

证券研究报告

公司研究——季报点评

兖州煤业 (600188.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.04.01

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) 年报点评: 生产逐步正常, 增量效益可期》2019.04.29

《兖州煤业 (600188.SH) 子公司业绩突出超出市场预期》2019.02.26

《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

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

业绩超预期增长, 负债持续降低

2019年04月29日

事件: 4月26日公司发布2019年一季报, 报告期内公司实现营业收入482.44亿元, 同比增49.21%; 利润总额39.15亿元, 同比增8.33%; 归母净利润23.08亿元, 同比增3.63%; 扣非后归母净利润为22.30亿元, 同比增2.93%; 经营活动产生的现金流净额为44.24亿元, 同比增35.30%; 基本每股收益0.47元。

点评:

- **一季度石拉乌素煤矿生产受限, 未来陕蒙基地生产边际改善驱动公司成长。** 公司2019年一季度权益商品煤产量2319.2万吨, 同比降110.1万吨(-4.53%), 环比降93.1万吨(-3.86%)。公司商品煤产量的下降一方面是由于菏泽能化所属赵楼煤矿按新的核定产能组织生产使得产量同比下降24.9万吨(-29.16%), 环比降4.2万吨(-6.49)至60.5万吨, 另一方面由于昊盛煤业受安全环保政策影响, 所属的石拉乌素煤矿煤炭生产受到限制使得产量同比下降119.9万吨(-73.11%), 环比降31.3万吨(41.51%)至44.1万吨。此外2019年一季度山东本部商品煤产量791.9万吨, 同比增18.1万吨(2.34%); 兖煤澳洲商品煤产量881.8万吨, 同比增48.9万吨(5.87%)。自4月中旬以来, 石拉乌素煤矿生产情况已明显好转, 随着石拉乌素煤矿生产步入正轨以及转龙湾煤矿核增后产能的释放, 陕蒙基地将贡献公司未来2-3年主要的产量增量。
- **精煤战略实施效果明显, 一季度公司煤价同环比均有所上涨。** 2019年以来公司重点抓精煤产量, 一季度公司综合煤炭售价596元/吨, 同比增45.94元/吨(8.36%), 环比增64.36元/吨(12.11%)。其中山东本部吨煤售价625元/吨, 同比增29.65元/吨(4.98%), 环比降9元/吨(-1.42%); 兖煤澳洲吨煤售价647元/吨, 同比增46.66元/吨(7.77%), 环比增26.24元/吨(4.22%); 陕蒙基地吨煤售价276.93元/吨, 同比降14.43元/吨(-4.95%), 环比增6.47元/吨(2.39%)。随着精煤战略的延续, 公司煤价有望保持相对坚挺。
- **山东本部成本控制效果良好, 陕蒙基地盈利能力有所恢复, 公司吨煤盈利能力增强。** 2019年公司吨煤毛利259.64元/吨, 同比增12.8元/吨(5.19%), 环比增32.30元/吨(10.55%)。吨煤毛利率43.59%, 同比降1.31个pct, 环比降0.80个pct。其中山东本部吨煤毛利367.20元/吨, 同比增28.95元/吨(8.56%), 环比增3.89元/吨(1.07%); 毛利率58.78%, 同比增1.94个pct, 环比增1.45个pct。兖煤澳洲吨煤毛利360.05元/吨, 同比增45.39元/吨(14.43%), 环比降15.36元/吨(-4.09%), 毛利率55.62%, 同比增3.24个pct, 环比降4.82个pct。陕蒙基地吨煤毛利91.05元/吨, 同比降75.66元/吨(-45.39%); 环比增27.92元/吨(9.54%), 毛利率32.88%, 同比降24.34个pct, 环比增9.54个pct。
- **公司甲醇业务一季度盈利能力有所下降。** 2019年一季度公司甲醇产量同比增长0.5万吨(1.11%)至45.7万吨, 销量同比增长1.6万吨(3.60%)至46.1万吨。一季度甲醇综合售价1691.05元/吨, 同比降388.22元/吨(18.67%), 单位生

产成本 1204.42 元/吨，同比降 31.28 元/吨 (2.53%)；单位毛利 486.63 元/吨，同比降 356.85 元/吨 (42.31%)。甲醇业务一季度实现收入 7.80 亿元，同比降 1.46 亿元 (15.75%)；实现毛利 2.24 亿元，同比降 1.51 亿元 (40.24%)；毛利率 28.78%，同比降 11.79 个 pct，盈利能力有所下滑。公司在陕蒙地区两个合计产能 160 万吨/年的甲醇二期项目预计 2019 年下半年投产，在产能扩张产生的规模效应下，公司煤化工板块的盈利水平有望进一步提升。

- **公司一季度偿还 78.85 亿元有息债务，负债率持续下降。**截至 2019 年一季度末公司负债总额较 2018 年底的 1187.26 亿元降低 94.21 亿元至 1093.05 亿元，负债率由 58.29% 降至 55.47%；其中有息债务由 2018 年底的 706.42 亿元降低 78.85 亿元至 627.57 亿元，有息负债率由 34.68% 降至 31.85%。公司债务负担的降低，一方面利好公司盈利，另一方面增强公司抵抗周期波动的能力。
- **盈利预测及评级：**我们预计 19、20、21 年 EPS 分别为 1.75 元、1.85 元、1.88 元。同时考虑到陕蒙基地生产边际改善、管理层激励效果的兑现预期以及甲醇二期工程即将投产，我们维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**煤价中枢继续上扬，制约陕蒙基地正常生产的因素缓解，转龙湾煤矿产量如期释放，甲醇二期工程投产。
- **风险因素：**煤价短期波动风险、安全生产风险、在建项目达产不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	151,227.78	163,008.47	166,588.90	169,342.79	171,192.26
增长率 YoY %	48.29%	7.79%	2.20%	1.65%	1.09%
归属母公司净利润(百万元)	6,770.62	7,908.90	8,615.72	9,066.48	9,210.61
增长率 YoY%	172.03%	16.81%	8.94%	5.23%	1.59%
毛利率%	16.62%	19.49%	19.17%	19.37%	19.22%
净资产收益率 ROE%	13.97%	13.64%	13.48%	12.71%	11.47%
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.61	1.75	1.85	1.88
市盈率 P/E(倍)	8	7	6	6	6
市净率 P/B(倍)	1.00	0.90	0.82	0.72	0.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	66,138.87	65,863.10	68,379.30	72,693.20	74,390.37
货币资金	28,568.25	32,722.74	34,820.94	38,859.86	40,342.56
应收票据	9,146.32	4,428.71	4,525.98	4,600.80	4,651.05
应收账款	3,845.14	4,728.55	4,832.41	4,912.30	4,965.95
预付账款	2,928.21	3,216.90	3,300.51	3,346.89	3,389.52
存货	4,031.90	5,126.62	5,259.88	5,333.79	5,401.72
其他	17,619.05	15,639.57	15,639.57	15,639.57	15,639.57
非流动资产	128,748.42	137,816.80	144,535.82	152,519.05	163,243.07
长期股权投资	9,002.45	16,683.93	16,683.93	16,683.93	16,683.93
固定资产(合计)	45,364.64	44,293.19	53,792.83	68,069.59	78,151.81
无形资产	47,476.92	45,177.72	43,919.32	42,575.48	41,274.36
其他	26,904.41	31,661.96	30,139.73	25,190.05	27,132.96
资产总计	194,887.29	203,679.90	212,915.12	225,212.25	237,633.44
流动负债	63,167.50	59,057.93	59,437.04	59,653.67	59,847.16
短期借款	10,339.53	8,184.54	8,184.54	8,184.54	8,184.54
应付票据	2,535.58	2,940.86	3,017.30	3,059.70	3,098.67
应付账款	7,130.87	10,503.10	10,776.10	10,927.52	11,066.71
其他	43,161.52	37,429.44	37,459.11	37,481.92	37,497.24
非流动负债	54,438.42	59,668.48	59,668.48	59,668.48	59,668.48
长期借款	31,542.62	33,555.87	33,555.87	33,555.87	33,555.87
其他	22,895.80	26,112.61	26,112.61	26,112.61	26,112.61
负债合计	117,605.93	118,726.41	119,105.51	119,322.15	119,515.63
少数股东权益	22,342.19	23,961.72	26,954.26	30,103.35	33,302.51
归属母公司股东权益	54,939.17	60,991.77	66,855.34	75,786.75	84,815.29
负债和股东权益	194,887.29	203,679.90	212,915.12	225,212.25	237,633.44

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,227.78	163,008.47	166,588.90	169,342.79	171,192.26
同比(%)	48.29%	7.79%	2.20%	1.65%	1.09%
归属母公司净利润	6,770.62	7,908.90	8,615.72	9,066.48	9,210.61
同比(%)	172.03%	16.81%	8.94%	5.23%	1.59%
毛利率(%)	16.62%	19.49%	19.17%	19.37%	19.22%
ROE%	13.97%	13.64%	13.48%	12.71%	11.47%
EPS(摊薄)(元)	1.38	1.61	1.75	1.85	1.88
P/E	8	7	6	6	6
P/B	1.00	0.90	0.82	0.72	0.65
EV/EBITDA	6.19	4.81	4.89	4.47	4.23

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,227.78	163,008.47	166,588.90	169,342.79	171,192.26
营业成本	126,087.98	131,238.95	134,650.16	136,542.22	138,281.44
营业税金及附加	3,056.53	2,418.99	2,472.12	2,512.99	2,540.44
销售费用	3,848.29	6,000.09	6,131.88	6,233.25	6,301.33
管理费用	4,389.35	5,766.54	5,893.20	5,990.63	6,056.05
研发费用	0.00	157.56	161.02	163.68	165.47
财务费用	3,665.65	3,392.80	1,396.42	1,432.72	1,258.35
减值损失合计	2,223.37	589.56	1,909.64	1,798.04	1,466.42
投资净收益	958.95	1,939.58	1,220.21	1,372.91	1,510.90
其他	96.26	-16.24	25.92	34.06	15.21
营业利润	9,011.82	15,367.32	15,220.56	16,076.23	16,648.88
营业外收支	1,308.64	-324.14	600.42	552.22	454.67
利润总额	10,320.46	15,043.18	15,820.98	16,628.45	17,103.55
所得税	2,458.60	4,387.25	4,212.72	4,412.88	4,693.78
净利润	7,861.86	10,655.94	11,608.26	12,215.57	12,409.77
少数股东损益	1,091.25	2,747.03	2,992.53	3,149.10	3,199.16
归属母公司净利润	6,770.62	7,908.90	8,615.72	9,066.48	9,210.61
EBITDA	18,335.40	24,604.66	24,198.23	26,490.49	27,983.17
EPS(当年)(元)	1.38	1.61	1.75	1.85	1.88

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16,063.07	22,432.40	18,144.79	20,069.94	21,222.98
净利润	7,861.86	10,655.94	11,608.26	12,215.57	12,409.77
折旧摊销	4,663.60	6,358.52	6,309.60	7,764.95	8,797.26
财务费用	3,351.34	3,202.95	2,067.64	2,097.09	2,082.37
投资损失	-958.95	-1,939.58	-1,220.21	-1,372.91	-1,510.90
营运资金变动	-1,035.59	419.63	-1,948.54	-1,856.40	-1,487.40
其它	2,180.81	3,734.94	1,328.03	1,221.65	931.88
投资活动现金流	-27,477.48	-6,401.20	-11,326.45	-13,933.94	-17,657.91
资本支出	-10,115.56	-7,116.66	-12,546.66	-15,306.86	-19,168.81
长期投资	-15,571.08	4,690.30	1,220.21	1,372.91	1,510.90
其他	-1,790.84	-3,974.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	15,364.63	-9,851.07	-4,720.13	-2,097.09	-2,082.37
吸收投资	34,279.73	6,429.03	0.00	0.00	0.00
借款	-12,719.25	-6,938.11	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	5,119.74	7,935.41	4,720.13	2,097.09	2,082.37
现金流净增加额	3,701.73	6,299.69	2,098.20	4,038.91	1,482.70

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。	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。