

兖州煤业 (600188.SH)

产能核增 500 万吨, 盈利逐步改善

● 转龙湾煤矿产能由 500 万吨核增至 1000 万吨, 国内在产产能增 6.6%

根据公司 1 月 2 日公告, 经发改委批准, 内蒙古自治区能源局同意将转龙湾煤矿在产产能由 500 万吨核增至 1000 万吨, 按兖州煤业国内在产产能 7595 万吨计算, 产能增幅 6.6%, 按国内+澳洲在产产能 1.37 亿吨计算, 产能增幅 3.6%。受益于产能核增, 兖州煤业规模进一步扩张。

公司三季度业绩环比下滑 45% 主要源于受鄂城冲击地压事故以及内蒙古环保检查商品煤产量环比下滑 7.2% 致营收减少 10.1 亿、汇兑损失增加致财务费用环比增 2.6 亿、职工薪酬上涨致管理费用增 3.7 亿 (剔除二季度计提社保费用 10.2 亿的影响)、三供一业费用计提致营业外支出环比增 2.6 亿。后期看, 随着煤炭产量恢复正常 (目前山东本部已复产)、产能核增致规模扩张, 以及一次性费用计提完毕, 业绩有望恢复增长。

● 股权激励彰显管理层对公司长期发展的信心

根据公司 12 月 27 日公告, 拟授予包括董事、高管、中层管理人员在内的 502 人 4668 万份股票期权 (占总股本的 0.95%), 行权价格 9.64 元/股, 行权等待期 2 年, 行权期 3 年, 分三次行权, 行权条件分别为 2019-2021 年扣非后归母净利润增长率 (相较于 15-17 年均值 24.87 亿元) 不低于 139%、149%、159%, 对应扣非后归母净利润 59.43、61.92、64.4 亿, 每股收益不低于 1.2、1.25、1.3 元/股 (以扣非后归母净利润计算)。

此次股权激励覆盖 502 名核心管理人员, 将个人考核与公司考核相结合, 2 年行权等待期以及 3 年行权期, 将管理层个人利益与公司长期经营绑定, 彰显管理层对公司长期发展的信心。

● 兖煤澳洲实现双地上市, 国际化进一步推进

控股子公司兖煤澳洲于 2018 年 12 月 6 日在澳大利亚证券交易所和香港联交所实现双地上市。截至 2018 年 6 月 30 日兖煤澳洲拥有总煤炭储量 17.1 亿吨、可售煤炭储量为 12.2 亿吨, 权益煤炭储量 11.8 亿吨、权益可售煤炭储量 8.4 亿吨。2018 年上半年兖煤澳洲实现营业收入 23.47 亿澳元, 同比增 182%, 净利润 3.61 亿澳元, 扭亏为盈, 煤炭产销量分别为 0.33 亿吨、0.16 亿吨。

● 估值低、盈利能力逐步改善

公司后期预计改善点主要在于: 1) 产量恢复 2) 鄂尔多斯煤制甲醇二期项目投产; 3) 中长期来看, 随着新矿逐步达产以及产能核增煤矿满产, 公司产量有望维持增长, 成本预计也将逐步趋于正常, 煤化工业务、机电装备制造业务盈利改善, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.57、1.61、1.75 元, 对应 19 年 PE 仅为 5.6 倍, 估值低于行业其他龙头 (神华、陕煤 19 年 PE 为 7.4 倍、6.0 倍), 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下滑导致煤炭需求低于预期, 煤炭价格大幅下跌, 资产减值风险、商誉减值风险, 成本费用过快上涨

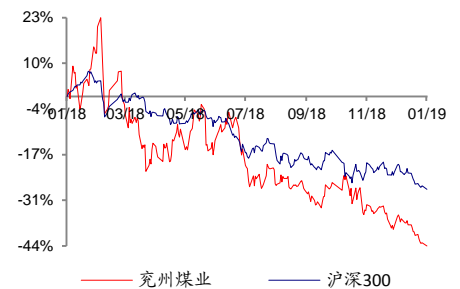
盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	102282.2	151227.8	162271.3	159320.1	159629.6
增长率 (%)	48.22	47.85	7.30	-1.82	0.19
EBITDA (百万元)	8284.17	17809.25	18971.59	18907.84	19910.46
净利润 (百万元)	2586.12	7266.88	7734.62	7907.21	8584.20
增长率 (%)	114.48	181.00	6.44	2.23	8.56
EPS (元/股)	0.44	1.38	1.57	1.61	1.75
市盈率 (P/E)	20.63	9.81	5.58	5.45	5.02
市净率 (P/B)	1.24	1.30	0.75	0.66	0.58
EV/EBITDA	9.78	5.69	4.10	3.57	2.81

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.52 元
合理价值	10.5 元
前次评级	买入
报告日期	2019-01-03

相对市场表现



分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003



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

请注意, 沈涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

兖州煤业 (600188.SH): 第 2 2018-09-05

季度净利环比降 5%, 源于计提职工社保费用

兖州煤业 (600188.SH): 18Q1 2018-05-01

净利 22 亿, 同比增 25.5%; 产量同比增 40%

兖州煤业 (600188.SH): 17 2018-03-26

年盈利同比增 213%, 内生外延成长性良好

联系人: 徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	49,827	66,139	57,123	68,101	80,545
货币资金	22,930	28,568	20,705	32,013	44,410
应收及预付	14,490	17,400	18,736	18,431	18,469
存货	2,654	4,032	3,540	3,516	3,525
其他流动资产	9,754	16,138	14,141	14,141	14,141
非流动资产	103,219	128,748	122,844	121,362	119,613
长期股权投资	4,804	9,002	14,002	14,002	14,002
固定资产	30,498	45,423	43,517	41,638	39,477
在建工程	24,891	6,587	7,487	8,487	9,487
无形资产	26,429	47,850	47,103	46,501	45,913
其他长期资产	16,598	19,886	10,734	10,734	10,734
资产总计	153,046	194,887	179,967	189,463	200,158
流动负债	57,821	63,168	53,674	54,226	55,211
短期借款	5,662	10,340	13,340	14,340	15,340
应付及预收	23,391	30,760	31,672	31,224	31,208
其他流动负债	28,768	22,068	8,663	8,663	8,663
非流动负债	42,985	54,438	45,393	45,393	45,393
长期借款	22,415	31,543	31,543	31,543	31,543
应付债券	10,527	10,446	10,446	10,446	10,446
其他非流动负债	10,044	12,450	3,404	3,404	3,404
负债合计	100,806	117,606	99,067	99,619	100,604
股本	4,912	4,912	4,912	4,912	4,912
资本公积	1,909	1,247	1,247	1,247	1,247
留存收益	37,515	43,649	51,384	59,291	67,875
归属母公司股东权益	43,060	54,939	57,542	65,449	74,034
少数股东权益	9,180	22,342	23,357	24,395	25,521
负债和股东权益	153,046	194,888	179,967	189,463	200,158

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	102282	151228	162271	159320	159630
营业成本	89009	126088	133526	132618	132964
营业税金及附加	1652	3057	3280	3220	3226
销售费用	2580	3848	5842	5098	4789
管理费用	3647	4389	6166	5258	4789
财务费用	2221	3666	2120	2412	2056
资产减值损失	1384	2223	650	200	200
公允价值变动收益	-31	60	-200	-100	-100
投资净收益	725	959	2000	2000	2000
营业利润	2342	9012	12487	12415	13505
营业外收入	980	1386	400	400	400
营业外支出	24	78	430	80	80
利润总额	3298	10320	12457	12735	13825
所得税	894	2459	3707	3790	4114
净利润	2405	7862	8750	8945	9711
少数股东损益	-181	595	1015	1038	1126
归属母公司净利润	2586	7267	7735	7907	8584
EBITDA	8284	17809	18972	18908	19910
EPS (元)	0.44	1.38	1.57	1.61	1.75

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6,235	16,063	11,237	15,538	16,692
净利润	2,405	7,862	8,750	8,945	9,711
折旧摊销	3,948	4,664	5,514	5,782	6,049
营运资金变动	-2,890	-700	-4,982	-119	-63
其它	2,772	4,238	1,955	930	995
投资活动现金流	-9,693	-27,477	-7,425	-2,280	-2,280
资本支出	-7,222	-10,116	-4,225	-4,180	-4,180
投资变动	-2,763	-17,058	-3,000	2,000	2,000
其他	291	-304	-200	-100	-100
筹资活动现金流	-4,821	15,365	-11,675	-1,950	-2,015
银行借款	-8,217	-5,169	3,000	1,000	1,000
股权融资	33,710	34,280	0	0	0
其他	-30,313	-13,746	-14,675	-2,950	-3,015
现金净增加额	-8,279	3,950	-7,863	11,308	12,397
期初现金余额	23,578	22,930	28,568	20,705	32,013
期末现金余额	15,668	26,631	20,705	32,013	44,410

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	48.2	47.9	7.3	-1.8	0.2
营业利润增长	179.2	284.7	38.6	-0.6	8.8
归母净利润增长	114.5	181.0	6.4	2.2	8.6
获利能力					
毛利率	13.0	16.6	17.7	16.8	16.7
净利率	2.4	5.2	5.4	5.6	6.1
ROE	6.0	13.2	13.4	12.1	11.6
ROIC	4.2	10.2	10.2	10.1	10.8
偿债能力(%)					
资产负债率	65.9	60.3	55.0	52.6	50.3
净负债比率	53.0	38.9	42.8	27.0	13.0
流动比率	0.86	1.05	1.06	1.26	1.46
速动比率	0.78	0.94	0.94	1.13	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.87	0.87	0.86	0.82
应收账款周转率	38.84	45.18	45.18	45.18	45.18
存货周转率	38.25	37.72	37.72	37.72	37.72
每股指标(元)					
每股收益	0.44	1.38	1.57	1.61	1.75
每股经营现金流	1.27	3.27	2.29	3.16	3.40
每股净资产	8.77	11.18	11.71	13.32	15.07
估值比率					
P/E	24.7	10.5	5.6	5.5	5.0
P/B	1.2	1.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.8	5.7	4.1	3.6	2.8

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	广州市天河北路183号 大都会广场5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	510075	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）。

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。