

兖州煤业 (600188)

内蒙产量恢复, 优质现金流带动盈利持续改善

兖州煤业 2019 年三季度报点评

翟堃 (分析师)
 021-38675862
 zhaikun@gtjas.com
 证书编号 S0880517100004

本报告导读:

澳洲煤价下行, 三季度单季盈利下滑在预期之内, 内蒙矿区产量持续恢复中, 经营现金流改善带动财务费用持续优化, 由此带来的降成本和高分红仍将是长期看点。

投资要点:

维持盈利预测和目标价, 维持“增持”评级。公司前三季度实现收入 1506.11 亿元, 同比增长 26.36%, 归母净利 69.84 亿元, 同比增长 26.88%, 扣非净利 66.49 亿元, 同比增长 12.97%, 业绩符合预期, 维持 2019~2021 年盈利预测至 1.85、1.93、2.02 元和 11.38 元目标价, 维持“增持”评级。

三季度盈利下降在预期之内, 主要来自澳洲价格下行。公司三季度单季归母净利 16.23 亿元, 较二季度的 30.52 亿元有所下降, 但较 2018 年三季度同比增长 39.57%。前三季度兖煤澳洲煤炭销售价格 553.6 元/吨, 同比下降 11.3%, 降幅较上半年的 4.7% 有所扩大, 前三季度毛利下降 18.6 亿元。今年海外煤炭价格下降幅度较大, 纽卡斯尔港前三季度煤炭价格同比下降 25.0%, 公司煤价表现仍强于市场, 体现一定价格韧性。

内蒙矿区复产顺利, 未来仍有空间。公司石拉乌素、营盘壕煤矿手续与上半年陆续办理完毕, 转龙湾由 500 万吨/年核增至 1000 万吨/年, 内蒙矿区的产能逐渐顺利释放, 昊盛煤业、鄂尔多斯能化煤炭产量同比分别增长 1.22%、下降 1.34%, 较中报的分别下降 36.45%、5.54% 明显收窄, 其中三季度单季产量分别大增 108.02%、12.09%, 预计未来仍有恢复空间。经营现金流改善带动财务费用持续优化。公司前三季度财务费用 19.5 亿元, 较上年同期的 33.9 亿元大幅下降, 其中净利息费用 16.2 亿元, 较上年同期的 26.1 亿元下降 38%。公司前三季度经营净现金流 148.3 亿元为近五年最优, 由此带来的降成本和高分红仍将是长期看点。

风险提示。产能释放不达预期; 甲醇价格持续下跌。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	151,228	163,008	164,843	167,063	167,904
(+/-)%	48%	8%	1%	1%	1%
经营利润 (EBIT)	13,846	17,426	15,368	16,714	16,984
(+/-)%	157%	26%	-12%	9%	2%
净利润 (归母)	6,771	7,909	9,076	9,475	9,927
(+/-)%	162%	17%	15%	4%	5%
每股净收益 (元)	1.38	1.61	1.85	1.93	2.02
每股股利 (元)	0.48	0.54	1.63	0.67	0.71

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.2%	10.7%	9.3%	10.0%	10.1%
净资产收益率 (%)	12.3%	13.0%	13.0%	12.5%	12.0%
投入资本回报率 (%)	10.0%	10.7%	10.0%	9.8%	9.9%
EV/EBITDA	5.48	3.10	3.76	3.30	2.83
市盈率	7.93	6.79	5.92	5.67	5.41
股息率 (%)	4.4%	4.9%	14.9%	6.1%	6.5%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.38**

上次预测: 11.38

当前价格: 10.93

2019.10.27

交易数据

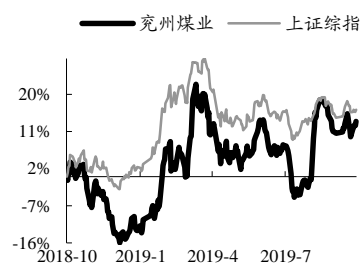
52 周内股价区间 (元)	8.36-12.75
总市值 (百万元)	53,688
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,912/2,960
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,952
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	14.31
日均成交值 (百万元)	152.11

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	66,510
每股净资产	13.54
市净率	0.8
净负债率	51.96%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.45	0.47
Q2	0.43	0.62
Q3	0.24	0.33
Q4	0.49	0.43
全年	1.61	1.85

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	6%	2%
相对指数	2%	5%	-12%

相关报告

《盈利和分红均超预期》2019.08.31

《产能逐渐恢复, 高股息率下分红仍存提升空间》2019.03.31

《产能核增缓解瓶颈, 股权激励助力成长》2019.01.02

《探寻变与不变, 低估值中掘金》2018.12.23

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

能源
煤炭

兖州煤业 (600188)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.38**

上次预测: 11.38

当前价格: 10.93

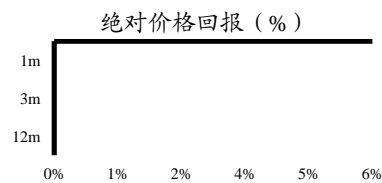
公司网址

www.yanzhoucoal.com.cn

公司简介

公司是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一,主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输,煤化工,电力等业务,在国内煤炭行业中处于龙头地位。

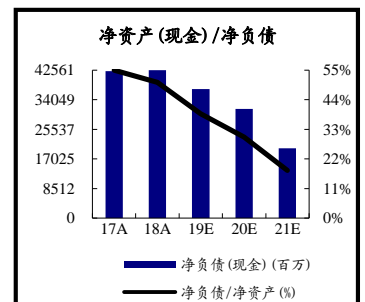
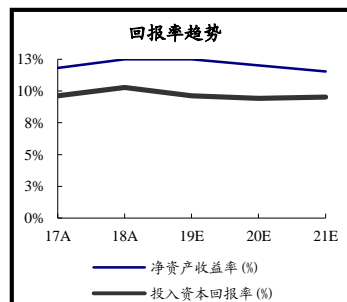
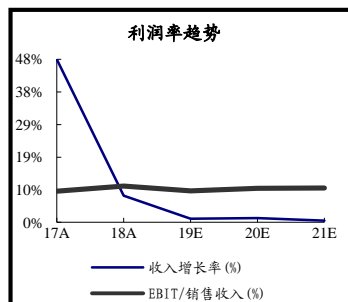
公司拥有自营铁路网和现代化煤炭水运码头,京沪、兖石、新兖铁路,京沪、京福高速公路穿越矿区。



52周价格范围: 8.36-12.75
市值(百万): 53,688

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	151,228	163,008	164,843	167,063	167,904
营业成本	126,088	131,239	136,238	137,002	137,394
税金及附加	3,057	2,419	2,889	2,704	2,830
销售费用	3,848	6,000	6,068	6,305	6,337
管理费用	4,306	5,767	4,121	4,177	4,198
EBIT	13,846	17,426	15,368	16,714	16,984
公允价值变动收益	60	-374	20	20	20
投资收益	959	1,940	1,618	1,618	1,800
财务费用	3,666	3,393	2,671	2,385	2,075
营业利润	9,012	15,367	14,361	15,992	16,754
所得税	2,459	4,387	2,872	3,998	4,188
少数股东损益	595	2,140	2,413	2,519	2,639
归母净利润	6,771	7,909	9,076	9,475	9,927
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	28,590	32,857	22,018	16,222	24,438
其他流动资产	37,549	33,006	35,125	35,339	35,427
长期投资	9,002	16,684	16,684	16,684	16,684
固定资产合计	45,365	44,293	44,437	44,220	40,480
无形及其他资产	74,381	76,840	81,568	86,272	90,880
资产合计	194,887	203,680	199,832	198,738	207,909
流动负债	63,168	59,058	58,447	58,659	58,765
非流动负债	54,438	59,668	45,170	35,170	35,170
股东权益	77,281	84,953	96,215	104,909	113,974
投入资本(IC)	105,057	115,531	123,134	127,623	128,473
现金流量表					
NOPLAT	10547	12344	12295	12536	12738
折旧与摊销	4,664	6,359	6,128	6,513	7,131
流动资金增量	-3,100	-7,984	2,730	3	-19
资本支出	-10,116	-7,117	-10,995	-10,995	-7,995
自由现金流	1,995	3,602	10,158	8,056	11,855
经营现金流	16,063	22,140	16,078	19,356	20,046
投资现金流	-27,477	-6,401	-9,357	-9,357	-6,175
融资现金流	15,365	-9,851	-17,560	-15,795	-5,655
现金流净增加额	3,950	5,888	-10,839	-5,796	8,216
财务指标					
成长性					
收入增长率	47.9%	7.8%	1.1%	1.3%	0.5%
EBIT 增长率	156.7%	25.9%	-11.8%	8.8%	1.6%
净利润增长率	161.8%	16.8%	14.8%	4.4%	4.8%
利润率					
毛利率	16.6%	19.5%	17.4%	18.0%	18.2%
EBIT 率	9.2%	10.7%	9.3%	10.0%	10.1%
归母净利润率	4.5%	4.9%	5.5%	5.7%	5.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.3%	13.0%	13.0%	12.5%	12.0%
总资产收益率(ROA)	3.5%	3.9%	4.5%	4.8%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	10.0%	10.7%	10.0%	9.8%	9.9%
运营能力					
存货周转天数	10	13	13	13	13
应收账款周转天数	27	25	25	25	25
总资产周转天数	420	446	447	435	442
净利润现金含量	237.2%	279.9%	177.1%	204.3%	201.9%
资本支出/收入	6.7%	4.4%	6.7%	6.6%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	58.3%	51.9%	47.2%	45.2%
净负债率	54.7%	50.1%	38.5%	29.9%	17.6%
估值比率					
PE(现价)	7.93	6.79	5.92	5.67	5.41
PB	1.30	0.71	0.77	0.71	0.65
EV/EBITDA	5.48	3.10	3.76	3.30	2.83
P/S	0.36	0.33	0.33	0.32	0.32
股息率	4.4%	4.9%	14.9%	6.1%	6.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明
1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		