

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

Q3 业绩再超预期，上调公司盈利预测

2021年10月31日

事件: 10月29日公司发布2021年三季报,报告期内公司实现营业收入1050.36亿元,同比降36.22%;利润总额161.12亿元,同比增加55.59%;归母净利润115.32亿元,同比增65.23%;扣非后归母净利润为117.59亿元,同比增225.20%;基本每股收益2.38元。

公司第三季度实现营业收入396.56亿元,同比降10.95%,环比增15.53%。利润总额84.16亿元,同比增552.13%,环比增74.11%;归母净利润54.90亿元,同比增403.38%,环比增44.83%;扣非后归母净利润56.87亿元,同比增320.03%,环比增47.6%;基本每股收益1.13元,同比增0.15元,环比增0.35元。

点评:

➢ **Q3公司煤炭自产煤销量环比提升, Q4有望继续改善。公司2021Q3自产商品煤销量2415.6万吨,同比降504.6万吨(-17.28%),环比增244.8万吨(11.28%)。山东本部(公司+菏泽能化)销售商品煤650.6万吨,同比降190.3万吨(-22.63%),环比增88.2万吨(15.68%);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554.6万吨,同比降326.4万吨(-37.1%),环比降57.8万吨(-9.44%),澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤1178.8万吨,同比增26.4万吨(2.29%),环比增210.2万吨(21.7%)。今年以来山东本部煤矿在安全严监管下生产受限, Q3生产恢复性增长;陕蒙基地煤炭产量因鄂尔多斯地区严格控制有冲击地压倾向矿井的生产, Q3产量出现环比下滑;澳洲基地摆脱了洪水及地质条件变化的影响,生产逐步恢复正常,产量环比提升。展望Q4,国内鼓励增产增供下,公司煤炭产销量有望环比继续改善。**

➢ **受益煤价上行, Q3公司煤炭业务盈利明显提升, Q4有望继续改善。**2021Q3公司自产商品煤平均售价785.15元/吨,同比增293.74元/吨(59.78%),环比增208.28元/吨(36.10%),毛利率68.41%,同比增5.07个pct,环比增35.56个pct,实现毛利129.75亿元。其中:山东本部商品煤平均售价976.79元/吨,同比增80.25元/吨(8.95%),环比增226.23元/吨(30.14%),毛利率63.79%,同比降7.37个pct,环比增17.83个pct,实现毛利40.54亿元,占煤炭业务毛利的31.24%。陕蒙基地商品煤平均售价745.21元/吨,同比增442.83元/吨(146.45%),环比增125.72元/吨(20.29%),毛利率73.98%,同比增26.05个pct,环比升11.95个pct,实现毛利30.51亿元,占煤炭业务毛利的23.51%。澳洲基地商品煤平均售价707.41元/吨,同比增357.71元/吨(102.29%),环比增219.94元/吨(45.12%),毛利率48.59%,同比增21.84个pct,环比48.26个pct,实现毛利40.52亿元,占煤炭业务毛利的31.23%。受益Q3以来国内外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;10月以后增产保供稳

价政策频出，但 Q4 增量长协的定价多以 Q3 末时点价为准，高于 Q3 均价；且 Q4 国内外市场煤均价大概率高于 Q3，因此公司煤炭业务盈利能力有望进一步提升。

- **化工产品产量 Q3 略有回落，年内仍有提升空间。**公司 Q3 生产化工产品 142.3 万吨，同比增 27.5 万吨(23.95%)，环比降 9.6 万吨(-6.32%)；其中甲醇产量 60.6 万吨，同比增 20.1 万吨(49.63%)，环比降 5.2 万吨(-7.90%)；醋酸及酯产量 34.9 万吨，同比降 4.3 万吨(-10.97%)，环比降 4.2 万吨(-10.74%)。2021Q3 公司主要化工产品产量略有回落，2021 年 9 月底鲁南化工 30 万吨/年产能的己内酰胺项目已经投产，年内公司化工产品仍有提升空间。
- **Q3 公司化工业务盈利阶段回落，能源紧缺大背景下具备原料优势的公司化工板块更为受益。**2021 年 Q3 公司化工业务实现毛利 19.69 亿元，同比增 243.62%、环比降 19.07%。其中**甲醇**单位毛利 537.07 元/吨，同比增 1,424.09 元/吨(160.55%)，环比降 83 元/吨(13.34%)；毛利率 27.39%，同比增 104.75 个 pct，环比降 5.88 个 pct；贡献化工业务毛利的 16.56%。**醋酸及酯**单位毛利 2590.74 元/吨，同比增 3724.73 元/吨(428.46%)，环比降-942.79 元/吨(-26.68%)；毛利率 42.77%，同比增 79.34 个 pct，环比降 8.22 个 pct；醋酸及酯贡献化工业务毛利的 36.97%。**2021Q3 主要化工产品价格阶段回调，但能源紧缺背景下，化工行业景气仍趋上行，具备原料优势的公司化工业务更为受益。**
- **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/年己内酰胺项目已于 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，营盘壕煤矿仍有约 1200 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；根据控股股东“山东能源集团”的“十四五”愿景目标：“到 2025 年末集团煤炭产量超 4 亿吨，资产证券化率超 90%”。由此可见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：**基价四季度国内外煤炭均价继续抬升以及公司煤炭、化工业务的内生性增长空间，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 175.61、282.53、329.36 亿元，三年业绩年化增速约 63%，EPS 分别为 3.59、5.78、6.74 元(原预测为 2.90、3.62、4.11 元)，对应 PE 分别为 6、4、3 倍(2021 年 10 月 29 日收盘价 22.58 元)，股息率约 8.0%、12.8%、14.9%。我们认为兖州煤业被严重低估，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，我们给予公司 2022 年业绩 7.34 倍 PE，对应目标价为 42.44 元/股，维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**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：**政策超预期调控煤价的风险；“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)	214,688	214,992	144,628	167,709	178,371
增长率 YoY %	31.7%	0.1%	-32.7%	16.0%	6.4%
归属母公司净利润 (百万元)	12,934	7,613	17,561	28,253	32,936
增长率 YoY%	51.9%	-41.1%	130.7%	60.9%	16.6%
毛利率%	15.4%	13.2%	29.7%	37.0%	39.2%
净资产收益率ROE%	20.4%	14.1%	27.6%	34.5%	30.4%
EPS(摊薄)(元)	2.02	1.46	3.59	5.78	6.74
市盈率 P/E(倍)	5.23	6.90	6.28	3.91	3.35
市净率 P/B(倍)	0.82	0.90	1.73	1.35	1.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月29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	71,294	96,064	130,389	
货币资金	27,274	24,542	45,676	69,696	103,281	
应收票据	0	70	47	54	58	
应收账款	4,495	3,979	2,677	3,104	3,301	
预付账款	3,484	3,395	1,851	1,923	1,975	
存货	7,300	7,715	4,206	4,370	4,488	
其他	21,009	18,371	16,838	16,917	17,286	
非流动资产	144,259	200,838	201,289	200,740	199,191	
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	66,307	66,500	66,694	
无形资产	49,314	58,855	53,490	48,124	42,759	
其他	33,395	56,844	61,296	64,748	67,200	
资产总计	207,821	258,910	272,583	296,804	329,580	
流动负债	73,320	102,081	93,684	94,190	94,025	
短期借款	8,748	15,714	12,124	10,000	8,000	
应付票据	9,092	9,881	16,161	16,793	17,245	
应付账款	10,462	14,042	22,966	23,865	24,508	
其他	45,018	62,443	42,433	43,532	44,272	
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	180,731	181,236	181,071	
少数股东权益	20,232	25,664	28,146	33,595	40,085	
归属母公司股	63,292	54,118	63,706	81,973	108,423	
负债和股东权	207,821	258,910	272,583	296,804	329,580	

重要财务指标		单位:百元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	214,688	214,992	144,628	167,709	178,371	
同比(%)	31.7%	0.1%	-32.7%	16.0%	6.4%	
归属母公司净利润	12,934	7,613	17,561	28,253	32,936	
同比(%)	51.9%	-41.1%	130.7%	60.9%	16.6%	
毛利率(%)	15.4%	13.2%	29.7%	37.0%	39.2%	
ROE%	20.4%	14.1%	27.6%	34.5%	30.4%	
EPS(摊薄)(元)	2.02	1.46	3.59	5.78	6.74	
P/E	5.23	6.90	6.28	3.91	3.35	
P/B	0.82	0.90	1.73	1.35	1.02	
EV/EBITDA	3.13	5.11	5.10	2.98	1.98	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	214,688	214,992	144,628	167,709	178,371	
营业成本	181,579	186,571	101,712	105,690	108,538	
营业税金及	2,871	3,421	2,302	2,669	2,839	
销售费用	5,735	5,425	4,000	4,476	4,775	
管理费用	4,889	5,376	6,766	7,845	8,344	
研发费用	561	510	686	795	845	
财务费用	3,165	2,690	3,192	2,540	1,445	
减值损失合	-185	-50	23	23	23	
投资净收益	1,156	3,686	506	587	624	
其他	-1,049	-440	72	84	89	
营业利润	15,810	14,194	26,573	44,387	52,321	
营业外收支	533	-4,941	105	319	212	
利润总额	16,343	9,254	26,678	44,706	52,532	
所得税	3,410	2,416	6,635	11,004	13,106	
净利润	12,934	6,838	20,043	33,701	39,426	
少数股东损	0	-775	2,482	5,449	6,490	
归属母公司	12,934	7,613	17,561	28,253	32,936	
EBITDA	27,643	23,346	32,583	46,993	52,683	
EPS(当	2.02	1.46	3.59	5.78	6.74	

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	32,098	44,353	49,251	
净利润	11,110	6,838	20,043	33,701	39,426	
折旧摊销	6,998	9,837	5,195	5,195	5,195	
财务费用	2,317	2,488	4,389	4,507	4,393	
投资损失	-1,734	-3,686	-506	-587	-624	
营运资金变	6,106	8,738	3,104	1,879	1,096	
其它	74	-1,981	-128	-342	-235	
投资活动现	-5,972	-13,584	-5,012	-3,717	-2,787	
资本支出	-10,876	-11,598	-4,348	-3,133	-2,240	
长期投资	1,647	-2,177	-1,171	-1,171	-1,171	
其他	3,257	191	506	587	624	
筹资活动现	-23,372	-14,408	-5,952	-16,617	-12,879	
吸收投资	926	889	27	14	14	
借款	25,487	54,115	6,410	-2,124	-2,000	
支付利息或	-11,931	-10,616	-12,389	-14,507	-10,893	
现金流净增	-4,550	-5,843	21,134	24,020	33,585	
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	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	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。