

2018年08月27日

兖州煤业 (600188.SH)

公司快报

2 季度业绩受到内蒙产区环保停产拖累

煤炭 | 动力煤 III

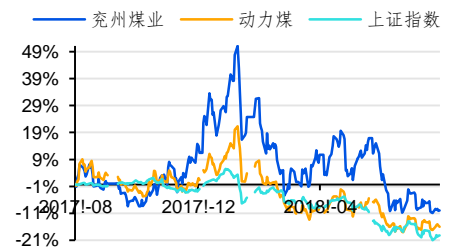
 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2018-08-24) **11.35 元**

交易数据

总市值(百万元)	55,751.38
流通市值(百万元)	33,594.63
总股本(百万股)	4,912.02
流通股本(百万股)	2,959.88
12个月价格区间	10.83/20.64 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.27	-1.16	13.94
绝对收益	-7.27	-14.28	-4.13

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

 兖州煤业: 一季度盈利创近八年单季度新高
 2018-04-28

兖州煤业: 异地扩张进入收获期 2018-03-26

投资要点

- ◆ **2018 年上半年净利润同比增长 34.09%:** 1H 公司实现收入 763.08 亿元, 同比下降 5.52%, 实现归母净利 43.41 亿元, 同比增长 34.09%, 毛利率为 20.89%, 同比上升 8.7 个百分点; 净利润率为 5.69%, 同比上升 1.7 个百分点, EPS 为 0.88 元。
- ◆ **煤炭收入同比增长 41.72%:** 上半年公司煤炭产量 5337 万吨, 同比增长 46.60%, 煤炭销量为 4850 万吨, 同比增长 39.70%; 煤炭销售均价为 539 元/吨, 同比上涨 6.47%, 吨煤成本 243 元, 同比上升 7.88%。公司煤炭板块收入亿元 299.31 亿元, 同比增长 41.72%。公司收入下降的原因是其他业务收入下降, 上半年其他业务收入减少 137.59 亿元。
- ◆ **2 季度净利润环比下降 5.11%:** 2 季度公司实现收入 439.75 亿元, 环比增长 36.0%, 实现归母净利 21.14 亿元, 环比下降 5.11%, 毛利率为 19.21%, 环比下降 3.99 个百分点, 净利率为 4.81%, 环比下降 2.08 个百分点, 单季度 EPS 为 0.43 元。季度盈利环比下降的主要原因是煤价下行。2 季度公司实现商品煤产量 2421 万吨, 环比略降 0.35%, 产量下降主要原因是昊盛矿业石拉乌素矿受安全环保政策影响未能正常生产, 2 季度该矿商品煤产量仅为 231 万吨, 环比下降 85.91%, 抵减了其产区的产量增长; 煤炭销售价格为 502 元/吨, 环比下降 8.05%, 其中外埠产区煤炭价格降幅较大, 拖低整体价格; 2 季度吨煤成本为 246 元, 环比提升 2.5 个百分点, 其中内蒙产区受停产影响成本大幅上升, 但公司本部和澳洲成本控制良好, 将整体成本控制在合理区间内。
- ◆ **3 季度业绩环比有望止跌回稳:** 一方面石拉乌素矿恢复生产, 另一方面, 鄂尔多斯、澳洲动力煤价格 3 季度环比分别回升 3% 和 13%, 焦煤价格持稳。
- ◆ **未来增量仍依赖两大新基地的产能释放:** 2018 年公司鄂尔多斯石拉乌素煤矿、营盘壕煤矿新增核定产能 2200 万吨, 澳大利亚地莫拉本煤矿三期工程新增产能 700 万吨; 2017 年 9 月 1 日完成对联合煤矿收购, 公司权益商品煤产量约为 1600-1700 万吨左右; 2019 年山东万福煤矿也将投产运营。
- ◆ **投资建议:** 我们根据石拉乌素矿井生产情况调整了公司产量和成本预期, 调整后 2018-2020 年公司的 EPS 分别为 1.79 元、1.80 元和 2.09 元, 净资产收益率为 15.9%、14.3% 和 15.1%, 维持“增持-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 经济增长低于预期; 环保监管风险; 汇率风险; 煤矿达产不及预期的风险。

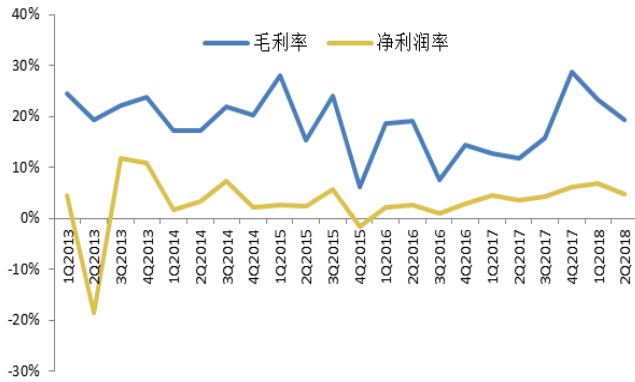
财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	101,982.2	151,227.8	151,274.1	161,556.8	160,597.7

同比增长(%)	47.8%	48.3%	0.0%	6.8%	-0.6%
营业利润(百万元)	2,319.4	9,011.8	11,695.1	11,858.4	13,769.3
同比增长(%)	176.4%	288.5%	29.8%	1.4%	16.1%
净利润(百万元)	2,064.6	6,770.6	8,802.9	8,818.6	10,269.5
同比增长(%)	140.2%	227.9%	30.0%	0.2%	16.5%
每股收益(元)	0.42	1.38	1.79	1.80	2.09
PE	27.0	8.2	6.3	6.3	5.4
PB	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8

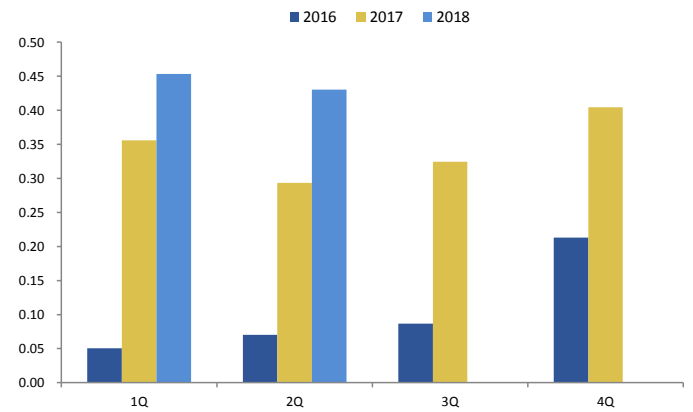
数据来源: 贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2018 年 Q2 公司分季度毛利率和利润率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2018 年 Q2 单季度 EPS 单位: 元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 公司商品煤产量及吨煤价格、成本与毛利 单位: 千吨、元/吨

	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	QoQ
集团合计	18,030	16,689	19,562	25,643	24,293	24,209	-0.35%
公司	8,059	8,312	7,570	8,273	7,738	8,531	10.25%
山西能化	399	447	182	291	386	462	19.69%
菏泽能化	632	572	558	606	854	925	8.31%
鄂尔多斯能化	2,746	1,561	3,306	4,505	3,898	3,981	2.13%
昊盛煤业	1,246	863	1,510	2,477	1,640	231	-85.91%
兖煤澳洲	3,257	3,254	4,855	7,900	8,329	8,655	3.91%
兖煤国际	1,691	1,680	1,581	1,591	1,448	1,424	-1.66%
吨煤价格	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	QoQ
集团合计	510	502	489	502	550	502	-8.65%
公司	610	567	588	575	595	567	-4.77%
山西能化	370	332	322	356	395	332	-15.97%
菏泽能化	1,045	921	991	1,025	981	921	-6.09%
鄂尔多斯能化	225	229	247	271	274	229	-16.66%
昊盛煤业	286	289	299	302	331	289	-12.47%
兖煤澳洲	533	427	525	599	601	427	-28.88%
兖煤国际	349	256	370	485	389	256	-34.38%
吨煤成本	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	QoQ
集团合计	217	234	207	209	240	246	2.50%
公司	244	242	217	207	256	233	-8.97%
山西能化	163	197	263	177	207	197	-4.72%
菏泽能化	322	416	478	481	374	395	5.77%
鄂尔多斯能化	100	153	129	151	120	181	50.68%
昊盛煤业	108	222	129	145	136	588	333.57%
兖煤澳洲	259	229	224	240	286	270	-5.49%
兖煤国际	256	227	244	237	260	221	-15.13%
吨煤毛利	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	QoQ

	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	QoQ
集团合计	293	269	282	292	310	256	-17.28%
公司	367	324	371	368	339	333	-1.61%
山西能化	207	135	60	179	188	135	-28.36%
菏泽能化	723	505	512	544	607	526	-13.39%
鄂尔多斯能化	125	75	118	120	154	48	-68.92%
昊盛煤业	178	68	170	157	195	-299	-253.33%
兖煤澳洲	274	198	301	359	315	157	-50.14%
兖煤国际	93	28	126	248	130	35	-72.98%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,982.2	151,227.8	151,274.1	161,556.8	160,597.7	年增长率					
减:营业成本	88,944.4	126,088.0	120,260.3	129,526.6	126,830.1	营业收入增长率	47.8%	48.3%	0.0%	6.8%	-0.6%
营业税费	1,646.2	3,056.5	3,328.0	3,142.5	3,301.0	营业利润增长率	176.4%	288.5%	29.8%	1.4%	16.1%
销售费用	2,580.4	3,848.3	5,415.6	5,541.4	5,717.3	净利润增长率	140.2%	227.9%	30.0%	0.2%	16.5%
管理费用	3,628.1	4,389.3	5,884.6	6,526.9	6,295.4	EBITDA 增长率	16.5%	103.9%	18.5%	0.5%	8.0%
财务费用	2,219.5	3,665.7	4,390.7	4,242.2	3,930.9	EBIT 增长率	57.0%	178.5%	27.2%	0.1%	9.9%
资产减值损失	1,375.4	2,223.4	1,332.5	1,643.7	1,733.2	NOPLAT 增长率	132.5%	216.6%	31.7%	0.1%	9.9%
加:公允价值变动收益	-31.1	60.2	-14.3	2.2	3.3	投资资本增长率	-3.8%	33.4%	12.5%	-21.6%	16.5%
投资和汇兑收益	762.1	958.9	1,047.0	922.7	976.2	净资产增长率	18.7%	51.4%	1.3%	9.1%	8.8%
营业利润	2,319.4	9,011.8	11,695.1	11,858.4	13,769.3	盈利能力					
加:营业外净收支	816.8	1,308.6	1,062.7	1,062.7	1,144.7	毛利率	12.8%	16.6%	20.5%	19.8%	21.0%
利润总额	3,136.1	10,320.5	12,757.8	12,921.1	14,914.0	营业利润率	2.3%	6.0%	7.7%	7.3%	8.6%
减:所得税	843.5	2,458.6	3,189.5	3,230.3	3,728.5	净利润率	2.0%	4.5%	5.8%	5.5%	6.4%
净利润	2,064.6	6,770.6	8,802.9	8,818.6	10,269.5	EBITDA/营业收入	8.3%	11.4%	13.6%	12.8%	13.9%
						EBIT/营业收入	4.5%	8.4%	10.6%	10.0%	11.0%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	64.9%	60.3%	62.2%	59.3%	54.9%
货币资金	20,012.6	28,568.3	52,945.9	56,544.9	56,209.2	负债权益比	185.2%	152.2%	164.7%	145.6%	121.6%
交易性金融资产	-	21.9	7.3	9.7	13.0	流动比率	0.82	1.05	1.47	1.07	1.20
应收帐款	5,524.1	5,325.8	6,932.5	5,919.7	6,517.6	速动比率	0.77	0.98	1.43	1.02	1.17
应收票据	6,886.0	9,146.3	7,668.9	9,542.2	7,786.6	利息保障倍数	2.05	3.45	3.66	3.80	4.50
预付帐款	2,080.2	2,928.2	3,995.5	2,526.7	3,715.4	营运能力					
存货	2,653.7	4,031.9	2,617.0	4,318.4	2,524.3	固定资产周转天数	103	90	106	95	91
其他流动资产	5,063.8	16,116.5	11,386.4	10,855.6	12,786.2	流动营业资本周转天数	-31	-30	-14	-19	-19
可供出售金融资产	2,624.0	2,278.3	1,948.9	2,283.7	2,170.3	流动资产周转天数	159	129	180	195	201
持有至到期投资	69.4	-	23.1	30.9	18.0	应收帐款周转天数	15	13	15	14	14
长期股权投资	5,198.7	9,002.4	9,002.4	9,002.4	9,002.4	存货周转天数	8	8	8	8	8
投资性房地产	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	总资产周转天数	502	405	479	465	466
固定资产	30,475.2	45,364.6	43,864.0	41,769.4	39,128.0	投资资本周转天数	228	176	214	189	181
在建工程	24,890.6	6,587.3	6,887.3	6,987.3	7,087.3	费用率					
无形资产	26,090.9	47,476.9	46,050.7	44,624.4	43,198.1	销售费用率	2.5%	2.5%	3.6%	3.4%	3.6%
其他非流动资产	14,052.5	18,038.2	13,939.3	15,451.1	15,909.4	管理费用率	3.6%	2.9%	3.9%	4.0%	3.9%
资产总额	145,622.4	194,887.3	207,270.1	209,867.1	206,066.4	财务费用率	2.2%	2.4%	2.9%	2.6%	2.4%
短期债务	5,662.2	10,339.5	18,911.4	26,648.3	35,033.7	三费/营业收入	8.3%	7.9%	10.4%	10.1%	9.9%
应付帐款	9,899.0	22,850.8	8,296.6	23,604.5	8,738.3	投资回报率					
应付票据	1,487.0	2,535.6	1,794.0	2,268.5	1,928.3	ROE	4.9%	12.3%	15.9%	14.3%	15.1%
其他流动负债	34,499.6	27,441.6	29,066.7	31,044.3	28,674.0	ROA	1.6%	4.0%	4.6%	4.6%	5.4%
长期借款	22,453.5	31,542.6	47,427.1	18,549.0	15,799.9	ROIC	4.4%	14.4%	14.3%	12.7%	17.8%
其他非流动负债	20,570.1	22,895.8	23,466.5	22,310.8	22,891.0	分红指标					
负债总额	94,571.4	117,605.9	128,962.3	124,425.4	113,065.3	DPS(元)	0.12	0.48	0.63	0.59	0.72
少数股东权益	9,028.0	22,342.2	23,107.7	23,979.8	24,895.9	分红比率	28.6%	34.8%	35.0%	32.8%	34.2%
股本	4,912.0	4,912.0	4,912.0	4,912.0	4,912.0	股息收益率	1.1%	4.2%	5.5%	5.2%	6.3%
留存收益	38,487.5	44,895.5	50,288.0	56,549.7	63,193.1						
股东权益	51,051.1	77,281.4	78,307.8	85,441.7	93,001.1						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.42	1.38	1.79	1.80	2.09
现金流量表						BVPS(元)	8.56	11.18	11.24	12.51	13.86
净利润	2,292.7	7,861.9	8,802.9	8,818.6	10,269.5	PE(X)	27.0	8.2	6.3	6.3	5.4
加:折旧和摊销	3,947.3	4,663.6	4,426.9	4,520.8	4,567.7	PB(X)	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
资产减值准备	1,375.4	2,223.4	-	-	-	P/FCF	-20.9	-8.5	2.1	7.6	19.9
公允价值变动损失	31.1	-60.2	-14.3	2.2	3.3	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
财务费用	2,231.6	3,351.3	4,390.7	4,242.2	3,930.9	EV/EBITDA	9.1	4.9	4.7	3.3	3.3
投资损失	-762.1	-958.9	-1,047.0	-922.7	-976.2	CAGR(%)	61.7%	12.5%	125.8%	61.7%	12.5%
少数股东损益	-196.2	595.0	765.5	872.2	916.0	PAG	0.4	0.7	0.1	0.1	0.4
营运资金的变动	4,180.0	-13,943.7	-9,093.3	15,666.5	-16,699.4	ROIC/WACC	0.8	2.5	2.5	2.2	3.1
经营活动产生现金流量	6,421.7	16,063.1	8,231.4	33,199.9	2,011.8						
投资活动产生现金流量	-10,820.7	-27,477.5	261.8	-722.9	401.6						
融资活动产生现金流量	-4,413.2	15,364.6	15,884.5	-28,878.1	-2,749.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com