

【广发煤炭&海外】兖州煤业(600188.SH/1171.HK)

内生+外延增长可期，低估值龙头值得关注

● 公司概况：国际化程度最高龙头煤企，产业链日趋完整

公司是中国唯一一家拥有境内外四地上市平台的煤炭公司，公司主要业务包括：煤炭、煤化工（甲醇）、煤炭机械装备及电力和铁路业务，16 年煤炭、甲醇/电力/热力、矿用设备制造、铁运和非煤贸易业务分别实现营业利润 28.8 亿元、5.6 亿元、-0.5 亿元、0.3 亿元和 -4.2 亿元。16 年归母净利和扣非后净利分别为 20.6 亿元和 14.9 亿元，同比大幅上涨 140% 和 582%，其中 4 季度不考虑资产减值、投资收益、营业外收入和支出，4 季度净利润约 17 亿元。

● 煤炭：预计 17 年自产煤产量增加约 2000 万吨，拟收购澳洲联合煤炭

经营现状：公司煤矿主要分布在山东、陕西、内蒙和澳洲四地，在产核定产能 8955 万吨。16 年原煤产量、商品煤产量分别为 6674、6237 万吨，分别同比下滑 2.5%、持平，16 年公司本部吨煤收入、吨煤成本分别为 420 元、391 元，较 15 年上涨 84 元、52 元，吨煤净利达 32 元，已回升至 2014 年盈利水平。

新增产能：16 年下半年转龙湾煤矿（产能 500 万吨）投产，17 年 1 月石拉乌素煤矿（产能 1000 万吨）投入商业运营，预计 17 年公司自产煤产量增加 2000 万吨左右，目前公司在建产能 1980 万吨。

海外并购：公司拟非公开发行筹集 70 亿元用于子公司兖煤澳洲收购澳洲联合煤炭（C&A），C&A 旗下拥有三个煤矿，主要产品均为动力煤及半软焦煤，煤炭资源量 31.2 亿吨、可售储量 8.3 亿吨。16 年其动力煤、半软焦煤产量约 2000 万吨、595 万吨。C&A 按照 HVO100% 的权益和 MTW64.1% 的权益 C&A 2016 年税前利润为 4.407 亿澳元。考虑 C&A 未来通过随售权获得 HVO 另外 32.4% 权益，预计合计净利润为 16 亿元，将大幅提升兖煤澳洲的盈利。按照 PE 看，收购 C&A16 年对应 PE 约 13 倍，考虑到煤价此后大幅上涨，公司收购价格较低。

● 煤化工、机电装备制造盈利有望逐步改善，产融集合双轮驱动持续推进

煤化工：16 年下半年以来甲醇价格明显回升，甲醇制烯烃、甲醇汽油等正成为甲醇需求新增长点，预计甲醇消费量年均增长率达 11%，行业盈利有望逐步改善。公司主要拥有榆林能化和鄂尔多斯能化 2 个 60 万吨甲醇项目，16 年实现毛利 6.2 亿元，同比下降 18.3%（源于成本增速高于收入增速），预计随着公司甲醇二期项目投产，规模扩大推动其盈利进一步增长。

机电装备制造：受益于采煤机械化程度提升、新建产能投产与产能置换带来的需求刺激，未来机电装备市场空间广阔。15 年公司完成对东华重工 100% 股权的收购，16 年其机电装备产品产销均有所提升，实现收入为 6.59 亿元，同比上涨 30.6%，毛利率 19.3%，较 2015 年提升 15.5 个百分点，预计未来公司机电装备制造业务保持高速增长。

金融：公司近几年不断跨界开展金融业务，先后参与设立兖矿财务公司、中垠融资租赁公司、参股齐鲁银行、上海中期期货和浙商银行等。目前参控股金融类公司达 13 家，16 年全年实现投资收益 7.62 亿元，同比上涨 25%。

● 观点：4 季度盈利开始大幅好转，17 年增长显著，维持“买入”评级

17 年公司业绩上涨主要源于：1）煤价上涨：16 年 4 季度和 17 年 1 季度山东兖州地区混煤价格分别较 16 年均价上涨 42.9%、35.7%，公司 4 季度盈利 9.9 亿元，扣除资产减值损失后达 17 亿元。由于公司业绩滞后于煤价以及后期煤价预期维持高位，公司 17 年盈利将进一步改善；2）兖煤澳洲减亏：随着国际煤价回升、亏损煤矿剥离、莫拉本煤矿产能进一步释放，即使不考虑收购 C&A，预期兖煤澳洲将减亏（16 年亏损 10.9 亿元）；3）新增煤矿投产：公司 16 年下半年以来内蒙煤矿陆续投产 17 年有望贡献新增产量约 2000 万吨，按照吨煤盈利 60 元/吨计算，预计贡献权益净利润超 10 亿元。此外，公司拟非公开发行筹集 70 亿元用于子公司兖煤澳洲收购澳洲联合煤炭，进一步打开成长空间。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.95、0.88 和 0.98 元，对应 17 年归属于母公司净利润约 47 亿元，动态 PE 约 12 倍，维持 A 股/H 股“买入”评级。

● 风险提示：煤价超预期下跌，新建煤矿低于预期。

公司评级

买入

当前价格（A 股）

11.80 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-09

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	4,912/2,960
流通 A 股市值（百万元）	57,962
每股净资产（元）	8.56
资产负债率（%）	64.94
一年内最高/最低（元）	13.80/8.83

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

兖州煤业（600188.SH）：高 2017-04-05

成长、低估值，拟非公开发行

募集 70 亿元

兖州煤业（600188.SH）：专 2015-04-29

项储备支撑 15 年业绩，积极

向产融转型

兖州煤业（600188.SH）：改 2015-03-31

革预期强烈，上调评级至“买

入”

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

目录索引

公司概况：国际化程度最高龙头煤企，产业链日趋完整	5
发展历程：境内外四地上市，逐渐发展为国际化程度最高的龙头煤企	5
财务状况：16 年盈利增长 140%，4 季度净利润达 17 亿元	5
主营业务：以煤炭经营为基础，已形成煤炭深加工和综合利用一体化的产业链	6
煤炭业务：预计 17 年自产煤产量增加 2000 万吨左右，拟非公开发行收购澳洲联合煤炭	10
经营现状：16 年原煤产量下降 2.5%，全年吨煤净利达 32 元	10
新增产能：转龙湾、石拉乌素煤矿相继投产，在建产能仍达 1980 万吨	13
海外并购：拟非公开发行收购澳洲联合煤炭，进一步打开成长空间	14
非煤炭业务：煤化工、机电装备制造盈利有望逐步改善，产融集合双轮驱动持续推进 ...	17
煤化工：甲醇制烯烃、甲醇汽油等成为甲醇需求重要新增长点，盈利有望逐步改善	17
机电装备制造：受益机电装备需求提升，预计将有较大增长空间	19
金融：产融集合双轮驱动，未来有望持续贡献投资收益	22
观点：4 季度盈利大幅好转，17 年受益于煤价上涨、新建煤矿投产及兖煤澳洲减亏，维持“买入”评级	24
风险提示	25

图表索引

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 其他业务收入成为收入规模增长的主要来源 (亿元)	6
图 3: 16 年公司盈利同比大幅上涨 140% (亿元)	6
图 4: 目前公司整体盈利能力仍较低	6
图 5: 16 年公司资产负债率降至 65%	6
图 6: 公司生产经营结构图	8
图 7: 16 年煤炭业务收入占比达 88% (亿元)	8
图 8: 16 年煤化工收入占比达 7.4% (亿元)	8
图 9: 16 年煤炭业务毛利占比达 92% (亿元)	9
图 10: 16 年煤化工毛利占比达 5.5% (亿元)	9
图 11: 16 年煤炭业务贡献主要营业利润 (亿元)	9
图 12: 近年来甲醇/电力/热力业务盈利稳步提升	9
图 13: 截止 17 年 1 月, 公司合计在产产能 8155 万吨	11
图 14: 截止 17 年 1 月, 公司合计在建产能 2180 万吨	11
图 15: 16 年公司原煤产量同比下降 2.5% (万吨)	11
图 16: 15 年外购煤降幅超 47% (百万吨)	11
图 17: 16 年公司本部吨煤价格提高约 84 元	12
图 18: 16 年公司本部吨煤成本提高约 52 元	12
图 19: 16 年公司吨煤净利 32 元	13
图 20: 本次收购前, 联合煤炭 (C&A) 股权结构	14
图 21: 本次收购后, 联合煤炭 (C&A) 股权结构	14
图 22: 甲醇和煤炭价格走势相关度较高	18
图 23: 16 年甲醇产量同比降低 1.5% (单位: 万吨)	18
图 24: 16 年甲醇销量同比提高 4.2% (单位: 万吨)	18
图 25: 16 年甲醇业务收入和成本持续提升 (单位: 亿元)	19
图 26: 16 年甲醇业务收入同比提高 8% (单位: 亿元)	19
图 27: 16 年甲醇业务成本同比提高 21.2% (单位: 亿元)	19
图 28: 16 年甲醇业务毛利同比下降 18.3% (单位: 亿元)	19
图 29: 固投下降主因新增产能减少 (亿元、亿吨)	20
图 30: 新建煤矿投资占比 14 年达到高点 49%	20
图 31: 2014-2020 煤机总需求 (亿元/%)	21
图 32: 14-20 煤机新增产能与更新需求 (亿元/亿元/%)	21
图 33: 公司机电装备制造业务收入稳步提升 (单位: 亿元)	22
图 34: 公司金融投资主要发展历程	23
图 35: 16 年底, 公司控股参股的金融企业已达到 13 家	24
图 36: 16 年实现投资收益同比上涨 25% (百万元)	24

表 1: 公司主要煤矿储量、产量和产能表 (截止 2017 年 1 月 30 日)	10
表 2: 截至 2016 年底公司主要煤矿建设项目进展情况 (单位: 亿元)	13
表 3: HVO 矿区和 MTW 矿区明细情况	15
表 4: C&A 的经营及财务状况.....	16
表 5: 兖煤澳洲和 C&A 的财务数据 (单位: 百万澳元)	16
表 6: 收购 C&A 价格与 A 股主要上市公司比较概况	16
表 7: 2014-2016 年公司机电装备制造业务经营情况	21
表 8: 兖州煤业主要控股参股金融公司基本情况 (单位: 百万元)	24

公司概况：国际化程度最高龙头煤企，产业链日趋完整

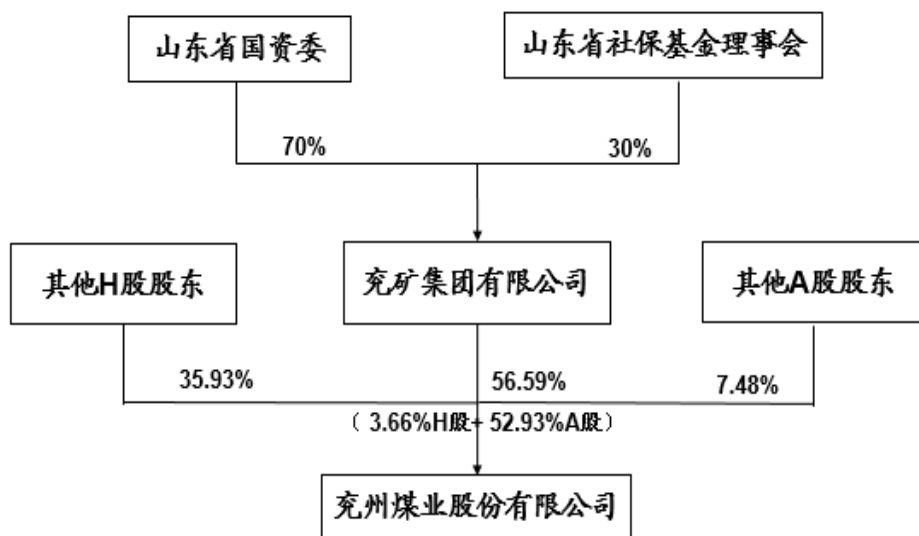
发展历程：境内外四地上市，逐渐发展为国际化程度最高的龙头煤企

公司大股东为兖矿集团，持有公司56.69%的股权，实际控制人为山东省国资委。公司成立于1997年7月，1998年先后在纽约、香港和上海三地上市，是上市最早的大型煤炭企业。

2004年，公司出资3200万澳元成功收购了澳思达煤矿，成为中国第一家在海外投资运营煤矿的企业。此后公司先后收购澳大利亚新泰克控股公司、与格罗斯特公司合并。2012年6月公司控股子公司兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所上市，成为中国唯一一家拥有境内外四地上市平台的煤炭公司，也成为中国国际化程度最高的煤炭公司。

公司总部位于山东省境内，在山东、陕西、山西和内蒙古以及澳大利亚拥有煤炭资源和煤炭深加工项目，并在加拿大拥有钾矿资源。

图1：公司股权结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

财务状况：16年盈利增长140%，4季度净利润达17亿元

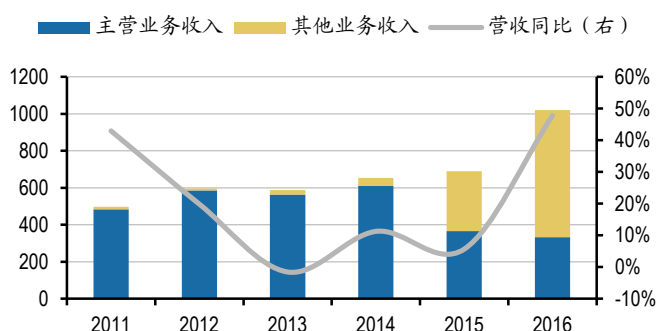
11-15年，虽然行业整体不景气，但公司营收整体稳中有增。14年开始，公司其他业务收入增长迅猛（基本为钢铁、铁矿石贸易业务），成为收入规模增长的主要来源，16年收入占比达到67%。16年公司实现营业收入1019.9亿元，同比大幅增长47.8%，其中，其他业务收入同比增加362.3亿元。

从盈利来看，公司归母净利润和扣非净利润分别从11年的高点86.2和86.7亿元，下降至15年的8.6和2.2亿元。受益于16年下半年以来煤价和甲醇价格快速上涨，公司

16年盈利能力明显改善，归母净利润和扣非净利润分别为20.6和14.9亿元，同比大幅上涨140%和582%，折合每股收益0.42元。不考虑资产减值、投资收益、营业外收入和支出，4季度净利润约17亿元。

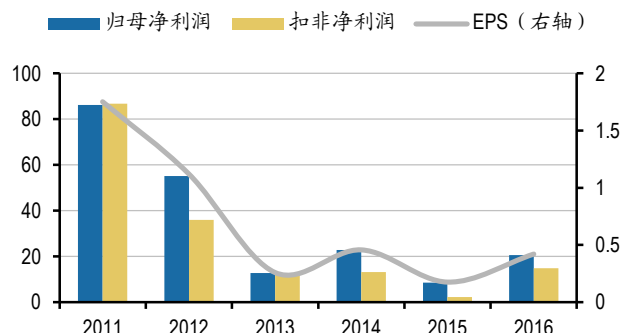
由于盈利能力的提升，公司主要盈利能力指标净利率、ROE目前都有所改善，公司资产负债率15年以来有所下降，不过仍处于相对较高水平，16年末达65%。2013年以来期间费用率持续下降，2016年仅为8%，同比下降4个百分点。随着煤炭、煤化工市场日渐趋稳，加之新建产能陆续投产，预计未来公司盈利能力将持续改善。

图2：其他业务收入成为收入规模增长的主要来源（亿元）



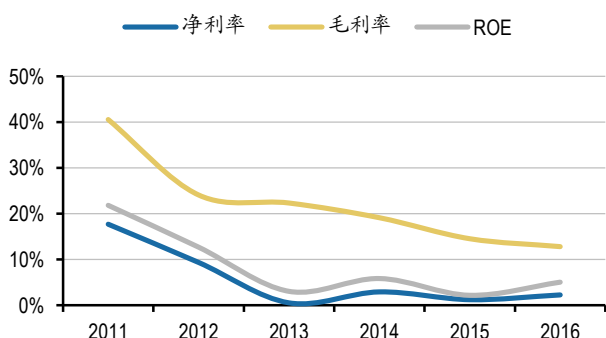
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：16年公司盈利同比大幅上涨140%（亿元）



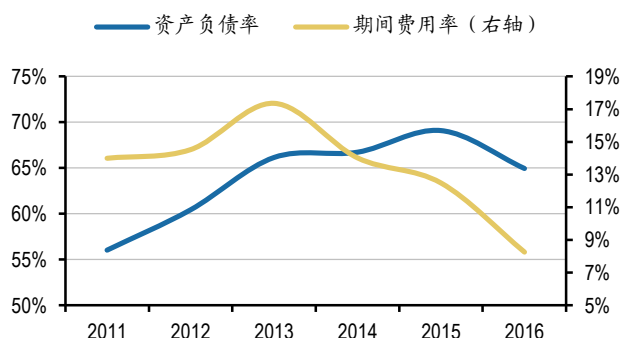
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：目前公司整体盈利能力仍较低



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：16年公司资产负债率降至65%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

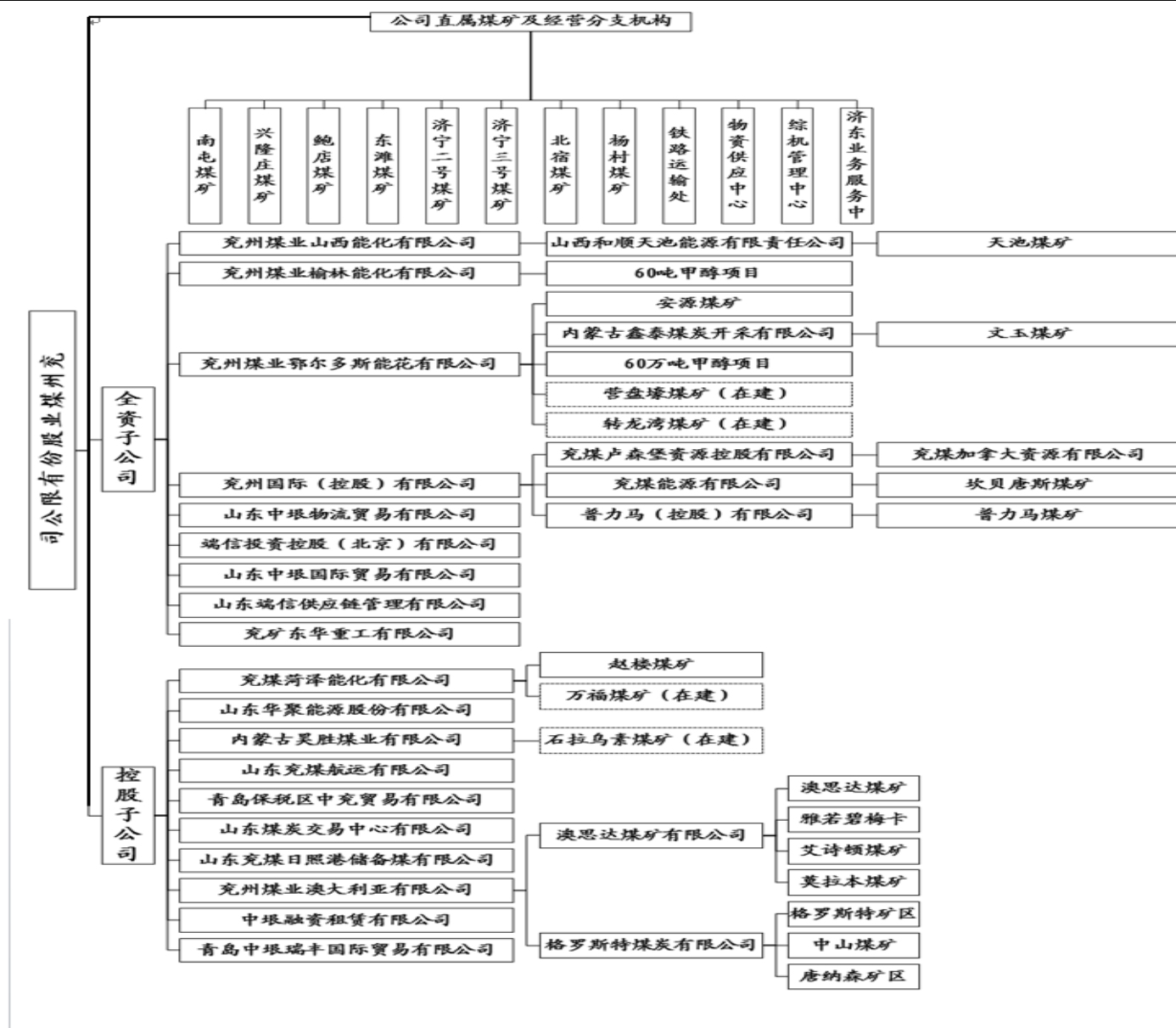
主营业务：以煤炭经营为基础，已形成煤炭深加工和综合利用一体化的产业链

公司主营煤炭开采和销售，2002年收购铁路资产，目前拥有300公里的煤炭专用铁路兖石线直连日照港。2005年以来先后收购菏泽能化、山西能化、华聚能源，设立鄂尔多斯能化，公司业务条线拓展到下游煤化工、电力和热力。2015年7月，公司通过收购集团下属的东华重工将产业链进一步延伸到机电装备领域。经过多次产业

和资本运作，公司不断发展壮大，目前已形成以煤炭经营为基础，煤炭深加工和综合利用一体化的产业链。此外，公司以实体产业为基础，继续加快向金融投资产业拓展，先后设立中垠融资租赁公司、增资集团财务公司、参股齐鲁银行、上海中期期货和浙商银行，业务逐渐多元化。

- ◇ **收入：**2016年公司主营业务中，煤炭、煤化工（甲醇）、煤炭机械装备、电力和铁路业务分别实现收入293亿元、24.5亿元、6.6亿元、5.7亿元和2.9亿元，占比分别为88%、7.4%、2%、1.7%和0.9%。
- ◇ **盈利：**受国家供给侧结构性改革影响，自2016年三季度以来，煤炭市场快速回暖，公司煤炭板块盈利能力显著提高，毛利占比达92%，公司煤化工和电力业务近年来稳步提升。2016年，煤炭业务、甲醇/电力/热力业务、矿用设备制造业务和铁运业务分别实现营业利润28.8亿元、5.6亿元、-0.5亿元和0.3亿元，煤炭业务贡献了主要的盈利。

图6: 公司生产经营结构图

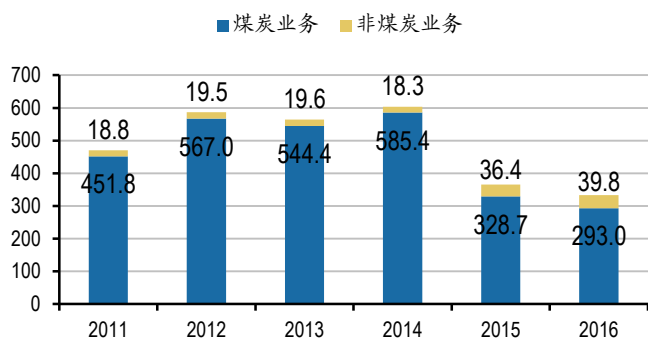


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：北宿煤矿已于16年关闭

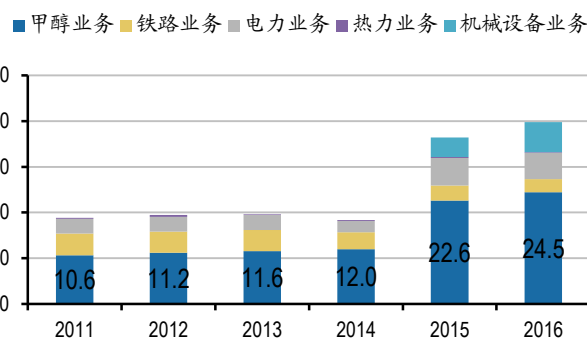
图7: 16年煤炭业务收入占比达88%（亿元）

图8: 16年煤化工收入占比达7.4%（亿元）



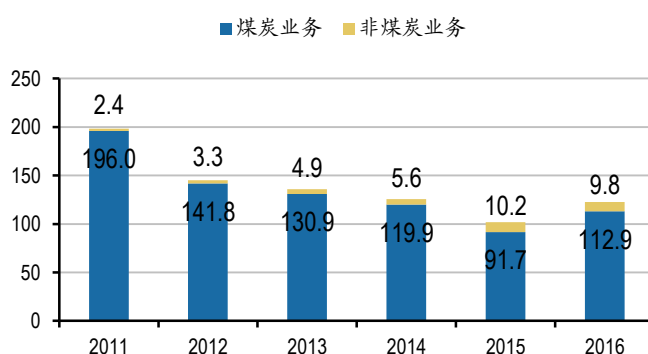
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图9: 16年煤炭业务毛利占比达92% (亿元)



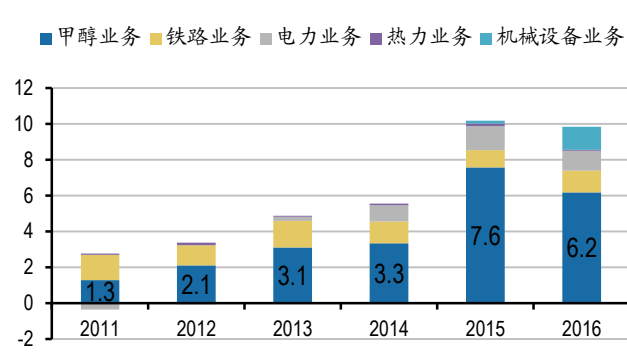
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图10: 16年煤化工毛利占比达5.5% (亿元)



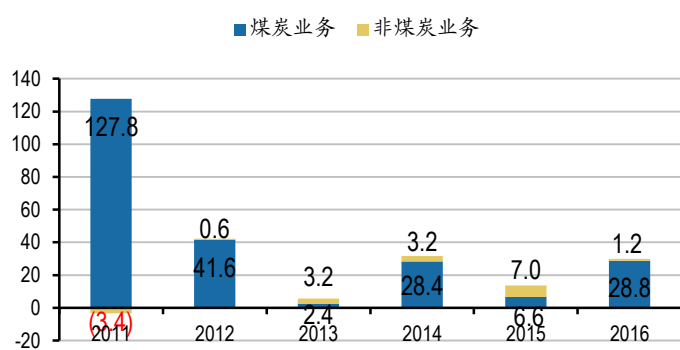
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图11: 16年煤炭业务贡献主要营业利润 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图12: 近年来甲醇/电力/热力业务盈利稳步提升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

煤炭业务: 预计 17 年自产煤产量增加 2000 万吨左右, 拟非公开发行收购澳洲联合煤炭

经营现状: 16 年原煤产量下降 2.5%, 全年吨煤净利达 32 元

1、煤矿分布山东、陕西、内蒙和澳洲, 在产核定产能8955万吨

公司是中国最贴近东部消费地的国有煤炭巨头, 现有山东 (本部)、榆林、鄂尔多斯、澳洲“四大基地”, 主要有7个运营主体, 分别是本部、山西能化、鄂尔多斯能化、兖煤国际、菏泽能化、昊盛能源以及兖煤澳洲, 除兖煤澳洲主产焦煤外, 其他产地以动力煤为主。截止17年1月, 公司在产煤矿核定产能8955万吨 (北宿煤矿已于16年关闭, 产能100万吨), 在建煤矿产能1980万吨。其中, 中国境内在产产能5915万吨, 在建产能1380万吨; 澳洲在产产能3240万吨, 在建产能600万吨。公司16年原煤产量6674万吨, 商品煤产量6237万吨, 商品煤销量7497万吨。

表 1: 公司主要煤矿储量、产量和产能表 (截止 2017 年 1 月 30 日)

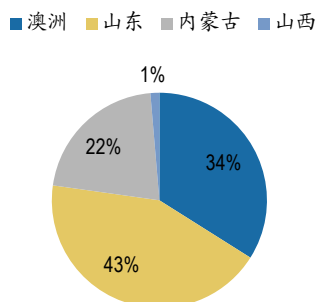
运营主体	煤矿名称	煤种	资源储量 (百万吨)	设计产能 (万吨/年)	16 年产量 (万吨)	状态
公司本部	南屯煤矿	动力煤	223	300	270	在产
	兴隆庄煤矿	动力煤	501	650	650	在产
	鲍店煤矿	动力煤	358	600	630	在产
	东滩煤矿	动力煤	587	750	800	在产
	济宁二号	动力煤	786	420	370	在产
	济宁三号	动力煤	782	650	570	在产
	北宿煤矿	动力煤	74	100	40	已关闭
山西能化	杨村煤矿	动力煤	86	115	140	在产
	天池煤矿	动力煤	110	120	160	在产
	安源煤矿	动力煤	24	120	160	在产
鄂尔多斯能化	文玉煤矿	动力煤	43	300	-	在产
	营盘壕煤矿	动力煤	2170	1200	-	在建
	转龙湾煤矿	动力煤	536	500	320	16 年下半年 投入运营
兖州国际	坎贝唐斯	动力煤	205	280	240	在产
	普力马	动力煤	61	500	420	在产
菏泽能化	赵楼煤矿	1/3 焦煤	406	390	320	在产
	万福煤矿	气肥煤	309	180	-	在建
内蒙古昊盛能源	石拉乌素煤矿	动力煤	2311	1000	-	17 年 1 月投入 运营
兖州澳洲	澳思达*	半硬焦煤	49	360	-	在产
	雅若碧	喷吹煤	41	400	360	在产
	艾诗顿*	半软焦煤	53	500	-	在产

莫拉本（在建）	动力煤	278	1300	990	二期扩建项目 四号露天矿于 16年7月投产
莫拉本（在产）	动力煤	-	800	-	在产
格罗斯特	半硬焦煤	45	560	120	在产
唐纳森*	半软焦煤	124	610	-	在产
中山*	焦煤、喷吹煤	73	540	-	在产
在产小计	-	7383	8955	6560	-
在建小计	-	2479	1980	-	-
合计	-	9862	11135	6560	-

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

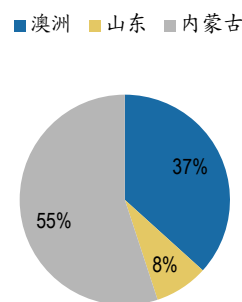
*注：因实施资产证券化业务，澳思达煤矿、艾诗顿煤矿和唐纳森矿区自2016年4月1日起，不再计入兖煤澳洲产销量；中山矿是兖煤澳洲与第三方合资拥有并运营的合资公司，不并入公司财务报表

图13：截止17年1月，公司合计在产产能8955万吨



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14：截止17年1月，公司合计在建产能2180万吨



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

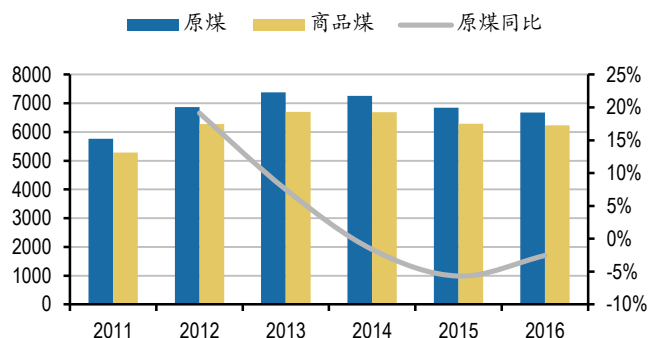
2、16年原煤产量下降2.5%，贸易煤销量降幅超47%

过去几年，受全球经济增速放缓、产业结构调整、能源结构变化等影响，国内煤炭行业发展艰难。近三年来公司原煤、商品煤产量持续下降，16年公司原煤产量6673.8万吨，同比下降2.5%；商品煤产量6236.5万吨，与15年基本持平。

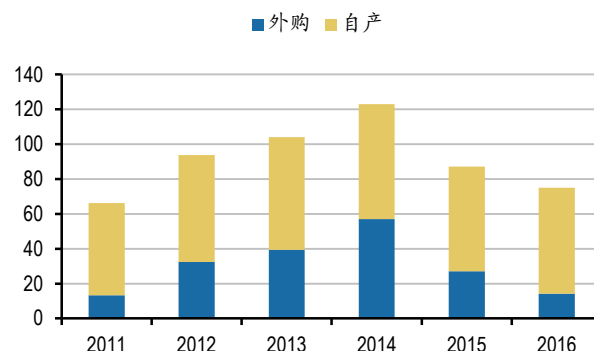
从销量来看，公司15年商品煤销量出现回落，主要由于外购煤降幅达52.5%。公司16年商品煤销量7497万吨，同比下降14%，其中贸易煤仅1426万吨，同比下降47%。公司计划17年销售自产煤7860万吨，同比增加26%。

图15：16年公司原煤产量同比下降2.5%（万吨）

图16：15年外购煤降幅超47%（百万吨）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

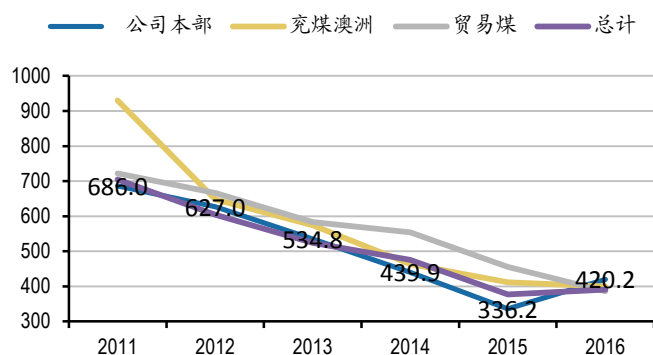


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3、吨煤收入和成本累计降幅超50%，16年公司本部吨煤价格回升约84元

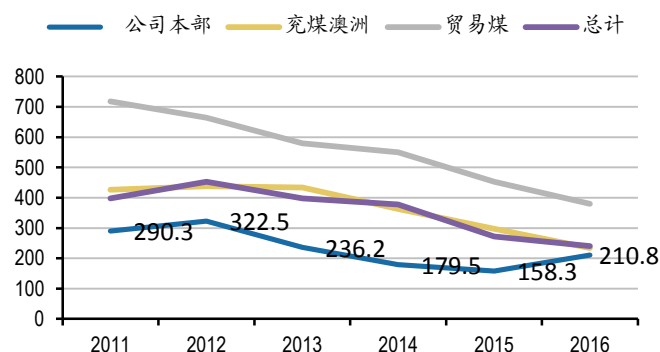
由于煤炭价格持续回落，近5年公司吨煤收入不断下降，15年吨煤收入336元，相比较11年高点降幅达51%。16年三季度以来，煤炭市场快速回暖，公司16年全年平均吨煤收入391元，同比上涨3.7%，公司本部吨煤收入420元，较15年提高约84元，增幅达25%。与此同时，公司积极采取一系列降本增效的经营管理措施，吨煤成本也不断降低，从12年的453元/吨降低到16的240元/吨，降幅高达89%。16年公司本部吨煤成本有所回升，相比较15年提高约52元。

图17: 16年公司本部吨煤价格提高约84元



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图18: 16年公司本部吨煤成本提高约52元

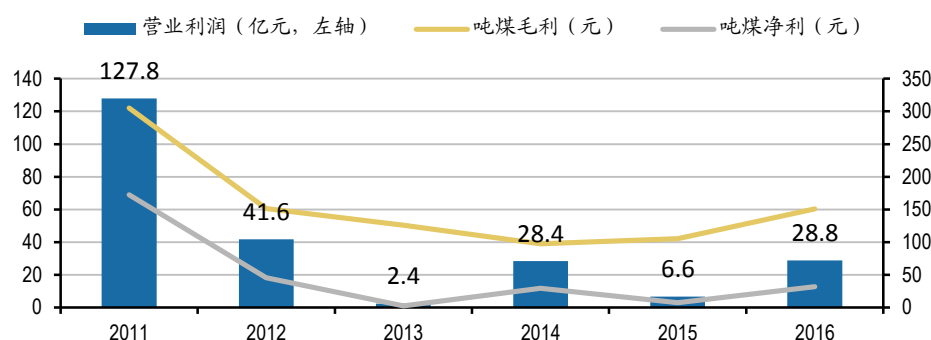


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

4、16年吨煤净利32元，回升至14年盈利水平

11年以来，公司吨煤毛利与吨煤净利整体呈现下降趋势，16年由于煤价回升，同时公司成本控制较好，吨煤毛利有所上升，由15年的105元提升到16年的151元。4季度吨煤毛利201元，较3季度环比增加46%。公司16年吨煤净利32元，回升至2014年盈利水平，4季度吨煤净利约76元。

图19: 16年公司吨煤净利32元



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

新增产能：转龙湾、石拉乌素煤矿相继投产，在建产能仍达 1980 万吨

16年下半年，转龙湾煤矿（设计产能500万吨/年）投产，17年1月，已获发改委项目核准的石拉乌素煤矿（设计产能1000万吨/年）也投入商业运营，公司预计17年自产煤产量增加2000万吨左右。此外，目前公司主要还有三个重大煤矿建设项目，分别位于山东、内蒙古和澳大利亚，在建矿井产能达1980万吨。

- ✧ **营盘壕煤矿**：设计产能1200万吨/吨，资源储量21.7亿吨。该煤矿是兖矿集团在鄂尔多斯市落地的第一个化工项目年产180万吨甲醇转烯烃的配套项目。井田面积80.14km。目前已获列国家能源局首批实施减量置换新建煤矿项目，预计2017年投产。
- ✧ **万福煤矿**：设计产能180万吨/年，资源储量4.1亿吨。井田面积129.86平方千米，煤质以焦煤、肥煤为主。已获得国家发改委项目核准，预计2018年底试生产。
- ✧ **莫拉本（二期）**：设计产能1300万吨/年，包括一个新的露天矿和一个井工矿。露天矿产能700万吨，已于2016年7月投入商业运营，井工矿产能600万吨，预计将于17年10月投产。

表2: 截至2016年底公司主要煤矿建设项目进展情况（单位：亿元）

项目	设计产能 (万吨)	计划 投资	截至 2016 年底投资额	工程 进度	17 年拟 投资额	18 年拟 投资额	备注
万福矿井及选煤厂	180	34.5	14.34	41.6%	9.06	8.16	已获得国家发改委项目核准。预计 2018 年底试生产。
营盘壕矿井及选煤厂	1200	95.48	38.76	40.6%	22.68	20.48	已获列国家能源局首批实施减量置换新建煤矿项目。预计 2017 年投产。

莫拉本煤矿井工矿	600	5.5 亿 澳元	2.31 亿 澳元	42.0%	-	-	露天矿于 2016 年 7 月投入商业运营。
----------	-----	-------------	--------------	-------	---	---	------------------------

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外并购：拟非公开发行收购澳洲联合煤炭，进一步打开成长空间

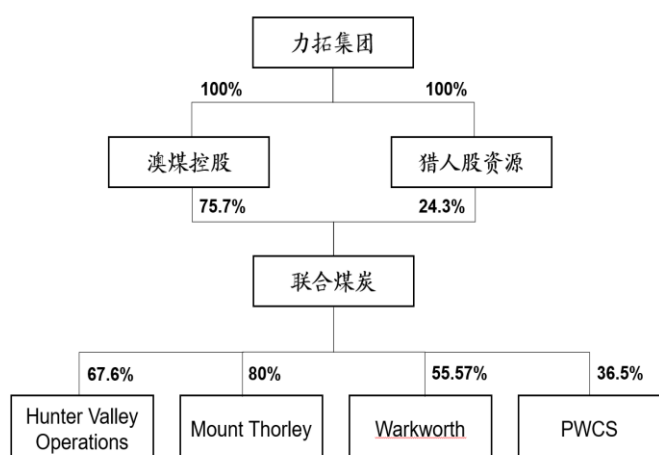
1、拟非公开发行筹集70亿元，收购澳洲联合煤炭100%股权

1月25日，公司公告称控股子公司兖煤澳洲拟以 23.5 亿美元或 24.5 亿美元（最终金额取决于兖煤澳洲选择的具体支付方式，目前尚未确定），收购力拓矿业集团子公司澳煤控股和猎人谷资源持有的联合煤炭工业有限公司（“C&A”）合计100%股权。澳煤控股和猎人谷资源分别持有C&A 75.71%和24.29%的股权。3月31日，公司发布非公开发行A股股票预案，拟非公开发行不超过6.47亿股，募集资金总额不超过70亿元（含发行费用）用于收购联合煤炭100%股权。本次交易尚需经过中国、澳大利亚、韩国相关部门批准。

C&A为澳大利亚领先的优质动力煤和半软焦煤生产商，在世界上认可度最高的煤炭产区之一的新南威尔士州猎人谷地区开展生产，目前拥有并运营3个大规模、多煤层、露天开采的煤炭开采项目，分别是Hunter Valley Operations（“HVO”，67.6%）、Mount Thorley（80%）和 Warkworth（55.6%），后2个煤矿项目统称“MTW”。此外，C&A还拥有PWCS36.5%的股权。

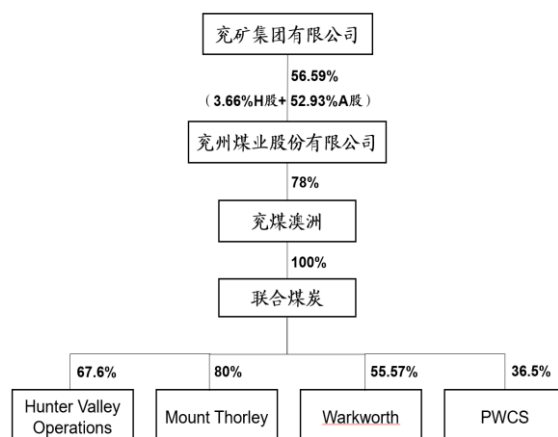
Hunter Valley Operations、Mount Thorley 和 Warkworth三个矿位于澳大利亚猎人谷盆地辛格尔顿西北，主要产品均为动力煤及半软焦煤，合计资源量约31.2亿吨，可售储量8.3亿吨。16年三个煤矿动力煤产量分别为992.5、282.5和722.5万吨，合计2000万吨。三个矿半软焦煤产量分别为372、142和81万吨，合计约595万吨。

图20：本次收购前，联合煤炭（C&A）股权结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图21：本次收购后，联合煤炭（C&A）股权结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3: HVO 矿区和 MTW 矿区明细情况

	权益 比例	可售 储量 (亿吨)	资源量 (亿吨)	矿山 服务 年限	动力煤 (万吨)			半软焦煤 (万吨)		
					2014	2015	2016	2014	2015	2016
Hunter Valley Operations	67.6%	6.16	18.31	46	1192.4	1004.8	992.5	193.5	296.6	372
Mount Thorley	80.0%	0.12	3.22	19	224.1	281.5	285	195.2	139.8	142
Warkworth	55.6%	2.06	9.66	19	680.3	666.3	722.5	93.3	85.3	80.9
合计	-	8.34	31.19	-	2096.8	1952.6	2000.0	482.0	521.7	594.9

数据来源：公司公告，力拓集团年报，广发证券发展研究中心

2、16年C&A收购完成后合计净利润有望增加约16亿元，大幅提升兖煤澳洲的盈利

C&A 2016年的原煤产量为3620万吨，商品煤产量2590万吨；收购完成后，原煤产量将从16年的1575万吨增加230%至5195万吨，成为澳大利亚最大的独立煤炭运营商，煤炭储量、产量将提升至澳大利亚第三位。

16年兖煤澳洲亏损10.9亿元，而根据公告HVO100%的权益和 MTW64.1%的权益 C&A 2016年税前利润为4.407亿澳元(其中C&A和HVOR分别持有67.6%及32.4%权益，其中HVOR享有随售权)。考虑C&A未来通过随售权获得HVO另外32.4%权益，预计合计净利润为16亿元。

通过并购力拓澳洲优质煤炭资产，利用优质资产的正现金流优化兖煤澳洲资产包，兖煤澳洲融资功能有望逐步恢复，实现持续盈利。同时兖煤澳洲也将成为对日本、韩国出口的重要澳洲煤炭公司，有望参与日澳动力煤谈判，提升中资煤炭企业在亚太地区海运煤市场的话语权和定价权。

表 4: C&A 的经营及财务状况

	2014	2015	2016
原煤产量	3570	3420	3620
商品煤产量	2580	2470	2590
收入 (百万澳元)	1885.8	1845.0	1984.3
除税前利润 (百万澳元)	179.5	218.6	440.7

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(注: 财务状况是按照 HVO100%的权益和 MTW64.1%的权益计算的金额)

表 5: 兖煤澳洲和 C&A 的财务数据 (单位: 百万澳元)

	收益		息税折旧摊销前利润	
	2016Q3	2016Q4	2016Q3	2016Q4
兖煤澳洲	280	493	61	158
C&A	341	558	73	237
收购合并后合计	621	1051	134	395

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3、吨可采储量和吨产能收购价格分别为21元和476元, 基本合理; 而按照PE和PB测算, 总体较为低估

本次收购总投资额为23.5亿美元或24.5亿美元, 约合人民币164.5亿元或171.5亿元。按照储量、产量、净资产及净利润情况分别测算估值如下:

- ✧ **可采储量:** 按照最高额计算3个煤矿项目总可采储量约为8.34亿吨, 吨可采储量收购价格为21元;
- ✧ **产能:** C&A总产能约3600万吨, 吨产能收购价格约476元, 对标A股主要上市公司, 收购价格基本合理;
- ✧ **PE:** 按照盈利测算, 16年C&A权益净利润 (不考虑少数股东) 约13亿元, 收购PE约13倍, 考虑到煤价此后大幅上涨, 公司收购价格较低;
- ✧ **PB:** 按照净资产测算, 16年C&A权益约为33亿澳元, 考虑权益净资产后, PB约为1.2倍。

表 6: 收购 C&A 价格与 A 股主要上市公司比较概况

公司	产能 (万吨)	可采储量 (万吨)	市值 (亿元)	吨产能市值 (元)	吨储量市值 (元)
神火股份	540	168000	131	2432	8
安源煤业	330	20008	52	1569	26
盘江股份	995	205202	131	1316	6
开滦股份	810	204020	105	1298	5
中国神华	29180	1574200	3,737	1281	24
远兴能源	1100	104000	113	1028	11
上海能源	805	-	83	1025	-

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

西山煤电	3080	-	304	987	-
兰花科创	915	42782	89	971	21
潞安环能	3200	-	265	829	-
平庄能源	680	26400	53	783	20
靖远煤电	1153	44595	88	766	20
陕西煤业	8705	962800	618	710	6
中煤能源	10215	-	702	687	-
恒源煤电	1325	-	88	663	-
阳泉煤业	2490	362756	165	662	5
冀中能源	3927	-	237	603	-
昊华能源	1420	319349	84	590	3
山煤国际	1651	66348	94	570	14
新集能源	2320	-	130	561	-
兖州煤业	8955	169920	442	494	26
郑州煤电	1075	51133	50	469	10
大同煤业	2210	-	103	466	-
平煤股份	3290	-	140	426	-
露天煤业	4600	-	147	320	-
C&A	3600	83400	172	476	21

数据来源：公司公告，公司财报，广发证券发展研究中心

非煤炭业务：煤化工、机电装备制造盈利有望逐步改善， 产融集合双轮驱动持续推进

煤化工：甲醇制烯烃、甲醇汽油等成为甲醇需求重要新增长点，盈利有望逐步改善

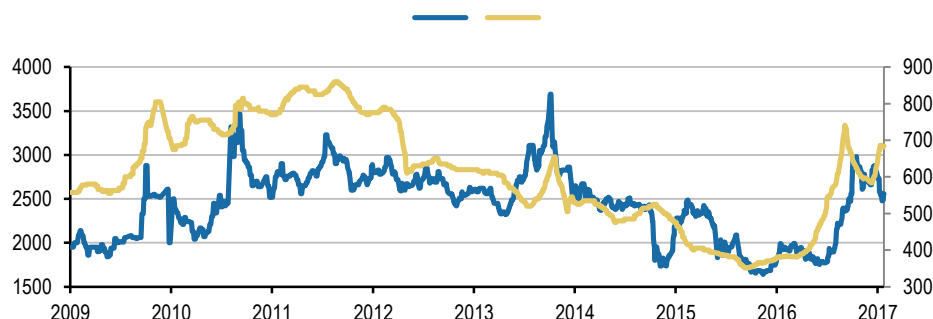
1、十三五促新型煤化工发展，有力支撑甲醇市场需求

公司煤化工业务以生产甲醇为主。目前我国甲醇工艺中煤制甲醇占比达70%以上，从历史价格走势来看，甲醇和煤炭价格走势相关度较高，16年下半年以来受益于煤价大幅上涨，甲醇价格也出现明显回升。

虽然目前甲醇行业总产能较大（截止2015年底约6976万吨），行业仍处于产能过剩状态，但随着国家对100万吨及以下煤制甲醇项目的禁止以及无烟煤制甲醇、天然气制甲醇产能的限制，新产能投放已明显减缓。同时下游甲醇制烯烃、甲醇汽油已逐步成为甲醇需求重要的新增长点，根据《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》预测，到2020年我国甲醇需求量为8000万吨，而2016年我国甲醇表观消费量为5190

万吨，未来几年年均增长率预计将达到11%。预计随着十三五期间新型煤化工进一步发展，行业产能过剩局面逐步缓解，甲醇行业盈利有望逐步改善。

图22：甲醇和煤炭价格走势相关度较高



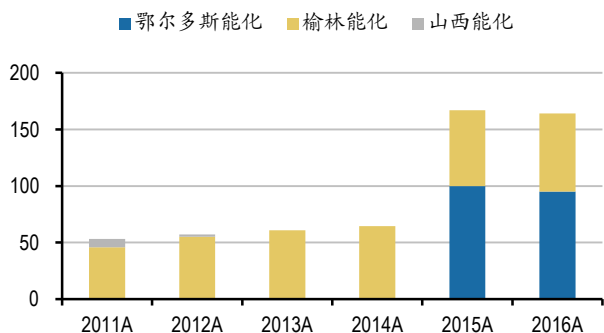
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2、2015年鄂尔多斯能化达产，甲醇产销量迅速提升

公司煤化工业务主要依托子公司兖州煤业榆林能化有限公司60万吨甲醇项目和兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司60万吨甲醇项目，山西能化甲醇项目于2012年停止生产。鄂尔多斯能化甲醇项目于2015年达产，同期公司甲醇产销量大幅提升，同比分别增加159.1%、145.5%。其中，2015年鄂尔多斯能化甲醇产销量分别为99.9万吨、93.9万吨，榆林能化产销量分别为67.2万吨和66.9万吨。

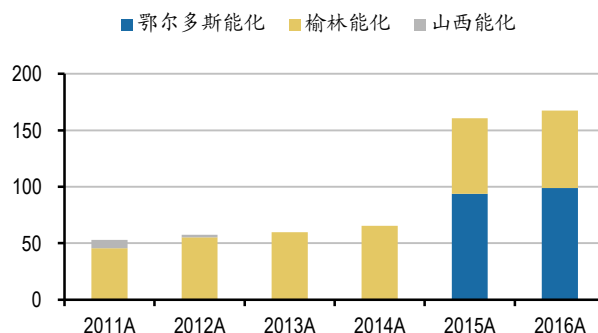
2016年，公司甲醇产量为164.1万吨，同比降低1.5%，销量167.5万吨，同比提高4.2%。目前，榆林能化甲醇厂二期项目和鄂尔多斯能化甲醇二期项目正在积极建设中，17年分别计划投资2.6亿元和19.6亿元，未来公司甲醇业务生产规模将进一步扩大。

图23：16年甲醇产量同比降低1.5%（单位：万吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图24：16年甲醇销量同比提高4.2%（单位：万吨）



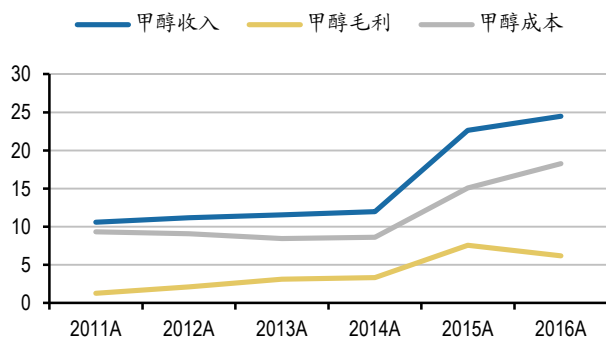
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3、16年实现毛利6.2亿元，鄂尔多斯能化毛利率达28.6%

随着业务规模的扩大，近几年公司甲醇业务收入和成本持续提升。2016年，公司甲

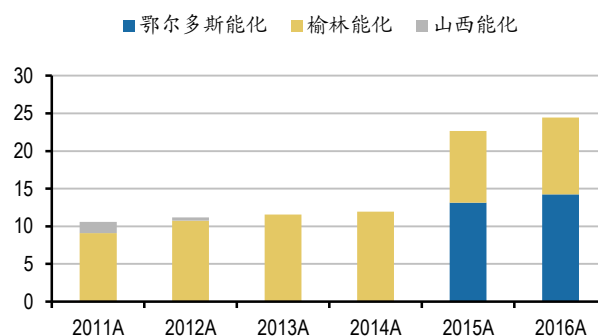
醇业务收入24.5亿元，同比提高8%；业务成本18.3亿元，同比提高21.2%；业务毛利6.2亿元，同比下降18.3%；毛利率为25.3%，同比下降8.2个百分点。其中鄂尔多斯和榆林能化分别实现毛利4.1和2.1亿元，毛利率分别为28.6%和20.6%。

图25：16年甲醇业务收入和成本持续提升（单位：亿元）



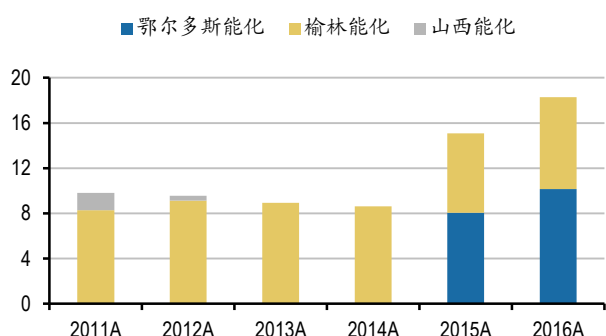
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图26：16年甲醇业务收入同比提高8%（单位：亿元）



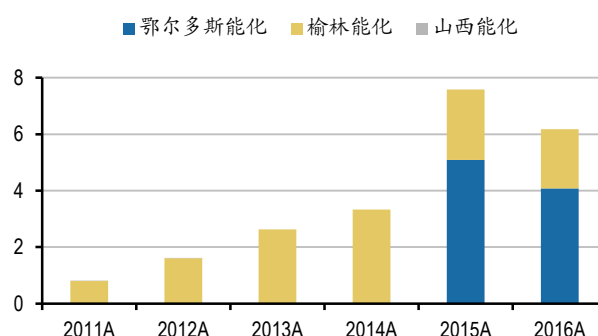
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图27：16年甲醇业务成本同比提高21.2%（单位：亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图28：16年甲醇业务毛利同比下降18.3%（单位：亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

机电装备制造：受益机电装备需求提升，预计将有较大增长空间

煤炭行业不断回暖，未来机电装备市场或将有显著扩大

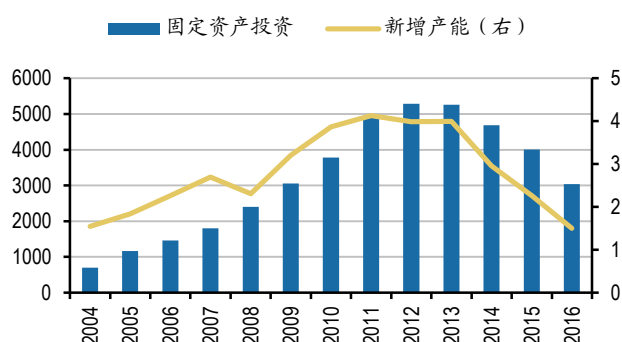
根据国家统计局数据，煤炭行业固定资产投资03-12年高速增长，十年间年复合增长率为31.9%，13年开始出现下滑，16年全年固定资产投资额下降至09年水平，不过下半年呈现底部回升趋势。

同时，“十三五”建设期间，对煤炭行业机械化程度提出了更高的要求，到2020年，采煤机械化程度需达到85%，较2015年提高9个百分点，掘进机械化程度需达到65%，较2015年提高7个百分点。同时，预计“十三五”期间将有5~6亿吨新建产能投产，仍具一定规模，产能置换带来的新增产能投产也是刺激对煤矿机电装备需求的因素之

一。此外，煤炭行业不断回暖，煤企经营业绩持续好转，也伴随着对现有装备设施的更新改造，未来机电装备市场或将有显著扩大。

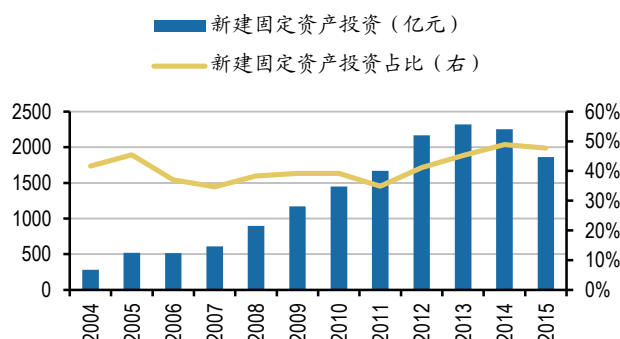
按照煤炭行业设备工器具购置（含煤机设备购置）统计口径，14-16年煤炭设备购置固定资产投资分别1657.43亿元、1418.83亿元和1132.80亿元。其中，按照煤机设备购置口径，我们测算，14-16年煤机总需求分别约为930亿元、780亿元和620亿元，预计17-20年煤机设备总需求将分别约为754亿元、751亿元、786亿元和832亿元。其中，2017年由于更新需求的阶段性好转，以及新建煤矿的投资加速，煤机需求可能有明显提升，增速可能达到22%，但后续投资受新建矿投资的下降或将有所下滑，17-20年复合增速下降至3.3%。其中，新建煤矿煤机需求占比也从14年最高的57%，分别下降至17年和20年的45%和38%。

图29：固投下降主因新增产能减少（亿元、亿吨）



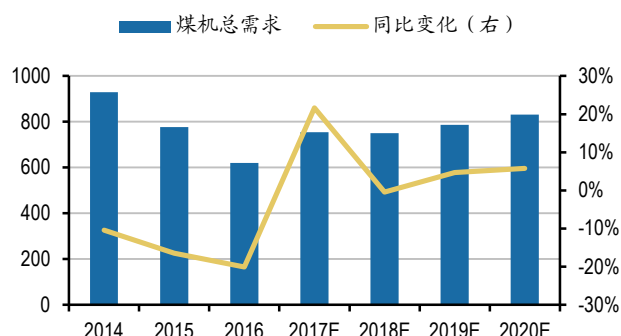
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图30：新建煤矿投资占比14年达到高点49%



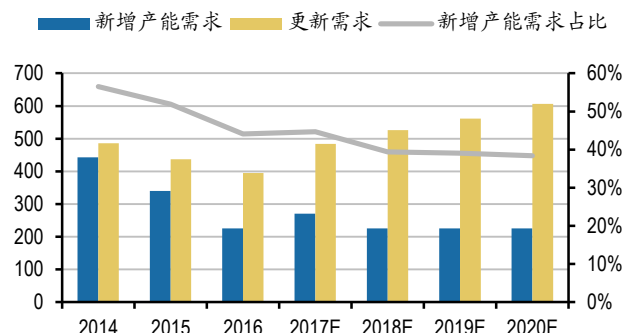
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图31: 2014-2020煤机总需求 (亿元/%)



数据来源: 煤炭机械工业协会、广发证券发展研究中心

图32: 14-20煤机新增产能与更新需求 (亿元/亿元/%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

15年收购华东重工，实现煤炭主业及矿山机电装备一体化经营

15年，公司以人民币67.6亿元完成了东华重工100%股权的收购，主营业务进一步拓展到机电设备制造领域。在对资源进行充分整合的基础上，兖州东华重工在巩固内部市场基础上，瞄准基础建设大发展市场需求，实现了与部分大型央企业务对接。16年公司出资人民币90,732万元向东华重工增资，增资完成后，东华重工的注册资本金由人民币37,056.8万元增加至人民币127,788.8万元。

目前华东重工主要经营液压支架、掘进机、采煤机等机电装备的制造、销售、租赁与维修等，相关产品在满足自用后对外销售。16年公司机电装备产品产销均有所上升，其中液压支架产量6.7万吨，销量2.2万吨，同比增加19.6%和266.7%；掘进机产销为15台和2台，同比增加3台和1台；刮板/皮带输送机产量2.9万吨，销量2.2万吨，同比均增加16%；变频器、开关柜产销分别为5420台和4018台，同比增加3.6%和25.1%。

15年以来，机械装备制造业务收入稳步提升。16年前半年收入为5.04亿元，超过15年全年营业收入0.82亿元。16年全年收入为6.59亿元，同比上涨30.6%。而毛利率水平也有大幅提升，15年全年毛利率仅3.8%，16年提高到了19.3%。受益于未来对机电装备的需求的提升，公司机电装备业务预计将有较大增长空间。

表7: 2014-2016年公司机电装备制造业务经营情况

	2014	2015	2016	同比
液压支架				
营业收入 (万元)	6,906	7,450	40,926	449.3%
营业成本 (万元)	6,794	6,850	31,572	360.9%
毛利 (万元)	112	600	9,354	1459.5%
产量 (千吨)	40	56	67	19.6%
销量 (千吨)	6	6	22	266.7%

掘进机

营业收入（万元）	-	221	559	153.6%
营业成本（万元）	-	124	368	198.0%
毛利（万元）	-	97	191	97.1%
产量(台)	-	12	15	25.0%
销量(台)	16	1	2	100.0%

刮板/皮带输送机

营业收入（万元）	42,004	27,157	17,190	-36.7%
营业成本（万元）	37,624	27,008	15,050	-44.3%
毛利（万元）	4,380	149	2,140	1338.2%
产量(千吨)	33	25	29	16.0%
销量(千吨)	30	19	22	15.8%

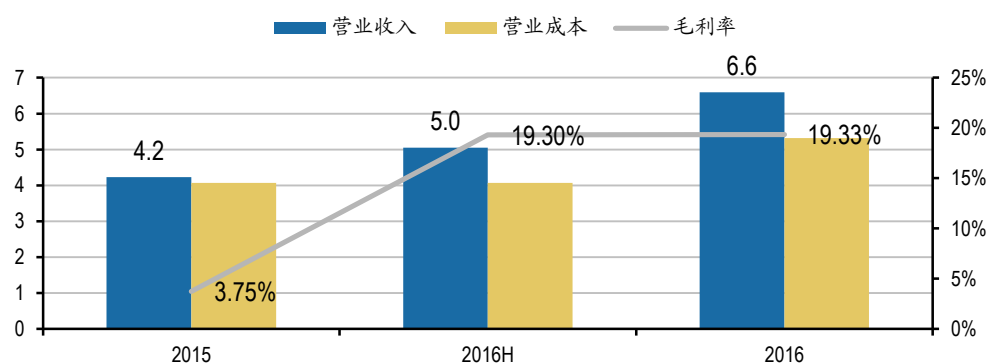
变频器、开关柜

营业收入（万元）	10,857	7,442	7,235	-2.8%
营业成本（万元）	9,205	6,597	6,179	-6.3%
毛利（万元）	1,652	846	1,056	24.9%
产量(台)	6,896	5,230	5,420	3.6%
销量(台)	4,045	3,211	4,018	25.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：产销量存在较大差异，主要是相关产品在满足自用后对外销售

图33：公司机电装备制造业务收入稳步提升（单位：亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

金融：产融集合双轮驱动，未来有望持续贡献投资收益

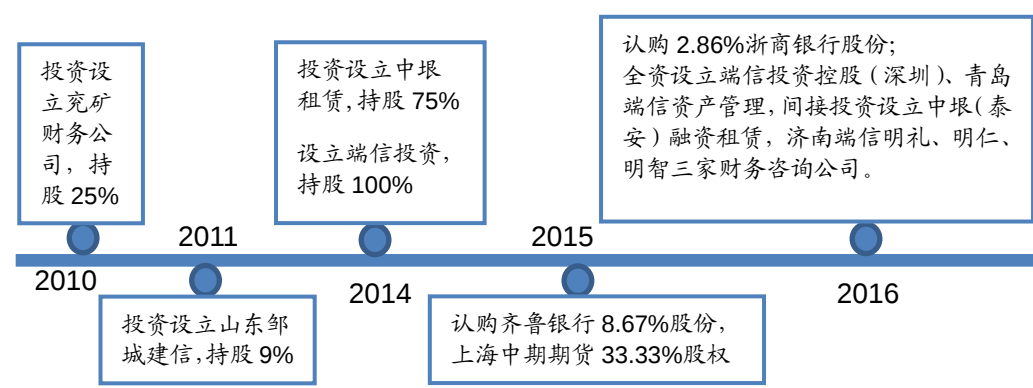
在产业运营和资本运营“双轮驱动”的战略发展指引下，公司近几年不断跨界开展金融业务。公司先后参与设立兖矿财务公司、中垠融资租赁公司、参股齐鲁银行、上海中期期货和浙商银行等，旨在实现“依托煤炭、延伸煤炭、超越煤炭”。通过延伸

金融业务、拓展金融板块，实现金融资本和实体产业相互促进、共荣发展的新格局。

截止16年底，公司参控股金融类公司达13家，业绩表现普遍良好，上市公司中浙商银行16年实现净利润101.5亿元，同比增长44%。公司参股的非上市金融企业也业绩不俗，兖矿财务、邹城建信、齐鲁银行、上海中期期货总贡献净利润2.42亿元。

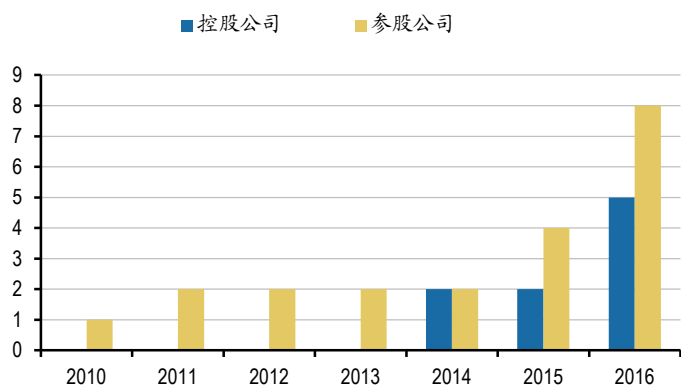
- ◇ **2010年：**公司出资1.25亿元与兖矿集团等共同设立兖矿集团财务有限公司，持股 25%。
- ◇ **2011年：**公司出资0.09亿元与建设银行等共同设立山东邹城建信村镇银行，持股9%。
- ◇ **2014年：**公司为推动产融协同发展，出资3.75亿元与兖煤国际合资设立中垠融资租赁有限公司，持股75%，全资设立端信投资控股（北京）有限公司，并对兖矿财务增资1.25亿元。14年实现总投资收益0.02亿元，同比上涨133%。
- ◇ **2015年：**公司继续坚持“双轮驱动”战略，以7.83亿元认购齐鲁银行股定向增发股票，持股8.67%，以2.65亿元参股上海中期期货，持股33.33%，并组建期货金融部，对中垠租赁和端信投资（北京）分别增资15亿元和8亿元，基本形成金融产业架构和布局。15年公司实现投资收益为6.09亿元。
- ◇ **2016年：**公司进一步加快了在金融产业方面投资的步伐，不仅相继增加了中垠租赁、端信北京注册资本金37.35亿元和35亿元，出资港币20.32亿元认购浙商银行股份，持股2.86%，还全资设立端信投资（深圳）和青岛端信资产管理，并通过控股子公司投资设立中垠（泰安）融资租赁（间接持股70%），济南端信明礼（间接持股40%）、明仁（间接持股20%）明智（间接持股20%）三家财务咨询公司。16年全年实现投资收益7.62亿元，同比上涨25%。

图34：公司金融投资主要发展历程



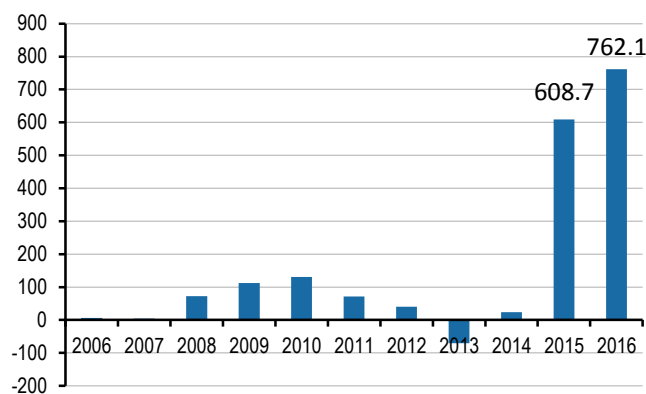
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图35: 16年底, 公司控股参股的金融企业已达到13家



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图36: 16年实现投资收益同比上涨25% (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 8: 兖州煤业主要控股参股金融公司基本情况 (单位: 百万元)

公司名称	业务性质	主要产品或服务	注册资本	总资产	净资产	持股比例	净利润				
							2012	2013	2014	2015	2016
一、控股公司											
中垠融资租赁有限公司	融资租赁	租赁与融资租赁	2060	7619	5955	74.15%	-	-	4	3	153
端信投资控股（北京）有限公司	投资	项目投资、投资管理	4310	-	-	100%	-	-	0	2.5	-
二、参股公司											
兖矿集团财务有限公司	金融	金融服务	1000	8874	1579	25%	147	144	124	171	150
上海中期期货有限公司	金融	期货经纪	600	3743	832	33.33%	40	25	28	55	68
齐鲁银行	金融	商业银行金融服务	2841	207168	12879	8.67%	861	1001	1090	1187	1654
浙商银行	金融	商业银行金融服务	17960	1354855	67475	2.86%	4026	4901	5096	7051	10153

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

观点: 4 季度盈利大幅好转, 17 年受益于煤价上涨、新建煤矿投产及兖煤澳洲减亏, 维持“买入”评级

4季度公司单季度盈利达到9.9亿元, 其中计提资产减值损失的幅度约为13.7亿元, 扣除资产减值损失外实际净利润有望达到约17亿元。煤价方面, 山东兖州地区混煤

价格4季度和1季度分别约为600元/吨和570元/吨，而16年均价约为420元/吨，相比16年均价公司所在地价格已有大幅上涨。

17年公司增量除价格上涨因素外，还来自两点：（1）澳洲：由于公司澳洲价格较为滞后以及较高的财务费用，兖煤澳洲16年亏损幅度高达10.9亿元，17年随着国际煤价的回升、亏损煤矿的剥离、莫拉本煤矿产能的进一步释放，预计兖煤澳洲有望大幅减亏；（2）内蒙：公司16年下半年以来内蒙煤矿陆续投产，合计产能约2700万吨，17年有望贡献新增产量约2000万吨，按照吨煤盈利60元/吨，预计贡献权益净利润有望达到10亿元以上。此外，公司拟非公开发行筹集70亿元用于子公司兖煤澳洲收购澳洲联合煤炭，进一步打开成长空间。预计公司17-19年EPS分别为0.95、0.88和0.98元，对应17年归属于母公司净利润约47亿元，动态PE约12倍，维持A股/H股“买入”评级。

风险提示

煤价超预期下跌，营盘壕、莫拉本煤矿建设进展低于预期，甲醇下游需求低于预期，非公开发行进展低于预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	40,312	42,220	45,038	47,868	51,278
货币资金	23,578	20,013	21,720	23,384	25,570
应收及预付	9,496	14,490	15,215	15,975	16,774
存货	2,000	2,654	2,786	2,926	3,072
其他流动资产	5,239	5,064	5,317	5,583	5,862
非流动资产	91,009	103,402	104,471	105,277	105,793
长期股权投资	3,321	5,199	5,199	5,199	5,199
固定资产	27,917	30,494	30,800	30,835	30,575
在建工程	31,143	24,891	25,891	26,891	27,891
无形资产	18,610	26,429	26,193	25,963	25,740
其他长期资产	10,018	16,389	16,389	16,389	16,389
资产总计	131,321	145,622	149,509	153,145	157,071
短期借款	6,099	5,662	5,662	5,662	5,662
应付及预收	12,559	17,517	—	—	—
其他流动负债	20,977	28,368	46,733	47,622	48,556
非流动负债	54,903	43,022	43,022	43,022	43,022
长期借款	27,972	22,453	22,453	22,453	22,453
应付债券	15,677	10,527	10,527	10,527	10,527
其他非流动负债	11,254	10,042	10,042	10,042	10,042
负债合计	94,538	94,569	95,417	96,306	97,240
股本	4,918	4,912	4,912	4,912	4,912
资本公积	1,270	1,259	1,259	1,259	1,259
留存收益	35,214	37,229	40,043	42,623	45,506
归属母公司股东权益	33,591	42,025	44,919	47,533	50,376
少数股东权益	3,193	9,028	9,173	9,306	9,455
负债和股东权益	131,321	145,622	149,509	153,145	157,071

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	69,007	101,982	112,999	113,148	113,831
营业成本	58,990	88,944	96,060	96,820	96,820
营业税金及附加	785	1,646	1,824	1,826	1,837
销售费用	2,824	2,580	2,859	2,863	2,880
管理费用	3,739	3,628	4,520	4,526	4,553
财务费用	2,052	2,219	2,459	2,462	2,477
资产减值损失	399	1,375	399	399	399
公允价值变动收益	11	-31	0	0	0
投资净收益	609	762	838	922	1,014
营业利润	839	2,319	5,717	5,174	5,879
营业外收入	803	994	994	994	994
营业外支出	132	178	178	178	178
利润总额	1,511	3,136	6,534	5,991	6,695
所得税	680	843	1,699	1,558	1,741
净利润	831	1,946	4,835	4,433	4,955
少数股东损益	-375	-196	145	133	149
归属母公司净利润	1,206	2,143	4,690	4,300	4,806
EBITDA	7,063	9,130	12,850	12,443	13,287
EPS (元)					

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2,818	6,422	8,257	7,974	8,606
净利润	831	2,293	4,835	4,433	4,955
折旧摊销	4,394	3,947	5,114	5,330	5,546
营运资金变动	-5,213	-1,810	-263	-276	-290
其它	2,806	1,991	-1,429	-1,513	-1,605
投资活动现金流	-6,691	-10,821	-2,846	-2,762	-2,670
资本支出	-6,575	-7,221	-3,684	-3,684	-3,684
投资变动	-265	-2,763	838	922	1,014
其他	149	-837	0	0	0
筹资活动现金流	6,951	-4,047	-3,703	-3,548	-3,750
银行借款	12,055	7,899	0	0	0
债券融资	-7,212	-16,470	0	0	0
其他	-2,391	-3,686	-3,703	-3,548	-3,750
现金净增加额	3,078	-8,446	1,707	1,664	2,186
期初现金余额	20,526	23,578	20,013	21,720	23,384
期末现金余额	23,604	15,132	21,720	23,384	25,570

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	8.0%	47.8%	10.8%	0.1%	0.6%
营业利润增长	-67.1%	176.4	146.5	-9.5%	13.6%
归属母公司净利润增长	-47.2%	77.7%	118.9	-8.3%	11.8%
获利能力(%)					
毛利率	14.5%	12.8%	15.0%	14.4%	14.9%
净利率	1.2%	2.2%	4.3%	3.9%	4.4%
ROE	3.6%	5.1%	10.4%	9.0%	9.5%
ROIC	2.0%	4.9%	7.3%	6.6%	7.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	72.0%	64.9%	63.8%	62.9%	61.9%
净负债比率	93.7%	60.4%	53.8%	48.3%	42.2%
流动比率	1.02	0.82	0.86	0.90	0.95
速动比率	0.90	0.73	0.76	0.80	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.74	0.77	0.75	0.73
应收账款周转率	31.13	38.73	41.48	41.48	41.48
存货周转率	33.05	38.22	38.22	38.22	38.22
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.44	0.95	0.88	0.98
每股经营现金流	0.57	1.31	1.68	1.62	1.75
每股净资产	6.83	8.56	9.14	9.68	10.26
估值比率					
P/E	38.5	24.9	12.4	13.5	12.1
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA					

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，2014-2016 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2016 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015-2016 年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)。

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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。