤968.6万吨,同比降71.8万吨(-6.9%),环比降11.7万吨(-1.19%)。二季度公司国内煤矿受安全监察趋严影响,叠加澳洲3月底偶发洪水的影响,国内外三大基地产量同比均有所下滑;下半年国内鼓励增产增供叠加澳洲偶发因素影响消退,产销量有望环比改善。
- 受益煤价上行, Q2 公司煤炭业务盈利明显提升,三季度有望继续改善。2021Q2公司自产商品煤平均售价576.84元/吨,同比增176.5元/吨(40.91%),环比增82.12元/吨(16.60%),毛利率32.85%,同比降8.73个pct,环比降10.36个pct,实现毛利41.14亿元。其中:山东本部商品煤平均售价750.56元/吨,同比增218.03元/吨(40.94%),环比增43.22元/吨(6.11%),毛利率45.96%,同比降1.92个pct,环比降10.82个pct,实现毛利19.40亿元,占煤炭业务毛利的47.16%。陕蒙基地商品煤平均售价619.49元/吨,同比增350.24元/吨(130.08%),环比增211.64元/吨(51.89%),毛利率62.04%,同比增15.41个pct,环比升5.64个pct,实现毛利38.27亿元,占煤炭业务毛利的36.26%。澳洲基地商品煤平均售价487.48元/吨,同比增35.35元/吨(7.82%),环比增47.07元/吨(10.69%),毛利率0.33%,同比降32个pct,环比降21.75个pct,实现毛利0.16亿元,占煤炭业务毛利的0.38%。受益国内煤炭价格同比大幅提涨,公司自产商品煤售价及盈利大幅提升,三季度以来国内外煤价涨幅均超二季度,公司煤

炭业务盈利能力有望进一步提升。

- **化工产品产量 Q2 继续增长，年内仍有提升空间。**公司 Q2 生产化工产品 151.9 万吨，同比增 39.3 万吨 (34.9%)，环比增 1.6 万吨 (1.06%)；其中甲醇产量 65.8 万吨，同比增 19.7 万吨 (42.73%)，环比降 1.8 万吨 (2.66%)；乙二醇产量 8.2 万吨，环比增 0.3 万吨 (3.80%)；醋酸及脂产量 54.2 万吨，同比增 4.2 万吨 (8.4%)，环比增 1.9 万吨 (3.63%)；粗液体蜡产量 11.3 万吨，同比增 2.4 万吨 (26.97%)，环比增 0.2 万吨 (1.8%)。2021Q2 行业高景气下公司主要化工产品产量继续提升，2021 年 9 月底鲁南化工 30 万吨/年产能的己内酰胺项目有望投产，继公司化工产品仍有提升空间。
- **Q2 公司化工业务盈利大增，鲁南化工单季净利 13.63 亿元，环比增 128%。**2021 年 Q2 公司化工业务实现毛利 24.33 亿元，同比增 172.43%、环比增 77.7%。其中甲醇单位毛利 619.74 元/吨，同比增 1272.58 元/吨 (194.92%)，环比增 102 元/吨 (19.7%)；毛利率 33.28%，同比增 87.94 个 pct，环比增 1.62 个 pct；贡献化工业务毛利的 15.74%。醋酸单位毛利 4044.33 元/吨，同比增 4915.15 元/吨 (564.43%)，环比增 1685.05；毛利率 64.09%，同比增 108.70 个 pct，环比增 12.38 个 pct；醋酸及脂贡献化工业务毛利的 65.23%。粗液体蜡单位毛利 2050.00 元/吨，同比增 3620 元/吨 (230.57%)，环比增 986.78 元/吨 (92.45%)；毛利率 46.33%，同比增 87.32 个 pct，环比增 19.11 个 pct；贡献化工业务毛利的 10.11%。**2021Q3 甲醇、乙二醇价格继续上行，醋酸及脂价格阶段回调，但景气仍趋上行，三季度公司化工业务有望继续保持高盈利。**
- **公司内生成长空间和外延扩张潜力可观。**公司当前在建项目中，鲁南化工 30 万吨/年己内酰胺项目预计 21 年 9 月底投产，180 万吨/年的万福煤矿 (炼焦煤) 预计 2022 年 H2 投产，营盘壕煤矿及石拉乌素煤矿仍有约 1600 万吨的产量释放空间；此外公司远期成长潜力同样可观，公司在 2020 年底收购的内蒙古矿业 (51% 股权) 仍有 500 万吨/年的嘎鲁图矿和 800 万吨/年的刘三圪旦矿有待开发；控股股东层面仍有超 1.6 亿吨/年煤炭产能有望陆续注入，公司内生成长空间和外延扩张潜力可观。
- **盈利预测与投资评级：**基于国内外煤价三季度加速上涨且我们认为景气上行有望延续，我们上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 141.48、176.22、200.14 亿元，三年业绩年化增速约 41%，EPS 分别为 2.90、3.62、4.11 元 (原预测为 2.27、2.58、2.73 元)，对应 PE 分别为 7、6、5 倍 (2021 年 8 月 27 日收盘价)，股息率约 6.8%、8.5%、9.6%。我们认为兖州煤业依然被严重低估，且看好公司内生外延的成长空间及降本增效落地，根据可比公司估值，给予公司 21 年 10-12 倍 PE，对应目标价为 29.03-34.84 元/股，维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**在建化工项目顺利投产；营盘壕煤矿证照办理进展顺利，万福煤矿顺利转产；国际煤价在油价带动下逐步提升 (利好兖煤澳洲)；煤炭、原油、醋酸、甲醇、乙二醇等产品价格继续上涨或保持高位。

- **风险因素：**“疫情”反复压制国内外经济复苏动力；在产或在建项目产能释放不及预期；安全生产事故风险；安全监管趋严限制煤矿生产。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	200,647	214,992	135,676	146,112	152,527
增长率 YoY %	23.1%	7.1%	-36.9%	7.7%	4.4%
归属母公司净利润 (百万元)	8,668	7,122	14,148	17,622	20,014
增长率 YoY%	9.6%	-17.8%	98.7%	24.6%	13.6%
毛利率%	13.9%	13.2%	26.4%	28.9%	30.3%
净资产收益率ROE%	13.7%	13.2%	20.5%	20.2%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	1.76	1.47	2.90	3.62	4.11
市盈率 P/E(倍)	5.98	6.87	7.36	5.91	5.20
市净率 P/B(倍)	0.81	0.91	1.51	1.19	0.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月27日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	63,562	58,072	59,125	64,080	70,739	
货币资金	27,274	24,542	33,403	37,776	44,070	
应收票据	0	70	44	47	49	
应收账款	4,495	3,979	2,511	2,704	2,823	
预付账款	3,484	3,395	1,818	1,890	1,936	
存货	7,300	7,715	4,131	4,294	4,399	
其他	21,009	18,371	17,217	17,369	17,462	
非流动资产	144,259	200,838	215,518	229,849	243,631	
长期股权投资	17,634	19,026	20,196	21,367	22,538	
固定资产(合	43,916	66,114	70,820	76,178	81,987	
无形资产	49,314	58,855	62,991	67,127	71,264	
其他	33,395	56,844	61,510	65,176	67,842	
资产总计	207,821	258,910	274,642	293,929	314,369	
流动负债	73,320	102,081	92,505	92,881	92,487	
短期借款	8,748	15,714	12,124	10,000	8,000	
应付票据	9,092	9,881	15,874	16,499	16,902	
应付账款	10,462	14,042	22,559	23,448	24,020	
其他	45,018	62,443	41,947	42,934	43,566	
非流动负债	50,977	77,047	87,047	87,047	87,047	
长期借款	26,134	34,913	44,913	44,913	44,913	
其他	24,844	42,133	42,133	42,133	42,133	
负债合计	124,297	179,128	179,552	179,927	179,534	
少数股东权益	20,232	25,664	26,142	26,736	27,412	
归属母公司股	63,292	54,118	68,949	87,265	107,423	
负债和股东权	207,821	258,910	274,642	293,929	314,369	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	200,647	214,992	135,676	146,112	152,527	
同比(%)	23.1%	7.1%	-36.9%	7.7%	4.4%	
归属母公司净利润	8,668	7,122	14,148	17,622	20,014	
同比(%)	9.6%	-17.8%	98.7%	24.6%	13.6%	
毛利率(%)	13.9%	13.2%	26.4%	28.9%	30.3%	
ROE%	13.7%	13.2%	20.5%	20.2%	18.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.76	1.47	2.90	3.62	4.11	
P/E	5.98	6.87	7.36	5.91	5.20	
P/B	0.81	0.91	1.51	1.19	0.97	
EV/EBITDA	3.88	5.07	5.98	4.93	4.26	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	200,647	214,992	135,676	146,112	152,527	
营业成本	172,736	186,571	99,910	103,844	106,377	
营业税金及	2,135	3,421	3,886	4,185	4,369	
销售费用	5,683	5,425	2,295	3,154	3,148	
管理费用	4,492	5,376	6,316	6,801	7,100	
研发费用	265	510	643	693	723	
财务费用	2,537	2,690	3,747	3,898	3,898	
减值损失合	-173	-50	-251	-251	-251	
投资净收益	1,734	3,686	475	511	534	
其他	-838	-440	68	73	76	
营业利润	13,521	14,194	19,170	23,869	27,271	
营业外收支	522	-4,941	300	300	300	
利润总额	14,043	9,254	19,470	24,168	27,570	
所得税	2,934	2,416	4,844	5,951	6,881	
净利润	11,110	6,838	14,626	18,217	20,690	
少数股东损	1,862	-775	478	595	676	
归属母公司	8,668	7,122	14,148	17,622	20,014	
EBITDA	22,334	23,526	28,777	33,586	36,962	
EPS(当	1.76	1.47	2.90	3.62	4.11	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	24,871	22,233	26,465	29,624	31,399	
净利润	11,110	6,838	14,626	18,217	20,690	
折旧摊销	6,998	9,837	6,152	6,152	6,152	
财务费用	2,317	2,488	4,389	3,898	3,898	
投资损失	-1,734	-3,686	-475	-511	-534	
营运资金变	6,106	8,738	1,823	1,917	1,242	
其它	74	-1,981	-49	-49	-49	
投资活动现	-5,972	-13,584	-14,765	-13,729	-12,706	
资本支出	-10,876	-11,598	-13,663	-12,663	-11,663	
长期投资	1,647	-2,177	-1,171	-1,171	-1,171	
其他	3,257	191	68	105	127	
筹资活动现	-23,372	-14,408	-2,839	-11,523	-12,398	
吸收投资	926	889	13	0	0	
借款	-3,416	3,986	6,410	-2,124	-2,000	
支付利息或	-11,931	-10,616	-9,262	-9,398	-10,398	
现金流净增	-4,550	-5,843	8,861	4,373	6,294	
加额						

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。