

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 兖州煤业 (600188.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.04.23

#### 左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +861083326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

#### 周杰 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519110001

联系电话: +861083326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

#### 王志民 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519090007

联系电话: +861083326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

#### 相关研究

《兖州煤业 (600188.SH) 年报点评: 聚焦主业, 提制增量》2020.04.23

《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

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 煤价下行, 业绩承压

2020年04月29日

**事件:** 4月28日, 兖州煤业发布2020年一季度报, 该季度公司实现营业收入456.05亿元, 同比降5.47%, 环比降8.86%; 其中主营煤炭业务收入170.38亿元, 同比增12.88亿元(8.18%), 环比降1.21亿元(-0.70%)。利润总额24.85亿元, 同比降36.53%, 环比降7.97%; 归母净利润15.28亿元, 同比降33.83%, 环比降9.30%; 扣非后归母净利润为14.54亿元, 同比降34.78%, 环比增76.67%; 经营活动产生的现金流净额为13.36亿元, 同比降69.80%, 环比降86.69%; 基本每股收益0.31元, 同比降0.16元, 环比降0.03元。

#### 点评:

- **公司一季度商品煤产量略降, 后续有望提升。** 公司第一季度商品煤产量2421.5万吨, 同比增102.3万吨(4.41%); 环比降87.9万吨(-3.50%)。其中, 昊盛煤业生产148.1万吨, 同比增104万吨(235.83%), 环比增13.8万吨(10.28%); 鄂尔多斯能化生产312万吨, 同比降48万吨(-13.33%), 环比降45.9万吨(-12.82%); 山东本部生产800万吨, 同比增8.1万吨(1.02%), 环比降9.3万吨(-1.15%); 山西能化生产30.5万吨, 同比降9.5万吨(-23.75%), 环比降12.6万吨(-29.23%); 菏泽能化生产81.7万吨, 同比增21.2万吨(35.04%), 环比降3.3万吨(-3.88%); 兖煤澳洲生产914.9万吨, 同比增33.1万吨(3.75%), 环比降22.2万吨(-2.37%)。一季度受春节和疫情影响, 产量有所收窄, 后续有望恢复。
- **受整体宏观环境影响, 一季度公司煤价下降, 下半年或将企稳反弹。** 公司第一季度商品煤综合售价512.51元/吨, 同比降83.2元/吨(-13.96%), 环比降21.6元/吨(-4.04%); 其中山东本部售价556.65元/吨, 同比降68.0元/吨(-10.89%), 环比增10.4元/吨(1.90%); 鄂尔多斯能化242.8元/吨, 同比降27.6元/吨(-10.20%), 环比增9.3元/吨(4.00%); 昊盛煤业297.8元/吨, 同比降24.9元/吨(-7.72%), 环比增17.0元/吨(6.06%); 兖煤澳洲468.34元/吨, 同比降179.0元/吨(-27.65%), 环比降69.5元/吨(-12.92%)。国内外疫情影响导致煤炭供需失衡是本学期煤价下降的主要原因, 截至目前二季度煤价低于一季度水平, 但在下半年随着国内外疫情的缓解, 以及煤炭供需状况的平衡, 煤价将触底反弹。
- **一季度公司主营煤炭业务营收同比增长, 但受制于煤价承压, 煤炭业务盈利有所下滑。** 一季度公司主营煤炭业务实现营业收入170.38亿元, 同比增12.88亿元(8.18%), 环比降1.21亿元(-0.70%); 毛利53.76亿元, 同比降21.42亿元(-28.49%), 环比降18.75亿元(-25.86%)。其中吨煤毛利145.54元/吨, 同比降114.10元/吨(-43.95%), 环比降54.36元/吨(-27.19%); 吨煤毛利率28.40%, 同比降15.19个pct, 环比降9.03个pct。公司本季度的煤炭营收虽然有一定程度上升, 但煤价下降使得毛利降低, 影响煤炭业务盈利情况。

- **一季度甲醇销量略升，价格下降，业务盈利环比略降。** 一季度公司甲醇业务实现营业收入 6.69 亿元，同比降 1.10 亿元 (-14.17%)，环比降 1.06 亿元 (-13.65%)；实现毛利 2.16 亿元，同比降 0.08 亿元 (-3.54%)，环比降 0.77 亿元 (-26.33%)。销量 47.5 万吨，同比增 1.40 万吨 (3.04%)；环比增 1.4 万吨 (3.04%)；售价 1408.72 元/吨，同比降 282.33 元/吨 (-16.70%)，环比降 272.26 元/吨 (-16.20%)；吨甲醇毛利 455.58 元/吨，同比降 31.06 元/吨 (-6.38%)，环比降 181.57 元/吨 (-28.50%)，毛利率 32.34%，同比增 3.56 个 pct，环比降 5.56 个 pct。与煤炭业务相同，公司一季度甲醇业务销量虽略有增长，但价格下降使得业务盈利同比环比均出现下降。
- **控费成效显著，期间费用进一步下降。** 公司一季度期间费用 25.65 亿元，同比降 8.70 亿元 (-25.32%)，环比降 9.27 亿元 (-26.55%)。其中，销售费用 12.37 亿元，同比降 2.38 亿元 (-16.15%)，环比降 1.83 亿元 (-12.88%)；管理费用 10.35 亿元，同比降 0.83 亿元 (-7.45%)，环比降 3.21 亿元 (-23.65%)；财务费用 2.59 亿元，同比降 5.52 亿元 (-68.06%)，环比降 3.27 亿元 (-55.78%)；研发费用 0.34 亿元，同比增 0.04 亿元 (11.42%)，环比降 0.97 亿元 (-73.82%)。得益于各项费用降低，公司期间费用进一步下降，控费成效显著。
- **盈利预测及评级：** 基于疫情影响下上半年煤价低迷，我们下调公司盈利预测，预计 20、21、22 年 EPS 分别为 1.28 元、1.48 元、1.60 元，同时考虑到陕蒙基地煤炭、甲醇生产边际改善、管理层激励效果逐步兑现以及较高的股息率，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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	163,008.47	200,647.19	158,697.85	140,143.65	140,964.14
增长率 YoY %	7.79%	23.09%	-20.91%	-11.69%	0.59%
归属母公司净利润(百万元)	7,908.90	8,667.87	6,303.63	7,245.90	7,841.75
增长率 YoY%	16.81%	9.60%	-27.28%	14.95%	8.22%
毛利率%	19.49%	13.91%	14.18%	16.47%	16.87%
净资产收益率 ROE%	13.64%	13.95%	10.25%	11.43%	11.05%
EPS(摊薄)(元)	1.61	1.76	1.28	1.48	1.60
市盈率 P/E(倍)	5	5	6	6	5
市净率 P/B(倍)	0.66	0.63	0.67	0.60	0.53

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 4 月 29 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	65,863.10	63,562.14	59,041.12	60,337.38	65,924.59
货币资金	32,722.74	27,273.61	29,076.27	31,983.42	37,543.95
应收票据	4,428.71	3,102.77	0.00	0.00	0.00
应收账款	4,728.55	4,495.40	3,555.54	3,139.85	3,158.23
预付账款	3,216.90	3,484.27	2,747.28	2,361.13	2,363.81
存货	5,126.62	7,299.99	5,755.91	4,946.87	4,952.48
其他	15,639.57	17,906.11	17,906.11	17,906.11	17,906.11
<b>非流动资产</b>	137,816.80	144,259.23	138,279.24	142,057.07	146,625.43
长期股权投资	16,683.93	17,634.40	17,634.40	17,634.40	17,634.40
固定资产(合计)	44,293.19	43,915.90	46,681.54	51,758.60	57,488.04
无形资产	45,177.72	49,313.88	43,670.59	42,124.55	40,597.96
其他	31,661.96	33,395.05	30,292.71	30,539.53	30,905.04
<b>资产总计</b>	203,679.90	207,821.36	197,320.36	202,394.45	212,550.02
<b>流动负债</b>	59,057.93	73,319.90	67,950.38	64,679.96	64,699.57
短期借款	8,184.54	8,747.59	7,747.59	6,747.59	6,747.59
应付票据	2,940.86	9,092.26	7,169.09	6,161.41	6,168.40
应付账款	10,503.10	10,462.14	8,249.21	7,089.71	7,097.76
其他	37,429.44	45,017.91	44,784.49	44,681.25	44,685.81
<b>非流动负债</b>	59,668.48	50,977.34	47,645.78	46,645.78	46,645.78
长期借款	33,555.87	26,133.63	25,133.63	24,133.63	24,133.63
其他	26,112.61	24,843.72	22,512.16	22,512.16	22,512.16
<b>负债合计</b>	118,726.41	124,297.24	115,596.16	111,325.74	111,345.35
少数股东权益	23,961.72	20,232.28	22,008.82	24,050.91	26,260.93
归属母公司股东权益	60,991.77	63,291.84	59,715.38	67,017.79	74,943.74
<b>负债和股东权益</b>	203,679.90	207,821.36	197,320.36	202,394.45	212,550.02

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	163,008.47	200,647.19	158,697.85	140,143.65	140,964.14
同比(%)	7.79%	23.09%	-20.91%	-11.69%	0.59%
归属母公司净利润	7,908.90	8,667.87	6,303.63	7,245.90	7,841.75
同比(%)	16.81%	9.60%	-27.28%	14.95%	8.22%
毛利率(%)	19.49%	13.91%	14.18%	16.47%	16.87%
ROE%	13.64%	13.95%	10.25%	11.43%	11.05%
EPS(摊薄)(元)	1.61	1.76	1.28	1.48	1.60
P/E	5	5	6	6	5
P/B	0.66	0.63	0.67	0.60	0.53
EV/EBITDA	4.21	4.40	4.99	4.39	4.12

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	163,008.47	200,647.19	158,697.85	140,143.65	140,964.14
营业成本	131,238.95	172,735.97	136,199.28	117,055.32	117,188.18
营业税金及附加	2,418.99	2,135.08	1,688.70	1,491.27	1,500.00
销售费用	6,000.09	5,682.94	4,494.80	3,969.29	3,992.53
管理费用	5,766.54	4,492.11	4,263.53	4,141.57	4,165.82
研发费用	157.56	265.01	209.61	185.10	186.18
财务费用	3,392.80	2,537.27	2,151.03	2,144.01	2,023.54
减值损失合计	-589.56	-371.04	-170.67	-150.71	-187.95
投资净收益	1,939.58	1,734.11	1,544.21	1,739.30	1,672.54
其他	-1,195.36	-1,382.70	-1,187.91	-1,102.75	-1,160.39
<b>营业利润</b>	15,367.32	13,521.25	10,217.87	11,944.36	12,608.01
营业外收支	-324.14	521.94	502.15	421.98	526.27
<b>利润总额</b>	15,043.18	14,043.19	10,720.01	12,366.35	13,134.28
所得税	4,387.25	2,933.53	2,639.85	3,078.36	3,082.52
<b>净利润</b>	10,655.94	11,109.66	8,080.17	9,287.99	10,051.76
少数股东损益	2,747.03	2,441.79	1,776.54	2,042.09	2,210.02
<b>归属母公司净利润</b>	7,908.90	8,667.87	6,303.63	7,245.90	7,841.75
EBITDA	24,604.66	23,182.92	20,056.57	22,320.48	23,792.25
EPS(当年)(元)	1.61	1.76	1.28	1.48	1.60

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	22,139.85	24,673.35	17,916.93	16,923.26	19,138.68
净利润	10,655.94	11,109.66	8,080.17	9,287.99	10,051.76
折旧摊销	6,358.52	6,822.53	6,903.42	7,664.63	8,440.28
财务费用	3,202.95	2,317.21	2,433.13	2,289.50	2,217.69
投资损失	-1,939.58	-1,734.11	-1,544.21	-1,739.30	-1,672.54
营运资金变动	419.63	4,653.17	2,124.82	-508.81	180.88
其它	3,442.39	1,504.89	-80.40	-70.75	-79.40
<b>投资活动现金流</b>	-6,401.20	-5,971.99	-8,832.17	-9,726.60	-11,360.46
资本支出	-7,116.66	-10,875.97	-10,376.38	-11,465.90	-13,033.00
长期投资	4,690.30	5,287.66	1,544.21	1,739.30	1,672.54
其他	-3,974.84	-383.68	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-9,851.07	-23,371.88	-7,282.10	-4,289.50	-2,217.69
吸收投资	6,429.03	925.72	0.00	0.00	0.00
借款	-6,938.11	-3,415.61	-2,000.00	-2,000.00	0.00
支付利息或股息	7,935.41	11,930.94	5,282.10	2,289.50	2,217.69
<b>现金流净增加额</b>	6,299.69	-4,550.32	1,802.66	2,907.15	5,560.53

## 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。