

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, 2018.05.15

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: zhoutie@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

《20180515 兖州煤业 (600188): 甲醇价格持续提升, 非煤板块盈利能力增强》2018.05.15

《20180430 兖州煤业 (600188): 境内外产量如期大幅释放, 巩固行业龙头地位》2018.04.30

《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

 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

国内调控风声四起, 澳洲基地坐享行业上行红利

2018 年 05 月 28 日

事件: 上证报 5 月 23 日报道, 政府相关管理部门于 5 月 21 日下午召开煤炭工作会议, 出台数项措施, 以尽快平抑煤价上涨。首先要在现有电煤长协合同量的基础上, 新增 2-3 亿吨铁路配置运力的产运需三方长协合同。要求神华、中煤等主要煤企带头把 5500 大卡的月度长协价格降到绿色区间 570 元/吨以内。要求各央企、重点省属电厂不要高价抢购电煤, 在现有基础上降低 5 天左右库存, 以稳定煤炭市场平抑煤价。在进口煤方面, 会议要求在不超去年总量的基础上定向支持发电企业, 通关、质检等方面将给予便利。

点评:

- **国内动力煤长协量、价受到调控, 或将制约煤炭企业业绩弹性。** 在当前传统煤炭消费淡季, 煤价超预期的过快上涨, 使得国家相关管理部门对旺季煤炭供应和价格产生担忧, 近期出台多项举措保障电厂煤炭供应、降低电厂用煤成本。此举解决下游电厂用煤难题的同时, 或将降低煤炭上市公司的业绩弹性。
- **公司“三足鼎立”的区域发展格局已确立。** 随着公司陕蒙基地的营盘壕煤矿、石拉乌素煤矿的达产; 澳洲基地莫拉本煤矿三期工程产能逐步释放, 联合煤炭公司 100% 股权并购完成后全年并表, 2018 年公司“三足鼎立”的区域发展格局已经确立。公司 2018Q1 商品煤产量 2429.3 万吨, 其中山东本部 897.8 万吨, 陕蒙基地 553.8 万吨, 澳洲基地 977.7 万吨, 占比分别为 36.96%、22.80% 和 40.25%。
- **兖煤澳洲煤炭综合售价与纽卡斯尔港口煤价走势一致但价格略低, 价差在联合煤炭并表后明显缩小。** 国际煤价在供需趋紧的背景下中枢不断上扬, 纽卡斯尔港动力煤现货价 2017Q1 至 2018Q1 的均价分别为 562.82 元/吨、547.60 元/吨、626.73 元/吨、647.20 元/吨和 649.46 元/吨, 同比增速分别为 62.77%、54.35%、39.58%、3.76% 和 25.02%, 而且从 2017 年 Q2 开始均价逐季上扬。公司的控股子公司兖煤澳洲 2017Q1 至 2018Q1 的吨煤综合售价分别为 533.36 元/吨、424.14 元/吨、524.22 元/吨、594.93 元/吨、600.64 元/吨, 跟随纽卡斯尔港现货价走势基本一致但价格略低, 2017Q1 至 2018Q1 的价差分别为 5.52%、29.11%、19.56%、8.79%、8.13%, 联合煤炭并表后价差明显缩小。
- **澳洲基地所处的高度市场化环境使得公司业绩更具弹性, 更多享受行业上行的红利。** 国际市场煤炭价格更多由市场供需决定。对于兖州煤业而言, 澳洲基地贡献约 40% 的煤炭产量(参考公司 2018Q1 数据), 售价不受国内调控的影响, 业绩更具弹性。在全球供给释放乏力, 需求周期性好转的背景下, 供需紧平衡将使国际煤价中长期处于上升趋势中, 相比国内同类公司, 兖州煤业能更多的享受行业上行带来的红利。

- **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 7.0 倍，19 年约 5.9 倍，20 年约 5.1 倍，目标价维持 25 元，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素:** 煤炭、甲醇价格中枢继续上扬，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)	31.9	9.7	7.0	5.9	5.1
市净率 P/B(倍)	1.57	1.20	1.10	0.96	0.83

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测注: 股价为 2018 年 05 月 25 日收盘价

可比公司盈利及估值对比 (5 月 25 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	5.33	89.21	16.90	14.2	12.6	11.8	0.36	0.38	0.42	0.45
600395	盘江股份	6.25	103.44	12.96	10.7	10.0	9.7	0.53	0.58	0.62	0.64
000983	西山煤电	7.77	244.85	20.36	12.1	11.4	11.3	0.5	0.64	0.68	0.69
000937	冀中能源	4.76	168.20	19.32	14.7	13.9	13.3	0.3	0.32	0.34	0.36
600997	开滦股份	5.54	87.96	18.94	11.4	10.8	10.7	0.33	0.48	0.51	0.52
601225	陕西煤业	8.06	806.00	7.81	7.2	6.8	6.4	1.04	1.11	1.17	1.23
601898	中煤能源	5.03	575.65	31.41	18.2	16.8	15.7	0.18	0.28	0.30	0.32
600188	兖州煤业	13.40	570.76	9.7	7.0	5.9	5.1	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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	145,622.40	194,887.29	200,541.66	210,374.22	221,019.33
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	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	31.9	9.7	7.0	5.9	5.1
P/B	1.57	1.20	1.10	0.96	0.83
EV/EBITDA	12.52	6.79	5.63	5.27	4.67

利润表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	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
净利润	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
归属母公司净利润	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

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-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）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看高：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	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。