

证券研究报告

公司研究——事项点评

兖州煤业 (600188.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.10.28

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519110001

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519090007

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

相关研究

《兖州煤业 (600188) 三季报点评: 三季度煤炭主业承压, 扩产提效降本助公司行稳致远》2019.10.28

《兖州煤业 (600188) 中报点评: 业绩超预期增长下派发高额分红》2018.09.02

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

业绩逆势上扬, 主业更加聚焦

2020年03月29日

事件: 3月28日公司发布2019年业绩快报, 报告期内公司实现营业收入2006.47亿元, 同比增23.09%; 其中主营煤炭业务收入637.78亿元, 同比增2.2%。利润总额140.43亿元, 同比降6.65%; 归母净利润86.68亿元, 同比增9.60%; 扣非后归母净利润为74.72亿元, 同比降12.01%; 基本每股收益1.76元, 同比增0.15元。

第四季度公司实现营业收入500.36亿元, 同比增14.19%, 环比增12.10%; 利润总额28.99亿元, 同比降27.82%, 环比增11.90%; 归母净利润16.84亿元, 同比降29.97%, 环比增3.78%; 扣非后归母净利润8.23亿元, 同比降68.42%, 环比降49.39%; 基本每股收益0.34元/股, 同比降0.15元, 环比增0.01元。

点评:

➤ **2019年公司煤炭产量基本持平, 四季度表现亮眼, 2020年仍有提升空间。** 公司2019年权益煤炭产量9446.9万吨, 同比减63.2万吨(-0.66%), 其中第四季度公司各大主产区同步发力, 煤炭产量2509.4万吨, 同比增97.1万吨(4.03%), 环比增271万吨(12.11%)。展望2020年, 公司陕蒙基地的石拉乌素煤矿进入合法合规生产周期, 营盘壕煤矿有望取得相关证照, 总体上仍有产能利用率提升空间, 公司煤炭产量或将稳中有升。

表1: 公司2019年煤炭产量情况(万吨)

	年度产量			季度产量							
	2019	同比增幅	同比增量	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4 同比增幅	Q4 同比增量	Q4 环比增幅	Q4 环比增量
山东本部	3,117.20	-4.01%	-130.20	791.90	774.10	741.90	809.30	2.00%	15.90	9.08%	67.40
山西能化	171.70	0.18%	0.30	40.00	43.90	44.70	43.10	5.12%	2.10	-3.58%	-1.60
菏泽能化	272.50	-16.08%	-52.20	60.50	63.00	64.00	85.00	31.38%	20.30	32.81%	21.00
鄂尔多斯能化	1,378.40	-7.18%	-106.70	360.00	384.30	276.20	357.90	-20.63%	-93.00	29.58%	81.70
昊盛煤业	390.70	18.90%	62.10	44.10	74.80	137.50	134.30	78.12%	58.90	-2.33%	-3.20
兖煤澳洲	3,551.70	5.71%	191.80	881.80	903.10	829.70	937.10	11.53%	96.90	12.94%	107.40
兖煤国际	564.70	-4.77%	-28.30	140.90	136.70	144.40	142.70	-2.73%	-4.00	-1.18%	-1.70
公司总计	9,446.90	-0.66%	-63.20	2,319.20	2,379.90	2,238.40	2,509.40	4.03%	97.10	12.11%	271.00

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

➤ **公司自产煤年度均价同比略降, 降幅显著低于市场煤, 吨煤利润维持较高水平, 业绩逆势上扬。** 2019年公司自产煤年度

均价 524.92 元/吨，同比降 17.1 元/吨 (-3.16%)，降幅明显低于市场煤价（秦港 Q5500 动力煤年度均价降幅 9.23%，纽卡斯尔港年度均价降幅 27.72%）；2019Q4 公司自产煤均价 494.18 元/吨，同比降 49.94 元/吨 (-9.18%)，环比降 13.31 元/吨 (-2.62%)，降幅同样明显低于市场煤价。随着公司智慧营销战略的实施（增精煤、拓市场、抓定制），公司煤炭售价将更加稳健。

表 2: 公司 2019 年煤价情况 (元/吨)

	年度售价			季度售价							
	2019	同比增幅	同比增量	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4 同比增幅	Q4 同比增量	Q4 环比增幅	Q4 环比增量
公司	625.33	4.33%	25.97	624.69	685.01	646.81	546.28	-13.79%	-87.41	-15.54%	-100.53
山西能化	322.56	-5.49%	-18.72	322.78	312.44	323.92	331.83	0.28%	0.92	2.44%	7.92
菏泽能化	1,010.20	2.90%	28.50	1,138.13	1,156.54	1,062.94	839.57	-20.27%	-213.42	-21.01%	-223.37
鄂尔多斯能化	256.11	-1.49%	-3.87	270.39	268.17	245.31	233.46	-13.02%	-34.96	-4.83%	-11.86
昊盛煤业	300.73	-0.05%	-0.14	322.72	334.41	294.34	280.78	-0.31%	-0.88	-4.61%	-13.57
兖煤澳洲	548.86	-11.93%	-74.35	647.30	520.37	492.00	537.80	-13.41%	-83.26	9.31%	45.81
兖煤国际	376.24	-7.32%	-29.71	388.82	380.56	351.95	384.96	-5.19%	-21.05	9.38%	33.01
贸易煤	640.11	11.33%	65.16	735	545.17	622.34	681.21	38.68%	189.99	9.46%	58.87
本集团总计	549.24	0.24%	1.34	595.67	536.27	536.47	534.10	0.53%	2.79	-0.44%	-2.37
本集团（不含贸易煤）	524.92	-3.16%	-17.10	567.82	533.93	507.49	494.18	-9.18%	-49.94	-2.62%	-13.31

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2019 年公司自产煤吨煤毛利 263.51 元/吨，同比降 23.88 元/吨 (-8.31%) 毛利率 50.20%，同比降 2.82 个 pct，其中昊盛煤业（石拉乌素煤矿）因产量提升成本下降，吨煤利润改善明显，同比增 72.76 元/吨至 41.57 元/吨，毛利率 13.83%，2020 年随着产量进一步提升，盈利能力仍有改善空间。

表 3: 公司 2019 年煤炭盈利能力情况 (pct)

	年度毛利率			季度毛利率				
	2019	同比	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4 同比	Q4 环比
公司	55.82%	-1.96	58.78%	61.81%	54.70%	45.93%	-11.40	-8.76
山西能化	31.92%	4.41	31.50%	32.88%	29.97%	33.37%	46.13	3.40
菏泽能化	47.16%	-3.30	51.37%	46.68%	45.12%	46.38%	7.11	1.26
鄂尔多斯能化	38.35%	2.28	37.05%	46.93%	-0.19%	63.82%	24.51	64.01
昊盛煤业	13.83%	24.20	8.42%	-16.22%	15.44%	34.08%	93.75	18.64

兖煤澳洲	50.72%	-5.95	55.62%	47.92%	42.06%	54.34%	-6.10	12.28
兖煤国际	38.21%	-5.65	41.85%	41.04%	33.90%	35.77%	-13.67	1.87
贸易煤	3.30%	-1.61	3.16%	3.16%	2.36%	4.40%	-2.26	2.05
本集团总计	38.66%	-5.36	43.59%	42.05%	31.57%	37.43%	-5.36	5.85
本集团（不含贸易煤）	50.20%	-2.82	54.06%	52.50%	43.67%	49.78%	-3.42	6.11

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **2019年甲醇业务盈利下滑，二期项目投产有望改善板块盈利。**2019年公司甲醇产量同比增长10.6万吨(6.40%)至176.2万吨；综合售价1637.19元/吨，同比降487.37元/吨(-22.97%)；单位毛利417.39元/吨，同比降336.72元/吨(-44.65%)；毛利率25.49%，同比降10个pct。甲醇业务全年实现毛利7.30亿元，同比降5.10亿元(-41.15%)。当前国际油价处于低位或将使得甲醇价格承压，但二期项目的投产带来产量的增加以及规模效应下成本的下降，或将对冲甲醇价格下行的压力，改善板块盈利。
- **公司经营效率提升，有息负债大幅下降，现金流充裕。**在公司营业总收入和主营煤炭、甲醇业务营收增长的同时，公司的期间费用同比下降。2019年公司期间费用总额129.78亿元，同比降23.41亿元(-15.28%)，期间费用率6.47%，同比降2.93个pct，即便考虑到2018年度一次性计提社会保险费10.16亿元的影响，期间费用的改善也比较可观。此外，公司2019年推行去杠杆降低有息负债（偿还113.6亿债务），其中账面有息负债降低33.03亿元至653.75亿元，有息负债率降低2.28个pct至31.46%，由此带来财务费用下降8.56亿元至25.37亿元，综合融资成本也明显下降。面对复杂严峻的经济形势，公司提出紧紧围绕“聚焦主业、存量优化、增量提质、跨越发展”部署要求，确保2020年经济效益和运行质量逆势不减，稳健发展。同时当前陕蒙基地、澳洲基地的煤矿以及甲醇二期基本投建完成，经营性现金流进一步向好，资本开支趋于下行，有息负债处于较低水平，公司的现金流或将进一步改善。
- **剥离盈利能力低的非煤贸易业务，进一步聚焦主业。**公司积极响应投资者关切，为降低盈利能力较低的非煤贸易业务占比，将其附属的兖煤国际贸易及兖煤国际（新加坡）100%股权出售给兖矿集团的全资附属公司电铝香港。且公司及其大股东兖矿集团已将金融板块移出主业板块，未来将不再金融板块再做增量布局，同时通过增持莫拉本煤矿等举措使得公司主业更加聚焦。
- **盈利预测及评级：**我们预计19、20、21年EPS分别为1.76元、1.61元、1.67元，同时考虑到陕蒙基地生产边际改善、管理层激励效果逐步兑现以及甲醇二期工程投产后产量释放，我们维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**营盘壕手续成功办理，陕蒙基地煤矿产能利用率逐步提升，甲醇二期降本增效，万福煤矿投产。
- **风险因素：**疫情影响下经济失速下滑以及国际油价持续走低拖累煤价、安全生产风险、在建万福煤矿达产不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	151,227.78	163,008.47	200,549.12	115,455.60	115,765.30
增长率 YoY %	48.29%	7.79%	23.03%	-42.43%	0.27%
归属母公司净利润(百万元)	6,770.62	7,908.90	8,667.81	7,898.75	8,195.12
增长率 YoY%	172.03%	16.81%	9.60%	-8.87%	3.75%
毛利率%	16.62%	19.49%	13.80%	22.21%	22.59%
净资产收益率 ROE%	13.97%	13.64%	14.10%	11.99%	11.11%
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.61	1.76	1.61	1.67
市盈率 P/E(倍)	6	5	5	5	5
市净率 P/B(倍)	0.77	0.70	0.68	0.61	0.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年3月27日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	66,138.87	65,863.10	57,508.05	50,736.32	50,670.20
货币资金	28,568.25	32,722.74	19,612.42	22,901.26	22,830.37
应收票据	9,146.32	4,428.71	5,448.64	3,136.76	3,145.18
应收账款	3,845.14	4,728.55	5,817.53	3,349.14	3,358.12
预付账款	2,928.21	3,216.90	4,237.22	2,201.37	2,196.50
存货	4,031.90	5,126.62	6,752.67	3,508.22	3,500.46
其他	17,619.05	15,639.57	15,639.57	15,639.57	15,639.57
非流动资产	128,748.42	137,816.80	144,090.32	151,656.97	162,062.75
长期股权投资	9,002.45	16,683.93	16,683.93	16,683.93	16,683.93
固定资产(合计)	45,364.64	44,293.19	53,792.83	68,069.59	78,151.81
无形资产	47,476.92	45,177.72	43,919.32	42,575.48	41,274.36
其他	26,904.41	31,661.96	29,694.24	24,327.98	25,952.64
资产总计	194,887.29	203,679.90	201,598.37	202,393.29	212,732.95
流动负债	63,167.50	59,057.93	58,633.06	49,419.89	49,402.12
短期借款	10,339.53	8,184.54	3,184.54	3,184.54	3,184.54
应付票据	2,535.58	2,940.86	3,873.63	2,012.47	2,008.02
应付账款	7,130.87	10,503.10	13,834.43	7,187.42	7,171.52
其他	43,161.52	37,429.44	37,740.46	37,035.47	37,038.04
非流动负债	54,438.42	59,668.48	54,668.48	54,668.48	54,668.48
长期借款	31,542.62	33,555.87	28,555.87	28,555.87	28,555.87
其他	22,895.80	26,112.61	26,112.61	26,112.61	26,112.61
负债合计	117,605.93	118,726.41	113,301.54	104,088.37	104,070.59
少数股东权益	22,342.19	23,961.72	26,404.55	28,630.63	30,940.24
归属母公司股东权益	54,939.17	60,991.77	61,995.42	69,759.09	77,772.15
负债和股东权益	194,887.29	203,679.90	201,701.50	202,478.10	212,782.99

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,227.78	163,008.47	200,549.12	115,455.60	115,765.30
同比(%)	48.29%	7.79%	23.03%	-42.43%	0.27%
归属母公司净利润	6,770.62	7,908.90	8,667.81	7,898.75	8,195.12
同比(%)	172.03%	16.81%	9.60%	-8.87%	3.75%
毛利率(%)	16.62%	19.49%	13.80%	22.21%	22.59%
ROE%	13.97%	13.64%	14.10%	11.99%	11.11%
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.61	1.76	1.61	1.67
P/E	6	5	5	5	5
P/B	0.77	0.70	0.68	0.61	0.55
EV/EBITDA	5.51	4.30	4.08	4.01	3.76

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,227.78	163,008.47	200,549.12	115,455.60	115,765.30
营业成本	126,087.98	131,238.95	172,864.87	89,808.66	89,610.05
营业税金及附加	3,056.53	2,418.99	2,125.82	1,958.13	1,963.38
销售费用	3,848.29	6,000.09	5,675.54	5,227.83	5,241.85
管理费用	4,389.35	5,766.54	4,492.30	4,137.93	4,149.03
研发费用	0.00	157.56	260.71	240.15	240.79
财务费用	3,665.65	3,392.80	2,529.04	2,378.86	2,249.67
减值损失合计	2,223.37	589.56	377.32	217.22	284.77
投资净收益	958.95	1,939.58	1,220.21	1,372.91	1,510.90
其他	96.26	-16.24	0.28	20.73	-4.96
营业利润	9,011.82	15,367.32	13,444.00	12,880.47	13,531.69
营业外收支	1,308.64	-324.14	600.42	552.22	454.67
利润总额	10,320.46	15,043.18	14,044.42	13,432.69	13,986.36
所得税	2,458.60	4,387.25	2,933.78	3,307.86	3,481.63
净利润	7,861.86	10,655.94	11,110.64	10,124.83	10,504.73
少数股东损益	1,091.25	2,747.03	2,442.83	2,226.08	2,309.61
归属母公司净利润	6,770.62	7,908.90	8,667.81	7,898.75	8,195.12
EBITDA	18,335.40	24,604.66	23,476.96	23,895.57	25,481.55
EPS(当年)(元)	1.38	1.61	1.76	1.61	1.67

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16,063.07	22,432.40	18,903.57	19,920.72	20,284.96
净利润	7,861.86	10,655.94	11,110.64	10,124.83	10,504.73
折旧摊销	4,663.60	6,358.52	6,309.60	7,764.95	8,797.26
财务费用	3,351.34	3,202.95	3,122.93	2,697.93	2,697.93
投资损失	-958.95	-1,939.58	-1,220.21	-1,372.91	-1,510.90
营运资金变动	-1,035.59	419.63	-557.46	630.18	-307.32
其它	2,180.81	3,734.94	138.07	75.73	103.25
投资活动现金流	-27,477.48	-6,401.20	-11,326.45	-13,933.94	-17,657.91
资本支出	-10,115.56	-7,116.66	-12,546.66	-15,306.86	-19,168.81
长期投资	-15,571.08	4,690.30	1,220.21	1,372.91	1,510.90
其他	-1,790.84	-3,974.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	15,364.63	-9,851.07	-20,687.44	-2,697.93	-2,697.93
吸收投资	34,279.73	6,429.03	0.00	0.00	0.00
借款	-12,719.25	-6,938.11	-10,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	5,119.74	7,935.41	10,687.44	2,697.93	2,697.93
现金流净增加额	3,701.73	6,299.69	-13,110.32	3,288.84	-70.89

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，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，中国信达业务审核咨询专家库成员，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，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。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7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

	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@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。