

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

## 煤炭盈利受制安监, 化工业务表现亮眼

2021年04月30日

**事件:** 4月29日公司发布2021年一季报, 报告期内公司实现营业收入310.56亿元, 同比降35.31%, 环比降48.96%; 其中自产商品煤业务收入114.70亿元, 同比降3.61%。利润总额28.62亿元, 同比降2.36%, 环比增1245.75%; 归母净利润22.51亿元, 同比增30.19%, 环比增57.29%; 扣非后归母净利润为22.18亿元, 同比增53.01%, 环比降24.01%; 基本每股收益0.46元。

**点评:**

- **山东安全监管趋严压制本部煤炭产量。**公司2021Q1实现商品煤销量2630.8万吨, 同比降1002.1吨(-27.58%); 其中自产商品煤销量2318.4万吨, 同比降277.6万吨(-10.69%)。山东本部销售商品煤572.4万吨, 同比降310.0万吨(-35.13%); 陕蒙基地(未来能源+鄂尔多斯能化+昊盛煤业)销售商品煤730.4万吨, 同比增46.7万吨(6.83%), 澳洲基地(兖煤澳洲+兖煤国际)销售商品煤980.3万吨, 同比降20.4万吨(-2.04%)。年初金矿事故导致山东省内安全监管力度大幅提升, 影响公司煤矿生产使得山东本部煤炭产销量大降。
- **山东本部成本控制显成效, 澳洲商品煤售价逐步走高, 二季度公司煤炭业务盈利有望改善。**2021Q1公司自产商品煤平均售价494.75元/吨, 同比增36.38元/吨(7.94%), 毛利率47.05%, 同比降0.67个pct, 实现毛利49.57亿元, 占公司主营业务毛利的69.99%。其中: **山东本部**商品煤平均售价707.35元/吨, 同比升117.96元/吨(20.01%), 毛利率56.78%, 同比增8.16个pct, 实现毛利22.99亿元, 占煤炭业务毛利的40.25%。**陕蒙基地**商品煤平均售价407.85元/吨, 同比增122.18元/吨(32.41%), 毛利率56.39%, 同比增3.69个pct, 实现毛利16.80亿元, 占煤炭业务毛利的29.41%。**澳洲基地**商品煤平均售价440.41元/吨, 同比降9.59元/吨(-2.13%), 毛利率22.08%, 同比降13.79个pct, 实现毛利9.53亿元, 占煤炭业务毛利的16.69%。受益盈利强劲的金鸡滩煤矿并表, Q1陕蒙基地盈利能力逆势提升; 山东本部成本控制效果显著, 产量明显下降并未拖累单吨盈利; 澳洲基地Q1商品煤售价滞后调整且莫拉本井工矿地质条件变化和冒雨影响盈利能力下滑, 二季度均有望改善。
- **化工产品产量大增, 年内仍有提升空间。**公司Q1生产化工产品150万吨, 同比增46.4万吨(44.66%); 其中甲醇产量67.6万吨, 同比增20.2万吨(42.62%); 乙二醇产量79万吨; 醋酸及脂产量52.3万吨, 同比增10.8万吨(26.02%); 粗液体蜡产量11.1万吨, 同比增2.3万吨(26.14%)。2021Q1行业高景气下公司主要化工产品产量大增, 2021年Q3鲁南化工30万吨/年产能的己内酰胺项目有望投产, 继续带动公司化工产品产量提升。
- **Q1醋酸盈利大增, 鲁南化工单季净利5.99亿元。**2020年公司化工业

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

务实现毛利 13.69 亿元，占公司主营业务毛利的 19%。其中甲醇单位毛利 517.74 元/吨，同比增 64.16 元/吨（14.14%）；毛利率 31.66%，同比降 0.53 个 pct；贡献化工业务毛利的 23.45%。醋酸单位毛利 2359.28 元/吨，同比增 2059.28 元/吨（686.43%）；毛利率 51.71%，同比增 37.55 个 pct；醋酸及脂贡献化工业务毛利的 37.55%。粗液体蜡单位毛利 1065.22 元/吨，同比降 123.46 元/吨（-10.39%）；毛利率 27.22%，同比降 0.41 个 pct；贡献化工业务毛利的 7.16%。**2021Q2 甲醇、乙二醇、醋酸及脂价格继续上行，二季度公司化工业务盈利有望继续改善。**

- **营收下降系非煤贸易业务剥离所致，公司利润率、ROE 等盈利指标显著提升。**公司 Q1 实现营业收入 310.56 亿元，同比降 35.31%，环比降 48.96%；与此同时，毛利率同比增 9.47 个 pct 至 22.80%，净利润率增 2.69 个 pct 至 7.28%，ROE（单季）同比增 1.32 个 pct 至 4.06%。2020 年剥离非煤贸易业务致使营收下降，但明显改善公司盈利质量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 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 6.4、5.6、5.3 倍（2021 年 4 月 29 日收盘价），股息率约 7.9%、9.0%、9.5%。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，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)	5.98	6.87	6.35	5.58	5.27
市净率 P/B(倍)	0.81	0.91	1.07	0.89	0.76

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	63,562	58,072	58,274	57,649	59,571	
货币资金	27,274	24,542	32,798	32,252	34,098	
应收票据	0	70	42	42	43	
应收账款	4,495	3,979	2,404	2,426	2,455	
预付账款	3,484	3,395	1,802	1,766	1,773	
存货	7,300	7,715	4,095	4,012	4,029	
其他	21,009	18,371	17,132	17,150	17,173	
<b>非流动资产</b>	144,259	200,838	215,518	229,849	243,631	
长期股权投资	17,634	19,026	20,196	21,367	22,538	
固定资产(合	43,916	66,114	70,820	76,178	81,987	
无形资产	49,314	58,855	62,991	67,127	71,264	
其他	33,395	56,844	61,510	65,176	67,842	
<b>资产总计</b>	207,821	258,910	273,791	287,497	303,201	
<b>流动负债</b>	73,320	102,081	91,915	88,578	86,834	
短期借款	8,748	15,714	12,124	10,000	8,000	
应付票据	9,092	9,881	15,734	15,417	15,480	
应付账款	10,462	14,042	22,360	21,910	21,999	
其他	45,018	62,443	41,698	41,251	41,355	
<b>非流动负债</b>	50,977	77,047	87,047	87,047	87,047	
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	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权</b>	207,821	258,910	273,791	287,497	303,201	

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	5.98	6.87	6.35	5.58	5.27	
P/B	0.81	0.91	1.07	0.89	0.76	
EV/EBITDA	3.88	5.07	4.94	4.40	4.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	200,647	214,992	129,882	131,084	132,652	
营业成本	172,736	186,571	99,026	97,033	97,429	
<b>营业税金及</b>	2,135	3,421	2,067	2,086	2,111	
销售费用	5,683	5,425	3,277	3,308	3,347	
<b>管理费用</b>	4,492	5,376	3,248	3,278	3,317	
研发费用	265	510	308	311	314	
财务费用	2,537	2,690	3,747	3,898	3,898	
减值损失合	-173	-50	-251	-251	-251	
<b>投资净收益</b>	1,734	3,686	455	459	464	
其他	-838	-440	65	65	66	
<b>营业利润</b>	13,521	14,194	18,477	21,443	22,514	
营业外收支	522	-4,941	300	300	300	
<b>利润总额</b>	14,043	9,254	18,777	21,743	22,814	
所得税	2,934	2,416	4,412	5,393	5,510	
<b>净利润</b>	11,110	6,838	14,365	16,350	17,304	
少数股东损	1,862	-775	3,304	3,760	3,980	
<b>归属母公司</b>	8,668	7,122	11,061	12,589	13,324	
EBITDA	22,334	23,526	28,108	31,220	32,285	
EPS(当	1.76	1.47	2.27	2.58	2.73	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现</b>	24,871	22,233	25,881	24,758	27,021	
现金流						
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	
<b>投资活动现</b>	-5,972	-13,584	-14,786	-13,781	-12,776	
现金流						
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	
<b>筹资活动现</b>	-23,372	-14,408	-2,839	-11,523	-12,398	
现金流						
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	
<b>现金流净增</b>	-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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	杨兴	18121125183	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 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。