

2021年03月27日

兖州煤业 (600188.SH)

## 高股息，高弹性

■事件：2021年3月26日公司披露2020年年度报告，报告期实现营收2149.92亿元，同比增长0.14%；归母净利润71.22亿元，同比下降28.2%。

### 点评

■**四季度业绩下滑**：2020年公司实现归母净利润71.22亿元，同比下降28.2%，其中四季度实现归母净利润14.31亿元，同比下降15.02%，环比增长31.22%。

■**煤炭产销大增，价格下降**：2020年公司生产商品煤12027万吨，同比增长9.7%；销售煤炭14762万吨，同比增加17.5%。价格方面，商品煤综合售价470.45元/吨，同比下降12%。据年报测算，2020年自产煤吨煤成本221.72元/吨，同比下降8.89%，贸易煤平均成本593.08元/吨，同比下降10.59%，商品煤综合成本309.38元/吨，同比下降1.06%。2020年煤炭业务实现综合毛利率34.98%，同比减少7.66个百分点。

■**化工品价格下滑，毛利率压缩**：煤化工业务方面，公司化工产品产量合计457.7万吨，同比增长4.23%。其中甲醇产量182.3万吨，同比增长3.64%，销售甲醇186.4万吨，同比下降14.53%。甲醇平均售价为1305.45元/吨，同比下降22.73%，平均成本为1093.45元/吨，同比下降19.3%。醋酸销量为75.9万吨，同比增长3.69%，平均售价为2234.25元/吨，同比下降10.88%，销售成本为179259元/吨，同比增长0.3%；醋酸乙酯销量为37.4万吨，同比增长15.08%，平均售价为5040.98元/吨，同比增长4.94%；销售成本为4711.73元/吨，同比增长8.9%；2020年公司液体粗蜡销量为41.4万吨，平均售价为3350.98元/吨，同比下降25.77%，平均销售成本为3104.3元/吨，同比下降20.9%。煤化工业务毛利率为11.68%，同比减少4.45个百分点。

■**高分红，高股息**：公司拟每10股派发现金股利10元，合计现金分红48.73亿元，分红比率77.13%（按国际财务报告准则数据测算），以2021年3月26日股价测算，股息率7.59%。

■**业绩影响不利因素消退，煤与化工品价格上涨，公司业绩有望释放**：2020年沃特岗回表，因沃特岗负债价值高于资产估值，使本集团产生一次性非现金损失68.44亿元，影响报告期内归属于母公司股东净利润同比减少42.61亿元，2021年影响业绩的不确定性因素消除。此外，截至目前纽卡斯尔动力煤均价同比增长30.79%，国内山东地区动力煤价格均价同比上涨11.67%。国际油价上涨背景下，甲醇、醋酸、醋酸乙酯分别同比上涨14.76%、111.72%、31.44%，价格全面上涨背景下，公司业绩有望释放。

## 公司快报

证券研究报告

动力煤

投资评级 **买入-A**

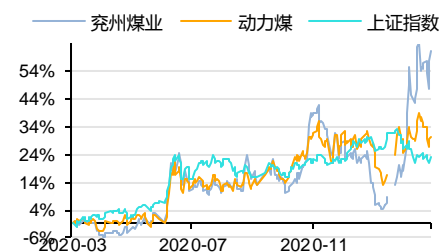
维持评级

6个月目标价：**18.62元**  
股价（2021-03-26）**13.18元**

### 交易数据

总市值(百万元)	64,226.69
流通市值(百万元)	39,183.10
总股本(百万股)	4,873.04
流通股本(百万股)	2,972.92
12个月价格区间	8.15/13.39元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	41.18	24.88	39.15
绝对收益	38.59	25.52	62.78

**周泰**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001  
zhoutai@essence.com.cn

**李航**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521010002  
lihang@essence.com.cn

### 相关报告

兖州煤业：化工品价格大幅上涨，有望助力业绩弹性释放/周泰	2021-03-02
兖州煤业：提升分红比例，五年保底股息5.33%/周泰	2020-10-24
兖州煤业：拟收购集团煤化工资产，实现产业链延伸/周泰	2020-10-08
兖州煤业：煤炭量升价减，大额投资收益使得Q2业绩增长/周泰	2020-08-29
兖州煤业：煤炭量升价减，成本抬升/周泰	2020-04-28

■ **投资建议:** 给予买入-A 评级,6 个月目标价 18.62 元。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 129.62/139.63/146.62 亿元,折合 EPS 分别为 2.66/2.87/3.01。

■ **风险提示:** 外部经济形势恶化;煤炭价格大幅下降,化工品价格大幅下滑

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	200,647.2	214,991.8	234,338.3	252,062.4	250,880.3
净利润	8,667.9	7,121.6	12,962.3	13,962.9	14,662.2
每股收益(元)	1.78	1.46	2.66	2.87	3.01
每股净资产(元)	12.99	11.11	10.46	11.89	13.40

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	7.4	9.0	5.0	4.6	4.4
市净率(倍)	1.0	1.2	1.3	1.1	1.0
净利润率	4.3%	3.3%	5.5%	5.5%	5.8%
净资产收益率	13.7%	13.2%	25.4%	24.1%	22.5%
股息收益率	12.0%	0.0%	10.1%	10.9%	11.4%
ROIC	12.7%	11.8%	15.7%	16.2%	16.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	200,647.2	214,991.8	234,338.3	252,062.4	250,880.3	成长性					
减:营业成本	172,736.0	186,571.0	199,446.6	213,262.4	211,135.7	营业收入增长率	23.1%	7.1%	9.0%	7.6%	-0.5%
营业税费	2,135.1	3,421.3	3,257.3	4,007.8	3,989.0	营业利润增长率	-12.0%	5.0%	36.3%	12.9%	5.7%
销售费用	5,682.9	5,425.0	5,905.3	6,352.0	6,322.2	净利润增长率	9.6%	-17.8%	82.0%	7.7%	5.0%
管理费用	4,492.1	5,375.8	6,584.9	7,083.0	7,049.7	EBITDA 增长率	-2.5%	12.8%	11.9%	7.6%	3.0%
财务费用	2,537.3	2,690.4	3,342.5	3,209.1	2,958.8	EBIT 增长率	-5.9%	2.3%	24.9%	10.4%	3.9%
资产减值损失	-173.3	-49.7	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	-4.4%	-1.1%	49.3%	6.2%	3.9%
加:公允价值变动收益	240.0	223.5	-106.5	46.0	4.8	投资资本增长率	6.2%	12.2%	2.6%	4.9%	-4.9%
投资和汇兑收益	1,734.1	3,685.7	3,700.0	3,700.0	3,700.0	净资产增长率	-1.7%	-4.5%	-1.4%	11.8%	11.3%
营业利润	13,521.2	14,194.3	19,345.2	21,844.1	23,079.8	利润率					
加:营业外净收支	521.9	-4,940.5	-350.0	-450.0	-350.0	毛利率	13.9%	13.2%	14.9%	15.4%	15.8%
利润总额	14,043.2	9,253.8	18,995.2	21,394.1	22,729.8	营业利润率	6.7%	6.6%	8.3%	8.7%	9.2%
减:所得税	2,933.5	2,416.1	4,009.9	5,158.1	5,480.2	净利润率	4.3%	3.3%	5.5%	5.5%	5.8%
净利润	8,667.9	7,121.6	12,962.3	13,962.9	14,662.2	EBITDA/营业收入	12.2%	12.9%	13.2%	13.2%	13.7%
						EBIT/营业收入	8.8%	8.4%	9.7%	9.9%	10.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	79	92	97	82	74
						流动营业资本周转天数	-27	-46	-51	-31	-18
						流动资产周转天数	116	102	95	98	108
						应收帐款周转天数	12	12	10	9	16
						存货周转天数	11	13	13	14	14
						总资产周转天数	369	391	389	354	355
						投资资本周转天数	177	181	178	171	172
						投资回报率					
						ROE	13.7%	13.2%	25.4%	24.1%	22.5%
						ROA	5.3%	2.6%	6.1%	6.6%	7.0%
						ROIC	12.7%	11.8%	15.7%	16.2%	16.1%
						费用率					
						销售费用率	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
						管理费用率	2.2%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
						财务费用率	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%
						三费/营业收入	6.3%	6.3%	6.8%	6.6%	6.5%
						偿债能力					
						资产负债率	59.8%	69.2%	68.1%	64.3%	60.4%
						负债权益比	148.8%	224.5%	213.6%	180.3%	152.4%
						流动比率	0.87	0.57	0.53	0.63	0.75
						速动比率	0.77	0.49	0.46	0.54	0.66
						利息保障倍数	7.00	6.75	6.79	7.81	8.80
						分红指标					
						DPS(元)	1.59	-	1.33	1.43	1.50
						分红比率	89.2%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	12.0%	0.0%	10.1%	10.9%	11.4%

## 资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	27,273.6	24,542.4	28,120.6	35,288.7	35,123.2
交易性金融资产	156.7	148.3	146.5	150.5	148.4
应收帐款	7,419.2	6,840.0	6,178.8	6,424.3	15,876.1
应收票据	-	69.6	3,836.1	1,400.3	696.9
预付帐款	3,484.3	3,395.3	2,144.9	2,594.3	924.7
存货	7,300.0	7,714.7	8,905.9	10,050.8	9,889.8
其他流动资产	17,928.5	15,361.9	15,949.7	16,413.3	15,908.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	17,634.4	19,025.6	19,025.6	19,025.6	19,025.6
投资性房地产	0.6	1,385.1	1,385.1	1,385.1	1,385.1
固定资产	43,915.9	66,113.7	60,423.5	54,733.4	49,043.2
在建工程	18,357.4	23,416.3	23,416.3	23,416.3	23,416.3
无形资产	49,313.9	58,855.0	56,218.0	53,580.9	50,943.9
其他非流动资产	15,037.0	32,042.3	21,938.8	22,941.8	25,536.0
资产总额	207,821.4	258,910.0	247,689.7	247,405.4	247,917.5
短期债务	8,747.6	15,714.3	46,178.5	51,935.4	37,150.0
应付帐款	32,482.2	50,206.1	38,436.8	34,735.9	34,974.0
应付票据	9,092.3	9,881.2	11,171.5	4,265.2	4,039.4
其他流动负债	22,997.9	26,279.4	26,692.8	24,376.1	28,034.5
长期借款	26,133.6	34,913.4	14,511.0	10,500.0	9,600.0
其他非流动负债	24,843.7	42,133.1	31,029.8	32,668.9	35,277.3
负债总额	124,297.2	179,127.7	168,020.5	158,481.6	149,075.2
少数股东权益	20,232.3	25,664.0	27,687.0	29,960.0	32,547.5
股本	4,912.0	4,860.0	4,873.0	4,873.0	4,873.0
留存收益	50,800.0	46,091.5	46,091.5	53,073.0	60,404.1
股东权益	83,524.1	79,782.4	78,651.5	87,906.0	97,824.6

## 现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	11,109.7	6,837.7	12,962.3	13,962.9	14,662.2
加:折旧和摊销	6,822.5	9,596.7	8,327.2	8,327.2	8,327.2
资产减值准备	173.3	49.7	-	-	-
公允价值变动损失	-240.0	-223.5	-106.5	46.0	4.8
财务费用	2,317.2	2,487.5	3,342.5	3,209.1	2,958.8
投资损失	-1,734.1	-3,685.7	-3,700.0	-3,700.0	-3,700.0
少数股东损益	1,861.6	-775.0	2,023.0	2,273.0	2,587.4
营运资金的变动	-858.3	-8,022.4	-2,783.2	-15,357.6	-4,565.2
经营活动产生现金流量	24,871.1	22,233.4	20,065.3	8,760.7	20,275.3
投资活动产生现金流量	-5,972.0	-13,584.2	3,915.4	3,693.2	3,632.8
融资活动产生现金流量	-23,371.9	-14,408.1	-20,402.4	-5,285.7	-24,073.6

## 业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	1.78	1.46	2.66	2.87	3.01
BVPS(元)	12.99	11.11	10.46	11.89	13.40
PE(X)	7.4	9.0	5.0	4.6	4.4
PB(X)	1.0	1.2	1.3	1.1	1.0
P/FCF	69.4	2.4	10.1	5.0	8.9
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.7	3.9	4.2	3.9	3.4
CAGR(%)	13.5%	36.1%	12.0%	13.5%	36.1%
PEG	0.5	0.2	0.4	0.3	0.1
ROIC/WACC	1.6	1.5	2.0	2.1	2.0
REP	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

周泰、李航声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034