

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兖州煤业(600188)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

杜冲

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

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

业绩分红超预期, 内生外延有成长

2021年03月27日

事件: 3月26日公司发布2020年报, 报告期内公司实现营业收入2149.92亿元, 同比增0.14%; 其中主营煤炭业务收入694.47亿元, 同比增8.89%。利润总额92.54亿元, 同比降43.38%; 归母净利润71.22亿元, 同比降28.20%; 扣非后归母净利润为65.35亿元, 同比降10.60%; 基本每股收益1.46元, 同比降0.30元。向股东派发2020年现金股利0.6元/股(含税), 另派发特别现金股利0.4元/股(含税), 合计1元/股(含税), 对应3月26日收盘价的A股股息率7.59%、H股股息率14.44%。

点评:

- **陕蒙基地产能利用率提升带动公司煤炭产量大增。**公司2020年实现商品煤销量14761.9万吨, 同比增2203.0万吨(17.54%); 其中自产商品煤销量11277.6万吨, 同比增791.6万吨(7.55%)。山东本部销售商品煤2823.7万吨, 同比降180.9万吨(-6.02%); 陕蒙基地(未来能源+鄂尔多斯能化+昊盛煤业)销售商品煤3725.7万吨, 同比增756.1万吨(25.46%), 澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤4252.8万吨, 同比增147.6万吨(3.6%)。2020年公司因石拉乌素煤矿和营盘壕煤矿产能利用率提升使得产量大增。
- **“疫情”冲击下, 公司煤炭业务盈利能力整体下滑, 陕蒙基地逆势提升。**2020年公司自产商品煤平均售价419.44元/吨, 同比降84.77元/吨(-16.81%), 毛利率47.14%, 同比降4.6个pct, 实现毛利222.98亿元, 占公司主营业务毛利的78.46%。其中: 山东本部商品煤平均售价543.19元/吨, 同比降88.38元/吨(-13.99%), 毛利率54.18%, 同比降0.57个pct, 实现毛利83.10亿元, 占煤炭业务毛利的32.47%。陕蒙基地商品煤平均售价309.45元/吨, 同比降5.98元/吨(-1.90%), 毛利率61.95%, 同比增8.87个pct, 实现毛利71.42亿元, 占煤炭业务毛利的27.9%。澳洲基地商品煤平均售价406.23元/吨, 同比降119.40元/吨(-22.72%), 毛利率30.16%, 同比降19.35个pct, 实现毛利52.10亿元, 占煤炭业务毛利的20.36%。受益产能利用率提升和盈利强劲的金鸡滩煤矿并表, 2020年陕蒙基地盈利能力逆势提升。
- **收购集团优质资产包, 极大丰富公司化工品类, 在产及在建化工产能超过700万吨, 具有较强的盈利能力。**2020年底公司现金收购集团优质资产包交易后, 化工品类在原有甲醇业务基础上, 拓展了醋酸及脂、粗液体蜡、油品等产品。公司全年生产化工产品457.7万吨, 同比增18.6万吨(4.24%); 其中甲醇产量182.3万吨, 同比增6.1万吨(3.46%); 醋酸产量107.2万吨, 同比增3.9万吨(3.78%); 粗液体蜡产量41.3万吨, 同比降1.6万吨(-3.73%)。2020年公司化工业务实现毛利12.28亿元, 占公司主营业务毛利的4.32%。其中甲醇单位毛利212.00元/吨, 同比降123.24元/吨(-36.76%); 毛利率16.24%, 同比降3.6个pct; 贡献化工业务毛利的32.19%。醋酸单位毛利441.67元/吨, 同比

降 277.71 元/吨 (-38.60%); 毛利率 19.77%, 同比降 8.93 个 pct; 醋酸及脂贡献化工业务毛利的 37.34%。粗液体蜡单位毛利 446.68 元/吨, 同比降 414.49 元/吨 (-48.13%); 毛利率 12.58%, 同比降 5.42 个 pct; 贡献化工业务毛利的 15.06%。

- **公司 2020 年多项非主营业务对归母净利产生重大影响, 对冲后影响较小。** 2020 年公司以增资方式获得内蒙古矿业 51% 的股权, 一次性确认利得影响归母净利增加 4.41 亿元; 此外 20 年公司增持莫拉本煤矿 10% 的股权一次性确认利得影响归母净利增加 2.87 亿元, 同时对原持有 85% 的权益按公允价值重新计算后确认投资收益影响归母净利增加 21.50 亿元; 此外公司 2020 年重新并表“沃特岗”公司, 因其负债价值高于资产估值, 产生一次性非现金损失影响归母净利减少 42.61 亿元。此外, 公司收购控股股东资产包 2020 年实现盈利 24.37 亿元, 影响公司归母净利增加约 14.27 亿元。以上重大事项合计增加公司归母净利约 0.44 亿元, 综合影响较小。
- **公司经营回现良好, 偿债压力较小, 2020 年分红率 77.13%, 大超预期。** 2020 年公司实现经营性净现金流 222.33 亿元, 净利润现金含量 312.2%, 经营回现良好。2020 年公司现金利息保障倍数为 6.83 倍, 现金到期债务比 51.89%, 偿债压力较小。现金满足投资比率为 94.79%, 经营获现覆盖资本开支和利息支出能力较强。此外经股东大会审议批准: 公司 2020-2024 年度现金分红比例确定为: 每年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% 且不低于 0.50 元/股, 2020 年派息 1 元/股 (0.6 元/股现金红利+0.4 元/股特别派息), 对应 3 月 26 日收盘价的 A 股股息率 7.59%、H 股股息率 14.44%, 处于两市最高水平序列, 煤炭公司最高水平。
- **量价齐升叠加成本管控, 公司今年业绩更值得期待, 长期成长潜力大。** 2021 年公司计划自产商品煤销量 1.15 亿吨, 化工产品销量 592 万吨, 分别同比 20 年增加约 220 万吨和 160 万吨。此外, 我们预计 2021 年动力煤价中枢为 630 元/吨, 显著高于 2020 年的 571 元/吨; 同时国际油价中枢同比抬升确定性高, 公司主营的煤炭、化工业务有望量价齐升。叠加公司在成本管控方面计划境内自产煤单位销售成本同口径降低 20 元/吨; 主要化工产品单位销售成本同口径降低 100 元/吨。量价齐升叠加成本管控有望带动公司 2021 年业绩大幅上行。此外, 公司体外集团层面仍有近 1 亿吨盈利强劲的优质煤炭产能, 在集团提高资产证券化率的趋势下, 公司持续外延式成长的潜力大。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调公司盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 110.61、125.89、133.24 亿元, 三年业绩年化增速约 23%, EPS 分别为 2.27、2.58、2.73 元, 对应 PE 分别为 6、5、5 倍 (2021 年 3 月 26 日收盘价), 按 50% 分红水平的 A 股股息率约 8.6%、9.8%、10.4%。结合信达能源开采团队 3 月 2 日发布的公司深度报告《最具成长潜力的低估值能化龙头》, 我们认为兖州煤业依然被严重低估, 且看好公司内生外延的成长空间及降本增效落地, 对应目标价为 20.2 元, 维持公司“买入”评级。

- **股价催化剂：**在建化工项目顺利投产；营盘壕煤矿证照办理进展顺利，万福煤矿顺利转产；国际煤价在油价带动下逐步提升（利好兖煤澳洲）；煤炭、原油、醋酸、甲醇、乙二醇等产品价格继续上涨或保持高位。
- **风险因素：**“疫情”反复压制国内外经济复苏动力；在产或在建项目产能释放不及预期；安全生产事故风险；安全监管趋严限制煤矿生产。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	200,647	214,992	129,882	131,084	132,652
增长率 YoY %	23.1%	7.1%	-39.6%	0.9%	1.2%
归属母公司净利润 (百万元)	8,668	7,122	11,061	12,589	13,324
增长率 YoY%	9.6%	-17.8%	55.3%	13.8%	5.8%
毛利率%	13.9%	13.2%	23.8%	26.0%	26.6%
净资产收益率ROE%	13.7%	13.2%	16.8%	15.9%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	1.76	1.47	2.27	2.58	2.73
市盈率 P/E(倍)	7.47	8.99	5.81	5.10	4.82
市净率 P/B(倍)	1.01	1.19	0.98	0.81	0.69

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年03月26日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位: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	63,562	58,072	58,274	57,649	59,571	营业总收入	200,647	214,992	129,882	131,084	132,652
货币资金	27,274	24,542	32,798	32,252	34,098	营业成本	172,736	186,571	99,026	97,033	97,429
应收票据	0	70	42	42	43	营业税金及	2,135	3,421	2,067	2,086	2,111
应收账款	4,495	3,979	2,404	2,426	2,455	销售费用	5,683	5,425	3,277	3,308	3,347
预付账款	3,484	3,395	1,802	1,766	1,773	管理费用	4,492	5,376	3,248	3,278	3,317
存货	7,300	7,715	4,095	4,012	4,029	研发费用	265	510	308	311	314
其他	21,009	18,371	17,132	17,150	17,173	财务费用	2,537	2,690	3,747	3,898	3,898
非流动资产	144,259	200,838	215,518	229,849	243,631	减值损失合	-173	-50	-251	-251	-251
长期股权投资	17,634	19,026	20,196	21,367	22,538	投资净收益	1,734	3,686	455	459	464
固定资产(合	43,916	66,114	70,820	76,178	81,987	其他	-838	-440	65	65	66
无形资产	49,314	58,855	62,991	67,127	71,264	营业利润	13,521	14,194	18,477	21,443	22,514
其他	33,395	56,844	61,510	65,176	67,842	营业外收支	522	-4,941	300	300	300
资产总计	207,821	258,910	273,791	287,497	303,201	利润总额	14,043	9,254	18,777	21,743	22,814
流动负债	73,320	102,081	91,915	88,578	86,834	所得税	2,934	2,416	4,412	5,393	5,510
短期借款	8,748	15,714	12,124	10,000	8,000	净利润	11,110	6,838	14,365	16,350	17,304
应付票据	9,092	9,881	15,734	15,417	15,480	少数股东损	1,862	-775	3,304	3,760	3,980
应付账款	10,462	14,042	22,360	21,910	21,999	归属母公司	8,668	7,122	11,061	12,589	13,324
其他	45,018	62,443	41,698	41,251	41,355	EBITDA	22,334	23,526	28,108	31,220	32,285
非流动负债	50,977	77,047	87,047	87,047	87,047	EPS(当	1.76	1.47	2.27	2.58	2.73
长期借款	26,134	34,913	44,913	44,913	44,913						
其他	24,844	42,133	42,133	42,133	42,133						
负债合计	124,297	179,128	178,962	175,625	173,881						
少数股东权益	20,232	25,664	28,968	32,728	36,708						
归属母公司股	63,292	54,118	65,861	79,144	92,613						
负债和股东权	207,821	258,910	273,791	287,497	303,201						
益											

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	200,647	214,992	129,882	131,084	132,652
同比(%)	23.1%	7.1%	-39.6%	0.9%	1.2%
归属母公司净	8,668	7,122	11,061	12,589	13,324
利润					
同比(%)	9.6%	-17.8%	55.3%	13.8%	5.8%
毛利率(%)	13.9%	13.2%	23.8%	26.0%	26.6%
ROE%	13.7%	13.2%	16.8%	15.9%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	1.76	1.47	2.27	2.58	2.73
P/E	7.47	8.99	5.81	5.10	4.82
P/B	1.01	1.19	0.98	0.81	0.69
EV/EBITDA	4.45	5.72	4.73	4.20	3.95

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现	24,871	22,233	25,881	24,758	27,021
金流					
净利润	11,110	6,838	14,365	16,350	17,304
折旧摊销	6,998	9,837	6,152	6,152	6,152
财务费用	2,317	2,488	4,389	3,898	3,898
投资损失	-1,734	-3,686	-455	-459	-464
营运资金变	6,106	8,738	1,479	-1,135	180
其它	74	-1,981	-49	-49	-49
投资活动现	-5,972	-13,584	-14,786	-13,781	-12,776
资本支出	-10,876	-11,598	-13,663	-12,663	-11,663
长期投资	1,647	-2,177	-1,171	-1,171	-1,171
其他	3,257	191	48	52	58
筹资活动现	-23,372	-14,408	-2,839	-11,523	-12,398
吸收投资	926	889	13	0	0
借款	-3,416	3,986	6,410	-2,124	-2,000
支付利息或	-11,931	-10,616	-9,262	-9,398	-10,398
现金流净增	-4,550	-5,843	8,256	-546	1,846
加额					

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，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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十余年，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。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。