

## 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, 2020.05.06

**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

#### 相关研究

《兖州煤业 (600188.SH) 事项点评: 估值处于低位, 公司开展回购》2020.05.06

《兖州煤业 (600188.SH) 季报点评: 煤价下行, 业绩承压》2020.04.29

《兖州煤业 (600188.SH) 年报点评: 业绩逆势上扬, 主业更加聚焦》2020.03.29

《兖州煤业 (600188) 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

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 收购集团资产改善盈利, 大幅提高分红回馈股东

2020年10月25日

**事件:** 10月23日公司发布2020年三季报, 报告期内公司实现营业收入1541.47亿元, 同比增2.35%; 其中主营煤炭业务收入498.7亿元, 同比增6.97%。利润总额90.41亿元, 同比降18.87%; 归母净利润61.05亿元, 同比降17.89%; 扣非后归母净利润为36.16亿元, 同比降57.42%; 基本每股收益1.16元, 同比降0.26元; 经营活动产生的现金流净额61.88亿元, 同比降58.28%。

公司第三季度实现营业收入445.34亿元, 同比降0.23%, 环比降30.43%。利润总额12.91亿元, 同比降50.20%, 环比降75.49%; 归母净利润12.09亿元, 同比降25.49%, 环比降60.64%; 扣非后归母净利润13.54亿元, 同比降16.74%, 环比增67.66%; 基本每股收益0.25元, 同比降0.08元, 环比降0.38元。

#### 点评:

- **前三季度公司煤炭产量大增11%, 兖煤澳洲和昊盛煤业贡献主要增量。**公司2020年前三季度煤炭产量7697.2万吨, 同比增759.7万吨(10.95%), 其中兖煤澳洲和昊盛煤业(石拉乌素煤矿)产量增长明显, 前三季度兖煤澳洲原煤产量2861.4万吨, 同比增246.8万吨(9.44%), 昊盛煤业原煤产量603.3万吨, 同比增346.9万吨(135.3%)。
- **“疫情”冲击下公司自产煤售价、毛利下滑。**自产煤前三季度均价426.70元/吨, 同比降109.93元/吨(-20.49%), 自产煤吨煤毛利173.68元/吨, 同比降96.5元/吨(-35.72%) 毛利率40.70%, 同比降9.64个pct。第三季度公司自产煤售价390.87元/吨, 同比降116.62元/吨(-22.98%), 环比降32.68元/吨(-7.71%); 吨煤毛利158.35元/吨, 同比降63.26元/吨(-28.55%), 环比降8.02元/吨(-4.82%); 毛利率40.51%, 同比降3.16个pct, 环比增1.23个pct。
- **公司甲醇业务成本降幅大于售价, 吨毛利提升。**前三季度公司甲醇产量同比增长6.6万吨(5.81%)至134万吨; 综合售价1255.38元/吨, 同比降366.13元/吨(-22.58%); 单位毛利400.73元/吨, 同比增62元/吨(18.3%); 毛利率31.92%, 同比增11个pct。
- **公司拟收购集团资产, 优化主营业务, 提升盈利能力。**9月30日公司发布公告称拟以现金约人民币183.55亿元收购兖矿集团相关资产, 其中“未来能源”和“鲁南化工”交易价款占比分别为58.94%、33.71%。标的资产包2019年合计实现利润27.41亿元, 其中未来能源和鲁南化工分别贡献81.92%、14.18%。2020年上半年合计实现净利润9.58亿元, 其中未来能源和鲁南化工分别贡献98.81%、-5.96%。标的资产包2019年综合ROE为15.59%, 2020年H1综合ROE为5.10%。公司10月23日发布公告称收到控股股东承诺2020-2022年度标的股权对应扣非后归母净利润合计不低于人

人民币 43.14 亿元，若承诺期结束后，标的股权对应的实际净利润合计金额未达到承诺净利润，兖矿集团将以现金方式向兖州煤业进行差额补足。在 2019 年年报中李希勇董事长提出“着眼全球战略布局，做优做强主导产业，加速迈向国际化综合能源集团”。公司在 2020 年对控股子公司兖煤国际以人民币 1.5 亿元交易对价向电铝香港公司出售其全资子公司兖煤国际贸易有限公司和兖煤国际（新加坡）有限公司 100% 股权，大幅压缩公司贸易业务；此外在煤炭主业方面，通过莫拉本公司以 3 亿澳元交易对价收购双日莫拉本资源所持有的莫拉本煤炭合营企业 10% 股权。本次收购集团资产，可实现对集团下属煤化工板块业务的整合，延伸产业链，优化主营业务，增强公司盈利能力和投资价值。

- **公司拟将 2020-2024 年现金分红比例提高至 50%，且不低于 0.5 元/股，当前股价下 A/H 股息率分别在 5.33%/10.86% 以上。**公司 10 月 23 日发布公告拟提高 2020-2024 年度现金分红比例，2020-2024 年各会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约 50%（原分红率约 35%），且同时约定每股现金股利不低于人民币 0.5 元，即按照目前 A 股股价 9.38 元、港股股价约 4.6 元人民币，年股息收益率 A 股 5.33% 以上、港股 10.86% 以上，如果考虑稳健的业绩预期，按 50% 分红，股息收益将会更高。
- **盈利预测及评级：**我们预计 20、21、22 年 EPS 分别为 1.59 元、1.66 元、1.71 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	163,008.47	200,647.19	201,928.31	204,447.56	204,648.09
增长率 YoY %	7.79%	23.09%	0.64%	1.25%	0.10%
归属母公司净利润(百万元)	7,908.90	8,667.87	7,826.25	8,150.24	8,379.86
增长率 YoY%	16.81%	9.60%	-9.71%	4.14%	2.82%
毛利率%	19.49%	13.91%	12.20%	13.38%	13.40%
净资产收益率 ROE%	13.64%	13.95%	12.57%	12.47%	11.36%
EPS(摊薄)(元)	1.61	1.76	1.59	1.66	1.71
市盈率 P/E(倍)	6	5	6	6	5
市净率 P/B(倍)	0.76	0.73	0.75	0.66	0.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 10 月 23 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	65,863.10	63,562.14	67,470.25	73,767.56	79,620.48
货币资金	32,722.74	27,273.61	33,971.88	40,225.15	46,065.29
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	4,524.10	4,580.54	4,585.04
预付账款	3,216.90	3,484.27	3,575.99	3,571.99	3,574.67
存货	5,126.62	7,299.99	7,492.16	7,483.76	7,489.38
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	138,272.08	142,039.15	146,596.52
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	30,285.56	30,521.61	30,876.13
<b>资产总计</b>	203,679.90	207,821.36	205,742.33	215,806.71	226,217.00
<b>流动负债</b>	59,057.93	73,319.90	73,841.81	73,833.33	73,849.49
短期借款	8,184.54	8,747.59	8,747.59	8,747.59	8,747.59
应付票据	2,940.86	9,092.26	9,331.62	9,321.16	9,328.15
应付账款	10,503.10	10,462.14	10,737.56	10,725.52	10,733.57
其他	37,429.44	45,017.91	45,025.04	45,039.06	45,040.18
<b>非流动负债</b>	59,668.48	50,977.34	48,645.78	48,645.78	48,645.78
长期借款	33,555.87	26,133.63	26,133.63	26,133.63	26,133.63
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	122,487.59	122,479.12	122,495.27
少数股东权益	23,961.72	20,232.28	21,999.31	23,839.48	25,731.50
归属母公司股东权益	60,991.77	63,291.84	61,255.43	69,488.12	77,990.23
<b>负债和股东权益</b>	203,679.90	207,821.36	205,742.33	215,806.71	226,217.00

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	163,008.47	200,647.19	201,928.31	204,447.56	204,648.09
同比(%)	7.79%	23.09%	0.64%	1.25%	0.10%
归属母公司净利润	7,908.90	8,667.87	7,826.25	8,150.24	8,379.86
同比(%)	16.81%	9.60%	-9.71%	4.14%	2.82%
毛利率(%)	19.49%	13.91%	12.20%	13.38%	13.40%
ROE%	13.64%	13.95%	12.57%	12.47%	11.36%
EPS(摊薄)(元)	1.61	1.76	1.59	1.66	1.71
P/E	6	5	6	6	5
P/B	0.76	0.73	0.75	0.66	0.59
EV/EBITDA	4.45	4.66	4.88	4.60	4.43

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	163,008.47	200,647.19	201,928.31	204,447.56	204,648.09
营业成本	131,238.95	172,735.97	177,283.36	177,084.66	177,217.52
营业税金及附加	2,418.99	2,135.08	2,148.71	2,175.52	2,177.66
销售费用	6,000.09	5,682.94	5,719.22	5,790.58	5,796.25
管理费用	5,766.54	4,492.11	4,520.79	4,577.19	4,581.68
研发费用	157.56	265.01	266.71	270.03	270.30
财务费用	3,392.80	2,537.27	2,168.67	2,193.01	2,195.92
减值损失合计	-589.56	-371.04	-217.16	-219.87	-272.87
投资净收益	1,939.58	1,734.11	3,468.21	1,544.21	1,544.21
其他	-1,195.36	-1,382.70	-1,280.90	-1,241.06	-1,330.21
<b>营业利润</b>	15,367.32	13,521.25	12,225.32	12,879.59	12,895.63
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	12,727.46	13,301.57	13,421.90
所得税	4,387.25	2,933.53	3,134.19	3,311.16	3,150.02
<b>净利润</b>	10,655.94	11,109.66	9,593.27	9,990.41	10,271.88
少数股东损益	2,747.03	2,441.79	1,767.02	1,840.17	1,892.02
<b>归属母公司净利润</b>	7,908.90	8,667.87	7,826.25	8,150.24	8,379.86
EBITDA	24,604.66	23,182.92	22,135.83	23,471.14	24,367.13
EPS(当年)(元)	1.61	1.76	1.59	1.66	1.71

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	22,139.85	24,673.35	18,960.36	18,679.91	19,833.86
净利润	10,655.94	11,109.66	9,593.27	9,990.41	10,271.88
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	2,504.94	2,504.94	2,504.94
投资损失	-1,939.58	-1,734.11	-3,468.21	-1,544.21	-1,544.21
营运资金变动	419.63	4,653.17	3,529.23	167.35	276.24
其它	3,442.39	1,504.89	-102.30	-103.21	-115.27
<b>投资活动现金流</b>	-6,401.20	-5,971.99	-6,908.17	-9,921.69	-11,488.79
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	3,468.21	1,544.21	1,544.21
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	-5,353.91	-2,504.94	-2,504.94
吸收投资	6,429.03	925.72	0.00	0.00	0.00
借款	-6,938.11	-3,415.61	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	7,935.41	11,930.94	5,353.91	2,504.94	2,504.94
<b>现金流净增加额</b>	6,299.69	-4,550.32	6,698.27	6,253.28	5,840.13

## 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**，煤炭科学研究总院硕士，中国人民大学硕士，2017年5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
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@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。