

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，2017.12.07

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 83326791

邮箱：wangzhimin@cindasc.com

相关研究

《20171207 兖州煤业（600188）：甲醇价格创三年新高，公司甲醇板块受益显著》2017.12.07

《20171204 兖州煤业（600188）：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》2017.12.04

《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

长协煤量占比较小，业绩更具弹性

2017年12月27日

事件：2017年12月26日兖州煤业发布公告称：公司及境内附属公司已签订2018年度煤炭合同3753万吨，上述煤炭合同执行期间为2018年1月1日至12月31日；煤炭合同结算价格将由交易双方协商后确定。

点评：

- **发改委鼓励煤炭上下游企业签订有量有价的中长期合同。**2017年11月10日国家发改委发布《国家发展改革委办公厅关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》（发改办运行〔2017〕1843号）敦促煤炭供需双方抓紧签订一年及以上、数量相对固定以及有明确价格机制的中长期合同。其中要求，中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的75%以上，履约率应达到90%以上。电煤中长期合同价格机制按照国家发展改革委《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808号）精神进一步完善，下水煤和铁路直达煤供需双方应参照“基准价+浮动价”的办法协商确定定价机制，区域内煤炭供需上方可由各地根据本地区煤矿生产经营实际、下游用户承受能力等综合协商确定。
- **市场煤价远高于基准价背景下，中长期合同的签订比例越低理论上公司业绩弹性越高。**中国煤炭市场网发布的2017年12月秦皇岛5500大卡动力煤长协价格为564元/吨，12月CCTD秦皇岛5500大卡动力煤现货均价为612元/吨，长协价与现货均价价差48元/吨，与市场煤价差距更大。在吨煤生产成本一定的情况下，动力煤中长协价格与现货价的差额部分完全是利润，因此在动力煤市场价高于基准价的情况下，中长期合同的签订比例越低，公司业绩弹性越大。
- **区域布局和产业布局带来竞争优势，长协煤量占比较小使得公司业绩更具弹性。**兖州煤业的煤炭生产主要位于三大基地：山东本部、陕蒙基地和澳洲基地，三个基地相对均衡。由于澳洲基地煤炭销售完全不需要执行国内中长期合同制度，山东本部目前生产的商品煤中约55%的比例为炼焦煤，陕蒙基地部分煤炭是优质化工用煤供给煤制甲醇等化工项目，理论上和政策上同样不需要高比例执行电煤中长协制度。在符合政府号召，政策要求的前提下，由于区域布局和产业布局的前瞻性，截止目前，兖州煤业2018年电煤中长期合同签订量为3753万吨，约占公司2018年煤炭预计产量的40%左右，占比较小，在煤价高企的市场环境下，业绩更具弹性。
- **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，中长期合同煤量占比较小，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

	2015	2016	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)	83	34	10	8	7
市净率 P/B(倍)	1.79	1.69	1.05	0.92	0.81

资料来源：信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 12 月 26 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	83	34	10	8	7
P/B	1.79	1.69	1.05	0.92	0.81
EV/EBITDA	14.27	13.09	7.26	5.56	5.02

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，研究助理，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，研究助理，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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。