

## 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，2018.12.28

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

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

《兖州煤业（600188.SH）股权激励添动力，业绩考核显信心》2018.12.28

《兖州煤业（600188.SH）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

《兖州煤业（600188.SH）：甲醇价格持续提升，非煤板块盈利能力增强》2018.05.15

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

## 子公司业绩突出超出市场预期

2019年2月26日

**事件：**2019年2月25日公司海外控股子公司兖煤澳洲发布2018年业绩报告，报告期内兖州澳洲实现营业收入48.5亿澳元，同比增86.47%。利润总额11.72亿澳元，同比增276.85%；税后净利润8.52亿澳元，同比增272.05%；经营活动产生的现金流净额为17.47亿澳元，同比增328.19%。

#### 点评：

- **兖煤澳洲量价齐增、成本稳定，盈利大幅提升。**兖煤澳洲于2017年9月完成对联合煤炭的收购以后，Moolarben二期也投入运营，2018年权益煤炭产量创新高达3290万吨，同比增77.84%，其中三处一线资产HVO、MTW和Moolarben产量贡献占比超80%。2018年国际煤炭价格高企，兖煤澳洲动力煤和焦煤的平均售价分别为123澳元/吨和182澳元/吨，综合售价为132澳元/吨，同比增15.79%，离岸现金成本63澳元/吨，同比基本持平。受益于量价齐升、成本稳定，兖煤澳洲2018年实现税后净利润8.52亿澳元，同比大增272.05%，远超市场预期。公司持兖煤澳洲62.26%股权，兖煤澳洲为兖州煤业2018年贡献26.27亿元净利（以2018年年初与年末澳元兑人民币平均汇率4.9519计）。
- **兖煤澳洲现金流强劲叠加大比例分红，成公司“现金奶牛”。**兖煤澳洲2018年实现EBITDA 21.8亿澳元，经营性净现金流17.47亿澳元，现金流表现优异。兖煤澳洲公告2018年派发特别股息和常规股息，共计分红5.07亿澳元，分红率近60%，远超其章程规定的40%，为兖州煤业贡献现金流入约15.15亿人民币（以2019年2月26日澳元兑人民币汇率4.7995计）。
- **2019年国际煤价大概率维持高位，兖煤澳洲优异表现有望延续。**兖煤澳洲在2018年偿还超10亿澳元负债，净债务降至30.93亿澳元，DEBT/EBITDA由2017年的4.6倍降至1.4倍，有息负债率由47.3%降至34.6%，财务状况大幅改善，偿债压力明显降低。根据兖煤澳洲业绩报告公布运营指引，2019年兖煤澳洲权益商品煤产量预计3500万吨，同比增约6.38%；吨煤现金成本约为62.5澳元/吨，同比保持稳定；DEBT/EBITDA控制在1.5倍以内，目标分红率调高至税后净利的50%。2017年以来东南亚国家迎来新一轮火电建设期带动国际煤炭需求不断增长，而供给端在产能出清叠加投资不足下增量相对有限，2019年国际煤价大概率保持中高位，兖煤澳洲仍有望保持亮眼业绩和分红。
- **多重利好或将带动兖州煤业估值修复。**公司2019年1月2日公告转龙湾煤矿生产能力由500万吨/年核增至1000万吨/年，2月22日公告股权激励计划股票期权授予登记完成，向499名公司骨干授予4632万份股票期权，行权价格9.64元/份。在近期煤矿事故频发导致安检趋严、供给受限的行业背景下，随着转龙湾煤矿产能核增后在产量上的逐步兑现，以及管理层激励效果的体现，公司估值有望逐步修复。

- **盈利预测及评级:** 基于兖煤澳洲出色的业绩表现, 以及未来公司陕蒙基地转龙湾煤矿核增产能和管理层激励效果的兑现预期, 我们维持公司的盈利预测, 预计 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:** 宏观经济好转煤价中枢继续上扬, 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、产能释放不及预期的风险。

#### 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(摊薄, 元)	0.42	1.38	1.66	1.92	2.19
市盈率 P/E(倍)	24.8	7.6	6.3	5.4	4.8
市净率 P/B(倍)	1.22	0.93	0.88	0.78	0.69

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 2 月 26 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	145,622.40	194,887.29	202,297.59	212,642.22	223,306.78
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	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(摊薄,元)	0.42	1.38	1.66	1.92	2.19
P/E	24.8	7.6	6.3	5.4	4.8
P/B	1.22	0.93	0.88	0.78	0.69
EV/EBITDA	10.95	5.99	4.75	4.22	3.80

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	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
<b>净利润</b>	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
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-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。

**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	010-83252068	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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。