

**兖州煤业 (600188.SH) / 兖州煤业股份 (01171.HK)**
**石拉乌素煤矿取得核准, 产量有望逐步回升**

注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币

**● 子公司昊盛煤业石拉乌素煤矿取得核准**

据公司 5 月 9 日公告, 公司所属昊盛煤业石拉乌素煤矿于近日取得自然资源部采矿权许可证核准, 石拉乌素煤矿产能 1000 万吨 (据自然资源部网站), 我们认为石拉乌素煤矿取得核准, 公司煤矿生产稳定性将提升, 推动盈利提升。

**● 石拉乌素 19Q1 产量 44 万吨, 同比减 120 万吨**

根据公司一季报, 2019 年一季度石拉乌素煤矿产量 44 万吨, 同比减产 120 万吨, 吨煤成本 296 元/吨, 同比增 118%。2018 年产量 329 万吨, 同比减 281 万吨, 吨煤成本 332 元/吨, 同比增 130%。石拉乌素煤矿 2018 年 Q1、Q2、Q3、Q4 煤炭产量分别为 164 万吨、23 万吨、66 万吨、75 万吨, 自 18Q2 开始产量大幅下滑, 是导致公司整体 18 年吨煤成本提升的主要原因之一 (18 年吨煤成本 303 元/吨, 同比增 14%)。而长期看, 石拉乌素设计产能 1000 万吨, 17、18 年产量大幅低于设计产能 (仅为 610、329 万吨), 随着其取得核准, 生产恢复正常, 原煤产量有望提升。

**● 煤矿逐步满产+在建矿投产, 贡献产量增量**

公司煤矿增产潜力较大: (1) 此前公司山东本部受矿难及安全认证影响煤矿有望恢复正常; (2) 根据年报, 山东地区在建煤矿有万福煤矿 (产能 500 万吨); (3) 2019 年初公司转龙湾煤矿产能由 500 万吨核增到 1000 万吨 (根据公司 1 月 2 日公告), 另外公司在内蒙地区大矿还包括营盘壕煤矿 (1200 万吨)、石拉乌素煤矿 (1000 万吨), 三矿在产产能合计达 3200 万吨, 而 2018 年三矿实际原煤产量约 1816 万吨, 未来公司产量仍有增长空间。

**● 盈利预测与投资评级**

按照中国企业会计准则, 预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.75、1.86 和 1.99 人民币元, 对应 A 股 2019-2021 年动态 PE 分别为 5.97 倍、5.62 倍和 5.27 倍。公司产能和产量规模位于行业前列, 经营在逐步改善, 未来增产潜力较大。而根据公司公告, 鄂尔多斯和榆林能化两个煤化工二期项目建设正在加快推进, 确保 2019 年四季度投入运营, 煤化工也有望贡献业绩增量。2018 年以来公司 PE 在 5.6-14 倍之间, 目前估值处于较低水平, 给予公司 19 年 PE 8 倍, 合理价值 14 元人民币/股, 参考 A/H 股溢价因素, 给予 H 股合理价值 10.77 港币/股, 维持公司 A、H 股“买入”评级。

**风险提示:** 煤价超预期下跌, 煤矿发生安全事故, 公司成本费用过快上涨。

**盈利预测 (货币单位为人民币):**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	151,228	163,008	163,901	165,905	167,399
增长率 (%)	47.9	7.8	0.5	1.2	0.9
EBITDA (百万元)	18,509	23,785	24,034	25,646	26,696
净利润 (百万元)	6,771	7,909	8,619	9,157	9,767
增长率 (%)	161.8	16.8	9.0	6.2	6.7
EPS (元/股)	1.38	1.61	1.75	1.86	1.99
市盈率 (P/E)	10.53	5.45	5.97	5.62	5.27
市净率 (P/B)	1.30	0.71	0.83	0.75	0.68
EV/EBITDA	5.48	3.10	3.30	2.73	2.24

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

**公司评级**

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	10.47 元/7.78 港元
合理价值	14.0 元/10.77 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-05-10

**相对市场表现**

**分析师:**

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

**分析师:**

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

**相关研究:**

兖州煤业 (600188.SH) / 兖州 2019-04-30

煤业股份 (01171.HK): 1 季度业绩平稳增长, 石拉乌素矿生产已有好转

兖州煤业 (600188.SH) / 兖州 2019-04-02

煤业股份 (01171.HK): 2018 年盈利能力稳中有升, 后期煤矿增产潜力较大

兖州煤业 (600188.SH): 产能 2019-01-03

核增 500 万吨, 盈利逐步改善

联系人: 徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>66,139</b>	<b>65,863</b>	<b>67,645</b>	<b>76,617</b>	<b>83,236</b>
货币资金	28,568	32,723	35,000	44,000	50,922
应收及预付	15,920	12,374	11,210	10,606	9,812
存货	4,032	5,127	4,403	4,059	3,681
其他流动资产	17,619	15,640	17,031	17,951	18,821
<b>非流动资产</b>	<b>128,748</b>	<b>137,817</b>	<b>138,818</b>	<b>138,980</b>	<b>138,319</b>
长期股权投资	9,002	16,684	16,684	16,684	16,684
固定资产	45,365	44,293	41,412	38,380	35,077
在建工程	6,645	13,104	15,972	18,339	20,204
无形资产	47,477	45,178	46,305	47,240	48,120
其他长期资产	20,259	18,558	18,445	18,337	18,234
<b>资产总计</b>	<b>194,887</b>	<b>203,680</b>	<b>206,463</b>	<b>215,597</b>	<b>221,555</b>
<b>流动负债</b>	<b>63,168</b>	<b>59,058</b>	<b>57,153</b>	<b>56,448</b>	<b>51,949</b>
短期借款	10,340	8,185	5,569	4,315	0
应付及预收	12,236	13,444	14,678	14,762	14,726
其他流动负债	40,592	37,429	36,907	37,371	37,223
<b>非流动负债</b>	<b>54,438</b>	<b>59,668</b>	<b>61,668</b>	<b>62,668</b>	<b>63,668</b>
长期借款	31,543	33,556	35,556	36,556	37,556
应付债券	10,446	14,499	14,499	14,499	14,499
其他非流动负债	12,450	11,614	11,614	11,614	11,614
<b>负债合计</b>	<b>117,606</b>	<b>118,726</b>	<b>118,822</b>	<b>119,116</b>	<b>115,617</b>
股本	4,912	4,912	4,912	4,912	4,912
资本公积	1,247	1,124	1,124	1,124	1,124
留存收益	43,649	49,366	54,985	61,042	67,609
归属母公司股东权益	54,939	60,992	61,924	68,697	76,023
少数股东权益	22,342	23,962	25,718	27,783	29,915
<b>负债和股东权益</b>	<b>194,887</b>	<b>203,680</b>	<b>206,463</b>	<b>215,597</b>	<b>221,555</b>

**利润表**

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>151,228</b>	<b>163,008</b>	<b>163,901</b>	<b>165,905</b>	<b>167,399</b>
营业成本	126,088	131,239	133,934	134,701	134,373
营业税金及附加	3,057	2,419	2,426	2,455	2,478
销售费用	3,848	6,000	6,294	6,371	6,428
管理费用	4,306	5,767	4,917	4,977	6,194
研发费用	83.12	157.56	158.42	160.36	161.81
财务费用	3665.65	3392.80	2982.44	2886.11	2693.36
资产减值损失	2223.37	297.01	122.50	124.50	126.50
公允价值变动收益	60.21	-373.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	958.95	1939.58	2133.54	2346.90	2581.58
<b>营业利润</b>	<b>9011.82</b>	<b>15367.3</b>	<b>15200.2</b>	<b>16576.4</b>	<b>17526.5</b>
营业外收支	1308.64	-324.14	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>10,320</b>	<b>15,043</b>	<b>15,200</b>	<b>16,576</b>	<b>17,527</b>
所得税	2,459	4,387	4,162	4,638	4,869
<b>净利润</b>	<b>7,366</b>	<b>10,049</b>	<b>10,376</b>	<b>11,222</b>	<b>11,898</b>
少数股东损益	595	2,140	1,756	2,066	2,131
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,771</b>	<b>7,909</b>	<b>8,619</b>	<b>9,157</b>	<b>9,767</b>
EBITDA	18509.2	23784.8	24033.9	25646.4	26696.4
EPS (元)	1.38	1.61	1.75	1.86	1.99

**现金流量表**

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,063</b>	<b>22,432</b>	<b>20,786</b>	<b>21,377</b>	<b>21,858</b>
净利润	7,862	10,656	12,794	14,004	14,789
折旧摊销	4,664	6,359	7,862	8,406	8,932
营运资金变动	-700	1,992	1,207	576	118
其它	4,238	3,426	-1,077	-1,609	-1,981
<b>投资活动现金流</b>	<b>-27,477</b>	<b>-6,401</b>	<b>-6,853</b>	<b>-6,345</b>	<b>-5,816</b>
资本支出	-10,116	-7,117	-9,100	-8,800	-8,500
投资变动	-17,973	-2,923	0	0	0
其他	611	3,638	2,247	2,455	2,684
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15,365</b>	<b>-9,851</b>	<b>-6,306</b>	<b>-6,032</b>	<b>-9,121</b>
银行借款	-12,719	-6,938	-616	-254	-3,315
股权融资	34,280	6,429	0	0	0
其他	-6,196	-9,342	-5,690	-5,779	-5,805
<b>现金净增加额</b>	<b>3,950</b>	<b>6,180</b>	<b>7,627</b>	<b>9,000</b>	<b>6,922</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>17,372</b>	<b>21,073</b>	<b>27,373</b>	<b>35,000</b>	<b>44,000</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>21,073</b>	<b>27,373</b>	<b>35,000</b>	<b>44,000</b>	<b>50,922</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	47.9	7.8	0.5	1.2	0.9
营业利润增长	284.7	70.5	-1.1	9.1	5.7
归母净利润增长	161.8	16.8	9.0	6.2	6.7
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.6	16.6	19.5	18.3	18.8
净利率	5.2	6.5	6.7	7.1	7.4
ROE	12.3	13.0	13.9	13.2	12.8
ROIC	10.0	10.7	10.3	11.0	11.7
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	60.3	58.3	59.1	58.5	57.0
净负债比率	30.1	31.1	33.0	34.0	34.0
流动比率	1.05	1.12	1.16	1.28	1.41
速动比率	0.94	0.97	1.05	1.19	1.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.82	0.79	0.75	0.71
应收账款周转率	13.31	14.72	19.21	20.28	21.47
存货周转率	37.72	28.66	30.42	33.18	36.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.38	1.61	1.75	1.85	1.98
每股经营现金流	3.27	4.57	4.27	4.45	4.64
每股净资产	11.18	12.42	12.61	13.97	15.45
<b>估值比率</b>					
P/E	10.53	5.45	5.97	5.66	5.29
P/B	1.30	0.71	0.83	0.75	0.68
EV/EBITDA	5.48	3.10	3.27	2.69	2.18

## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。