

证券研究报告

公司研究——中报点评

兖州煤业（600188.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.05.28

郭荆璞 能源行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

左前明 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）：国内调控风声四起，澳洲基地坐享行业上行红利》2018.05.28

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

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

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

量价齐升，中报亮眼

2018年08月27日

事件：8月25日公司发布2018年半年报，报告期内公司实现营业收入763.08亿元，同比降5.52%；其中主营煤炭业务收入309.44亿元，同比增50.04%。利润总额80.69亿元，同比增69.19%；归母净利润43.41亿元，同比增34.09%；扣非后归母净利润为45.34亿元，同比增53.41%；经营活动产生的现金流净额为95.63亿元，同比增359.5%；基本每股收益0.88元，同比增0.23元。

第二季度公司实现营业收入439.74亿元，同比增7.37%，环比增36%。利润总额44.45亿元，同比增104.55%，环比增22.99%；归母净利润21.14亿元，同比增44.53%，环比降5.12%；扣非后归母净利润为23.68亿元，同比增75.61%，环比增9.33%；经营活动产生的现金流净额为62.93亿元，同比增296.04%，环比增92.45%；基本每股收益0.43元，同比增0.14元，环比降0.02元。

点评：

- **并购联合煤炭后兖煤澳洲业绩反转，实现超预期大幅增长。**2017年9月兖州煤业控股子公司兖煤澳洲收购联合煤炭完成交割，同年11月莫拉本二期低成本井工矿产能800万吨正式投产，于18-19年逐步释放产量。兖煤澳洲权益产量由16年的2000万吨左右明显提升至18年的3700万吨左右。上半年公司并表兖煤澳洲权益商品煤产量1698.4万吨，同比大增160.85%（1047.3万吨），占公司上半年产量增量的75.98%。兖煤澳洲上半年商品煤综合售价613.29元/吨，同比增27.69%（133.01元/吨），增幅显著领先国内。吨煤毛利335.32元/吨，同比增42.14%（99.42元/吨）。兖煤澳洲上半年煤炭业务毛利率54.68%，同比增5.54个pct，毛利率仅次于山东本部，增幅领先国内。上半年兖煤澳洲（100%权益）实现税前利润5.39亿澳元、税后利润3.61亿澳元，去年同期亏损，业绩超预期大幅增长。
- **陕蒙基地产量、效益如期稳步释放，仍有提升空间。**陕蒙基地（鄂尔多斯能化和昊盛煤业）上半年煤炭产量同比增加51.96%（333.4万吨）至975万吨，占公司上半年产量增量的24.19%，其中昊盛煤业的石拉乌素煤矿受环保安全政策影响，产量同比下降23.8万吨（11.28%）。上半年陕蒙基地吨煤综合售价269.31元/吨，同比增8.65%（21.45元/吨）；吨煤毛利110.57元/吨，同比降4.57%（5.29元/吨）。陕蒙基地合计毛利10.31亿元，同比增49.42%（3.41亿元），毛利率41.06%，同比降5.69个pct。随着石拉乌素煤矿生产回归正常，陕蒙基地的煤炭产量仍有增长空间，有望摊薄吨煤成本，进一步提升效益。
- **煤炭售价稳步上扬，成本小幅增加，主营煤炭业务盈利能力继续提升。**受益于商品煤销量和售价的提高，上半年煤炭板

块实现销售收入 309.44 亿元，同比增加 50.05%。上半年，商品煤产量同比增 39.7%至 4850 万吨，商品煤销量同比增 33.1%至 5550.4 万吨，其中自产煤 4755.6 万吨，同比增 42.85%（1426.7 万吨），贸易煤量减少，煤炭业务质量有所提升。上半年公司煤炭综合售价 539.25 元/吨，同比增 6.47%（32.76 元/吨），其中自产煤综合售价 531.56 元/吨，同比升 10.31%（49.69 元/吨）。综合煤炭成本 288.66 元/吨，同比降 4.12%（12.41 元/吨），自产煤吨煤成本 244.79 元/吨，同比增 7.94%（18.01 元/吨），主因自有矿井人员工资和安全环保投入有所增加，而贸易煤采购成本降低。公司吨煤毛利 250.59 元/吨，同比增 21.99%（45.17 元/吨）；自产煤吨煤毛利 286.78 元/吨，同比增 12.42%（31.68 元/吨）。自产煤和贸易煤的盈利均明显提升。煤炭业务毛利 146.32 亿元，同比增 59.25%（54.44 亿元）；板块毛利率 47.28%，同比增加 2.73 个 pct；毛利占比 91.77%，同比降 1.4 个 pct，原因是煤炭板块之外的煤化工板块、金融板块全面开花，盈利同步提升。

- **公司业务瘦身健体，营收质量明显改善，多因素致公司费用较大幅度增加，业绩依然保持高速增长。**公司上半年营收 763.08 亿元，同比降 5.52%（43.16 亿），主要原因是公司强化主业，在煤炭、甲醇业务等主业营收增加的同时，控制了低毛利率的非煤贸易业务，后者收入同比下降 154.22 亿元（降幅 26.41%）。上半年公司毛利 159.44 亿元，同比大幅增加 61.64%（60.8 亿元）；综合毛利率 20.89%，同比增 8.66 个 pct。公司业务进一步向主业集中，瘦身健体，营收质量大幅提高。上半年公司三费合计 80.04 亿元，同比增 68.15%（32.44 亿元）；期间费用率 10.40%，同比增 4.59 个 pct。其中销售费用同比增 99.11%（14.49 亿元）至 29.11 亿元，管理费用同比增 55.62%（11.28 亿元）至 31.56 亿元，财务费用同比增 52.52%（6.67 亿元）至 19.37 亿元。销售费用的增加主要因为兖煤澳洲煤炭销量增加影响运输、港口费用同比增 7.35 亿元，以及兖煤澳洲、兖煤国际按销售收入比例支付的资源特许权使用费（ROYALTY）同比增 5.29 亿元，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，预计下半年公司销售费用同比继续提升，环比较为稳定。管理费用的增加主要因为一次性计提社会保险费 10.16 亿元，该部分费用为非经常性费用，下半年管理费用环比或将明显降低。尽管上半年公司三费大幅增加，在煤炭、甲醇主业向好，金融布局收益显著的情况下，公司仍实现归母净利润 43.41 亿元，同比增 34.09%（11.52 亿元）；扣非归母净利润为 45.34 亿元，同比增 53.41%（15.6 亿元）；ROE 7.57%，同比提高 1.27 个 pct。
- **甲醇业务量价齐增，规模效应降低单位成本，化工板块业绩亮眼。**上半年公司甲醇产量同比增长 8.31%（6.1 万吨）至 79.5 万吨，销量同比增长 10.74%（7.7 万吨）至 79.4 万吨。上半年公司甲醇综合售价 2107.89 元/吨，同比增 15.26%（279.05 元/吨）。与此同时，产量的增长降低了甲醇的单位生产成本，上半年公司甲醇单位毛利 758.16 元/吨，同比大增 81.79%（341.11 元/吨）。上半年公司甲醇量价齐升带来甲醇业务实现收入 16.74 亿元，同比增 27.64%（3.62 亿元）；实现毛利 6.02 亿元，同比增 101.31%（3.03 亿元）；毛利率 35.97%，同比增 13.16 个 pct，盈利能力明显提升。石油、天然气等上游生产资料价格高企，人民币汇率走低进口受阻，甲醇供给端受到抑制，今年甲醇价格有望保持高位，公司甲醇板块的高盈利水平有望维持。
- **公司现金盈利能力强，账面未分配利润高，杠杆率适中，资本开支已趋下行，具备未来高分红潜力。**上半年公司经营性

净现金流 95.63 亿元，同比大幅增加 74.82 亿元或 359.54%。上半年期末公司资产负债率为 58.94%，杠杆率适中，因去年下半年并购联合煤炭贷款，二季度所有者权益减少，负债率年内略提高（+0.93 个 pct），仍明显低于上年水平，且公司部分债务拟通过定增方式募集资金偿还，下半年负债水平有望继续降低。当前陕蒙基地、澳洲基地的煤矿基本投建完成，未来公司资本开支有望明显下降。公司章程规定分红率为 30%，基于公司的成长性和现有现金流情况，即便按照基本分红率下的股息率也较为可观，考虑到债务稳中趋降、资本开支进入下行期，未来一到两年存在高比例分红进一步提升股息率的潜力。

- **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 5.9 倍，19 年约 5 倍，20 年约 4.3 倍，目标价维持 25 元，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**下半年煤价中枢继续上扬，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)	27.0	8.2	5.9	5.0	4.3
市净率 P/B(倍)	1.33	1.01	0.93	0.82	0.71

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 08 月 24 日收盘价

可比公司盈利及估值对比（8月24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	4.92	82.35	16.90	13.1	11.6	10.9	0.36	0.38	0.42	0.45
000983	西山煤电	6.57	207.03	20.36	10.3	8.9	8.0	0.5	0.64	0.74	0.82
000937	冀中能源	4.11	145.23	19.32	12.5	11.8	11.2	0.3	0.33	0.35	0.37
600997	开滦股份	6.26	99.40	18.94	12.5	11.6	11.0	0.33	0.50	0.54	0.57
601225	陕西煤业	7.51	751.00	7.81	6.3	5.8	5.1	1.04	1.20	1.30	1.46
601898	中煤能源	5.01	578.21	31.41	14.1	12.9	11.9	0.18	0.35	0.39	0.42
	平均值			18.24	11.21	10.23	9.58	-	-	-	-
600188	兖州煤业	11.35	496.40	8.22	5.9	5.0	4.3	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、西山煤电、陕西煤业为信达预测，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	27.0	8.2	5.9	5.0	4.3
P/B	1.33	1.01	0.93	0.82	0.71
EV/EBITDA	11.44	6.24	5.18	4.85	4.30

利润表

单位:百万元

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

单位:百万元

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理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。