

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，2018.10.29

左前明 煤炭行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

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

《兖州煤业（600188）三季报点评：煤炭产量受限，业绩不及预期》2018.10.29

《兖州煤业（600188.SH）中报点评：量价齐升，中报亮眼》2018.08.27

《兖州煤业（600188.SH）：国内调控风声四起，澳洲基地坐享行业上行红利》2018.05.28

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

股权激励添动力，业绩考核显信心

2018年12月28日

事件：12月27日晚公司发布股权激励计划草案，公司计划拟向激励对象授予4668万份股票期权，约占公司总股本的0.95%。在满足行权条件，即2019-2021考核期间扣非后的每股收益分别为1.2、1.25和1.35元情况下，激励对象获得在有效期内以行权价格9.64元/份，购买1股公司股票的权利。2年锁定期、3年行权期，本激励计划自股东大会审议通过后生效，根据激励计划授出的股票期权的有效期限自授予日起计算，最长不超过60个月。

点评：

- **股权激励提升核心队伍积极性，有利于公司长远健康发展。**公司此举系煤炭类上市公司近年来首次股权激励计划，激励计划涉及的激励对象共计502人，激励对象包括公司董事、高级管理人员，公司中层管理人员以及公司核心骨干人员，股权激励计划有利于建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，能够充分调动公司核心人才的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，有利于公司长远健康的发展。
- **行权条件的业绩考核增强公司业绩可预期性，同时彰显公司对未来发展信心。**本次股权激励的行权价为9.64元/份，高于12月27日收盘价8.75元，同时草案中提出，股权激励的执行条件包括：以2015年-2017年净利润均值为基数，2019-2021年净利润增长率分别不低于139%、149%、159%，每股收益分别不低于1.20元/股、1.25元/股、1.30元/股，且净利润增长率和每股收益均不低于同行业平均水平。我们按照每股收益分别为1.20元/股、1.25元/股、1.30元/股，计算出2019-2021年净利润分别为59.50亿元、61.98亿元、64.46亿元，彰显公司对未来发展的信心。以12月27日收盘价8.75元计算出公司的PE分别为7.29、7.0、6.73，估值仍处较低水平。
- **公司现金盈利能力强，账面未分配利润高，杠杆率适中，资本开支已趋下行，具备未来高分红潜力。**前三季度公司经营性净现金流126.53亿元，同比增加44.59亿元（54.41%）。三季度末账面未分配利润高达411.16亿元，资产负债率为57.85%，杠杆率适中，较上期末下降1.09个pct，且公司部分债务拟通过定增方式募集资金偿还，负债水平有望继续降低。当前陕蒙基地、澳洲基地的煤矿基本投建完成，未来公司资本开支有望明显下降，具备未来高分红潜力。
- **盈利预测及评级：**公司出台股权激励草案，彰显未来发展信心，我们按照当前股本，预计公司18、19、20年EPS分别为1.66元、1.92元、2.19元，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**兖煤澳洲盈利能力继续释放，制约陕蒙基地正常生产的因素缓解。

➤ **风险因素：**煤价明显下跌的风险、安全生产影响产量进度的风险、释放产能不及预期的风险。

公司报告首页财务数据

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	101,982.21	151,227.78	159,486.56	163,270.23	165,104.71
增长率 YoY%	47.78%	48.29%	5.46%	2.37%	1.12%
归属母公司净利润(百万元)	2,064.59	6,770.62	8,142.83	9,445.96	10,768.48
增长率 YoY%	140.20%	227.94%	20.27%	16.00%	14.00%
毛利率%	12.78%	16.62%	19.20%	20.84%	22.13%
净资产收益率 ROE%	5.05%	13.97%	14.36%	15.25%	15.47%
每股收益 EPS(元)	0.42	1.38	1.66	1.92	2.19
市盈率 P/E(倍)	20.8	6.3	5.3	4.6	4.0
市净率 P/B(倍)	1.02	0.78	0.74	0.66	0.58

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 12 月 27 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	42,220.37	66,138.87	65,646.34	63,452.68	60,019.05
货币资金	20,012.57	28,568.25	28,822.67	26,852.34	23,415.54
应收票据	6,886.00	9,146.32	9,547.23	10,224.21	10,069.41
应收账款	2,849.86	3,845.14	4,699.41	4,508.25	4,540.61
预付账款	2,080.19	2,928.21	3,969.89	3,335.04	3,421.41
存货	2,653.75	4,031.90	4,111.61	4,037.29	4,076.54
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	136,651.25	149,189.53	163,287.73
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	47,489.37	50,632.33	51,246.21
无形资产	26,090.93	47,476.92	56,131.90	68,075.23	81,450.64
其他	41,637.24	26,904.41	24,027.54	21,479.52	21,588.43
资产总计	145,622.40	194,887.29	202,297.59	212,642.22	223,306.78
流动负债	51,547.76	63,167.50	65,539.26	66,532.43	66,192.40
短期借款	5,662.22	10,339.53	13,339.53	13,339.53	13,339.53
应付账款	4,677.97	7,130.87	7,273.79	7,133.56	7,208.20
其他	41,207.57	45,697.10	44,925.94	46,059.34	45,644.68
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	119,455.81	120,448.98	120,108.95
少数股东权益	9,027.99	22,342.19	24,377.90	26,739.39	29,431.51
归属母公司股东权益	42,023.06	54,939.17	58,463.88	65,453.84	73,766.31
负债和股东权益	145,622.40	194,887.29	202,297.59	212,642.22	223,306.78

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,982.21	151,227.78	159,486.56	163,270.23	165,104.71
同比	47.78%	48.29%	5.46%	2.37%	1.12%
归属母公司净利润	2,064.59	6,770.62	8,142.83	9,445.96	10,768.48
同比	140.20%	227.94%	20.27%	16.00%	14.00%
毛利率	12.78%	16.62%	19.20%	20.84%	22.13%
ROE	5.05%	13.97%	14.36%	15.25%	15.47%
每股收益(元) (摊薄)	0.42	1.38	1.66	1.92	2.19
P/E	20.8	6.3	5.3	4.6	4.0
P/B	1.02	0.78	0.74	0.66	0.58
EV/EBITDA	10.07	5.54	4.41	3.91	3.52

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,982.21	151,227.78	159,486.56	163,270.23	165,104.71
营业成本	88,944.37	126,087.98	128,867.46	129,236.60	128,567.51
营业税金及附加	1,646.18	3,056.53	2,537.04	2,844.21	2,946.53
营业费用	2,580.38	3,848.29	6,124.28	6,269.58	6,340.02
管理费用	3,628.10	4,389.35	6,028.59	5,572.99	5,635.61
财务费用	2,219.46	3,665.65	4,103.93	4,348.50	4,512.08
资产减值损失	1,375.37	2,223.37	14.10	13.52	13.62
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	1,865.46	757.18	755.54
营业利润	2,319.38	9,011.82	13,676.62	15,742.00	17,844.89
营业外收入	994.44	1,386.45	366.02	243.52	366.35
营业外支出	177.68	77.81	471.26	242.25	263.77
利润总额	3,136.13	10,320.46	13,571.38	15,743.27	17,947.47
所得税	843.48	2,458.60	3,392.84	3,935.82	4,486.87
净利润	2,292.66	7,861.86	10,178.53	11,807.46	13,460.60
少数股东损益	-196.24	594.99	2,035.71	2,361.49	2,692.12
归属母公司净利润	2,064.59	6,770.62	8,142.83	9,445.96	10,768.48
EBITDA	9,315.05	18,335.40	23,739.23	26,742.66	29,699.44
EPS	0.42	1.38	1.66	1.92	2.19

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6,421.67	16,063.07	15,872.07	23,338.11	24,164.40
净利润	2,292.66	7,861.86	10,178.53	11,807.46	13,460.60
折旧摊销	3,947.28	4,663.60	5,322.87	5,904.44	6,568.73
财务费用	2,231.64	3,351.34	4,844.98	5,094.95	5,183.24
投资损失	-762.09	-958.95	-1,865.46	-757.18	-755.54
营运资金变动	-2,813.44	-1,035.59	-2,677.62	1,202.99	-356.82
其它	1,525.63	2,180.81	68.77	85.46	64.19
投资活动现金流	-10,820.72	-27,477.48	-11,414.91	-17,757.47	-19,961.96
资本支出	-7,221.46	-10,115.56	-13,280.38	-18,514.65	-20,717.50
长期投资	1,177.68	-15,571.08	1,865.46	757.18	755.54
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	-3,695.98	-6,944.22	-6,944.22
吸收投资	8,210.05	34,279.73	0.00	0.00	0.00
借款	-34,070.72	-12,719.25	3,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	3,648.93	5,119.74	6,695.98	6,944.22	6,944.22
现金净增加额	-8,445.84	3,701.73	254.41	-1,970.32	-3,436.80

研究团队简介

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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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理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。