

## 股息率高达 6.9%，海外煤价拖累业绩

### ——兖州煤业 (600188.SH) 2019 年报点评

跨市场公司简报

◆**事件：公司发布 2019 年报。**公司 2019 年实现营业收入 2006.5 亿元，同比增长 23.1%；实现归母净利润 86.7 亿元，同比增长 9.6%；实现扣非归母净利润 74.7 亿元，同比下滑 12.0%。公司拟向全体股东每 10 股派 5.8 元，合计分红 28.5 亿元，分红比例 33%。以 4 月 23 日收盘价计算，股息率为 6.9%。

◆**售价稳定，贸易煤销量占比小幅提升。**2019 年公司商品煤销售量 11612 万吨，同比增长 1.9%；从产品结构来看自产煤、贸易煤销售量分别为 9160/2452 万吨，贸易煤销量比重较 2018 年提升 3.3 个百分点。集团煤炭销售均价为 549 元/吨，基本与 2018 年持平，体现了煤价的较强韧性。

◆**国际煤价下滑拖累海外收入。**作为国内最早布局海外资源的煤炭企业之一，公司在澳大利亚已形成了“煤矿+港口”布局。子公司兖煤澳洲、兖煤国际是公司在澳大利亚的经营主体，由于国际煤炭价格下跌海外盈利有所下滑。2019 年兖煤澳洲实现净利润 35.3 亿元，同比下滑 17.5%；兖煤国际实现净利润 5.9 亿元，同比下滑 46.9%。

◆**内蒙基地有望成为下一个增长点。**公司立足齐鲁大地，“走出去”始终是公司所坚持的战略。继海外扩张之后，下一个增长点将来自于内蒙基地。围绕千万吨矿井产业集群战略定位，公司正在加大石拉乌素、营盘壕两大千万级煤矿建设和手续办理工作力度，二者合计产能 2200 万吨/年。2019 年石拉乌素煤矿手续办理取得实质性进展，营盘壕煤矿获得探矿权证和项目核准批复，随着产能释放工作的推进，公司煤炭规模有望进一步扩大。

◆**当前股价已接近股权激励行权价。**2019 年公司实施股权激励计划，授予激励对象 499 人合计 4632 万份股票期权，占公司总股本 0.9%。考虑 2019 年 0.54 元/股分红和 1 元/股特别股息后，行权价为 8.1 元/股。公司是煤炭板块为数不多的具有股权激励机制的企业，体现了管理层的决心和动力。

◆**盈利预测和投资建议：**内蒙基地未来将逐步释放产能提高公司盈利水平，海外业务已进入成熟期。维持公司 20-21 年 EPS 分别为 1.77、1.73 元，新增 2022 年 EPS 为 1.69 元，维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**非煤贸易风险；国际原油价格下跌拖累煤化工项目投产进度；澳大利亚煤矿产能释放缓慢。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	163,008	200,647	199,797	200,612	202,238
营业收入增长率	7.79%	23.09%	-0.42%	0.41%	0.81%
净利润 (百万元)	7,909	8,668	8,692	8,495	8,285
净利润增长率	16.81%	9.60%	0.28%	-2.26%	-2.48%
EPS (元)	1.61	1.76	1.77	1.73	1.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.97%	13.70%	12.57%	11.48%	10.60%
P/E (A 股)	5.2	4.8	4.8	4.9	5.0
P/E (H 股)	3.4	3.1	3.1	3.1	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 23 日

#### A 股：增持 (维持)

当前价/目标价：8.37/10.62 元

#### H 股：增持 (维持)

当前价/目标价：5.87/7.96 港元

#### 分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)  
021-52523799  
[jiangc@ebsec.com](mailto:jiangc@ebsec.com)

#### 市场数据

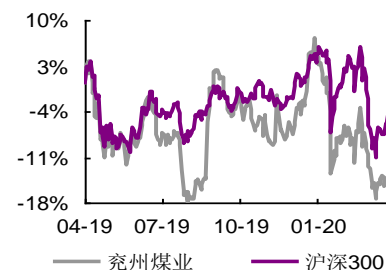
总股本(亿股)：49.12

总市值(亿元)：414.57

一年最低/最高(元)：8.10/11.06

近 3 月换手率：22.26%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.03	-8.63	-12.54
绝对	-2.20	-15.95	-17.40

资料来源：Wind

#### 相关研报

澳洲布局初落成，内蒙接力新篇章——兖州煤业 (600188.SH) 投资价值分析报告  
..... 2020-03-20

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	163,008	200,647	199,797	200,612	202,238
营业成本	131,239	172,736	174,916	176,588	178,667
折旧和摊销	6,359	6,822	6,573	6,855	7,064
税金及附加	2,419	2,135	1,598	1,404	1,416
销售费用	6,000	5,683	5,659	5,682	5,728
管理费用	5,767	4,492	4,473	4,491	4,528
研发费用	158	265	264	265	267
财务费用	3,393	2,537	1,406	1,446	982
投资收益	1,940	1,734	1,600	1,600	1,600
营业利润	15,367	13,521	13,061	12,316	12,231
利润总额	15,043	14,043	13,052	12,307	12,222
所得税	4,387	2,934	2,610	2,061	2,047
净利润	10,656	11,110	10,442	10,245	10,175
少数股东损益	2,140	1,862	1,750	1,750	1,890
归属母公司净利润	7,909	8,668	8,692	8,495	8,285
EPS(按最新股本计)	1.61	1.76	1.77	1.73	1.69

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	22,432	24,871	20,199	19,466	22,605
净利润	7,909	8,668	8,692	8,495	8,285
折旧摊销	6,359	6,822	6,573	6,855	7,064
净营运资金增加	4,087	4,025	-4,250	-2,225	-5,489
其他	4,078	5,356	9,184	6,342	12,745
投资活动产生现金流	-6,401	-5,972	2,618	1,325	1,350
净资本支出	-7,117	-10,876	-250	-250	-250
长期投资变化	16,684	17,634	0	0	0
其他资产变化	-15,968	-12,730	2,868	1,575	1,600
融资活动现金流	-9,851	-23,372	-141	-20,587	-14,472
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	4,789	-1,805	4,148	-15,519	-9,457
无息负债变化	-3,669	7,376	-2,387	6,428	6,321
净现金流	6,300	-4,550	22,676	204	9,483

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	19.5%	13.9%	12.5%	12.0%	11.7%
EBITDA 率	14.4%	11.2%	9.8%	9.6%	9.3%
EBIT 率	10.5%	7.8%	6.5%	6.2%	5.8%
税前净利润率	9.2%	7.0%	6.5%	6.1%	6.0%
归母净利润率	4.9%	4.3%	4.4%	4.2%	4.1%
ROA	5.2%	5.3%	4.8%	4.8%	4.7%
ROE (摊薄)	13.0%	13.7%	12.6%	11.5%	10.6%
经营性 ROIC	8.8%	8.3%	7.5%	7.9%	8.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	60%	58%	54%	52%
流动比率	1.12	0.87	1.06	1.26	1.47
速动比率	1.03	0.77	0.99	1.16	1.36
归母权益/有息债务	0.96	1.03	1.05	1.47	1.92
有形资产/有息债务	2.38	2.53	2.56	3.32	4.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	203,680	207,821	217,175	214,674	217,615
货币资金	32,723	27,274	49,949	50,153	59,636
交易性金融资产	135	157	10	10	10
应收账款	4,729	4,495	3,996	6,018	6,067
应收票据	4,429	0	0	0	0
其他应收款(合计)	1,006	3,043	3,996	4,012	4,045
存货	5,127	7,300	5,247	7,064	7,147
其他流动资产	12,671	16,255	16,174	16,252	16,406
流动资产合计	65,863	63,562	82,931	87,101	96,944
其他权益工具	5	5	5	5	5
长期股权投资	16,684	17,634	17,634	17,634	17,634
固定资产	44,293	43,916	42,894	40,450	36,938
在建工程	13,098	18,357	13,873	10,510	7,987
无形资产	45,178	49,314	48,377	47,459	46,559
商誉	326	330	330	330	330
其他非流动资产	2,272	3,383	3,358	3,358	3,358
非流动资产合计	137,817	144,259	134,244	127,573	120,671
总负债	118,726	124,297	126,058	116,967	113,831
短期借款	8,185	8,748	24,976	9,457	0
应付账款	10,503	10,462	15,742	18,542	21,440
应付票据	2,941	9,092	15,742	18,542	21,440
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5,053	355	461	360	157
流动负债合计	59,058	73,320	78,414	69,290	66,089
长期借款	33,556	26,134	26,134	26,134	26,134
应付债券	14,499	14,499	14,567	14,567	14,567
其他非流动负债	3,137	4,643	4,609	4,642	4,707
非流动负债合计	59,668	50,977	47,644	47,677	47,742
股东权益	84,953	83,524	91,117	97,708	103,784
股本	4,912	4,912	4,912	4,912	4,912
公积金	7,348	7,288	7,288	7,288	7,288
未分配利润	43,142	43,512	49,355	54,196	58,382
归属母公司权益	60,992	63,292	69,135	73,975	78,162
少数股东权益	23,962	20,232	21,982	23,732	25,622

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	4%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	2%	1%	1%	1%	0%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	29%	21%	20%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.54	0.58	0.74	0.83	0.83
每股经营现金流	4.57	5.06	4.11	3.96	4.60
每股净资产	12.42	12.89	14.07	15.06	15.91
每股销售收入	33.19	40.85	40.68	40.84	41.17

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	5	5	5	5	5
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.1	6.6	6.8	6.3	5.7
股息率	6.4%	6.9%	8.8%	9.9%	9.8%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼