

2021年03月28日

兖州煤业 (600188.SH)

公司快报

煤炭 | 动力煤 III

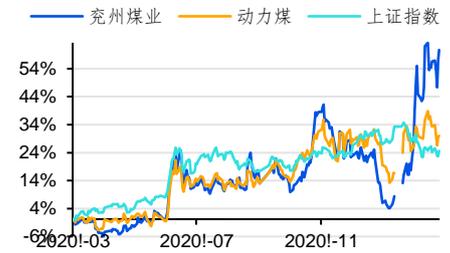
 投资评级 **买入-B(上调)**

 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	8.07/13.81 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	41.18	24.88	39.48
绝对收益	38.59	25.52	62.78

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

- 兖州煤业: 投资收益贡献业绩 2020-08-29
- 兖州煤业: 澳洲板块拖累业绩 2020-04-23
- 兖州煤业: 费用压缩贡献盈利增长, 高分红提升配置价值 2019-08-31
- 兖州煤业: 澳洲产区成为主要盈利增长点 2019-03-30
- 兖州煤业: 煤炭业务稳健增长, 费用与支出吞噬利润 2018-10-27

澳洲板块见底, 盈利重归增长

投资要点

- ◆ **2020 年归母同比下降 17.84%, 股息率 7.59%:** 2020 年公司实现收入 2149.92 亿元, 同比增长 7.15%, 实现归母净利 71.22 亿元, 同比增长-17.84%; 毛利率为 13.22%, 同比下降 0.69 个百分点; 净利润率为 3.31%, 同比降 1.01 个百分点, EPS 为 1.46 元; 分配方案为每股派现金 1 元(含税), 按照报告日收盘价计算股息率为 7.59%。
- ◆ **煤炭量增价跌, 盈利收窄:** 2020 年公司煤炭产量 1.20 亿吨, 同口径调整后同比增长 9.70%, 销量 1.48 亿吨, 增长 17.54%; 公司煤炭板块实现收入 694.47 亿元, 同比增长 3.43%, 实现毛利 237.77 亿元, 同比下降 14.70%, 毛利率为 34.24%, 同比下降 7.3 个百分点。煤炭板块毛利下降的主要原因有: 一是低毛利贸易煤的增加拉低了整体盈利水平, 2020 年公司贸易煤 2.21 亿吨, 同比增加 55.17%, 占销量比重为 31.89%, 同比提升 11 个百分点; 二是自产煤销售价格下降, 除内蒙古板块因产能利用率提升影响毛利得以恢复外, 其余板块吨煤毛利均受价格挤压下降, 公司整体吨煤价格 470.45 元, 同比下降 14.34%。煤炭板块对公司收入和毛利的贡献比重分别为 84.36%和 93.38%, 尽管因收购集团煤化工资产后, 煤炭毛利贡献下降 2.5 个百分点, 但仍是核心利润来源。
- ◆ **从区域来看, 澳洲板块拖累, 蒙西恢复增长:** 2020 销量占比 31%的兖煤澳洲吨煤毛利为 126 元, 同比下降 54.66%, 此外, 沃特岗重新纳入合并报表, 产生一次性非现金损失 68.44 亿元, 导致兖煤澳洲亏损 44.37 亿元, 拖累了公司整体盈利; 内蒙古板块在产能释放后摊低成本, 鄂尔多斯能化和昊盛煤业商品煤产量分别同比增长 14.78%和 110.95%, 在价格同比持平的情况下, 吨煤毛利分别回升 59.05%和 246.76%至 156 元/吨和 152 元/吨, 昊盛煤业全年实现净利 5.48 亿元, 扭亏为盈, 并超过 2017 年创历史新高。
- ◆ **Q4 公司煤价触底回升:** 4 季度煤炭板块合并金鸡滩煤矿, 部分环比数据不具可比性, 从各区域来看呈现量减价升趋势, 其中兖煤澳洲吨煤价格 381 元/吨, 尽管仍低于上半年, 但较 3 季度环比回升 8.69%; 鄂尔多斯板块吨煤价格环比回升 17%-18%。
- ◆ **2021 年主业聚焦叠加行业景气回升, 盈利重归增长:** 2020 年公司逐步剥离贸易、金融等非主业板块, 并通过收购集团资产进一步聚焦煤炭、煤电、煤化工主业, 包括: 收购莫拉本 10%股, 增加 240 万吨权益产能; 增资内蒙古矿业至 51%股权比例, 保证对营盘壕的绝对控股, 并增加嘎鲁图、刘三圪旦煤矿等资源储备; 收购集团 7 项资产等, 承诺 20-22 年盈利不低于 43.14 亿元; 煤炭板块盈利触底, 特别是澳洲板块受全球经济复苏的影响, 价格快速回升, NEWC 动力煤价格已经从 2020 年 Q4 最低的 54 美元/吨回升至 2021 年 3 月下旬的 104 美元/吨, 2021 年 Q1 均价 88.56 美元/吨, 环比 2020 年 Q4 升 32.69%, 澳洲板块的见底复苏将提振公司盈利。
- ◆ **投资建议:** 我们公司预测 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.33、2.57 和 2.69

元，净资产收益率分别为 15.6%、15.1%和 14.4%，公司承诺 2020-2024 年分红不低于 50%，且不低于 0.5 元/股，公司盈利重归增长，我们上调评级至买入-B。

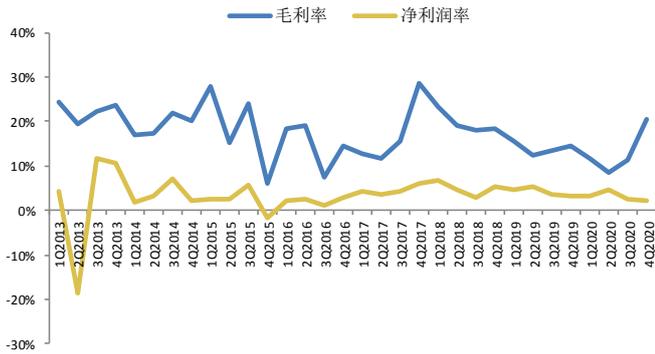
◆ **风险提示：**煤价下跌超预期风险；环保监管风险；汇兑风险；项目投达产进度不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,647	214,992	229,088	230,888	232,779
YoY(%)	23.1	7.1	6.6	0.8	0.8
净利润(百万元)	8,668	7,122	11,349	12,514	13,126
YoY(%)	9.6	-17.8	59.4	10.3	4.9
毛利率(%)	13.9	13.2	15.3	15.4	15.6
EPS(摊薄/元)	1.78	1.46	2.33	2.57	2.69
ROE(%)	13.3	8.6	15.6	15.1	14.4
P/E(倍)	7.4	9.0	5.7	5.1	4.9
P/B(倍)	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9
净利率(%)	4.3	3.3	5.0	5.4	5.6

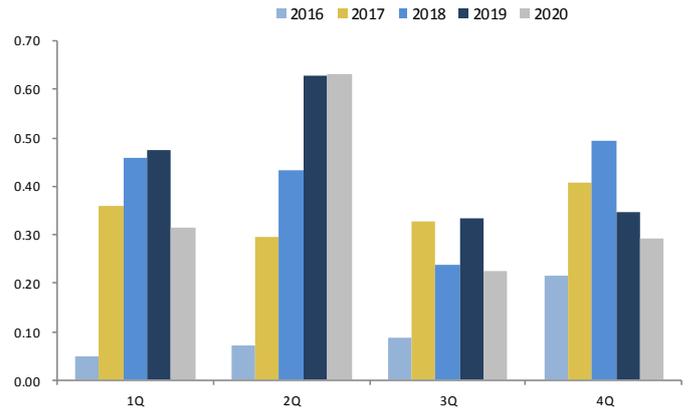
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2020 年公司分季度毛利率和利润率



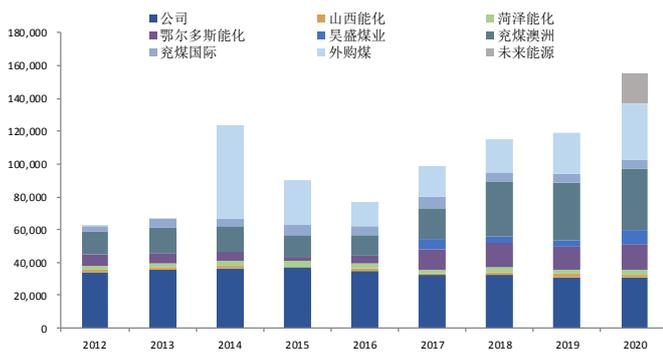
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2020 年公司单季度 EPS 单位：元



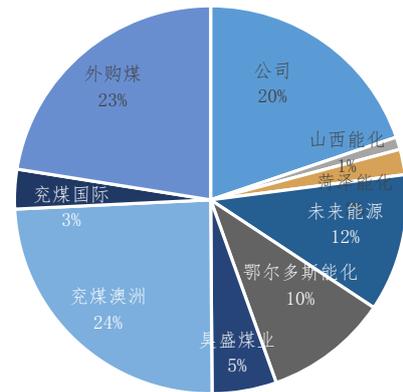
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2012-2020 年分产区煤炭销量 单位：万吨



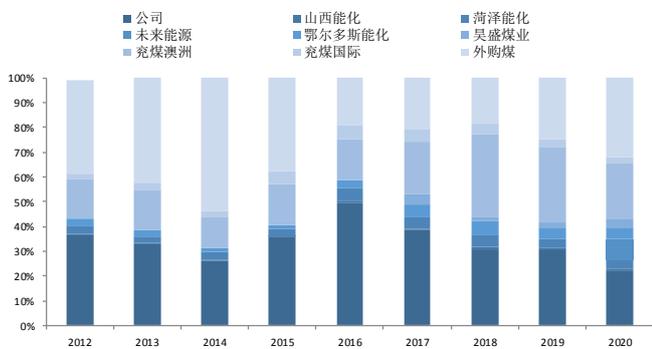
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2020 年分产区销量贡献



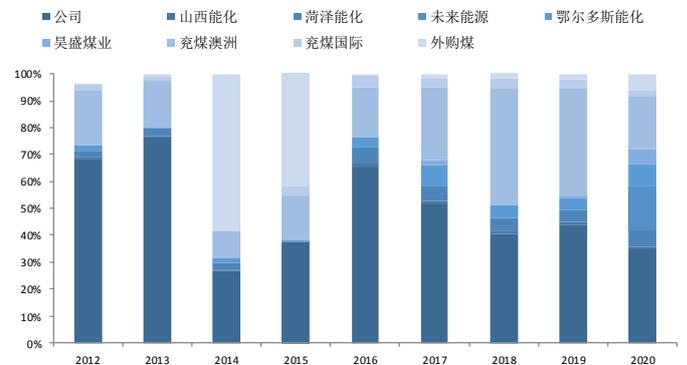
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2012-2020 年分产区收入贡献



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2012-2020 年分产区毛利贡献



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：2020 年公司分季度商品煤产量及吨煤价格、成本与毛利 单位：千吨、元/吨

煤炭销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
------	--------	--------	--------	--------	-----	------	------	-----

煤炭销量	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
集团合计	24,215	25,893	26,864	43,298	-	109631	120270	9.70%
公司	8,000	7,731	7,813	7,115	-8.93%	31172	30659	-1.65%
山西能化	305	445	417	445	6.71%	1717	1612	-6.12%
菏泽能化	817	779	844	842	-0.24%	2725	3282	20.44%
未来能源				17762	-	15162	17762	17.15%
鄂尔多斯能化	3120	4321	3642	4738	30.09%	13784	15821	14.78%
昊盛煤业	1481	1996	2556	2208	-13.62%	3907	8241	110.93%
兖煤澳洲	9,149	9,279	10,186	9,162	-10.05%	35517	37776	6.36%
兖煤国际	1,343	1,343	1,405	1,027	-26.90%	5647	5118	-9.37%
吨煤价格	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
集团合计	513	479	453	453	0.05%	549	470	-14.35%
公司	557	494	497	632	27.05%	625	543	-13.13%
山西能化	306	264	252	313	23.97%	323	282	-12.48%
菏泽能化	908	847	844	879	4.21%	1010	870	-13.90%
未来能源				356		367	356	-3.14%
鄂尔多斯能化	243	218	262	310	18.24%	256	261	1.77%
昊盛煤业	298	265	289	339	17.07%	301	298	-0.85%
兖煤澳洲	468	461	351	381	8.69%	549	414	-24.63%
兖煤国际	339	381	328	372	13.43%	376	353	-6.09%
吨煤毛利	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	QoQ	2019	2020	YoY
集团合计	247	223	223	357	60.58%	327	276	-15.53%
公司	272	249	262	512	95.43%	350	320	-8.75%
山西能化	85	70	30	117	293.16%	103	75	-26.76%
菏泽能化	473	424	478	691	44.55%	526	519	-1.44%
未来能源				242	-	257	242	-6.00%
鄂尔多斯能化	100	49	99	336	240.48%	98	156	59.05%
昊盛煤业	123	94	140	237	69.08%	42	152	264.76%
兖煤澳洲	174	151	88	95	7.94%	278	126	-54.66%
兖煤国际	84	103	122	68	-44.15%	144	96	-32.97%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	63562	58072	41379	38431	40244	营业收入	200647	214992	229088	230888	232779
现金	27274	24542	2654	5506	1404	营业成本	172736	186571	194043	195223	196398
应收票据及应收账款	4495	4049	8198	3238	8104	营业税金及附加	2135	3421	3409	3384	3363
预付账款	3484	3395	3935	3453	3996	营业费用	5683	5425	5781	5826	5874
存货	7300	7715	7901	7810	7996	管理费用	4492	5376	6328	6235	6218
其他流动资产	21009	18371	18690	18424	18745	研发费用	265	510	352	389	406
非流动资产	144259	200838	208903	211509	210927	财务费用	2537	2690	3578	2942	2192
长期投资	17634	19026	21552	23858	26274	资产减值损失	-173	-50	0	0	0
固定资产	43916	66114	68644	66433	63164	公允价值变动收益	240	223	38	32	133
无形资产	49314	58855	65015	70939	74057	投资净收益	1734	3686	2278	2188	2400
其他非流动资产	33395	56844	53692	50278	47431	营业利润	13521	14194	17913	19108	20862
资产总计	207821	258910	250282	249939	251171	营业外收入	688	2106	950	941	871
流动负债	73320	102081	95086	95130	96961	营业外支出	166	7047	409	484	697
短期借款	8748	15714	26949	12765	28138	利润总额	14043	9254	18453	19565	21036
应付票据及应付账款	19554	23924	21296	24198	21570	所得税	2934	2416	4613	4304	4628
其他流动负债	45018	62443	46841	58167	47254	税后利润	11110	6838	13840	15261	16408
非流动负债	50977	77047	66421	53941	40307	少数股东损益	1862	-775	2491	2747	3282
长期借款	40701	60881	50255	37775	24141	归属母公司净利润	8668	7122	11349	12514	13126
其他非流动负债	10276	16166	16166	16166	16166	EBITDA	23264	23085	30577	32123	33513
负债合计	124297	179128	161507	149070	137268	主要财务比率					
少数股东权益	20232	25664	28155	30902	34184	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	4912	4860	4873	4873	4873	成长能力					
资本公积	483	155	155	155	155	营业收入(%)	23.1	7.1	6.6	0.8	0.8
留存收益	50317	45936	52856	60487	68691	营业利润(%)	-12.0	5.0	26.2	6.7	9.2
归属母公司股东权益	63292	54118	60620	69967	79719	归属于母公司净利润(%)	9.6	-17.8	59.4	10.3	4.9
负债和股东权益	207821	258910	250282	249939	251171	获利能力					
						毛利率(%)	13.9	13.2	15.3	15.4	15.6
						净利率(%)	4.3	3.3	5.0	5.4	5.6
						ROE(%)	13.3	8.6	15.6	15.1	14.4
						ROIC(%)	10.1	6.5	10.7	13.0	12.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.8	69.2	64.5	59.6	54.7
						流动比率	0.9	0.6	0.4	0.4	0.4
						速动比率	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	29.4	50.3	37.4	40.4	41.0
						应付账款周转率	10.5	8.6	8.6	8.6	8.6
						估值比率					
						P/E	7.4	9.0	5.7	5.1	4.9
						P/B	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9
						EV/EBITDA	5.3	7.1	6.0	4.9	5.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	24871	22233	4673	45145	6316
净利润	11110	6838	13840	15261	16408
折旧摊销	6823	9597	8305	9153	9707
财务费用	2537	2690	3578	2942	2192
投资损失	-1734	-3686	-2278	-2188	-2400
营运资金变动	4653	-136	-18734	20009	-19458
其他经营现金流	1483	6930	-38	-32	-133
投资活动现金流	-5972	-13584	-14056	-9539	-6591
筹资活动现金流	-23372	-14408	-27318	-17942	-18918

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.78	1.46	2.33	2.57	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	5.10	4.56	0.96	9.26	1.30
每股净资产(最新摊薄)	10.87	10.03	11.37	13.28	15.29

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn