

证券研究报告

公司研究——事项点评

兖州煤业（600188.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2017.11.29

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

左前明 研究助理

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

《20171129 兖州煤业（600188）：入股临商银行，产融结合“再下一城”》2017.11.29

《兖州煤业（600188.SH）陕蒙基地崛起+澳洲业绩反转——低估值煤炭核心资产》2017.11.13

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

收购准东铁路股权完善产业链条，增厚利润同时打开陕蒙外运通道

2017年12月04日

事件：

公司2017年12月1日晚发布公告，全资子公司鄂尔多斯能化拟以19.43亿元收购伊泰股份持有的内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司25%股权。

点评：

- **受益于煤炭行业景气回暖，准东铁路盈利呈不断上升趋势。**伊泰准东是伊泰煤炭的优良资产，具有良好的发展潜力，准东铁路线路全长191公里，东起连接大准铁路薛家湾站，西至准格尔召，全线运输通过能力达2亿吨/年。根据公司公告，伊泰准东2015、2016年及2017年上半年实现净利润分别为3.80亿元、4.18亿元和4.29亿元，受益于煤炭行业景气度不断提升，尤其是未来行业“限制东部、稳定中部、发展西部”的布局调整，准东铁路盈利能力将呈不断上升趋势。
- **陕蒙基地先进产能大幅释放，煤炭运输成销售关键问题。**2016年底公司石拉乌素、营盘豪两处千万吨煤矿成功获得国家首批产能置换指标，并于2017年正式投产，2016年下半年投运的转龙湾煤矿（500万吨/年）也将全年贡献产量，我们预计其陕蒙基地产量将由2016年480万吨大幅提升至近2500万吨左右，同比增长420%，公司陕蒙基地先进产能大幅释放，但考虑到陕蒙地区铁路运力有限，煤炭运输成销售关键问题。
- **收购准东铁路完善产业链条，产业协同意义重大。**公司陕蒙基地新建矿井相继投产运行，未来新增产量释放较大，且考虑到现阶段煤炭汽运受到限制，公司收购准东铁路将进一步提升陕蒙基地煤炭销售和铁路运力的主动权，完善产业链条，增厚利润的同时消除公司未来陕蒙煤炭运输不畅的隐患，实现产业间的协同发展。
- **盈利预测及评级：**受益于煤炭及甲醇价格上涨，公司权益煤炭产量显著提升，澳洲基地业绩反转，并购联合矿业协同效应显现，甲醇二期项目投产，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预计17、18、19年EPS分别为1.40、1.89、2.12元，17年动态PE约10倍，18年约7倍，考虑到未来公司内生性增长显著，我们给予公司2017年的12倍的PE，以公司2017年EPS1.40元计算，对应目标价为16.8元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**并表后联合煤炭盈利能力大幅释放，冬季限产结束前煤炭价格再次上涨。
- **风险因素：**宏观经济周期性波动的风险，煤炭市场波动风险，煤化工业务风险，安全生产风险，行业竞争风险。

公司报告首页财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	69,007.38	101,982.21	150,813.91	160,939.62	166,231.98
增长率 YoY %	7.95%	47.78%	47.88%	6.71%	3.29%
归属母公司净利润(百万元)	859.51	2,064.59	6,899.46	9,265.61	10,404.18
增长率 YoY%	-62.37%	140.20%	234.18%	34.29%	12.29%
毛利率%	14.52%	12.78%	15.58%	17.42%	17.96%
净资产收益率 ROE%	2.18%	5.05%	12.56%	12.79%	12.65%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.42	1.40	1.89	2.12
市盈率 P/E(倍)	79	33	10	7	7
市净率 P/B(倍)	1.71	1.62	1.01	0.89	0.78

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2017年12月01日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	48,052.88	42,220.37	61,506.28	71,538.78	81,860.52
货币资金	23,577.90	20,012.57	28,404.85	37,096.11	46,678.15
应收票据	3,559.73	6,886.00	9,973.58	10,643.21	10,993.20
应收账款	2,417.11	2,849.86	4,214.44	4,497.40	4,645.30
预付账款	2,702.17	2,080.19	4,555.03	4,754.57	4,878.72
存货	2,000.03	2,653.75	4,316.80	4,505.91	4,623.56
其他	13,795.95	7,738.01	10,041.58	10,041.58	10,041.58
非流动资产	91,009.09	103,402.03	131,391.03	132,103.13	133,122.02
长期投资	3,321.24	5,198.66	5,198.66	5,198.66	5,198.66
固定资产	27,868.35	30,475.19	43,383.10	54,706.25	56,907.69
无形资产	17,963.57	26,090.93	52,524.17	51,023.02	49,521.88
其他	41,855.92	41,637.24	30,285.10	21,175.19	21,493.79
资产总计	139,061.96	145,622.40	192,897.31	203,641.90	214,982.54
流动负债	41,155.88	51,547.76	62,047.22	63,337.11	64,061.23
短期借款	6,099.02	5,662.22	6,732.23	6,732.23	6,732.23
应付账款	3,550.21	4,677.97	7,639.38	7,974.04	8,182.26
其他	31,506.66	41,207.57	47,675.61	48,630.83	49,146.75
非流动负债	54,905.55	43,023.60	54,021.67	54,021.67	54,021.67
长期借款	27,971.90	22,453.49	33,453.49	33,453.49	33,453.49
其他	26,933.65	20,570.11	20,568.18	20,568.18	20,568.18
负债合计	96,061.43	94,571.35	116,068.89	117,358.78	118,082.91
少数股东权益	3,192.85	9,027.99	9,027.99	9,217.09	9,429.42
归属母公司股东权益	39,807.68	42,023.06	67,800.43	77,066.04	87,470.22
负债和股东权益	139061.96	145622.40	192897.31	203641.90	214982.54

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	69,007.38	101,982.21	150,813.91	160,939.62	166,231.98
同比	7.95%	47.78%	47.88%	6.71%	3.29%
归属母公司净利润	859.51	2,064.59	6,899.46	9,265.61	10,404.18
同比	-62.37%	140.20%	234.18%	34.29%	12.29%
毛利率	14.52%	12.78%	15.58%	17.42%	17.96%
ROE	2.18%	5.05%	12.56%	12.79%	12.65%
每股收益(元)	0.17	0.42	1.40	1.89	2.12
P/E	79	33	10	7	7
P/B	1.71	1.62	1.01	0.89	0.78
EV/EBITDA	13.95	12.78	7.10	5.43	4.91

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	69,007.38	101,982.21	150,813.91	160,939.62	166,231.98
营业成本	58,990.38	88,944.37	127,323.00	132,900.69	136,370.92
营业税金及附加	784.58	1,646.18	2,434.41	2,597.86	2,683.29
营业费用	2,824.45	2,580.38	3,815.94	4,072.14	4,206.05
管理费用	3,738.52	3,628.10	6,032.56	6,960.72	7,189.61
财务费用	2,051.92	2,219.46	2,461.57	2,713.47	2,484.61
资产减值损失	398.61	1,375.37	542.77	124.97	119.70
公允价值变动收益	11.45	-31.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	608.71	762.09	464.78	611.86	612.91
营业利润	839.09	2,319.38	8,668.45	12,181.63	13,790.71
营业外收入	803.48	994.44	878.61	878.61	878.61
营业外支出	131.83	177.68	109.27	127.13	146.97
利润总额	1,510.73	3,136.13	9,437.79	12,933.12	14,522.35
所得税	679.52	843.48	2,538.33	3,478.41	3,905.84
净利润	831.21	2,292.66	6,899.46	9,454.70	10,616.51
少数股东损益	-374.53	-196.24	0.00	189.09	212.33
归属母公司净利润	859.51	2,064.59	6,899.46	9,265.61	10,404.18
EBITDA	9,060.66	9,315.05	17,916.29	23,394.81	25,911.95
EPS (摊薄)	0.17	0.42	1.40	1.89	2.12

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2,817.92	6,421.67	17,734.74	19,285.59	21,431.29
净利润	831.21	2,292.66	6,899.46	9,454.70	10,616.51
折旧摊销	4,393.68	3,947.28	5,476.59	6,916.64	7,772.88
财务费用	3,156.25	2,231.64	3,001.90	3,545.05	3,616.71
投资损失	-608.71	-762.09	-464.78	-611.86	-612.91
营运资金变动	-6,181.23	-2,813.44	3,876.62	-176.32	-135.26
其它	1,226.73	1,525.63	-1,055.05	157.38	173.36
投资活动现金流	-6,690.66	-10,820.72	-32,242.79	-7,049.28	-8,232.53
资本支出	-6,574.75	-7,221.46	-32,707.57	-7,661.14	-8,845.44
长期投资	1,296.00	1,177.68	464.78	611.86	612.91
其他	-1,411.91	-4,776.94	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	6,717.48	-4,413.20	22,828.67	-3,616.71	-3,616.71
吸收投资	4,498.26	8,210.05	8,210.05	0.00	0.00
借款	-5,138.58	-34,070.72	5,482.04	0.00	0.00
支付利息或股息	2,572.55	3,648.93	3,073.56	3,616.71	3,616.71
现金净增加额	3078.18	-8445.84	8392.28	8691.25	9582.05

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

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	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	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。