

中性-B (维持)

兖州煤业 600188.SH

当前股价: 8.66 元

2015 年 08 月 30 日

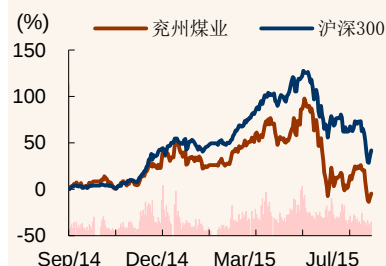
煤炭业务量价齐跌, 净利同比下滑 25%

#### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 3232     |
| 总股本(万股)    | 491840   |
| 已上市流通股(万股) | 296000   |
| 总市值(亿元)    | 426      |
| 流通市值(亿元)   | 256      |
| 每股净资产(MRQ) | 8.4      |
| ROE(TTM)   | 5.0      |
| 资产负债率      | 65.8%    |
| 主要股东       | 兖矿集团有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 52.86%   |

#### 股价表现

|      |     |     |     |
|------|-----|-----|-----|
| %    | 1m  | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -20 | -34 | 16  |
| 相对表现 | -8  | -27 | -29 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

1、《兖州煤业(600188)——本部生产成本下降显著改善业绩》  
2014-03-25

卢平

010-88087949  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

研究助理

沈菁

010-57601856  
shenjing3@cmschina.com.cn

研究助理

刘晓飞

liuxiaofei@cmschina.com.cn

2015 年上半年公司实现营业收入 251 亿, 同比减少 22.5%, 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比减少 25%, EPS 为 0.10 元/股, 同比减少 41%。报告期内公司自产煤产销基本平稳, 但外购煤量大幅下降, 业绩大幅下滑主要是由于煤炭市场持续低迷, 煤价持续下降。预计公司全年实现归母净利润 10 亿, EPS 为 0.2 元/股, 短期煤价仍在下跌探底, 业绩仍会下滑, 故给予“中性-B”评级。

- 上半年原煤产量略微下降, 外购煤大幅减少。上半年公司原煤产量 3493 万吨, 同比下降 4.8%, 商品煤产量 3200 万吨, 同比减少 5%, 商品煤销量 4300 万吨, 同比大幅下降 28%; 其中公司本部商品煤产量 1774 万吨, 同比减少 6.3%, 兖煤澳洲产量 670 万吨, 同比下降 6%, 兖煤国家产量 313 万吨, 同比增加 28%。外购煤 1218 万吨, 同比大幅减少 55%。
- 下游需求疲软, 煤炭综合售价下滑约 24%。上半年公司本部商品煤销售均价 359 元/吨, 同比下降 23%, 山西能化销售均价 168 元/吨, 同比下降 27%, 兖煤澳洲均价 406 元/吨, 同比下降 22%; 外购煤销售均价 466 元/吨, 同比下降 20%, 公司整体综合销售均价 383 元/吨, 同比下降 24%, 扣除外购煤综合售价 350 元/吨, 同比下降 21%, 下半年煤价估计会进一步下滑。
- 公司严格控制生产成本, 吨煤生产成本下降约 33%。上半年公司本部煤炭生产成本 162 元/吨, 同比下降 33%, 兖煤澳洲成本 307 元/吨, 同比下降 24%, 公司外购煤平均成本 464 元/吨, 同比下降 20%, 公司整体煤炭销售成本 277 元/吨, 同比下降 33%, 扣除外购煤后平均成本 203 元/吨, 同比下降 26%; 扣除外购煤后吨煤毛利 148 元/吨, 同比下降 11%。
- 盈利预测及评级: 给予“中性-B”评级。下半年煤炭行业依旧会弱势下行, 但公司本部煤矿具有区位优势, 在煤炭行业普遍亏损的情况下仍能保持盈利, 我们预计公司 2015 年、2016 年、2017 年 EPS 分别为 0.20 元/股、0.17 元/股、0.17 元/股, 给予“中性-B”评级, 目前股价 8.7 元, 对应 PB 为 1.1 倍。

- 风险提示: 下游需求复苏乏力

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2013  | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 58727 | 63923  | 47942 | 47463 | 47225 |
| 同比增长      | -2%   | 9%     | -25%  | -1%   | -1%   |
| 营业利润(百万元) | (110) | 2547   | 793   | 550   | 458   |
| 同比增长      | -103% | -2412% | -69%  | -31%  | -17%  |
| 净利润(百万元)  | 1271  | 2284   | 994   | 858   | 833   |
| 同比增长      | -77%  | 80%    | -56%  | -14%  | -3%   |
| 每股收益(元)   | 0.26  | 0.46   | 0.20  | 0.17  | 0.17  |
| PB        | 1.1   | 1.1    | 1.1   | 1.0   | 1.0   |

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1：各季度业绩回顾

| 单位：百万元   | 14Q1  | 14Q2  | 14Q3  | 14Q4  | 15Q1  | 15Q2  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入  | 15103 | 17326 | 15505 | 15989 | 8440  | 16704 |
| 二、营业总成本  | 15145 | 16842 | 14159 | 15147 | 8339  | 16592 |
| 其中：营业成本  | 12514 | 14339 | 12102 | 12749 | 6073  | 14143 |
| 营业税金及附加  | 124   | 161   | 100   | 232   | 176   | 216   |
| 营业费用     | 774   | 795   | 735   | 824   | 647   | 615   |
| 管理费用     | 1213  | 1130  | 932   | 1185  | 973   | 902   |
| 财务费用     | 450   | 356   | 314   | 254   | 457   | 559   |
| 资产减值损失   | 70    | 61    | -23   | -97   | 12    | 157   |
| 三、其他经营收益 | -82   | -70   | 48    | 21    | 90    | 365   |
| 公允价值变动收益 | -20   | -42   | 9     | -54   | 1     | 258   |
| 投资收益     | -62   | -27   | 38    | 75    | 89    | 107   |
| 四、营业利润   | -124  | 415   | 1393  | 863   | 191   | 477   |
| 加：营业外收入  | 317   | 73    | 68    | 380   | 51    | 332   |
| 减：营业外支出  | 5     | 7     | 3     | 3     | 9     | 73    |
| 五、利润总额   | 188   | 481   | 1457  | 1239  | 234   | 736   |
| 减：所得税    | 11    | 42    | 400   | 1055  | 66    | 358   |
| 六、净利润    | 177   | 440   | 1057  | 184   | 168   | 377   |
| 减：少数股东损益 | -87   | -131  | -62   | -146  | -50   | -34   |
| 七、归母净利润  | 265   | 571   | 1119  | 330   | 218   | 411   |
| EPS      | 0.05  | 0.12  | 0.23  | 0.07  | 0.04  | 0.08  |
| 主要比例     |       |       |       |       |       |       |
| 毛利率      | 17.1% | 17.2% | 21.9% | 20.3% | 28.0% | 15.3% |
| 主营税金率    | 0.8%  | 0.9%  | 0.6%  | 1.4%  | 2.1%  | 1.3%  |
| 营业费率     | 5.1%  | 4.6%  | 4.7%  | 5.2%  | 7.7%  | 3.7%  |
| 管理费率     | 8.0%  | 6.5%  | 6.0%  | 7.4%  | 11.5% | 5.4%  |
| 营业利润率    | -0.8% | 2.4%  | 9.0%  | 5.4%  | 2.3%  | 2.9%  |
| 实际税率     | 5.7%  | 8.7%  | 27.4% | 85%   | 28.2% | 48.7% |
| 净利率      | 1.8%  | 3.3%  | 7.2%  | 2.1%  | 2.6%  | 2.5%  |
| YoY      |       |       |       |       |       |       |
| 收入增长率    | 40%   | 12%   | 2%    | -7%   | -44%  | -4%   |
| 营业利润增长率  | -121% | -108% | -42%  | -61%  | -254% | 15%   |
| 归母净利润增长率 | -45%  | -120% | -38%  | -82%  | -18%  | -28%  |

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：公司煤矿明细

| 单位：万吨             | 煤种        | 可采储量：亿吨 | 设计能力  | 2012 | 2013 | 2014  | 2015E |
|-------------------|-----------|---------|-------|------|------|-------|-------|
| 山东本部煤矿            |           |         |       |      |      |       |       |
| 南屯                | 气煤        | 0.3     | 240   | 320  | 300  | 360   | 360   |
| 兴隆庄               | 气煤        | 1.1     | 300   | 700  | 690  | 670   | 670   |
| 鲍店                | 气煤        | 0.8     | 300   | 610  | 620  | 610   | 610   |
| 东滩                | 气煤        | 1.1     | 400   | 760  | 810  | 700   | 700   |
| 济宁二号              | 气煤        | 1.7     | 400   | 370  | 310  | 400   | 400   |
| 济宁三号              | 气肥煤       | 1.0     | 800   | 550  | 650  | 620   | 620   |
| 北宿煤矿              |           |         | 100   | 100  | 100  | 100   | 100   |
| 杨村煤矿              |           |         | 115   | 110  | 110  | 115   | 115   |
| 小计                |           | 6.0     | 2655  | 3520 | 3590 | 3575  | 3575  |
| 山东菏泽能化（98.33%）    |           |         |       |      |      |       |       |
| 赵楼煤矿              | 1/3 焦煤、气煤 | 1.1     | 300   | 270  | 290  | 300   | 300   |
| 万福煤矿              | 肥煤、1/3 焦煤 | 1.8     | 180   |      |      |       |       |
| 菏泽能化小计            |           | 2.9     | 480   | 270  | 290  | 300   | 300   |
| 山东小计              |           | 8.9     | 2920  | 3790 | 3880 | 3875  | 3875  |
| 陕西榆树湾煤矿（41%）      | 不粘煤、气煤    | 12.6    | 800   |      | 800  | 800   | 800   |
| 未来能源金鸡滩煤矿（25%）    |           |         | 800   |      |      | 400   | 800   |
| 陕西合计              |           | 12.6    | 1600  | 0    | 800  | 1200  | 1600  |
| 兖州煤业澳大利亚公司（78%）   |           |         |       |      |      |       |       |
| 1、澳思达煤矿有限公司（100%） |           |         |       |      |      |       |       |
| 澳思达煤矿（100%）       | 半硬焦煤      | 0.5     | 200   | 170  | 157  | 210   | 200   |
| 雅若比煤矿（100%）       | 喷吹煤       | 1.2     | 300   | 320  | 367  | 380   | 300   |
| 艾诗顿煤矿（100%）       | 半软焦煤      | 3.1     | 520   | 230  | 275  | 310   | 520   |
| 莫拉本煤矿（80%）        | 动力煤       | 4.9     | 1600  | 720  | 839  | 830   | 1300  |
| 2、格罗斯特煤炭有限公司      | 半软焦煤、动力煤  |         |       |      |      |       |       |
| 格罗斯特盆地（100%）      |           |         |       | 370  | 347  | 240   | 240   |
| 中山煤矿（49.9997%）    |           |         |       | 220  | 396  | 510   | 510   |
| 唐纳森煤矿（100%）       |           |         |       | 350  | 319  | 260   | 300   |
| 兖煤国际（100%）        |           |         |       |      |      |       |       |
| 1、坎贝唐斯煤矿（100%）    | 动力煤       | 12.1    | 1600  | 200  | 200  | 200   | 200   |
| 2、普里马煤矿公司（100%）   |           | 3.7     | 500   | 400  | 420  | 500   | 500   |
| 澳洲小计              |           | 17.0    | 2300  | 2980 | 3320 | 3440  | 4070  |
| 山西能化（100%）        |           |         |       |      |      |       |       |
| 天池煤矿（81.31%）      | 贫煤、无烟煤    | 0.3     | 120   | 140  | 150  | 150   | 150   |
| 山西小计              |           | 0.3     |       | 140  | 150  | 150   | 150   |
| 兖煤鄂尔多斯能化公司（100%）  |           |         |       |      |      |       |       |
| 安源煤矿（100%）        | 动力煤       | 0.2     | 240   | 230  | 220  | 240   | 240   |
| 转龙湾煤矿（100%）       | 动力煤       | 2.5     | 800   |      |      | 400   | 800   |
| 营盘壕（100%）         | 动力煤       |         | 1000  |      |      |       | 1000  |
| 内蒙古鑫泰文玉煤矿（80%）    | 动力煤       | 0.7     | 300   | 460  | 410  | 500   | 500   |
| 昊盛煤业石拉乌素煤矿（61%）   | 动力煤       | 11.5    | 1000  |      |      | 500   | 1000  |
| 内蒙小计              |           | 15.0    | 3340  | 690  | 630  | 1640  | 3540  |
| 产量合计              |           | 53.8    | 10160 | 7600 | 8780 | 10305 | 13235 |
| 权益产量              |           | 49      | 10991 | 7310 | 7998 | 9008  | 11328 |

资料来源：招商证券

表 3：煤炭销售明细

| 煤炭销量：万吨   | 2012 | 2013  | 2014H | 2014  | 2015H | 中期同比  |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、公司      |      |       |       |       |       |       |
| 1 号精煤     | 39   | 32    | 15    | 33    | 11    | -24%  |
| 2 号精煤     | 904  | 973   | 522   | 906   | 352   | -33%  |
| 其中：国内销售   | 904  | 973   | 521   | 905   | 352   | -32%  |
| 出口        | 0    | 0     | 1     | 1     | 0     | -100% |
| 3 号精煤     | 254  | 193   | 246   | 498   | 214   | -13%  |
| 其中：国内销售   | 253  | 193   | 246   | 498   | 214   | -13%  |
| 出口        | 1    | 0     | 0     | 0     | 0     |       |
| 块煤        | 125  | 145   | 120   | 226   | 111   | -7%   |
| 精煤小计      | 1321 | 1341  | 903   | 1663  | 688   | -24%  |
| 其中：国内销售   | 1321 | 1341  | 902   | 1662  | 688   | -24%  |
| 出口        | 1    | 0     | 1     | 1     | 0     | -100% |
| 经筛选原煤     | 1419 | 1269  | 580   | 1061  | 587   | 1%    |
| 混煤及其他     | 654  | 716   | 325   | 752   | 357   | 10%   |
| 本部合计      | 3394 | 3327  | 1808  | 3475  | 1632  | -10%  |
| 其中：国内     | 3394 | 3327  | 1807  | 3474  | 1632  | -10%  |
| 二、山西能化    | 134  | 148   | 77    | 150   | 66    | -15%  |
| 经筛选原煤     | 134  | 148   | 77    | 150   | 66    | -15%  |
| 三、菏泽能化    | 229  | 236   | 169   | 311   | 128   | -24%  |
| 其中：1 号精煤  | 0    | 0     | 2     | 2     | 0     | -100% |
| 其中：2 号精煤  | 118  | 129   | 101   | 202   | 91    | -9%   |
| 混煤及其他     | 111  | 107   | 66    | 107   | 37    | -44%  |
| 四、鄂尔多斯能化  | 683  | 635   | 247   | 579   | 189   | -23%  |
| 经筛选原煤     | 683  | 635   | 247   | 579   | 189   | -23%  |
| 五、兖煤澳洲    | 1435 | 1562  | 706   | 1574  | 748   | 6%    |
| 其中：半硬焦煤   | 51   | 136   | 48    | 97    | 54    | 12%   |
| 其中：半软焦煤   | 112  | 160   | 72    | 147   | 62    | -14%  |
| 喷吹煤       | 206  | 327   | 162   | 328   | 116   | -28%  |
| 动力煤       | 1066 | 939   | 424   | 1002  | 517   | 22%   |
| 六、兖煤国际    | 297  | 553   | 245   | 516   | 318   | 30%   |
| 动力煤       | 297  | 553   | 245   | 516   | 318   | 30%   |
| 外购煤       | 3242 | 3940  | 2689  | 5702  | 1218  | -55%  |
| 同一控制下追溯调整 | 84   | 0     | 0     | 0     | 0     |       |
| 公司总计      | 9499 | 10400 | 5942  | 12308 | 4299  | -28%  |
| 扣除外购煤销量   | 6257 | 6460  | 3253  | 6605  | 3081  | -5%   |

资料来源：招商证券

表 4：煤炭销售价格明细

| 销售价格：元/吨 | 2012   | 2013  | 2014H | 2014  | 2015H | 中期同比 |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
| 一、公司     |        |       |       |       |       |      |
| 1 号精煤    | 918.0  | 764.7 | 640.7 | 600.4 | 517.5 | -19% |
| 2 号精煤    | 889.1  | 740   | 601.5 | 576.7 | 475.4 | -21% |
| 其中：国内销售  | 889.1  | 739.1 | 601.2 | 576.5 | 475.5 | -21% |
| 出口       | -      | -     | 834.8 | 834.8 | -     |      |
| 3 号精煤    | 719.9  | 591.0 | 487.8 | 475.0 | 414.6 | -15% |
| 其中：国内销售  | 719.1  | 590.8 | 487.8 | 475.0 | 414.6 | -15% |
| 出口       | 1005.4 | 941.7 | -     | -     | -     |      |
| 块煤       | 894.0  | 669.5 | 548.3 | 520.7 | 419.8 | -23% |
| 精煤小计     | 857.9  | 711.5 | 564.1 | 539.1 | 448.2 | -21% |
| 其中：国内销售  | 857.8  | 711.5 | 563.9 | 539.0 | 448.2 | -21% |
| 出口       | 1005.4 | 941.7 | 834.8 | 834.8 | -     |      |
| 经筛选原煤    | 507.1  | 461.5 | 417.0 | 396.8 | 321.7 | -23% |
| 混煤及其他    | 345.5  | 333.5 | 292.8 | 281.7 | 246.4 | -16% |
| 本部价格合计   | 612.5  | 534.  | 468.2 | 439.9 | 358.6 | -23% |
| 其中：国内    | 612.4  | 534.7 | 468.0 | 439.9 | 358.6 | -23% |
| 二、山西能化   | 349.6  | 282.2 | 229.1 | 210.7 | 167.9 | -27% |
| 经筛选原煤    | 349.6  | 282.2 | 229.1 | 210.7 | 167.9 | -27% |
| 三、荷泽能化   | 725.4  | 608.5 | 524.2 | 523.3 | 415.8 | -21% |
| 其中：1 号精煤 | -      | -     | 782.1 | 782.1 | -     |      |
| 其中：2 号精煤 | 1043.3 | 848.8 | 687.8 | 651.5 | 511.6 | -26% |
| 混煤及其他    | 386.1  | 317.1 | 268.0 | 282.8 | 179.0 | -33% |
| 四、鄂尔多斯能化 | 237.3  | 188.3 | 173.0 | 163.0 | 187.1 | 8%   |
| 经筛选原煤    | 237.3  | 188.3 | 173.0 | 163.0 | 187.1 | 8%   |
| 五、兖煤澳洲   | 647.8  | 573   | 520.9 | 463.8 | 406.4 | -22% |
| 其中：半硬焦煤  | 745.1  | 656.7 | 584.1 | 523.3 | 510.4 | -13% |
| 其中：半软焦煤  | 932.4  | 703.4 | 617.5 | 544.9 | 524.2 | -15% |
| 喷吹煤      | 932.8  | 704.0 | 591.3 | 530.3 | 512.0 | -13% |
| 动力煤      | 558.3  | 494.0 | 470.4 | 424.3 | 357.6 | -24% |
| 六、兖煤国际   | 335.4  | 304.3 | 295.2 | 287.5 | 285.6 | -3%  |
| 动力煤      | 335.4  | 304.3 | 295.2 | 287.5 | 285.6 | -3%  |
| 外购煤      | 665.8  | 582.8 | 581.9 | 553.7 | 466.0 | -20% |
| 公司总计     | 599.3  | 523.5 | 504.9 | 475.6 | 383.2 | -24% |
| 扣除外购煤价格  | 564.9  | 487.4 | 441.4 | 408.3 | 350.4 | -21% |

资料来源：招商证券

表 5：分部成本明细

| 煤炭成本：元/吨  | 2012  | 2013  | 2014H | 2014  | 2015H | 中期同比 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 本部煤炭成本    | 322.5 | 236.2 | 241.5 | 179.5 | 161.9 | -33% |
| 山西能化成本    | 322.9 | 213.0 | 182.7 | 176.3 | 139.6 | -24% |
| 荷泽能化      | 574.9 | 468.1 | 315.1 | 314.7 | 257.8 | -18% |
| 鄂尔多斯能化    | 194.0 | 178.5 | 139.9 | 138.6 | 119.6 | -14% |
| 兖煤澳洲      | 438.1 | 434.1 | 404.5 | 363.3 | 307.3 | -24% |
| 兖煤国际      | 217.6 | 262.4 | 283.3 | 273.9 | 203.0 | -28% |
| 外购煤成本     | 663.9 | 579.6 | 578.4 | 550.2 | 464.0 | -20% |
| 煤炭成本合计    | 447.2 | 398.8 | 412.1 | 380.2 | 276.5 | -33% |
| 扣除外购煤单位成本 | 334.9 | 288.6 | 274.7 | 233.4 | 202.4 | -26% |

资料来源：招商证券

表 6：分部毛利明细

| 煤炭毛利：元/吨  | 2012  | 2013  | 2014H | 2014  | 2015H | 中期同比 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 本部煤炭毛利    | 290   | 299   | 227   | 260   | 197   | -13% |
| 山西能化      | 26.7  | 69.2  | 46.3  | 34.4  | 28.3  | -39% |
| 荷泽能化      | 150.5 | 140.5 | 209.0 | 208.6 | 158.0 | -24% |
| 鄂尔多斯能化    | 43.2  | 9.8   | 33.2  | 24.4  | 67.5  | 103% |
| 兖煤澳洲      | 209.7 | 139.5 | 116.5 | 100.5 | 99.0  | -15% |
| 兖煤国际      | 117.8 | 42.0  | 11.9  | 13.5  | 82.6  | 594% |
| 外购煤       | 2.0   | 3.2   | 3.6   | 3.5   | 2.0   | -45% |
| 煤炭毛利合计    | 152.2 | 124.7 | 92.9  | 95.5  | 106.7 | 15%  |
| 扣除外购煤合计毛利 | 230.0 | 198.8 | 166.6 | 174.9 | 148.0 | -11% |

资料来源：招商证券

表 7：本部煤炭业务盈利测算

| 本部业务：元/吨 | 2012  | 2013  | 2014H | 2014 | 2015H | 中期同比   |
|----------|-------|-------|-------|------|-------|--------|
| 公司产量：万吨  | 3429  | 3588  | 1894  | 3647 | 1775  | -6.3%  |
| 商品煤产量：万吨 | 3422  | 3581  | 1892  | 3475 | 1774  | -6.3%  |
| 公司销量：万吨  | 3394  | 3327  | 1808  | 3475 | 1632  | -9.8%  |
| 价格       | 612.5 | 534.8 | 468   | 440  | 359   | -23.4% |
| 成本       | 322.5 | 236.2 | 241   | 179  | 162   | -32.9% |
| 毛利       | 290.0 | 298.6 | 227   | 260  | 197   | -13.3% |
| 单位税费     | 146.8 | 125.7 | 173   | 168  | 182   | 5.4%   |
| 完全成本     | 469.3 | 361.9 | 415   | 348  | 344   | -16.9% |
| 吨煤利润     | 143.2 | 172.9 | 54    | 92   | 14    | -73.6% |
| 吨煤净利     | 107.4 | 129.7 | 40    | 69   | 11    | -73.6% |

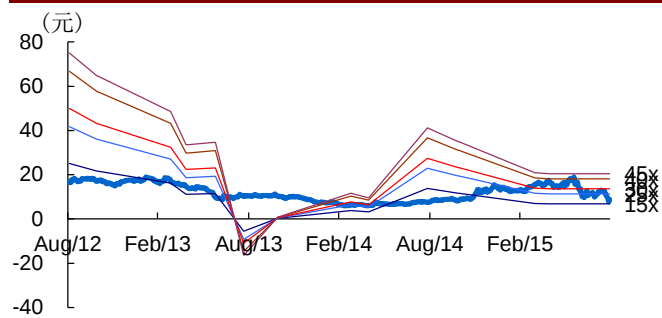
资料来源：招商证券

表 8：煤炭行业估值比较

| 2015/8/30 | 股价   | EPS (元) |       |       | P/E (x) |      |      | 每股净资产 | PB  |
|-----------|------|---------|-------|-------|---------|------|------|-------|-----|
|           |      | 14A     | 15E   | 16E   | 14A     | 15E  | 16E  |       |     |
| 炼焦煤       |      |         |       |       |         |      |      |       |     |
| 西山煤电      | 5.8  | 0.09    | 0.10  | 0.10  | 67      | 58   | 58   | 5.2   | 1.1 |
| 盘江股份      | 8.5  | 0.19    | 0.25  | 0.28  | 46      | 34   | 30   | 3.5   | 2.4 |
| 冀中能源      | 5.5  | 0.01    | 0.00  | 0.00  | 561     | 1375 | 1375 | 5.1   | 1.1 |
| 平煤股份      | 5.9  | 0.08    | -0.75 | -0.68 | 70      | -8   | -9   | 4.7   | 1.3 |
| 永泰能源      | 4.7  | 0.11    | 0.04  | 0.14  | 41      | 117  | 33   | 1.8   | 2.6 |
| 平均        | 6.1  | 0.10    | -0.07 | -0.03 | 157     | 315  | 298  | 4.1   | 1.7 |
| 喷吹煤       |      |         |       |       |         |      |      |       |     |
| 阳泉煤业      | 6.3  | 0.33    | 0.24  | 0.24  | 19      | 26   | 26   | 5.6   | 1.1 |
| 潞安环能      | 6.5  | 0.43    | 0.06  | 0.06  | 15      | 108  | 108  | 6.4   | 1.0 |
| 平均        | 6.4  | 0.38    | 0.15  | 0.15  | 17      | 67   | 67   | 6.0   | 1.1 |
| 动力煤       |      |         |       |       |         |      |      |       |     |
| 中国神华      | 15.3 | 1.85    | 1.40  | 1.40  | 8       | 11   | 11   | 14.6  | 1.0 |
| 中煤能源      | 6.8  | 0.06    | 0.04  | 0.04  | 113     | 170  | 170  | 6.4   | 1.1 |
| 陕西煤业      | 4.9  | 0.10    | -0.22 | -0.22 | 49      | -22  | -22  | 3.4   | 1.5 |
| 国投新集      | 12.5 | -0.76   | -0.78 | -0.79 | -16     | -16  | -16  | 2.3   | 5.5 |
| 兖州煤业      | 8.7  | 0.46    | 0.20  | 0.17  | 19      | 43   | 51   | 8.4   | 1.0 |
| 山煤国际      | 4.8  | -0.87   | -1.13 | -1.06 | -6      | -4   | -5   | 3.2   | 1.5 |
| 平庄能源      | 5.3  | 0.03    | 0.03  | 0.03  | 177     | 213  | 213  | 4.6   | 1.2 |
| 恒源煤电      | 6.1  | 0.02    | -1.24 | -1.26 | 303     | -5   | -5   | 6.5   | 0.9 |
| 大同煤业      | 5.9  | 0.09    | -0.83 | -0.82 | 65      | -7   | -7   | 3.9   | 1.5 |
| 昊华能源      | 6.8  | 0.15    | 0.05  | 0.05  | 45      | 135  | 135  | 5.6   | 1.2 |
| 大有能源      | 5.8  | 0.05    | -0.18 | -0.18 | 116     | -32  | -32  | 4.1   | 1.4 |
| 靖远煤电      | 8.1  | 0.46    | 0.30  | 0.30  | 17      | 27   | 27   | 5.4   | 1.5 |
| 露天煤业      | 10.1 | 0.38    | 0.40  | 0.40  | 27      | 25   | 25   | 5.3   | 1.9 |
| 郑州煤电      | 5.7  | 0.06    | -0.20 | -0.20 | 95      | -29  | -29  | 3.9   | 1.5 |
| 安源煤业      | 5.9  | 0.10    | 0.02  | 0.03  | 61      | 296  | 197  | 5.3   | 1.1 |
| 平均        | 7.6  | 0.15    | -0.15 | -0.15 | 72      | 36   | 37   | 5.5   | 1.6 |
| 一体化       |      |         |       |       |         |      |      |       |     |
| 神火股份      | 4.7  | -0.19   | -0.20 | -0.20 | -24     | -23  | -23  | 3.5   | 1.3 |
| 兰花科创      | 7.4  | 0.06    | 0.05  | 0.10  | 126     | 148  | 74   | 8.5   | 0.9 |
| 开滦股份      | 5.5  | 0.08    | -0.33 | -0.33 | 69      | -17  | -17  | 5.5   | 1.0 |
| 上海能源      | 10.0 | 0.07    | 0.05  | 0.05  | 142     | 199  | 199  | 11.0  | 0.9 |
| 煤气化       | 6.6  | -1.94   | -2.63 | -2.61 | -3      | -3   | -3   | 2.3   | 2.8 |
| 平均        | 6.8  | -0.38   | -0.61 | -0.60 | 62      | 61   | 46   | 6.2   | 1.4 |
| 总平均       | 7.1  | 0.05    | -0.20 | -0.19 | 82      | 97   | 91   | 5.4   | 1.5 |
| 中值        | 6.2  | 0.08    | 0.03  | 0.03  | 47      | 26   | 26   | 5.2   | 1.2 |

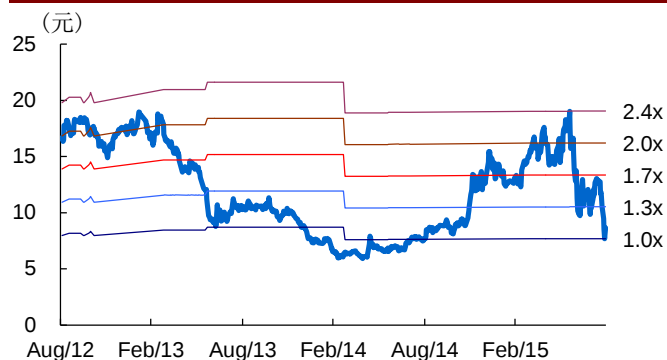
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：兖州煤业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：兖州煤业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 31336         | 36884         | 30659         | 32611         | 34815         |
| 现金             | 15510         | 20526         | 21793         | 23834         | 26082         |
| 交易性投资          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收票据           | 7558          | 5068          | 3801          | 3763          | 3744          |
| 应收款项           | 1461          | 2016          | 1468          | 1453          | 1446          |
| 其它应收款          | 599           | 649           | 487           | 482           | 479           |
| 存货             | 1597          | 1570          | 1126          | 1115          | 1109          |
| 其他             | 4610          | 7055          | 1984          | 1964          | 1954          |
| <b>非流动资产</b>   | 94364         | 94251         | 94836         | 93384         | 92567         |
| 长期股权投资         | 3272          | 3086          | 3086          | 3086          | 3086          |
| 固定资产           | 24158         | 29157         | 32002         | 32583         | 33595         |
| 无形资产           | 23950         | 22519         | 20267         | 18240         | 16416         |
| 其他             | 42984         | 39489         | 39481         | 39475         | 39470         |
| <b>资产总计</b>    | <b>125699</b> | <b>131135</b> | <b>125496</b> | <b>125996</b> | <b>127382</b> |
| <b>流动负债</b>    | 28665         | 27251         | 19882         | 18965         | 18914         |
| 短期借款           | 3513          | 2828          | 2500          | 2500          | 2500          |
| 应付账款           | 2449          | 2126          | 1622          | 1606          | 1598          |
| 预收账款           | 852           | 798           | 609           | 603           | 600           |
| 其他             | 21852         | 21499         | 15150         | 14256         | 14216         |
| <b>长期负债</b>    | 54477         | 60245         | 61245         | 62245         | 63245         |
| 长期借款           | 31020         | 32548         | 33548         | 34548         | 35548         |
| 其他             | 23457         | 27697         | 27697         | 27697         | 27697         |
| <b>负债合计</b>    | <b>83142</b>  | <b>87496</b>  | <b>81126</b>  | <b>81209</b>  | <b>82159</b>  |
| 股本             | 4918          | 4918          | 4918          | 4918          | 4918          |
| 资本公积金          | 2427          | 1286          | 1286          | 1286          | 1286          |
| 留存收益           | 31635         | 32994         | 33890         | 34450         | 35026         |
| 少数股东权益         | 3577          | 4441          | 4275          | 4132          | 3993          |
| 归属于母公司所有者权益    | 38980         | 39199         | 40094         | 40654         | 41230         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>125699</b> | <b>131135</b> | <b>125496</b> | <b>125996</b> | <b>127382</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2013          | 2014        | 2015E       | 2016E       | 2017E       |
|----------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2957          | 5659        | 11626       | 6859        | 7605        |
| 净利润            | 1271          | 2284        | 994         | 858         | 833         |
| 折旧摊销           | 4381          | 3963        | 5366        | 5442        | 5300        |
| 财务费用           | 3442          | 1817        | 2000        | 2200        | 2300        |
| 投资收益           | 71            | (24)        | (700)       | (680)       | (700)       |
| 营运资金变动         | (5236)        | (2657)      | 4128        | (827)       | (6)         |
| 其它             | (972)         | 275         | (161)       | (134)       | (122)       |
| <b>投资活动现金流</b> | (12288)       | (7079)      | (6000)      | (4000)      | (4500)      |
| 资本支出           | (9096)        | (5485)      | (6000)      | (4000)      | (4500)      |
| 其他投资           | (3191)        | (1594)      | 0           | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | 7923          | 10872       | (4359)      | (818)       | (857)       |
| 借款变动           | 13114         | 2363        | (2961)      | 1000        | 1000        |
| 普通股增加          | 0             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | (975)         | (1141)      | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | 0             | (1771)      | (98)        | (298)       | (257)       |
| 其他             | (4216)        | 11420       | (1300)      | (1520)      | (1600)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(1408)</b> | <b>9452</b> | <b>1267</b> | <b>2041</b> | <b>2248</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2013         | 2014        | 2015E       | 2016E       | 2017E       |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | 58727        | 63923       | 47942       | 47463       | 47225       |
| 营业成本             | 45611        | 51704       | 39456       | 39062       | 38866       |
| 营业税金及附加          | 576          | 617         | 463         | 458         | 456         |
| 营业费用             | 2991         | 3127        | 2345        | 2322        | 2310        |
| 管理费用             | 3996         | 4460        | 3345        | 3311        | 3295        |
| 财务费用             | 3204         | 1374        | 2000        | 2200        | 2300        |
| 资产减值损失           | 2110         | 11          | 240         | 240         | 240         |
| 公允价值变动收益         | (277)        | (107)       | 300         | 300         | 300         |
| 投资收益             | (71)         | 24          | 400         | 380         | 400         |
| <b>营业利润</b>      | <b>(110)</b> | <b>2547</b> | <b>793</b>  | <b>550</b>  | <b>458</b>  |
| 营业外收入            | 295          | 838         | 838         | 838         | 838         |
| 营业外支出            | 55           | 18          | 160         | 170         | 160         |
| <b>利润总额</b>      | <b>130</b>   | <b>3366</b> | <b>1471</b> | <b>1218</b> | <b>1136</b> |
| 所得税              | (169)        | 1508        | 643         | 503         | 442         |
| <b>净利润</b>       | <b>299</b>   | <b>1858</b> | <b>828</b>  | <b>715</b>  | <b>694</b>  |
| 少数股东损益           | (972)        | (426)       | (166)       | (143)       | (139)       |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1271</b>  | <b>2284</b> | <b>994</b>  | <b>858</b>  | <b>833</b>  |
| <b>EPS (元)</b>   | <b>0.26</b>  | <b>0.46</b> | <b>0.20</b> | <b>0.17</b> | <b>0.17</b> |

## 主要财务比率

|                 | 2013  | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |        |       |       |       |
| 营业收入            | -2%   | 9%     | -25%  | -1%   | -1%   |
| 营业利润            | -103% | -2412% | -69%  | -31%  | -17%  |
| 净利润             | -77%  | 80%    | -56%  | -14%  | -3%   |
| <b>获利能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 毛利率             | 22.3% | 19.1%  | 17.7% | 17.7% | 17.7% |
| 净利率             | 2.2%  | 3.6%   | 2.1%  | 1.8%  | 1.8%  |
| ROE             | 3.3%  | 5.8%   | 2.5%  | 2.1%  | 2.0%  |
| ROIC            | 7.0%  | 2.6%   | 1.4%  | 1.3%  | 1.3%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 资产负债率           | 66.1% | 66.7%  | 64.6% | 64.5% | 64.5% |
| 净负债比率           | 30.4% | 29.7%  | 28.7% | 29.4% | 29.9% |
| 流动比率            | 1.1   | 1.4    | 1.5   | 1.7   | 1.8   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.3    | 1.5   | 1.7   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.5   | 0.5    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 存货周转率           | 28.8  | 32.7   | 29.3  | 34.9  | 34.9  |
| 应收帐款周转率         | 49.2  | 36.8   | 27.5  | 32.5  | 32.6  |
| 应付帐款周转率         | 16.7  | 22.6   | 21.1  | 24.2  | 24.3  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |        |       |       |       |
| 每股收益            | 0.26  | 0.46   | 0.20  | 0.17  | 0.17  |
| 每股经营现金          | 0.60  | 1.15   | 2.36  | 1.39  | 1.55  |
| 每股净资产           | 7.93  | 7.97   | 8.15  | 8.27  | 8.38  |
| 每股股利            | 0.36  | 0.02   | 0.06  | 0.05  | 0.05  |
| <b>估值比率</b>     |       |        |       |       |       |
| PE              | 33.5  | 18.6   | 42.8  | 49.6  | 51.1  |
| PB              | 1.1   | 1.1    | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| EV/EBITDA       | 20.2  | 18.4   | 15.2  | 15.2  | 15.4  |

敬请阅读末页的重要说明

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**沈菁：**毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士。

**刘晓飞：**毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

**招商煤炭研究小组所获荣誉：**荣获 2007~2014 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2014 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2014 年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。