

证券研究报告

公司研究——中报点评

兖州煤业（600188.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.04.29

左前明 煤炭行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：+86 10 83326795

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话：+86 10 83326797

邮箱：zhoujie@cindasc.com

王志民 研究助理

联系电话：+86 10 83326951

邮箱：wangzhimin@cindasc.com

相关研究

《兖州煤业（600188.SH）业绩超预期增长，负债持续降低》2019.04.29

《兖州煤业（600188.SH）生产逐步正常，增量效益可期》2019.04.01

《兖州煤业（600188.SH）子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《兖州煤业（600188.SH）股权激励添动力，业绩考核显信心》2018.12.28

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

业绩超预期增长下派发高额分红

2019年09月01日

事件：8月31日公司发布2019年中报，报告期内公司实现营业收入1059.76亿元，同比增38.88%；其中主营煤炭业务收入312.20亿元，同比增4.31%。利润总额85.53亿元，同比增5.99%；归母净利润53.61亿元，同比增23.49%；扣非后归母净利润为50.23亿元，同比增10.77%；经营活动产生的现金流净额为119.21亿元，同比增24.65%；基本每股收益1.09元，同比增0.21元。每10股派发现金人民币10元（含税），对应8月30日收盘价的A股股息率10.45%、H股股息率16.31%。

第二季度公司实现营业收入577.32亿元，同比增31.29%，环比增19.67%；利润总额46.37亿元，同比增4.09%，环比增18.43%；归母净利润30.52亿元，同比增44.41%，环比增32.23%；扣非后归母净利润27.93亿元，同比增17.94%，环比增25.27%；经营活动产生的现金流净额为74.96亿元，同比增19.12%，环比增69.43%；基本每股收益0.62元，同比增0.19元，环比增0.15元。

点评：

➤ **公司上半年煤炭产量同比略降，下半年有望恢复增长。**公司2019上半年权益煤炭产量4699.1万吨，同比降151.10万吨（-3.12%）。其中兖煤澳洲贡献1784.9万吨，同比增86.5万吨（5.09%）；山西能化贡献83.9万吨，同比降0.9万吨（-1.06%）。菏泽能化所属的赵楼煤矿为冲击地压矿井，上半年受安全检查和核减产能的影响，贡献产量123.5万吨，同比降54.4万吨（-30.53%）；本部矿井贡献产量1566.0万吨，同比降60.9万吨（-3.74%）；陕蒙基地（鄂尔多斯能化、榆林能化）贡献产量863.2万吨，同比降111.8万吨（-11.47%），主要受石拉乌素煤矿仍未正常生产。公司第二季度煤炭产量2379.9万吨，同比降41万吨（-1.69%），环比降5.9万吨（-2.62%）。公司2019年7月29日发布公告称，内蒙古能源局同意石拉乌素煤矿按照800万吨/年能力进行联合试运转，下半年该矿生产将有所恢复；同时营盘壕通过核准（800万吨/年）、转龙湾煤矿产能核增至1000万吨/年后将逐步释放产能，公司下半年煤炭产量有望恢复增长。

➤ **山东本部精煤战略实施效果显著，上半年公司煤价延续上涨。**2019上半年公司综合煤炭售价564.68元/吨，同比增25.43元/吨（4.72%）。山东本部今年以来实施精煤战略，加大精煤生产、洗选技术支持力度，有效提高精煤产率，上半年精煤占商品煤比例同比提升大幅提升9.24个pct至52.85%，吨煤售价655.65元/吨，同比增65.42元/吨（11.08%）；兖煤澳洲受国际煤价低迷的拖累，吨煤售价584.43元/吨，同比降28.86元/吨（-4.71%）；陕蒙基地吨煤售价278.49元/吨，同比增9.19元/吨（3.41%）。第二季度公司综合吨煤售价536.27元/吨，同比增7.23元/吨（1.37%），环比降59.4元/吨（-9.97%）。其中山东本部吨煤售价685.01元/吨，同比增99.00元/吨（16.89%），环比增60.32元/吨（9.66%）；兖煤澳洲吨煤售价520.37元/吨，同比降104.41元/吨（-16.71%），环比降126.93元/吨（-19.61%）；陕蒙基地吨煤售价279.86

元/吨，同比增 37.73 元/吨（15.58%），环比增 2.93 元/吨（1.06%）。尽管兖煤澳洲下半年煤价依然承压，但随着山东本部精煤战略的延续以及陕蒙产地煤炭市场的稳健，公司综合煤价有望保持相对坚挺。

- **陕蒙基地盈利性仍受制于产能，随着产量释放有望改善。** 2019 上半年公司吨煤毛利 241.82 元/吨，同比降 8.77 元/吨（-3.50%），吨煤毛利率 42.83%，同比降 3.65 个 pct。其中山东本部吨煤毛利 396.00 元/吨，同比增 50.60 元/吨（14.65%），毛利率 60.40%，同比增 1.87 个 pct；兖煤澳洲吨煤毛利 305.26 元/吨，同比降 30.06 元/吨（-8.97%），毛利率 52.23%，同比降 2.45 个 pct；陕蒙基地吨煤毛利 92.66 元/吨，同比降 17.92 元/吨（-16.20%），毛利率 33.27%，同比降 7.79 个 pct。二季度公司吨煤毛利率 42.05%，同比降 6.01 个 pct，环比降 1.54 个 pct；其中山东本部、兖煤澳洲和陕蒙基地的吨煤毛利率分别为 61.81%、47.92%、33.61%，同比分别升 1.84 个 pct、降 8.75 个 pct、升 16.5 个 pct，环比分别升 0.30 个 pct、降 7.7 个 pct、升 0.74 个 pct。随着陕蒙基地产能释放、产量提升，成本将被摊薄，一定程度对冲兖煤澳洲煤价下行对公司利润的负面影响。
- **甲醇业务盈利下滑，新增产能下半年投产，成本有望下降。** 2019 上半年公司甲醇产量同比增长 5.1 万吨（6.42%）至 84.6 万吨，销量同比增长 4.0 万吨（5.04%）至 83.4 万吨。上半年甲醇综合售价 1695.59 元/吨，同比降 412.31 元/吨（-19.56%），单位生产成本 1314.21 元/吨，同比降 35.52 元/吨（-2.63%），上半年甲醇单位毛利 381.37 元/吨，同比降 376.79 元/吨（-49.70%）。甲醇业务上半年实现收入 14.14 亿元，同比降 2.60 亿元（-15.51%）；实现毛利 3.18 亿元，同比降 2.84 亿元（-47.16%）；毛利率 22.49%，同比降 13.48 个 pct，盈利能力有所下滑。2019 年 3 月 19 日多部委联合发布《关于在部分地区开展甲醇汽车推广应用的指导意见》，鼓励在陕西、山西等资源禀赋条件较好的地区加快发展甲醇汽车，公司在陕蒙地区两个合计产能 160 万吨/年的甲醇二期项目预计 2019 年下半年投产，在政策催化以及产能扩张产生的规模效应下，公司煤化工板块的成本有望下降，盈利能力有望提升。
- **期间费用大幅下降，递延所得税款冲回，使得公司上半年业绩超预期。** 公司上半年期间费用率 5.91%，同比降 4.64 个 pct。期间费用率的明显下滑主要来自两个方面：一是 2018 年二季度公司将部分社会保险纳入济宁市统筹管理一次性计提社会保险费导致管理费用增加 10.16 亿元，今年没有这部分费用使得管理费用下降；二是利息支出同比减少 2.54 亿元、汇兑损失同比减少 3.95 亿元导致财务费用同比下降。同时兖煤澳洲确认收购联合煤炭所形成的递延税款，影响所得税费用同比减少 10.54 亿元。综上，在主业稳健，期间费用大幅下降以及递延所得税款冲回的利好下，公司上半年实现归母净利润 53.61 亿元，同比增 23.49%；扣非后归母净利润为 50.23 亿元，同比增 10.77%，业绩大超预期。
- **强劲现金盈利叠加资本开支下行，公司降负债及高分红力度大幅超出市场预期。** 2019 上半年经营活动现金净流量 119.21 亿元，同比增 23.58 亿元（24.65%）。当前陕蒙基地、澳洲基地的煤矿基本投建完成，2019 年公司资本开支计划 90.24 亿元，较 2018 年的 108.09 亿元明显下降，中长期角度公司资本开支已趋下行。在此背景下，上半年公司偿还 98.02 亿有息债务，将有息负债由 2018 年底的 706.42 亿元降至 608.40 亿元，有息负债率由 34.68%降至 30.06%，在降低财务费用的同时增强了公司抵抗周期波动的能力。此外公司在 2018 年将公司章程约定的分红率由 30%提升至 35%之后，拟于 2019 年中期派发现金股利人民币 49.12 亿元（含税），即每 10 股派发现金股利人民币 10.00 元（含税），对应 8 月

30 日收盘价的 A 股股息率 10.45%、H 股股息率 16.31%，大超市场预期。

- **公司进一步细化经营策略，聚焦煤炭主业，以应对复杂的国内外局势和行业运行态势。** 面对复杂多变的国内外局势和行业运行态势，公司进一步细化经营策略，提出聚焦煤炭主业，优化产业结构；着力增产增效，加速陕蒙三对千万吨级矿井投产达产；进一步优化产品结构，提升精煤创效水平；加强成本管控，实现降本增效。一系列举措的落实有望进一步提升公司的核心竞争力。
- **盈利预测及评级：** 我们预计 19、20、21 年 EPS 分别为 1.78 元、1.85 元、1.88 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即将投产，我们维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：** 煤价中枢继续上扬，石拉乌素煤矿通过联合试运转验收并取得安全生产许可证，转龙湾煤矿产量如期释放，甲醇二期工程投产。
- **风险因素：** 煤价短期波动风险、安全生产风险、在建项目达产不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	151,227.78	163,008.47	166,588.90	169,342.79	171,192.26
增长率 YoY %	48.29%	7.79%	2.20%	1.65%	1.09%
归属母公司净利润(百万元)	6,770.62	7,908.90	8,750.60	9,079.93	9,223.62
增长率 YoY%	172.03%	16.81%	10.64%	3.76%	1.58%
毛利率%	16.62%	19.49%	19.17%	19.37%	19.22%
净资产收益率 ROE%	13.97%	13.64%	14.22%	13.64%	12.21%
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.61	1.78	1.85	1.88
市盈率 P/E(倍)	7	6	5	5	5
市净率 P/B(倍)	0.86	0.77	0.76	0.66	0.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	66,138.87	65,863.10	53,649.01	57,981.05	59,695.74
货币资金	28,568.25	32,722.74	20,090.65	24,147.70	25,647.93
应收票据	9,146.32	4,428.71	4,525.98	4,600.80	4,651.05
应收账款	3,845.14	4,728.55	4,832.41	4,912.30	4,965.95
预付账款	2,928.21	3,216.90	3,300.51	3,346.89	3,389.52
存货	4,031.90	5,126.62	5,259.88	5,333.79	5,401.72
其他	17,619.05	15,639.57	15,639.57	15,639.57	15,639.57
非流动资产	128,748.42	137,816.80	144,535.82	152,519.05	163,243.07
长期股权投资	9,002.45	16,683.93	16,683.93	16,683.93	16,683.93
固定资产(合计)	45,364.64	44,293.19	53,792.83	68,069.59	78,151.81
无形资产	47,476.92	45,177.72	43,919.32	42,575.48	41,274.36
其他	26,904.41	31,661.96	30,139.73	25,190.05	27,132.96
资产总计	194,887.29	203,679.90	198,184.83	210,500.09	222,938.81
流动负债	63,167.50	59,057.93	54,437.04	54,653.67	54,847.16
短期借款	10,339.53	8,184.54	3,184.54	3,184.54	3,184.54
应付票据	2,535.58	2,940.86	3,017.30	3,059.70	3,098.67
应付账款	7,130.87	10,503.10	10,776.10	10,927.52	11,066.71
其他	43,161.52	37,429.44	37,459.11	37,481.92	37,497.24
非流动负债	54,438.42	59,668.48	54,668.48	54,668.48	54,668.48
长期借款	31,542.62	33,555.87	28,555.87	28,555.87	28,555.87
其他	22,895.80	26,112.61	26,112.61	26,112.61	26,112.61
负债合计	117,605.93	118,726.41	109,105.51	109,322.15	109,515.63
少数股东权益	22,342.19	23,961.72	27,001.11	30,154.88	33,358.55
归属母公司股东权益	54,939.17	60,991.77	62,078.21	71,023.07	80,064.62
负债和股东权益	194,887.29	203,679.90	198,184.83	210,500.09	222,938.81

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,227.78	163,008.47	166,588.90	169,342.79	171,192.26
同比(%)	48.29%	7.79%	2.20%	1.65%	1.09%
归属母公司净利润	6,770.62	7,908.90	8,750.60	9,079.93	9,223.62
同比(%)	172.03%	16.81%	10.64%	3.76%	1.58%
毛利率(%)	16.62%	19.49%	19.17%	19.37%	19.22%
ROE%	13.97%	13.64%	14.22%	13.64%	12.21%
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.61	1.78	1.85	1.88
P/E	7	6	5	5	5
P/B	0.86	0.77	0.76	0.66	0.59
EV/EBITDA	5.76	4.49	4.15	3.86	3.65

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,227.78	163,008.47	166,588.90	169,342.79	171,192.26
营业成本	126,087.98	131,238.95	134,650.16	136,542.22	138,281.44
营业税金及附加	3,056.53	2,418.99	2,472.12	2,512.99	2,540.44
销售费用	3,848.29	6,000.09	6,131.88	6,233.25	6,301.33
管理费用	4,389.35	5,766.54	5,893.20	5,990.63	6,056.05
研发费用	0.00	157.56	161.02	163.68	165.47
财务费用	3,665.65	3,392.80	1,148.75	1,408.04	1,234.19
减值损失合计	2,223.37	589.56	1,909.64	1,798.04	1,466.42
投资净收益	958.95	1,939.58	1,220.21	1,372.91	1,510.90
其他	96.26	-16.24	25.92	34.06	15.21
营业利润	9,011.82	15,367.32	15,468.24	16,100.91	16,673.04
营业外收支	1,308.64	-324.14	600.42	552.22	454.67
利润总额	10,320.46	15,043.18	16,068.66	16,653.13	17,127.71
所得税	2,458.60	4,387.25	4,278.67	4,419.43	4,700.41
净利润	7,861.86	10,655.94	11,789.99	12,233.70	12,427.30
少数股东损益	1,091.25	2,747.03	3,039.38	3,153.77	3,203.68
归属母公司净利润	6,770.62	7,908.90	8,750.60	9,079.93	9,223.62
EBITDA	18,335.40	24,604.66	24,198.23	26,012.75	27,508.45
EPS(当年)(元)	1.38	1.61	1.78	1.85	1.88

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16,063.07	22,432.40	18,078.84	19,585.66	20,741.62
净利润	7,861.86	10,655.94	11,789.99	12,233.70	12,427.30
折旧摊销	4,663.60	6,358.52	6,309.60	7,764.95	8,797.26
财务费用	3,351.34	3,202.95	1,819.97	1,594.68	1,583.48
投资损失	-958.95	-1,939.58	-1,220.21	-1,372.91	-1,510.90
营运资金变动	-1,035.59	419.63	-1,948.54	-1,856.40	-1,487.40
其它	2,180.81	3,734.94	1,328.03	1,221.65	931.88
投资活动现金流	-27,477.48	-6,401.20	-11,326.45	-13,933.94	-17,657.91
资本支出	-10,115.56	-7,116.66	-12,546.66	-15,306.86	-19,168.81
长期投资	-15,571.08	4,690.30	1,220.21	1,372.91	1,510.90
其他	-1,790.84	-3,974.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	15,364.63	-9,851.07	-19,384.47	-1,594.68	-1,583.48
吸收投资	34,279.73	6,429.03	0.00	0.00	0.00
借款	-12,719.25	-6,938.11	-10,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	5,119.74	7,935.41	9,384.47	1,594.68	1,583.48
现金流净增加额	3,701.73	6,299.69	-12,632.09	4,057.04	1,500.23

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。

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。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7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	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@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。