

兖州煤业 (600188.SH)

公司快报

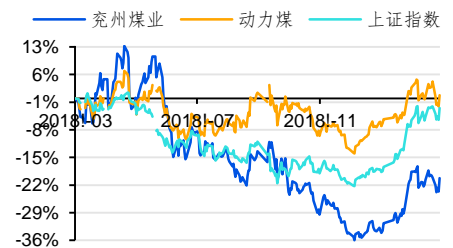
煤炭 | 动力煤 III

 投资评级 **增持-A(维持)**
 股价(2019-03-29) 10.61 元

交易数据

总市值 (百万元)	52,116.49
流通市值 (百万元)	31,404.32
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	8.36/15.63 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.78	-3.09	-11.96
绝对收益	0.86	20.84	-14.16

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: 煤炭业务稳健增长, 费用与支出吞噬利润 2018-10-27
- 兖州煤业: 2 季度业绩受到内蒙产区环保停产拖累 2018-08-27
- 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

澳洲产区成为主要盈利增长点

投资要点

- ◆ **2018 年实现归母净利同比增长 16.81%，Q4 业绩超预期：**2018 年公司实现收入 1630.08 亿元，同比增长 7.79%，实现归母净利 79.08 亿元，同比增长 16.81%；毛利率为 19.49%，同比上升 2.8 个百分点；净利率为 5.22%，同比上升 0.8 个百分点，EPS 为 1.61 元，扣除非经常损益后的 EPS 为 1.73 元。分配方案为每 10 股派现金 5.40 元（含税），分红比率为 33.54%，按照报告日收盘价计算股息率为 5.09%。Q4 公司分别实现收入和归母净利 438.18 亿元和 30.12 亿元，环比分别增长 2.18% 和 159.04%，单季度 EPS 为 0.61 元，创 2011 年以来的单季度盈利新高。
- ◆ **2018 年煤炭业务量价齐升，澳洲板块是主要盈利增量来源：**2018 年公司煤炭板块贡献的收入和毛利分别为 624.28 亿元和 274.81 亿元，占公司收入和毛利的比重分别为 39.06% 和 93.11%，同比分别增长 28.79% 和 26.44%。煤炭板块盈利增长来自量价齐升，2018 年公司煤炭产、销量分别为 9510.1 万吨和 11394.2 万吨，同比分别增长 18.99% 和 17.71%，煤炭销售均价为 548 元/吨，同比上涨 9.42%，吨煤销售成本为 303 元，同比上升 12.09%，吨煤毛利 238 元。同比上升 3.25%。其中兖煤澳洲贡献了煤炭产量 4378.4 万吨和商品煤销量 3359.9 万吨，占公司原煤产量和商品煤销量的比重分别为 41.35% 和 29.11%，占比较上年分别提升 13 个点和 10 个点，贡献煤炭收入的 35.33%，占比较上年提升 12 个百分点，贡献煤炭毛利的 43.24%，占比较上年提升 16 个百分点，已经成为公司的主要利润增长源。山西能化、鄂尔多斯能化、昊盛煤业由于成本上升或产量未能充分释放原因，对毛利的贡献同比分别下滑 21.22%、26.33% 和 127.12%。
- ◆ **Q4 净利润环比增长 159.04%，主要来自财务费用的环比下降：**Q4 公司实现收入 438.18 亿元，环比增长 2.18%，同比增长 36.89%；实现归母净利 30.12 亿元，环比增长 159.04%，同比增长 51.57%。毛利率和净利率分别为 18.49% 和 6.87%，环比分别提升 0.48 和 4.16 个百分点。Q4 公司净利润的增长主要来自财务费用的环比下降，Q4 财务费用率为 0.29%，环比下降 2.81 个百分点。Q4 煤炭板块实现收入 127.73 亿元，占公司收入的比重为 29.15%，环比下降 3.08%，实现毛利 67.03 亿元，环比下降 4.91%，占公司毛利润的比重为 81.75%；煤炭产量为 2765 万吨，同比增长 11.15%，增量主要来自鄂尔多斯产区的产量恢复，其中鄂尔多斯能化和昊盛煤业产量环比分别回升 83.07% 和 14.07%；公司吨煤销售价格为 529 元，环比下降 9.7%，均价价格下行主要受到澳洲煤价下跌的拖累；吨煤成本 252 元，环比下降 7.73%，吨煤毛利 278 元，环比下降 11.40%。分产区来看，本部和兖煤澳洲分别贡献 Q4 毛利的 43% 和 47%；鄂尔多斯产区产量环比大幅回升，昊盛煤业亏损环比收窄 42%；山西能化则因产量下降，成本上升，Q4 毛利为 -1.52 亿元。
- ◆ **未来增长主要来自鄂尔多斯矿区的产量释放和煤化工项目：**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，转龙湾煤矿产能由 500 万吨核增至 1000 万吨/年。但受到环保等政策影响，2018 年鄂尔多斯产区仅贡献产量 1816 万吨，产能利用率仅为 57%，未来随着该地区产能逐步释放，单位成本随之

下降，对盈利的贡献可期；山东万福煤矿投产时间由 2019 年推迟至 2021 年，短期对盈利贡献不大。煤化工方面，公司的荣信化工二期项目在建年产 40 万吨乙二醇和 30 万吨 DMMn、榆林能化甲醇厂二期 50 万吨甲醇制 DMMn 技改项目预计年内投产，延长煤化工产业链条，有望成为新的盈利增长点。

◆ **投资建议：**我们根据项目投、达产时间和 2019 年煤价中枢下行的预期调整了公司盈利预测，调整后 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 1.60 元、1.79 元和 2.15 元，净资产收益率为 12.7%、13.0%和 14.2%。公司未来成长速度放缓，但依靠产能释放能够抵消 2019 年煤价下行 5%-8%的下行预期，估值较低，高股息提供一定安全边际，我们维持“增持-A”的投资评级。

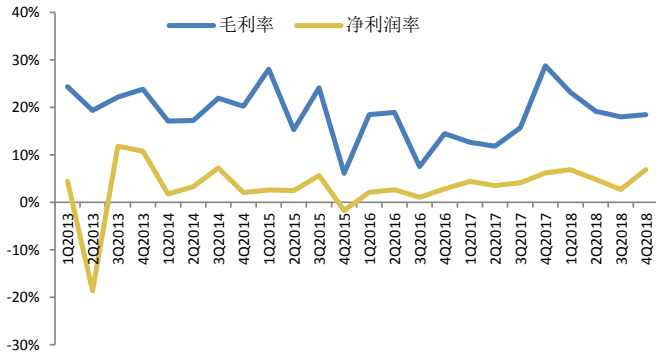
◆ **风险提示：**煤价下跌超预期风险；环保监管风险；汇兑风险；煤矿达产不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	151,227.8	163,008.5	172,296.2	184,253.8	185,636.3
同比增长(%)	48.3%	7.8%	5.7%	6.9%	0.8%
营业利润(百万元)	9,011.8	15,367.3	12,986.5	14,585.4	17,870.6
同比增长(%)	288.5%	70.5%	-15.5%	12.3%	22.5%
净利润(百万元)	6,770.6	7,908.9	7,871.6	8,805.4	10,565.0
同比增长(%)	227.9%	16.8%	-0.5%	11.9%	20.0%
每股收益(元)	1.38	1.61	1.60	1.79	2.15
PE	7.7	6.6	6.6	5.9	4.9
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

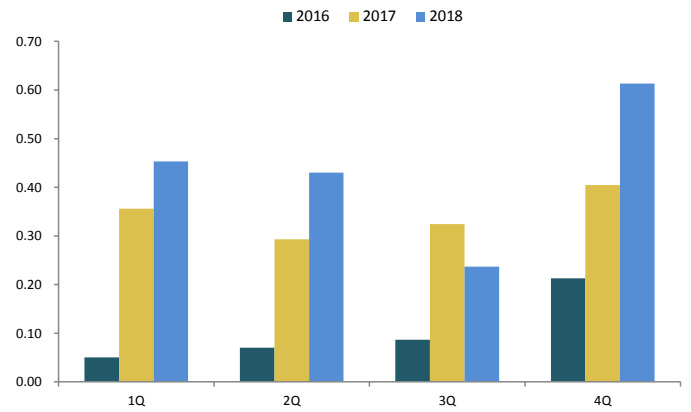
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2018 年公司分季度毛利率和利润率



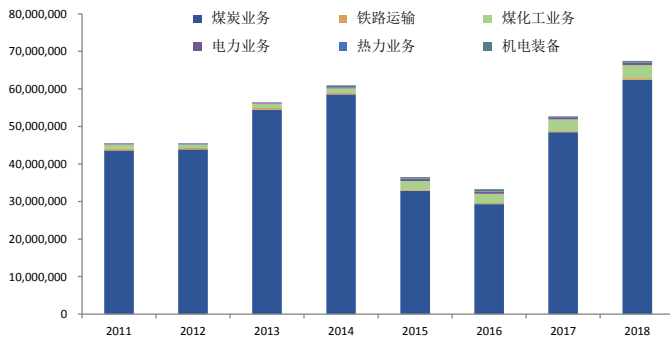
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2018 年单季度 EPS 单位：元



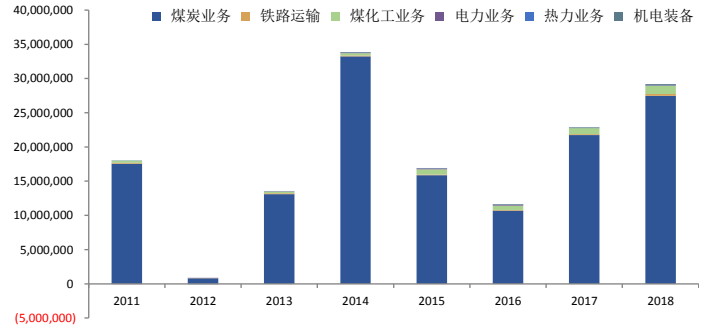
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2011-2018 年公司分业务主营业务收入 单位：千元



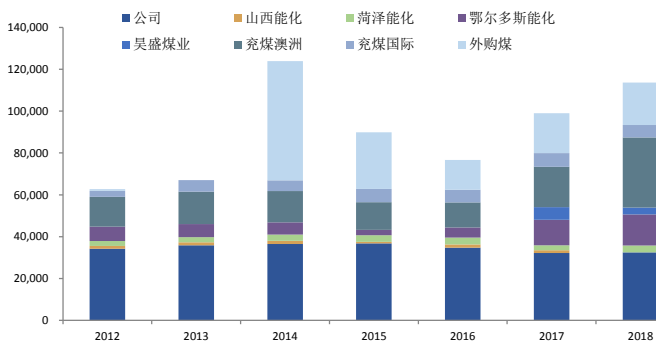
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2011-2018 年分业务毛利 单位：千元



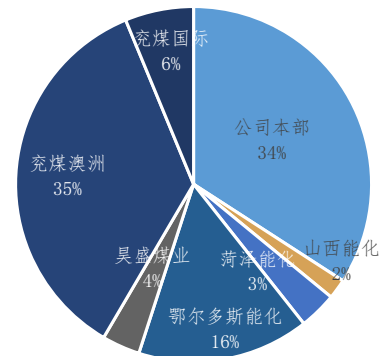
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2012-2018 年公司商品煤销量 单位：千吨



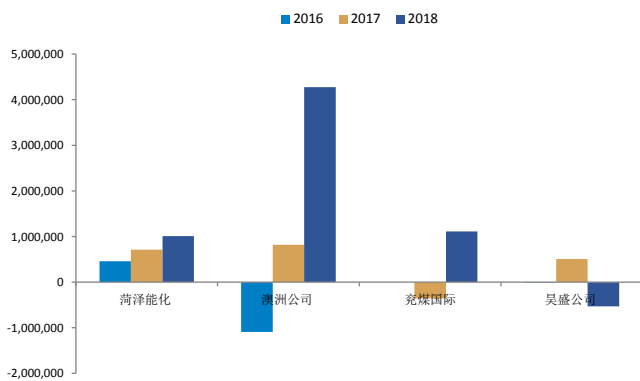
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2018 年自产商品煤销量构成



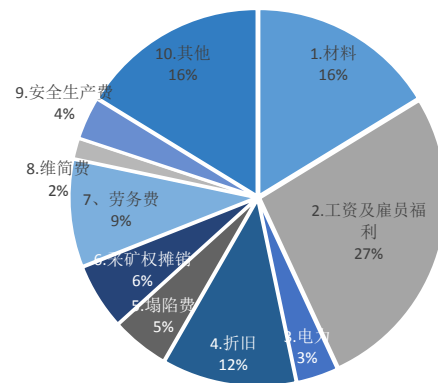
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7: 2016-2018 年主要子公司净利润 单位: 千元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 8: 2018 年自产煤单位成本构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2017-2018 年公司分季度商品煤产量及吨煤价格、成本与毛利 单位: 千吨、元/吨

煤炭销量	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
集团合计	18,030	16,689	19,562	25,643	24,293	24,209	22,476	24,123	7.33%
公司	8,059	8,312	7,570	8,273	7,738	8,531	8,271	7,934	-4.07%
山西能化	399	447	182	291	386	462	456	410	-10.09%
菏泽能化	632	572	558	606	854	925	821	647	-21.19%
鄂尔多斯能化	2,746	1,561	3,306	4,505	3,898	3,981	2,463	4,509	83.07%
昊盛煤业	1,246	863	1,510	2,477	1,640	231	661	754	14.07%
兖煤澳洲	3,257	3,254	4,855	7,900	8,329	8,655	8,213	8,402	2.30%
兖煤国际	1,691	1,680	1,581	1,591	1,448	1,424	1,591	1,467	-7.79%
吨煤价格	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
集团合计	510	502	489	502	550	529	586	529	-9.70%
公司	610	567	588	575	595	586	586	632	8.02%
山西能化	370	332	322	356	395	347	298	332	11.55%
菏泽能化	1,045	921	991	1,025	981	949	965	1,050	8.79%
鄂尔多斯能化	225	229	247	271	274	239	257	268	4.38%
昊盛煤业	286	289	299	302	331	248	267	282	5.83%
兖煤澳洲	533	427	525	599	601	625	646	621	-3.89%
兖煤国际	349	256	370	485	389	385	439	406	-7.56%
吨煤成本	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
集团合计	217	234	207	209	240	246	273	252	-7.73%
公司	244	242	217	207	256	233	253	267	5.60%
山西能化	163	197	263	177	207	197	222	369	66.50%
菏泽能化	322	416	478	481	374	395	410	575	40.35%
鄂尔多斯能化	100	153	129	151	120	181	222	163	-26.79%
昊盛煤业	108	222	129	145	136	588	595	449	-24.61%
兖煤澳洲	259	229	224	240	286	270	280	245	-12.52%
兖煤国际	256	227	244	237	260	221	227	204	-10.35%
吨煤毛利	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
集团合计	293	269	282	292	310	256	314	278	-11.40%
公司	367	324	371	368	339	333	333	366	9.86%

煤炭销量	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
山西能化	207	135	60	179	188	135	76	-37	-149.03%
菏泽能化	723	505	512	544	607	526	556	475	-14.48%
鄂尔多斯能化	125	75	118	120	154	48	34	105	205.84%
昊盛煤业	178	68	170	157	195	-299	-329	-167	-49.31%
兖煤澳洲	274	198	301	359	315	157	366	376	2.70%
兖煤国际	93	28	126	248	130	35	212	202	-4.57%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	151,227.8	163,008.5	172,296.2	184,253.8	185,636.3	年增长率					
减:营业成本	126,088.0	131,238.9	140,481.0	149,217.7	148,668.1	营业收入增长率	48.3%	7.8%	5.7%	6.9%	0.8%
营业税费	3,056.5	2,419.0	2,756.7	3,135.5	2,961.3	营业利润增长率	288.5%	70.5%	-15.5%	12.3%	22.5%
销售费用	3,848.3	6,000.1	6,685.1	6,688.4	6,794.3	净利润增长率	227.9%	16.8%	-0.5%	11.9%	20.0%
管理费用	4,389.3	5,766.5	6,478.3	7,149.0	6,812.9	EBITDA 增长率	103.9%	8.9%	28.2%	8.0%	11.2%
财务费用	3,665.7	3,392.8	3,572.3	3,870.3	3,466.7	EBIT 增长率	178.5%	49.1%	-12.2%	11.5%	15.6%
资产减值损失	2,223.4	297.0	300.0	940.1	512.4	NOPLAT 增长率	216.6%	38.4%	-4.7%	11.5%	15.6%
加:公允价值变动收益	60.2	-373.6	-83.2	17.5	16.1	投资资本增长率	33.4%	13.2%	-20.0%	21.5%	-32.8%
投资和汇兑收益	958.9	1,939.6	1,047.0	1,315.2	1,433.9	净资产增长率	51.4%	9.9%	3.7%	8.7%	9.7%
营业利润	9,011.8	15,367.3	12,986.5	14,585.4	17,870.6	盈利能力					
加:营业外净收支	1,308.6	-324.1	492.3	492.3	220.1	毛利率	16.6%	19.5%	18.5%	19.0%	19.9%
利润总额	10,320.5	15,043.2	13,478.7	15,077.7	18,090.7	营业利润率	6.0%	9.4%	7.5%	7.9%	9.6%
减:所得税	2,458.6	4,387.2	3,639.3	4,071.0	4,884.5	净利润率	4.5%	4.9%	4.6%	4.8%	5.7%
净利润	6,770.6	7,908.9	7,871.6	8,805.4	10,565.0	EBITDA/营业收入	11.4%	11.6%	14.0%	14.2%	15.6%
						EBIT/营业收入	8.4%	11.6%	9.6%	10.0%	11.5%
						偿债能力					
						资产负债率	60.3%	58.3%	61.9%	57.5%	54.4%
						负债权益比	152.2%	139.8%	162.1%	135.0%	119.2%
						流动比率	1.05	1.12	1.09	1.42	1.46
						速动比率	0.98	1.03	1.04	1.35	1.39
						利息保障倍数	3.45	5.56	4.64	4.77	6.15
						营运能力					
						固定资产周转天数	90	99	90	80	74
						流动营业资本周转天数	-30	-27	-40	-28	-28
						流动资产周转天数	129	146	172	193	203
						应收帐款周转天数	13	11	12	12	12
						存货周转天数	8	10	11	9	10
						总资产周转天数	405	440	454	445	441
						投资资本周转天数	176	199	180	166	151
						费用率					
						销售费用率	2.5%	3.7%	3.9%	3.6%	3.7%
						管理费用率	2.9%	3.5%	3.8%	3.9%	3.7%
						财务费用率	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%	1.9%
						三费/营业收入	7.9%	9.3%	9.7%	9.6%	9.2%
						投资回报率					
						ROE	12.3%	13.0%	12.7%	13.0%	14.2%
						ROA	4.0%	5.2%	4.3%	4.9%	5.7%
						ROIC	14.4%	15.0%	12.6%	17.6%	16.7%
						分红指标					
						DPS(元)	0.48	0.54	0.56	0.62	0.74
						分红比率	34.8%	33.5%	35.0%	34.5%	34.3%
						股息收益率	4.5%	5.1%	5.3%	5.8%	7.0%
						现金流量表					
						净利润	7,861.9	-	7,871.6	8,805.4	10,565.0
						加:折旧和摊销	4,663.6	-	7,602.1	7,642.1	7,675.4
						资产减值准备	2,223.4	-	-	-	-
						公允价值变动损失	-60.2	-	-83.2	17.5	16.1
						财务费用	3,351.3	-	3,572.3	3,870.3	3,466.7
						投资损失	-958.9	-	-1,047.0	-1,315.2	-1,433.9
						少数股东损益	595.0	2,139.9	1,967.9	2,201.3	2,641.2
						营运资金的变动	-13,943.7	23,011.2	15,113.4	-23,889.7	24,013.7
						经营活动产生现金流量	16,063.1	22,432.4	34,997.0	-2,668.2	46,944.2
						投资活动产生现金流量	-27,477.5	-6,401.2	-2,926.5	398.6	842.8
						融资活动产生现金流量	15,364.6	-9,851.1	-4,489.5	6,454.8	-41,775.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.38	1.61	1.60	1.79	2.15
						BVPS(元)	11.18	12.42	12.65	13.76	15.11
						PE(X)	7.7	6.6	6.6	5.9	4.9
						PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
						P/FCF	-7.9	33.9	1.6	8.7	7.7
						P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	4.7	4.6	2.8	3.0	1.4
						CAGR(%)	11.9%	7.4%	62.5%	11.9%	7.4%
						PEG	0.6	0.9	0.1	0.5	0.7
						ROIC/WACC	2.1	2.2	1.9	2.6	2.5

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