

兖州煤业 (600188.SH) Q3 业绩表现亮眼, 海外弹性助力 Q4 增长

2021 年 10 月 31 日

——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

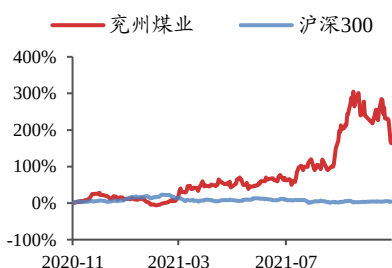
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/10/29
当前股价(元)	22.58
一年最高最低(元)	36.95/8.43
总市值(亿元)	1,100.59
流通市值(亿元)	671.57
总股本(亿股)	48.74
流通股本(亿股)	29.74
近 3 个月换手率(%)	82.4

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司中报点评报告-煤化工盈利弹性放大, 看好海外煤价上涨释放业绩》-2021.8.29

《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, 海内海外显亮点》-2021.4.7

● Q3 业绩表现亮眼, 海外弹性助力 Q4 增长。维持“买入”评级

公司发布三季报, 2021 年前三季度实现营业收入 1050 亿元 (同比-36.2%); 归母净利润 115 亿元 (同比+65.2%); 扣非后归母净利润 118 亿元 (同比+140%)。2021Q3 实现归母净利润 54.9 亿元 (环比+44.8%), 单季业绩表现亮眼, 环比增幅超预期, 主要受益于海内外煤价大涨, 业绩弹性放大。我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年实现归母净利润 179.8/202.2/206.4 (前值 143.2/156.5/160.2) 亿元, 同比增长 152.5%/12.4%/2.1%; EPS 分别为 3.69/4.15/4.23 (前值 2.94/3.21/3.29) 元, 对应当前股价, PE 为 6.1/5.4/5.3 倍。维持“买入”评级。

● 煤炭业务: Q3 海外煤价涨幅居前, 单季盈利表现亮眼

煤炭产销量下滑, 但 Q3 环比回升。2021 前三季度商品煤产/销量 7777/7719 万吨 (同比-14.1%/-25.6%), 主因安全环保政策限产以及贸易煤销量大幅缩减; Q3 单季产/销量 2680/2628 万吨 (环比+8.9%/+7.2%), 环比实现回升, 其中自产煤销量 2416 万吨 (环比增长 177 万吨, 增幅 11.3%), 主要受益于兖煤澳洲及山东本部产能恢复释放带动销量增长, 环比分别增加销量 178/65 万吨。煤价大涨, Q3 海外煤价涨幅较大。前三季度综合吨煤价格为 689 元/吨 (同比+47.2%), 较 H1 同比 39.6% 增幅显著扩大。其中国内/海外自产煤价格分别为 677/556 元/吨 (同比+62%/+34%)。经测算, Q3 单季综合吨煤价格为 846 元/吨 (环比+29.3%), 其中国内/海外自产煤价格分别为 859/707 元/吨 (环比+32.4%/+45.1%), 海外煤价弹性明显放大。煤炭盈利性显著提升。前三季度煤炭业务实现毛利 224 亿元 (同比+65%), 其中 Q3 单季实现毛利 119 亿元, 已超上半年 105 亿元的毛利水平。

● 煤化工业务: Q3 毛利环比收缩, 不改高盈利表现

2021Q3 煤化工板块毛利 19.7 亿元, 环比下降 4.6 亿元。各产品产销量表现环比基本稳定, 毛利收缩主因醋酸产线价格下滑影响。Q3 醋酸/醋酸乙酯售价环比下降 13.8%/7.9%, 两产品合计毛利环比缩减 3.8 亿元。前三季度同比来看, 煤化工板块毛利合计 57.7 亿元, 同比大增近 50 亿元, 其中醋酸主体鲁南化工前三季度实现净利润 29.2 亿元, 同比增利 29.1 亿元, 煤化工板块高盈利性犹在。

● 国内限价不改海外业绩高弹性, 拟更名“兖矿能源”谋划多元发展

进入 10 月发改委保供限价政策频出, Q4 动力煤价格预期承压, 国内业务弹性或有所收敛。但销量占比 45% 的海外板块业绩弹性犹在, 兖煤澳洲挂钩 API5 指数定价存在季度滞后性, Q4 海外煤价或延续涨势, 兖煤澳洲业绩弹性或放大。另外, 公司发布公告拟更名“兖矿能源”, 顺应了公司超越单一煤炭的多产业并举发展趋势, 未来将积极拓展新产业布局, 打造全球一流清洁能源综合服务商。

● 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	265,937	267,405	270,310
YOY(%)	23.1	7.1	23.7	0.6	1.1
归母净利润(百万元)	8,668	7,122	17,984	20,215	20,641
YOY(%)	9.6	-17.8	152.5	12.4	2.1
毛利率(%)	13.9	13.2	17.6	18.9	19.1
净利率(%)	4.3	3.3	6.8	7.6	7.6
ROE(%)	13.3	8.6	22.6	20.3	17.2
EPS(摊薄/元)	1.78	1.46	3.69	4.15	4.23
P/E(倍)	12.7	15.5	6.1	5.4	5.3
P/B(倍)	2.1	2.3	1.8	1.3	1.1

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	55,207	87,590	84,295
现金	27,274	24,542	11,846	53,806	40,647
应收票据及应收账款	4,495	4,049	10,167	3,077	10,093
其他应收款	3,043	3,129	2,884	3,485	3,022
预付账款	3,484	3,395	5,461	3,329	5,555
存货	7,300	7,715	8,836	7,742	9,061
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	264,843	306,393	311,190
流动负债	73,320	102,081	101,505	118,304	98,510
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	21,363	24,553	22,115
其他流动负债	45,018	62,443	64,428	78,037	60,681
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	167,975	184,872	164,497
少数股东权益	20,232	25,664	29,612	34,049	38,580
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	56,902	69,228	81,814
归属母公司股东权益	63,292	54,118	67,256	87,472	108,112
负债和股东权益	207,821	258,910	264,843	306,393	311,190

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	24,871	22,233	27,309	64,885	11,522
净利润	11,110	6,838	21,932	24,653	25,172
折旧摊销	6,823	9,597	9,771	12,093	14,221
财务费用	2,537	2,690	3,989	4,011	4,055
投资损失	-1,734	-3,686	-1,500	-1,500	-1,500
营运资金变动	4,653	-136	112	25,629	-30,426
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	-22,937	-3,165	-3,868
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	-22,685	-3,159	-3,295
现金净增加额	-4,550	-5,843	-12,697	41,960	-13,159

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	200,647	214,992	265,937	267,405	270,310
营业成本	172,736	186,571	219,048	216,782	218,785
营业税金及附加	2,135	3,421	3,989	4,011	4,055
营业费用	5,683	5,425	3,989	4,011	4,055
管理费用	4,492	5,376	6,648	6,685	6,758
研发费用	265	510	532	535	541
财务费用	2,537	2,690	3,989	4,011	4,055
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	29,242	32,870	33,563
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	29,242	32,870	33,563
所得税	2,934	2,416	7,311	8,218	8,391
净利润	11,110	6,838	21,932	24,653	25,172
少数股东损益	1,862	-775	3,948	4,437	4,531
归母净利润	8,668	7,122	17,984	20,215	20,641
EBITDA	23,151	22,833	40,594	46,176	48,632
EPS(元)	1.78	1.46	3.69	4.15	4.23

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.1	7.1	23.7	0.6	1.1
营业利润(%)	-12.0	5.0	106.0	12.4	2.1
归属于母公司净利润(%)	9.6	-17.8	152.5	12.4	2.1
获利能力					
毛利率(%)	13.9	13.2	17.6	18.9	19.1
净利率(%)	4.3	3.3	6.8	7.6	7.6
ROE(%)	13.3	8.6	22.6	20.3	17.2
ROIC(%)	10.0	6.4	15.2	14.8	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.8	69.2	63.4	60.3	52.9
净负债比率(%)	46.3	93.4	75.5	26.3	30.9
流动比率	0.9	0.6	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.5	0.3	0.2	0.5	0.5
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	3.69	4.15	4.23
每股经营现金流(最新摊薄)	5.10	4.56	5.60	13.31	2.36
每股净资产(最新摊薄)	10.87	10.03	12.73	16.87	21.11
估值比率					
P/E	12.7	15.5	6.1	5.4	5.3
P/B	2.1	2.3	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.3	9.2	5.2	3.8	4.0

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