

兖州煤业(600188)/煤炭开采

前三季度净利润增长 27%，内蒙地区产量加速释放

评级: 买入(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

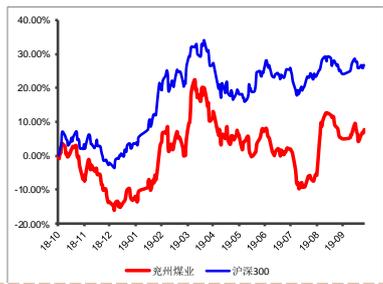
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 4,912.0 |
| 流通股本(百万股) | 2,959.9 |
| 市价(元) | 10.93 |
| 市值(百万元) | 53,688.3 |
| 流通市值(百万元) | 32,351.5 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 兖州煤业 2019 年中报点评: 半年度分红 49 亿元, 股息率高达 10.4%
- 2 兖州煤业(600188.SH) 海外资产点评: 兖煤澳洲 2019H1 净利润大增, 但量升价跌主营业务下滑
- 3 兖州煤业(600188.SH) 2019 年一季报点评: 煤价上涨, 利润略增

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 151,228 | 163,008 | 193,835 | 198,017 | 202,188 |
| 增长率 yoy% | 48.29% | 7.79% | 18.91% | 2.16% | 2.11% |
| 净利润 | 6,771 | 7,909 | 8,834 | 9,017 | 9,292 |
| 增长率 yoy% | 227.94% | 16.81% | 11.69% | 2.07% | 3.05% |
| 每股收益(元) | 1.38 | 1.61 | 1.80 | 1.84 | 1.89 |
| 每股现金流量 | 3.27 | 4.57 | 3.01 | 3.63 | 2.46 |
| 净资产收益率 | 12.32% | 12.97% | 14.45% | 13.46% | 12.72% |
| P/E | 7.93 | 6.79 | 6.08 | 5.95 | 5.78 |
| PEG | 0.46 | 0.98 | 0.08 | 0.35 | 0.84 |
| P/B | 0.98 | 0.88 | 0.88 | 0.80 | 0.74 |

备注:

投资要点

- **公司披露 2019 年三季度报告:** 前三季度, 公司实现营业收入 1506.1 亿元 (+26.4%), 归属于上市公司股东净利润 69.8 亿元 (+26.9%), 扣除非经常性损益后的归母净利润为 66.5 亿元 (+13.0%), 每股收益为 1.42 元/股 (+26.9%), 加权平均 ROE 为 10.7% (+1.2 个 pct)。
- **前三季度业绩同比上升原因:** 与管理费用、财务费用、所得税等同比下降有关。前三季度, 公司主营业务煤炭毛利额为 185.1 亿元 (-10.8%), 甲醇毛利额为 4.4 亿元 (-54.4%), 业绩上升主要与管理费用、财务费用、所得税等同比下降有关。前三季度, 管理费用 31.4 亿元 (-13.7 亿元或 -30.3%), 主要系上年度社保费用一次性计提了 10.06 亿元所致。财务费用 19.5 亿元 (-13.2 亿元或 -40.3%), 主要系利息支出减少 3.4 亿元以及汇兑损失减少 7.6 亿元所致。所得税费用 21.5 亿元 (-13.7 亿元或 -38.9%), 主要系确认收购联合煤炭公司所形成的递延税款及应纳税所得额变化所致。
- **第三季度业绩环比下滑与所得税率环比上升、自产煤业绩环比下滑等有关。** 第三季度, 公司实现归母净利润 16.2 亿元, 环比下降 14.3 亿元, 下滑幅度较大, 我们认为业绩环比下滑主要由以下因素造成:
 - **(1) 所得税率环比上升。** 第二季度, 公司确认了收购联合煤炭公司所形成的递延税款 (2.19 亿澳元, 约为人民币 10.5 亿元), 造成该季度所得税费用率大幅下降。
 - **(2) 产量、售价下滑导致自产煤业绩环比下滑。** Q3 公司商品煤产量 2238 万吨, 环比下滑 142 万吨, 自产商品煤销量 2146 万吨, 环比下降 138 万吨, 预计由于煤层、安监等原因导致自产煤量环比小幅下滑。第三季度, 自产煤销售均价为 507.5 元/吨, 环比下降 26 元/吨, 自产煤单位成本为 281.5 元/吨, 环比上升 30 元/吨, 自产煤单位毛利 226.1 元/吨, 环比下降 57 元/吨。
- **煤炭业务毛利同比下滑原因:** 自产煤量、价都有所下滑。前三季度, 公司商品煤产量 6938 万吨 (-2.3%), 自产煤销量 6633 万吨 (-5.2%), 自产煤产销下滑主要是因为菏泽能化旗下的赵楼煤矿 (390 万吨/年) 核减 20% 产能以及地质条件复杂导致的, 前三季度菏泽能化商品煤产量 187.5 万吨 (-73 万吨), 与此同时, 我们也应该看到内蒙地区鄂尔多斯能化和昊胜煤业随着证照办理齐全, 三季度都加快了产量释放, 二者第三季度商品煤产量分别为 276.2 万吨 (+12.1%)、137.5 万吨 (+108%)。前三季度, 自产煤销售均价 536.6 元/吨 (-0.9%), 显著低于动力煤市场价 8% 以上的跌幅, 这与公司精煤洗选率提升等有关。
- **第二大业务甲醇价格下跌导致盈利能力同比下滑。** 前三季度, 公司甲醇产/销量分别为 127/129 万吨, 同比增加 2.9%、4.0%, 销售均价 1619 元/吨, 同比下降 24.4%, 平均销售成本 1281 元/吨, 同比下降 6.4%, 单位毛利 338 元/吨, 同比参加 56.1%, 毛利率 21%, 同比下降 15 个 pct。第三季度来看, 产销量分别为 42/46 万吨, 环比 +8%/+23%, 销售均价 1466 元/吨, 环比下降 14%, 平均销售成本 1209 元/吨, 环比下降 17%, 单位毛利 257 元/吨, 环比增加 2%, 毛利率 18%, 环比提升 3 个 pct。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2019-2021 年归属于母公司的净利润分别为 88.3、90.2、92.9 亿元, 折合 EPS 分别是 1.80、1.84、1.89 元/股, 当前 10.93

元的股价，对应 PE 分别为 6.1/6.0/5.8 倍，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**经济低迷造成煤炭需求不及预期；行业行政性调控的不确定性；新能源持续替代等。

图表 1: 煤炭业务分季度拆分

| 煤炭业务 | 2019Q1-Q3 | 2018Q1-Q3 | 同比变化 | 2019Q3 | 2019Q2 | 环比变化 |
|------------|------------------|------------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| 原煤产量 万吨 | 7791 | 7,824 | 0% | 2,542 | 2,642 | -4% |
| 商品煤产量 万吨 | 6938 | 7,098 | -2% | 2238 | 2380.1 | -6% |
| 商品煤销量 万吨 | 8,399 | 8,269 | 2% | 2,870 | 2,885 | -1% |
| 其中: 自产煤 | 6,633 | 6,994 | -5% | 2,146 | 2,284 | -6% |
| 贸易煤 | 1,766 | 1,275 | 39% | 724 | 600.8 | 21% |
| 销售均价 元/吨 | 555 | 554 | 0% | 536.5 | 536 | 0% |
| 销售收入合计 亿元 | 466 | 458.23 | 2% | 154.0 | 154.7 | 0% |
| 销售平均成本 元/吨 | 334.7 | 303.3 | 10% | 363.8 | 308.8 | 18% |
| 销售成本 亿元 | 281.11 | 250.8 | 12% | 104.42 | 89.09 | 17% |
| 平均毛利 元/吨 | 220.3 | 250.9 | -12% | 172.7 | 227.5 | -24% |
| 煤炭毛利 亿元 | 185.1 | 207.4 | -11% | 49.6 | 65.6 | -24% |
| 自产煤 | 2019Q1-Q3 | 2018Q1-Q3 | 同比变化 | 2019Q3 | 2019Q2 | 环比变化 |
| 销售均价 元/吨 | 536.6 | 541.3 | -1% | 507.5 | 533.9 | -5% |
| 销售收入合计 亿元 | 356.0 | 378.6 | -6% | 108.9 | 122.0 | -11% |
| 销售平均成本 | 262.3 | 249.4 | 5% | 281.5 | 251.1 | 12% |
| 销售成本 亿元 | 174.0 | 174.4 | 0% | 60.4 | 57.3 | 5% |
| 单位毛利 元/吨 | 274.4 | 291.9 | -6% | 226.1 | 282.9 | -20% |
| 贸易煤 | 2019Q1-Q3 | 2018Q1-Q3 | 同比变化 | 2019Q3 | 2019Q2 | 环比变化 |
| 销售均价 元/吨 | 624.15 | 624.59 | 0% | 622 | 545.1500899 | 14% |
| 销售收入合计 亿元 | 110.2 | 79.6 | 38% | 45 | 32.8 | 38% |
| 销售平均成本 | 607 | 599.01 | 1% | 608 | 528.4017643 | 15% |
| 销售成本 亿元 | 107 | 76.4 | 40% | 44 | 31.7 | 39% |
| 单位毛利 元/吨 | 17.5 | 25.6 | -32% | 14.5 | 16.7 | -14% |

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 甲醇业务分季度拆分

| 煤化工业务 | 2019Q1-Q3 | 2018Q1-Q3 | 同比变化 | 2019Q3 | 2019Q2 | 环比变化 |
|-----------|-----------|-----------|------|---------|---------|------|
| 甲醇产量 (千吨) | 1270 | 1234 | 3% | 420 | 389 | 8% |
| 甲醇销量 (千吨) | 1290 | 1240 | 4% | 460 | 373 | 23% |
| 甲醇收入 (千元) | 2,088,508 | 2653951 | -21% | 674,390 | 634,542 | 6% |
| 甲醇成本 (千元) | 1,652,218 | 1697607 | -3% | 556,166 | 540,814 | 3% |
| 甲醇毛利 (千元) | 436,290 | 956344 | -54% | 118,224 | 93,728 | 26% |
| 均价 | 1619 | 2140 | -24% | 1466 | 1701 | -14% |
| 均成本 | 1281 | 1369 | -6% | 1209 | 1450 | -17% |
| 吨毛利 | 338 | 771 | -56% | 257 | 251 | 2% |
| 毛利率 | 21% | 36% | -42% | 18% | 15% | 19% |

来源: 中泰证券研究所

图表 3: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 151,228 | 163,008 | 193,835 | 198,017 | 202,188 |
| 增长率 | 48.3% | 7.8% | 18.9% | 2.2% | 2.1% |
| 营业成本 | -126,088 | -131,239 | -163,610 | -167,030 | -170,316 |
| % 销售收入 | 83.4% | 80.5% | 84.4% | 84.4% | 84.2% |
| 毛利 | 25,140 | 31,770 | 30,225 | 30,987 | 31,873 |
| % 销售收入 | 16.6% | 19.5% | 15.6% | 15.6% | 15.8% |
| 营业税金及附加 | -3,057 | -2,419 | -2,908 | -2,970 | -3,033 |
| % 销售收入 | 2.0% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 营业费用 | -3,848 | -6,000 | -5,815 | -5,941 | -6,470 |
| % 销售收入 | 2.5% | 3.7% | 3.0% | 3.0% | 3.2% |
| 管理费用 | -4,389 | -5,767 | -4,846 | -4,950 | -5,055 |
| % 销售收入 | 2.9% | 3.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 13,846 | 17,584 | 16,656 | 17,126 | 17,315 |
| % 销售收入 | 9.2% | 10.8% | 8.6% | 8.6% | 8.6% |
| 财务费用 | -3,666 | -3,393 | -3,121 | -2,903 | -2,729 |
| % 销售收入 | 2.4% | 2.1% | 1.6% | 1.5% | 1.3% |
| 资产减值损失 | 2,223 | 297 | 200 | 200 | 200 |
| 公允价值变动收益 | 60 | -374 | 81 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 959 | 1,940 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| % 税前利润 | 6.5% | 12.3% | 12.6% | 12.0% | 11.7% |
| 营业利润 | 13,423 | 16,054 | 15,816 | 16,423 | 16,787 |
| 营业利润率 | 8.9% | 9.8% | 8.2% | 8.3% | 8.3% |
| 营业外收支 | 1,309 | -324 | 100 | 200 | 300 |
| 税前利润 | 14,731 | 15,730 | 15,916 | 16,623 | 17,087 |
| 利润率 | 9.7% | 9.6% | 8.2% | 8.4% | 8.5% |
| 所得税 | -2,459 | -4,387 | -3,103 | -3,569 | -3,671 |
| 所得税率 | 16.7% | 27.9% | 19.5% | 21.5% | 21.5% |
| 净利润 | 7,862 | 10,656 | 12,413 | 12,654 | 13,016 |
| 少数股东损益 | 595 | 2,140 | 2,979 | 3,037 | 3,124 |
| 归属于母公司的净利润 | 6,771 | 7,909 | 8,834 | 9,017 | 9,292 |
| 净利率 | 4.5% | 4.9% | 4.6% | 4.6% | 4.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 净利润 | 7,862 | 10,656 | 12,413 | 12,654 | 13,016 |
| 加: 折旧和摊销 | 4,664 | 6,359 | 6,641 | 6,881 | 7,105 |
| 资产减值准备 | 2,223 | 297 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | -60 | 374 | 81 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 3,351 | 3,203 | 3,121 | 2,903 | 2,729 |
| 投资收益 | -959 | -1,940 | -2,000 | -2,000 | -2,000 |
| 少数股东损益 | 595 | 2,140 | 2,979 | 3,037 | 3,124 |
| 营运资金的变动 | -13,944 | -6,397 | -4,850 | -1,983 | -8,189 |
| 经营活动现金净流 | 16,063 | 22,432 | 14,805 | 17,854 | 12,060 |
| 固定资本投资 | 3,375 | -5,387 | -1,500 | -1,500 | -1,500 |
| 投资活动现金净流 | -27,477 | -6,401 | -238 | -171 | -188 |
| 股利分配 | -2,358 | -2,358 | -3,092 | -3,156 | -3,252 |
| 其他 | 17,722 | -7,493 | -5,288 | -13,688 | -7,783 |
| 筹资活动现金净流 | 15,365 | -9,851 | -8,380 | -16,843 | -11,035 |
| 现金净流量 | 3,950 | 6,180 | 6,188 | 840 | 837 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 28,568 | 32,723 | 38,911 | 39,751 | 40,588 |
| 应收款项 | 14,472 | 10,104 | 17,658 | 9,285 | 16,850 |
| 存货 | 4,032 | 5,127 | 5,720 | 4,800 | 5,391 |
| 其他流动资产 | 19,067 | 17,910 | 19,560 | 19,350 | 21,097 |
| 流动资产 | 66,139 | 65,863 | 81,849 | 73,185 | 83,926 |
| % 总资产 | 33.9% | 32.3% | 37.7% | 35.6% | 39.4% |
| 长期投资 | 11,281 | 16,685 | 18,685 | 20,685 | 22,685 |
| 固定资产 | 45,365 | 44,293 | 42,102 | 39,456 | 36,404 |
| % 总资产 | 23.3% | 21.7% | 19.4% | 19.2% | 17.1% |
| 无形资产 | 47,477 | 45,178 | 44,268 | 43,344 | 42,404 |
| 非流动资产 | 128,748 | 137,817 | 135,027 | 132,179 | 129,307 |
| % 总资产 | 66.1% | 67.7% | 62.3% | 64.4% | 60.6% |
| 资产总计 | 194,887 | 203,680 | 216,876 | 205,364 | 213,233 |
| 短期借款 | 10,340 | 8,185 | 21,068 | 28,152 | 30,905 |
| 应付款项 | 27,956 | 30,774 | 38,640 | 30,178 | 35,042 |
| 其他流动负债 | 24,872 | 20,100 | 19,100 | 18,152 | 17,252 |
| 流动负债 | 63,168 | 59,058 | 78,808 | 76,482 | 83,199 |
| 长期贷款 | 31,543 | 33,556 | 25,176 | 8,333 | 1,500 |
| 其他长期负债 | 22,896 | 26,113 | 24,807 | 23,567 | 22,388 |
| 负债 | 117,606 | 118,726 | 128,792 | 108,382 | 107,087 |
| 普通股股东权益 | 54,939 | 60,992 | 61,144 | 67,005 | 73,044 |
| 少数股东权益 | 22,342 | 23,962 | 26,941 | 29,978 | 33,101 |
| 负债股东权益合计 | 194,887 | 203,680 | 216,876 | 205,364 | 213,233 |

比率分析

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 1.38 | 1.61 | 1.80 | 1.84 | 1.89 |
| 每股净资产 (元) | 11.18 | 12.42 | 12.45 | 13.64 | 14.87 |
| 每股经营现金净流 (元) | 3.27 | 4.57 | 3.01 | 3.63 | 2.46 |
| 每股股利 (元) | 0.48 | 0.48 | 0.63 | 0.64 | 0.66 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 12.32% | 12.97% | 14.45% | 13.46% | 12.72% |
| 总资产收益率 | 4.03% | 5.23% | 5.72% | 6.16% | 6.10% |
| 投入资本收益率 | 14.45% | 14.99% | 14.86% | 15.05% | 16.05% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 48.29% | 7.79% | 18.91% | 2.16% | 2.11% |
| EBIT 增长率 | 178.52% | 49.14% | -1.67% | 2.10% | 1.00% |
| 净利润增长率 | 227.94% | 16.81% | 11.69% | 2.07% | 3.05% |
| 总资产增长率 | 33.83% | 4.51% | 6.48% | -5.31% | 3.83% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 12.9 | 12.1 | 11.5 | 11.0 | 10.4 |
| 存货周转天数 | 8.0 | 10.1 | 10.1 | 9.6 | 9.1 |
| 应付账款周转天数 | 16.9 | 24.2 | 23.0 | 21.8 | 20.7 |
| 固定资产周转天数 | 90.3 | 99.0 | 80.2 | 74.1 | 67.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 33.54% | 28.87% | 30.77% | 15.96% | 5.99% |
| EBIT 利息保障倍数 | 3.4 | 5.6 | 5.9 | 6.5 | 7.0 |
| 资产负债率 | 60.35% | 58.29% | 59.38% | 52.78% | 50.22% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。