

## 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，2018.03.25

**郭荆璞** 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

**左前明** 研究助理

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

《20180325 兖州煤业（600188）：内生性增长强劲+高分红潜力的煤炭核心资产》2018.03.25

《20171227 兖州煤业（600188）：长协煤量占比较小，业绩更具弹性》2017.12.27

《20171207 兖州煤业（600188）：甲醇价格创三年新高，公司甲醇板块受益显著》2017.12.07

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

## 境内外产量如期大幅释放，巩固行业龙头地位

2018 年 04 月 30 日

**事件：**4 月 27 日晚公司发布 2018 年一季报，报告期内公司商品煤产量同比增长 34.74%至 2429.3 万吨，商品煤销量同比增长 33.56%至 2740.5 万吨。实现营业收入 323.34 亿元，同比下降 18.79%；其中主营煤炭业务收入 150.65 亿元，同比增加 43.83%。利润总额 36.14 亿元，同比增加 43.99%；归母净利润 22.28 亿元，同比增长 25.49%；扣除非经常性损益后的净利润为 21.66 亿元，同比增加 33.95%；经营活动产生的现金流净额为 32.7 亿元，同比增 208.37%；基本每股收益 0.45 元，同比增加 25.49%。

#### 点评：

- **一季度煤炭产量如预期大幅提高，经营结构和数据继续改善，18 年板块业绩高速增长可期。**2018 年一季度公司商品煤产量同比增长 34.74%至 2429.3 万吨，商品煤销量同比增长 33.56%至 2740.5 万吨。一季度公司平均煤炭销售价格 549.73 元/吨，同比增加 7.69%；受益于商品煤销量和售价的提高，一季度煤炭板块实现销售收入 150.65 亿元，同比增加 43.83%；板块毛利率 44.90%，同比增加 24.15 个百分点；毛利占比 90.2%，同比提高 0.13 个百分点，板块盈利能力以及对公司利润贡献率持续提升。单季度 ROE 4.01%，同比提升 0.06 个 pct，环比提升 0.18 个 pct。18 年煤炭供需缺口将继续扩大，价格中枢持续上扬。同时全年公司煤炭产量增速确定较高，2018 年公司业绩高速增长可期。
- **公司成本费用有所提升，整体在合理范围内。**2018 年一季度销售成本 83.01 亿元，同比增加 39.54%，自产煤吨煤销售成本 242.28 元/吨，同比增加 10.33%。吨煤成本的增加主要是来自人员工资的提升以及加大对安全、环保的投入，利于公司长久有序的发展。一季度公司费用总额 35.08 亿，同比增 51.21%，环比增 4.00%；占营业收入 10.85%，同比增加 5.01 个 pct，环比增加 0.31 个 pct。公司费用的增加主要来自销售费用，一季度公司销售费用 14.86 亿元，同比增加 108.42%，环比增加 7.60%。主要是因为随着兖煤澳洲煤炭业务营收规模的扩大，按销售收入比例支付的资源特许权使用费（ROYALTY）同比增加 6.93 亿元。澳大利亚资源特许权使用费的征收标准视地区、开采方式和煤炭价格而定，如新南威尔士州露天矿按销售收入的 8.2%征收，开采深度小于 400 米的井工矿按销售收入的 7.2%征收，大于 400 米的井工矿按销售收入的 6.2%征收。昆士兰州在煤炭销售价格 100 澳元/吨以下时按 7%征收，100-150 澳元/吨时超出 100 澳元/吨部分按 12%征收。2018 年兖州澳洲并表产量同比明显增长，澳洲煤炭价格持续高位的背景下，1-3 季度兖煤澳洲煤炭业务营收规模和销售费用同比将明显增加，带动公司费用有所提升，环比较为稳定。
- **兖煤澳洲实现爆发式增长，陕蒙基地有序释放。**2017 年兖煤澳洲以 5 倍左右 PE 收购全球顶级煤炭资产联合煤炭，9 月份完成交易。同时，17 年 11 月莫拉本二期低成本井工矿产能 800 万吨已正式投产。于 18~19 年逐步释放产量。并购成

功后，兖煤在澳权益产量将由 16 年的 2000 万吨左右明显提升到 18 年的 3700 万吨左右。兖煤澳洲一季度贡献权益商品产量 832.9 万吨，同比大幅增长 155.73%，增量 507.2 万吨，占公司一季度产量增量的 80.98%。兖煤澳洲一季度煤炭平均售价 600.64 元/吨，同比提高 12.61%；销售收入 46.93 亿元，同比增加 174.27%；销售成本 22.34 亿元，同比增加 168.5%；毛利 24.58 亿元，毛利率 52.39%，同比分别增加 179.73%和 1.03 个 pct，兖煤澳洲煤炭业务营收显著增长。陕蒙基地（鄂尔多斯能化和昊盛煤业）一季度煤炭产量同比增加 38.72%至 553.8 万吨，增量 154.6 万吨，占公司一季度产量增量的 24.68%；吨煤售价 291.36 元/吨，同比上涨 18.73%。一季度陕蒙基地煤炭业务收入 14.99 亿元，同比增加 71.58%；销售成本 6.42 亿元，同比增加 74.9%；毛利 8.58 亿元，同比增 69.19%；毛利率 57.22%，同比分别略降 0.81 个 pct，陕蒙基地效益有序释放。

- **甲醇价格持续高位，煤化工板块成为新赢利点。** 2018 年一季度公司甲醇产量同比增长 7.36%至 45.2 万吨，销量同比增长 12.09%至 44.5 万吨。受益于一季度甲醇价格高位，公司甲醇业务实现营业收入 9.25 亿元，同比增加 20.18%，营业成本 54.55 亿元，同比增加 8.80%，实现毛利 3.75 亿元、毛利率 40.57%，同比分别增加 41.94%和 6.22 个百分点，盈利能力进一步提升。16 年以来甲醇价格处于上升趋势中，预计今年煤化工板块业绩将进一步改善，是公司又一新赢利点。
- **公司经营效率继续提升，现金流获取能力进一步增强，资产负债表进一步改善。** 一季度公司经营性净现金流 32.7 亿元，同比增加 208.37%，环比提升公司改变销售策略，提高长协煤量、发展战略客户、实行现汇优惠政策，在稳定销售的同时，进一步提升现金获取能力。按照 4 月 27 日收盘价，结合一季度数据年化的 EV/ebitda 仅 4.96 倍，较 2017 年的 5.15 倍进一步降低。此外 2018 年一季度期末公司资产负债率为 58.01%，此外较期初降低 2.34 个 pct，资产负债率在去年基础上进一步下降。
- **盈利预测及评级：** 我们预计 18、19、20 年 EPS 分别为 1.91 元、2.26 元、2.65 元，基于现价 18 年 PE 7.6 倍，19 年约 6.4 倍，20 年约 5.4 倍，目标价维持 25 元，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：** 煤价中枢继续上扬，联合煤炭盈利能力继续释放，公司陕蒙基地产销量进一步提升。
- **风险因素：** 煤价短期波动风险、安全生产风险。

### 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	178,346.13	178,048.33	181,758.61
增长率 YoY%	47.78%	48.29%	17.93%	-0.17%	2.08%
归属母公司净利润(百万元)	2,064.59	6,770.62	9,385.74	11,085.47	13,019.99
增长率 YoY%	140.20%	227.94%	38.62%	18.11%	17.45%
毛利率%	12.78%	16.62%	17.19%	16.79%	17.92%
净资产收益率 ROE%	5.05%	13.97%	16.37%	17.32%	17.69%
每股收益 EPS(元)	0.42	1.38	1.91	2.26	2.65
市盈率 P/E(倍)	34.3	10.5	7.6	6.4	5.4
市净率 P/B(倍)	1.69	1.29	1.19	1.04	0.90

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测注: 股价为 2018 年 04 月 27 日收盘价

### 可比公司盈利及估值对比 (4 月 27 日收盘价)

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601001	大同煤业	5.34	89.38	16.9	12.8	11.97	9.89	0.36	0.42	0.45	0.54
000983	西山煤电	7.77	244.85	20.36	12.1	11.42	11.33	0.5	0.64	0.68	0.69
000937	冀中能源	4.74	167.49	19.32	14.3	13.44	13.43	0.3	0.33	0.35	0.35
600997	开滦股份	5.27	83.68	18.94	12.94	11.75	10.62	0.33	0.41	0.45	0.5
601225	陕西煤业	8.00	800.00	7.81	7.17	6.79	6.48	1.04	1.12	1.18	1.23
601898	中煤能源	4.99	564.84	31.41	18.79	16.59	15	0.18	0.27	0.3	0.33
	平均值			19.12	13.02	11.99	11.13	-	-	-	-
600188	兖州煤业	14.43	600.28	10.5	7.6	6.4	5.4	1.38	1.91	2.26	2.65

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 兖州煤业为信达预测, 其余为 Wind 一致预期

**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	66,134.36	69,582.12	74,075.28
货币资金	20,012.57	28,568.25	26,445.84	30,569.25	34,796.02
应收票据	6,886.00	9,146.32	10,676.20	11,149.64	11,085.10
应收账款	2,849.86	3,845.14	5,255.12	4,916.31	4,998.62
预付账款	2,080.19	2,928.21	4,549.62	3,823.17	3,969.92
存货	2,653.75	4,031.90	4,712.04	4,628.20	4,730.08
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	134,407.30	140,792.10	146,944.05
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	53,613.25	59,378.19	64,780.75
其他	41,637.24	26,904.41	24,302.24	21,779.13	21,914.65
<b>资产总计</b>	145,622.40	194,887.29	200,541.66	210,374.22	221,019.33
<b>流动负债</b>	51,547.76	63,167.50	64,384.58	65,361.45	65,176.86
短期借款	5,662.22	10,339.53	10,339.53	10,339.53	10,339.53
应付账款	4,677.97	7,130.87	8,336.00	8,177.66	8,363.81
其他	41,207.57	45,697.10	45,709.05	46,844.26	46,473.53
<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	118,301.13	119,278.00	119,093.41
少数股东权益	9,027.99	22,342.19	22,533.74	22,759.97	23,025.69
归属母公司股东权益	42,023.06	54,939.17	59,706.79	68,336.25	78,900.23
<b>负债和股东权益</b>	145,622.40	194,887.29	200,541.66	210,374.22	221,019.33

**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	178,346.13	178,048.33	181,758.61
同比	47.78%	48.29%	17.93%	-0.17%	2.08%
归属母公司净利润	2,064.59	6,770.62	9,385.74	11,085.47	13,019.99
同比	140.20%	227.94%	38.62%	18.11%	17.45%
毛利率	12.78%	16.62%	17.19%	16.79%	17.92%
ROE	5.05%	13.97%	16.37%	17.32%	17.69%
每股收益(元)	0.42	1.38	1.91	2.26	2.65
P/E	34.3	10.5	7.6	6.4	5.4
P/B	1.69	1.29	1.19	1.04	0.90
EV/EBITDA	13.07	7.06	5.86	5.49	4.86

**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	178,346.13	178,048.33	181,758.61
营业成本	88,944.37	126,087.98	147,686.31	148,152.16	149,179.29
营业税金及附加	1,646.18	3,056.53	3,604.62	3,598.61	3,673.60
营业费用	2,580.38	3,848.29	4,538.37	4,530.79	4,625.21
管理费用	3,628.10	4,389.35	7,133.85	6,207.99	6,337.35
财务费用	2,219.46	3,665.65	2,956.68	3,026.03	2,981.36
资产减值损失	1,375.37	2,223.37	1,034.45	141.48	150.08
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	776.58	832.54	856.02
<b>营业利润</b>	2,319.38	9,011.82	12,168.44	13,223.82	15,667.75
营业外收入	994.44	1,386.45	1,061.45	1,061.45	1,061.45
营业外支出	177.68	77.81	129.11	145.65	122.07
<b>利润总额</b>	3,136.13	10,320.46	13,100.79	14,139.63	16,607.13
所得税	843.48	2,458.60	3,523.51	2,827.93	3,321.43
<b>净利润</b>	2,292.66	7,861.86	9,577.28	11,311.70	13,285.70
少数股东损益	-196.24	594.99	191.55	226.23	265.71
<b>归属母公司净利润</b>	2,064.59	6,770.62	9,385.74	11,085.47	13,019.99
EBITDA	9,315.05	18,335.40	22,090.46	23,602.53	26,626.89
EPS (摊薄)	0.42	1.38	1.91	2.26	2.65

**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	13,887.29	21,641.04	22,019.61
净利润	2,292.66	7,861.86	9,577.28	11,311.70	13,285.70
折旧摊销	3,947.28	4,663.60	5,291.94	5,765.17	6,250.37
财务费用	2,231.64	3,351.34	3,697.73	3,697.73	3,769.39
投资损失	-762.09	-958.95	-776.58	-832.54	-856.02
营运资金变动	-2,813.44	-1,035.59	-4,717.50	1,511.05	-601.06
其它	1,525.63	2,180.81	814.43	187.92	171.23
<b>投资活动现金流</b>	-10,820.72	-27,477.48	-9,954.21	-11,363.88	-11,567.45
资本支出	-7,221.46	-10,115.56	-10,730.79	-12,196.42	-12,423.47
长期投资	1,177.68	-15,571.08	776.58	832.54	856.02
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	-6,127.16	-6,225.40	-6,225.40
吸收投资	8,210.05	34,279.73	0.00	0.00	0.00
借款	-34,070.72	-12,719.25	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	3,648.93	5,119.74	6,127.16	6,225.40	6,225.40
<b>现金净增加额</b>	-8445.84	3701.73	-2122.42	4123.42	4226.76

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**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	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	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。