

证券研究报告

公司研究——年报点评

兖州煤业 (600188.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.12.27

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

王志民 研究助理

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

相关研究

《20171227 兖州煤业 (600188): 长协煤量占比较小, 业绩更具弹性》2017.12.27

《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

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

内生性增长强劲+高分红潜力的煤炭核心资产

2018年03月25日

事件: 3月23日晚公司发布2017年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入1512.28亿元, 同比增加47.85%; 利润总额103.20亿元, 同比增加229.08%, 归母净利润67.7亿元, 同比增加213.19%, 扣除非经常性损益后的净利润为57.52亿元, 同比增加296.16%; 经营活动产生的现金流净额为160.63亿元, 同比增加157.61%; 基本每股收益1.38元, 同比增加213.20%。公司拟每10股派发现金红利人民币4.8元(含税), 派息率35%, 按照3月23日收盘价计算兖州煤业A、H股股息率分别达到3.86%、6.43%。

点评:

- **煤价中枢不断上扬, 公司煤炭业务大放异彩, 板块盈利能力大幅提升。** 2017年公司煤炭销量大幅提高, 全年实现商品煤产量7992.4万吨, 同比增加28.16%, 实现煤炭销量9680.2万吨, 同比增加29.12%, 实现平均煤炭销售价格500.73元/吨, 同比增加28.14%; 公司煤炭板块实现营业收入484.718亿元, 同比增加65.5%, 营业成本257.748亿元, 同比增加42.93%, 实现毛利率46.83%, 较2016年上升8.28个百分点。尤其公司控股的兖煤澳洲成功竞购联合煤炭资产, 并于17年9月1日并表后, 公司产销量明显提升。公司四季度计提了资产减值损失, 影响归属于母公司股东的净利润减少16.9亿元, 但四季度业绩仍然实现了较明显增长, 单季度实现净利润18.88亿(扣非后12.61亿元), 同比增长80.23%, 环比增长16.02%。
- **陕蒙基地先进产能逐步释放, 公司成为内生性增长最强劲的煤炭上市公司。** 在煤炭下行周期(2011~2015年)期间, 尤其在后期全国大批煤矿停产停建状况下, 公司顶住压力完成了陕蒙基地千万吨矿井群的建设, 并在煤炭行业于2016年周期反转后积极开展产能置换, 通过核准转固后正式释放产量, 于2017年实现由“投入建设期”向“见效回报期”快速转变。2016年底石拉乌素(1000万吨/年)、营盘豪(1200万吨/年)两处千万吨煤矿成功获得国家首批产能置换指标, 并于2017年陆续通过核准投产, 2016年下半年投运的转龙湾煤矿(500万吨/年)在17年达产, 山东本部的万福煤矿(180万吨/年)也计划于2019年投产, 我们预计其陕蒙基地并表产销量将由2016年483万吨, 17年1213.7万吨左右, 大幅提升至18年的1960万吨左右, 同比增长61.49%。
- **控股公司兖煤澳洲周期底部低估值并购国际一流煤炭资产, 成为澳洲第一大纯煤炭运营商, 跨越周期挂点后迎来业绩爆发式增长。** 作为最早也是最为成功“走出去”的国内煤炭公司, 在16年煤炭周期最低谷期(国际煤价低于60美金), 与力拓谈判收购事宜, 随后国际煤价开启了新一轮上升周期, 从最低谷50美金提升至100美金左右, 但该交易对价并未跟随国际煤价周期性上升而明显变化, 最终仍然以5倍左右PE于2017年9月交易成功。所收购联合煤炭(C&A)资产属

于全球顶级煤炭资产，其成本位于全球煤炭成本曲线的一分位，在全球煤价最低谷的 2015 年，联合煤炭仍然保持了较好的现金收益。同时，17 年 11 月莫拉本二期低成本井工矿产能 800 万吨已正式投产，于 18~19 年逐步释放产量。并购成功后，兖煤在澳权益产量将由 16 年的 2000 万吨左右明显提升到 18 年的 3700 万吨左右，将大幅增厚公司业绩。同时，兖煤澳洲已成为澳洲最大的独立煤炭运营商，显著提升兖煤在亚太地区国际市场话语权和定价能力。

- **公司现金盈利能力强，账面未分配利润高，杠杆率适中，资本开支已进入下降趋势，具备未来高分红潜力。**公司拟按 17 年归母净利润的 35% 进行现金分红，较去年的分红率 28.6% 和历史平均分红率 27.39% 明显提升，每股股利达到 0.48 元，接近历史最好水平。更重要的是，由于过去煤炭下行周期，公司顶住压力投资建设了陕蒙基地（如今煤矿均已建成投产）、同时澳洲莫拉本井工矿投建完成，因此未来公司资本开支将有望明显下降。公司目前是国内账面未分配利润/市值最高的独立煤炭上市公司，未来一到两年，仍然处于煤炭上行周期，公司前期投资项目投产将带来业绩的大幅提升，但同时杠杆率水平适中，资本开支又有望明显降低，从提升 ROE 水平、回馈股东（历史上行期的 2006 年曾有 50% 以上的高比例分红）、降低控股股东杠杆等角度，公司未来一到两年存在高比例分红进一步提升股息率的潜力。
- **盈利预测及评级：**受益于未来两到三年煤炭行业周期性向好，煤炭价格中枢抬升，公司权益煤炭产量于 2018 年、2019 年显著提升，澳洲基地业绩爆发式增长，公司盈利能力将显著提升并逐步释放。在 17 年年报披露股本数量的基础上，我们预计 18、19、20 年 EPS 分别为 1.91 元、2.26 元、2.65 元，2017~2020 年 3 年净利润增速在 20% 左右，基于现价 18 年 PE6.5 倍，19 年约 5.5 倍，20 年约 4.7 倍。未来两到三年仍然处于煤炭上行周期，当前可比公司动态 PE 估值在 15 倍左右。考虑到公司相对内生性增长显著，境内外布局超前，管理层具有较高运营水平，18~20 年公司处在快速发展轨道，我们认为公司可享有相对板块更高的估值水平，基于公司 2017 年业绩，考虑未来 3 年业绩年均增速在 20% 以上和可比公司估值情况，给予其 18 倍的 PE，目标价从 16.8 提高至 25 元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**联合煤炭盈利能力大幅释放，公司陕蒙基地产销量进一步提升，高比例分红派息。
- **风险因素：**煤价短期波动风险、安全生产风险。

公司报告首页财务数据

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	101,982.21	151,227.78	177,955.90	177,955.97	181,243.32
增长率 YoY %	47.78%	48.29%	17.67%	0.00%	1.85%
归属母公司净利润(百万元)	2,064.59	6,770.62	9,386.17	11,084.32	13,021.05
增长率 YoY%	140.20%	227.94%	38.63%	18.09%	17.47%
毛利率%	12.78%	16.62%	17.01%	16.75%	17.69%
净资产收益率 ROE%	5.05%	13.97%	14.34%	13.29%	13.45%

每股收益 EPS(元)	0.42	1.38	1.91	2.26	2.65
市盈率 P/E(倍)	29.6	9.0	6.5	5.5	4.7
市净率 P/B(倍)	1.45	1.11	0.80	0.67	0.59

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年03月23日收盘价

表 1: 可比公司盈利及估值对比 (3月23日收盘价)

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
601001	大同煤业	5.21	87.2	47.4	11.8	12.4	12.4	0.11	0.44	0.42	0.42
600395	盘江股份	5.94	98.31	49.5	11.9	11.0	9.9	0.12	0.5	0.54	0.6
000983	西山煤电	7.65	241	55.6	13.7	11.4	10.6	0.1377	0.56	0.67	0.72
000937	冀中能源	5	177	72.5	16.1	13.5	12.2	0.069	0.31	0.37	0.41
600997	开滦股份	5.28	83.84	15.1	16.0	16.0	13.5	0.35	0.33	0.33	0.39
601225	陕西煤业	7.82	782	27.9	7.4	7.3	6.6	0.28	1.05	1.07	1.18
601898	中煤能源	5.14	681	34.3	28.6	18.4	15.1	0.15	0.18	0.28	0.34
	平均值			43.2	15.1	12.9	11.5	-	-	-	-
600188	兖州煤业	12.44	611	29.6	9.0	6.5	5.5	0.42	1.38	1.91	2.26

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 兖州煤业为信达预测, 其余为 Wind 一致预期

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	42,220.37	66,138.87	70,426.43	87,025.99	101,010.00
货币资金	20,012.57	28,568.25	31,797.32	48,368.62	62,009.98
应收票据	6,886.00	9,146.32	10,652.84	10,652.85	10,849.64
应收账款	2,849.86	3,845.14	4,524.73	4,524.73	4,608.32
预付账款	2,080.19	2,928.21	4,549.62	4,563.98	4,595.62
存货	2,653.75	4,031.90	4,406.37	4,420.27	4,450.92
其他	7,738.01	17,619.05	14,495.54	14,495.54	14,495.54
非流动资产	103,402.03	128,748.42	155,858.83	154,379.92	153,049.66
长期投资	5,198.66	9,002.45	9,002.45	9,002.45	9,002.45
固定资产	30,475.19	45,364.64	47,415.09	50,523.95	51,114.86
无形资产	26,090.93	47,476.92	73,325.66	71,239.53	69,153.41
其他	41,637.24	26,904.41	26,115.64	23,614.00	23,778.95
资产总计	145,622.40	194,887.29	226,285.26	241,405.92	254,059.67
流动负债	51,547.76	63,167.50	74,054.47	74,096.41	74,449.57
短期借款	5,662.22	10,339.53	11,409.55	11,409.55	11,409.55
应付账款	4,677.97	7,130.87	8,861.18	8,889.13	8,950.76
其他	41,207.57	45,697.10	53,783.75	53,797.73	54,089.27
非流动负债	43,023.60	54,438.42	53,916.55	53,916.55	53,916.55
长期借款	22,453.49	31,542.62	31,542.62	31,542.62	31,542.62
其他	20,570.11	22,895.80	22,373.93	22,373.93	22,373.93
负债合计	94,571.35	117,605.93	127,971.02	128,012.96	128,366.12
少数股东权益	9,027.99	22,342.19	22,342.19	22,568.40	22,834.14
归属母公司股东权益	42,023.06	54,939.17	75,972.04	90,824.55	102,859.40
负债和股东权益	145622.40	194887.29	226285.26	241405.92	254059.67

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,982.21	151,227.78	177,955.90	177,955.97	181,243.32
同比	47.78%	48.29%	17.67%	0.00%	1.85%
归属母公司净利润	2,064.59	6,770.62	9,386.17	11,084.32	13,021.05
同比	140.20%	227.94%	38.63%	18.09%	17.47%
毛利率	12.78%	16.62%	17.01%	16.75%	17.69%
ROE	5.05%	13.97%	14.34%	13.29%	13.45%
每股收益(元)	0.42	1.38	1.91	2.26	2.65
P/E	29.6	9.0	6.5	5.5	4.7
P/B	1.45	1.11	0.80	0.67	0.59
EV/EBITDA	12.02	6.53	5.12	4.69	4.20

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,982.21	151,227.78	177,955.90	177,955.97	181,243.32
营业成本	88,944.37	126,087.98	147,686.31	148,152.16	149,179.29
营业税金及附加	1,646.18	3,056.53	3,596.74	3,596.74	3,663.18
营业费用	2,580.38	3,848.29	4,528.44	4,528.44	4,612.09
管理费用	3,628.10	4,389.35	7,118.24	6,204.77	6,319.38
财务费用	2,219.46	3,665.65	3,004.83	2,954.04	2,517.93
资产减值损失	1,375.37	2,223.37	890.91	130.00	138.37
公允价值变动收益	-31.07	60.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	762.09	958.95	776.58	832.54	856.02
营业利润	2,319.38	9,011.82	11,907.02	13,222.35	15,669.10
营业外收入	994.44	1,386.45	1,061.45	1,061.45	1,061.45
营业外支出	177.68	77.81	129.11	145.65	122.07
利润总额	3,136.13	10,320.46	12,839.37	14,138.16	16,608.48
所得税	843.48	2,458.60	3,453.20	2,827.63	3,321.70
净利润	2,292.66	7,861.86	9,386.17	11,310.53	13,286.79
少数股东损益	-196.24	594.99	0.00	226.21	265.74
归属母公司净利润	2,064.59	6,770.62	9,386.17	11,084.32	13,021.05
EBITDA	9,315.05	18,335.40	22,830.10	24,893.04	27,846.73
EPS (摊薄)	0.42	1.38	1.91	2.26	2.65

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6,421.67	16,063.07	26,475.15	21,295.29	23,703.01
净利润	2,292.66	7,861.86	9,386.17	11,310.53	13,286.79
折旧摊销	3,947.28	4,663.60	6,244.85	6,960.85	7,372.55
财务费用	2,231.64	3,351.34	3,745.88	3,794.03	3,865.69
投资损失	-762.09	-958.95	-776.58	-832.54	-856.02
营运资金变动	-2,813.44	-1,035.59	8,665.33	-116.32	-127.86
其它	1,525.63	2,180.81	-790.50	178.74	161.86
投资活动现金流	-10,820.72	-27,477.48	-30,724.40	-4,698.15	-5,209.76
资本支出	-7,221.46	-10,115.56	-31,500.99	-5,530.69	-6,065.78
长期投资	1,177.68	-15,571.08	776.58	832.54	856.02
其他	-4,776.94	-1,790.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4,413.20	15,364.63	7,406.66	-97.50	-4,851.90
吸收投资	8,210.05	34,279.73	15,662.68	15,662.68	15,662.68
借款	-34,070.72	-12,719.25	-4,438.47	-9,438.47	-14,438.47
支付利息或股息	3,648.93	5,119.74	3,817.54	6,321.70	6,076.10
现金净增加额	-8445.84	3701.73	3229.07	16571.30	13641.35

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。

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。

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。

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。