CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：10.29 元
2017 年 05 月 15 日

兖州煤业600188.SH

内生增长龙头，便宜估值有望大幅提升

公司是 A 股煤炭板块里极少数产量还有大幅增长的公司，当前高煤价下能够放出来的在建煤矿将充分享受供改红利。预计 2017-2019 年 EPS（本次 70 亿定增按增加 6.47 亿股本算）为 1.59、1.60、1.60，公司 PE 仅 6.5 倍，存在估值修复空间，目前煤价淡季回调属于正常现象，夏季旺季到来之后动煤价格有望再度反弹。给以“强烈推荐-A”评级。

- **煤炭板块：**预计 2017-2019 年原煤产量分别为 1.11、1.29、1.34 亿吨，同比增速分别为 84%、16%、4%，增量来源于内生增长和外延并购。测算 2017-2019 年煤炭板块归母净利分别为 76 亿、77 亿、78 亿（假设成功收购联合煤炭），公司将在今年进入亿吨级煤炭企业之列。
- **甲醇板块：**公司甲醇业务由鄂尔多斯能化和榆林能化负责运营，采用水煤浆气化技术，且地处煤炭产区，成本优势显著；年产量在 160 万吨左右，权益占比 100%，目前煤价下完全成本在 1300-1400 之间，当前公司甲醇价格在 1800 左右，吨净利接近 300，预计 2017-2019 年甲醇业务净利分别为 5 亿、3.4 亿、3.4 亿。目前鄂能化二期正在建设之中。
- **电热以及煤机板块：**公司电力业务规模较小，2016 年发电量 28 亿度，销售 18 亿度，自用 10 亿度，基本上盈亏平衡，对业绩影响不大；供热和煤机板块规模也较小，对业绩影响较小。
- **盈利预测及评级：预计 2017-2019 年 EPS（本次 70 亿定增按增加 6.47 亿股本算）为 1.59、1.60、1.60，给以“强烈推荐-A”评级。**公司是 A 股为数不多产量还有大幅增长的公司，在建矿投产充分享受供改红利。此外公司积极进行资本运作，定增助力子公司兖煤澳洲收购联合煤炭公司，外延增长可期。此外，公司积极布局金融产业，拓宽融资渠道，同时获得稳定持续现金流，产融结合双轮驱动。公司控股股东兖矿集团近期发行可交换债，换股价格 13.26 元/股，持续期三年，票面利率 2%，彰显公司发展信心。
- **风险提示：**流动性继续收紧、宏观经济走弱

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	69007	101982	103002	104032	104032
同比增长	8%	48%	1%	1%	0%
营业利润(百万元)	839	2319	12040	12080	12080
同比增长	-67%	176%	419%	0%	0%
净利润(百万元)	1206	2489	8846	8875	8875
同比增长	-47%	106%	255%	0%	0%
每股收益(元)	0.25	0.51	1.59	1.60	1.60
PB	1.3	1.2	1.0	.9	.8

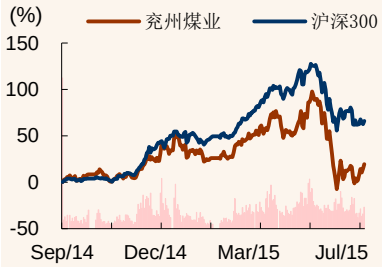
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3084
总股本（万股）	491202
已上市流通股（万股）	295983
总市值（亿元）	505
流通市值（亿元）	305
每股净资产（MRQ）	9.3
ROE（TTM）	7.8
资产负债率	63.4%
主要股东	兖矿集团有限公司
主要股东持股比例	52.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-20	14
相对表现	-9	-19	5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《兖州煤业（600188）—煤炭盈利能力改善，新增产能有望大幅释放》2017-04-05

2、《兖州煤业（600188）—煤炭业务微亏，资本运营初见成效》2016-08-29

3、《兖州煤业（600188）—供给侧改革效果显著，产融贸多元发展》2016-07-08

卢平
021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁
021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理
刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

■ **煤炭板块：在建矿迎来投产高峰，业绩有望大幅增长。**

➢ **产能：收购联合煤炭之后产能将突破 1 亿吨。**

公司目前共有 21 对矿井，核定产能 9681 万吨，其中 19 对生产矿井，产能 8301 万吨，试运转矿井一对（1200 万吨的营盘壕），在建矿井一对（180 万吨的万福矿，预计 2018 年投产）。

兖煤澳洲旗下的奥思达矿（360 万吨）、艾诗顿矿（500 万吨）以及唐纳森矿（610 万吨）由于进行资产证券化融资已经出表。

拟收购的澳洲联合煤炭公司原煤生产能力达到 3500 万吨，商品煤产能达到 2500 万吨，目前收购仍在推进之中，对价约 171.5 亿人民币，收购完成之后公司原煤产能将达到 1.3 亿吨。

表 1：煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
南屯	动力煤	100%	22588	9926	300	300	在产
兴隆庄	动力煤	100%	50800	28100	650	650	在产
鲍店	动力煤	100%	25000	7900	600	600	在产
东滩	动力煤	100%	41400	8100	750	750	在产
济宁二号	动力煤	100%	38800	8200	420	420	在产
济宁三号	动力煤	100%	19200	8100	650	650	在产
杨村	动力煤	100%	8815	6611	115	115	在产
北宿	动力煤	100%	7381	5536	100	100	在产
天池	动力煤	100%	11579	2266	120	120	在产
赵楼	1/3 焦煤	98%	40951	9452	390	383	在产
万福	气肥煤	98%	30900	14400	180	177	在建
安源	动力煤	100%	2672	2004	120	120	在产
文玉	动力煤	100%	4314	3236	300	300	在产
转龙湾	动力煤	100%	54800	41100	500	500	在产
营盘壕	动力煤	100%	217000	103700	1200	1200	试运转
石拉乌素	动力煤	78%	231100	154100	1000	777	在产
雅若碧	喷吹煤	78%	5920	4440	380	296	在产
莫拉本	动力煤	78%	39413	29560	876	683	在产
格罗斯特矿区	半硬焦煤	78%	6733	5050	300	234	在产
坎贝唐斯	动力煤	100%	31067	23300	230	230	在产
普力马	动力煤	100%	8653	6490	500	500	在产
在产小计			828467	437381	8301	8200	
在建小计			30900	14400	1380	177	
合计			859367	451781	9681	8377	
HVO 项目	动煤和半软焦	53%	82400	57400	1893	998	在产
MTW 项目	动煤和半软焦	50%	34800	24300	1705	852	在产

资料来源：wind、招商证券

➢ **产量：预计 2017-2019 年原煤产量分别为 1.11、1.29、1.34 亿吨。**

公司产量的增长主要来自于内蒙在建矿的投产以及外延并购。

内生增长方面，转龙湾去年下半年已经投产，核定产能 500 万吨，实际能力可以做到 1000 万吨，保守做到 800 万吨没问题，2016 年产量 320 万吨，今年有望实现 500 万吨，经过磨合之后后面两年产量有望达到 650 万吨和 800 万吨。石拉乌素矿已于今年 1

月投产，核定产能 1000 万吨，今年产量有望达到 700-800 万吨，明后年有望达产到 1000 万吨。营盘壕已经进入联合试运转（一般煤矿正式投产前试运转期是六个月），核定产能 1200 万吨，今年有望做到 300-400 万吨，预计明年可以做到 900 万吨，后面可以做到 1200 万吨。菏泽能化的万福煤矿预计在 2018 年才投产，预计 2018-2019 年产量分别为 90、180 万吨。

外延并购方面，拟收购的联合煤炭公司原煤产能 3500-3600 万吨，商品煤产能 2500 万吨。产能退出方面，公司只有北宿煤矿于去年退出了，后面杨村煤矿由于资源枯竭量可能会下来一些，核定产能 115 万吨，基本没有影响。

综合下来，预计 2017-2019 年公司原煤产量可达到 1.11、1.29、1.34 亿吨（假设成功收购联合煤炭公司），增速分别为 84%、16%、4%。预计 2017-2019 商品煤产量 1.06 亿吨、1.25 亿吨、1.27 亿吨，增速分别为 70%、18%、2%。其中权益商品煤产量 8384 万吨、10048 万吨、10309 万吨，增速分别为 43%、20%、3%。当前国内新增在建产能基本上已经无法得到核准，兖煤是国内为数不多的还有大量新增产能的公司。

表 2：原煤产量明细及预测

	权益占比	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
南屯	100%	330	320	300	270	280	270	270	270	270
兴隆庄	100%	680	700	690	680	710	650	650	650	650
鲍店	100%	610	610	620	580	620	630	630	630	630
东滩	100%	730	760	810	800	810	800	810	810	810
济宁二号	100%	440	370	310	420	430	370	370	370	370
济宁三号	100%	610	550	650	530	600	570	570	570	570
杨村	100%		110	110	100	160	140	140	120	100
北宿	100%		100	100	80	70	40	0	0	0
天池	100%	120	136	150	160	70	160	120	120	120
赵楼	98%	300	270	290	300	320	320	320	320	320
万福	98%							0	90	180
安源	100%	230	230	220	180	160	160	160	160	160
文玉	100%	210	460	410	410	100	0	0	0	0
转龙湾	100%						320	500	650	800
营盘壕	100%							400	900	1200
石拉乌素	78%							700	1000	1000
澳思达	78%	190	170	160	190	80	115	0	0	0
艾诗顿	78%	170	230	240	260	300	0	0	0	0
唐纳森矿区	78%		200	320	250	180	0	0	0	0
雅若碧	78%	310	320	370	390	330	360	360	360	360
莫拉本	78%	560	720	670	660	730	990	1300	2100	2100
格罗斯特矿区	78%		180	350	250	190	120	190	190	190
HVO	53%							1900	1900	1900
MTW	50%							1700	1700	1700
坎贝唐斯	100%	80	190	200	200	230	240	240	240	240
普力马	100%		420	420	370	480	420	420	420	420
原煤产量		5490	6436	6770	6510	6140	6015	11090	12910	13430
商品煤产量		5091	6278	6700	6689	6287	6237	10598	12534	12739
权益原煤产量		5214	6031	6301	6065	5736	5661	8774	10350	10868
权益占比		95%	94%	93%	93%	93%	94%	79%	80%	81%
权益商品煤产量		4836	5883	6235	6232	5874	5869	8384	10048	10309
增速		12%	22%	6%	0%	-6%	0%	43%	20%	3%

资料来源：wind、招商证券

- 盈利预测：预计 2017-2019 年煤炭板块归母净利分别为 76 亿、77 亿、78 亿。公司矿区分布比较广泛，煤种煤质煤价成本差异都较大，我们在测算时分区域进行测算。

  - ✓ 本部：预计 2017 年净利为 27.6 亿。

表 3：本部煤炭盈利测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	3429	3588	3647	3679	3469	3440	3420	3400
商品煤产量	3422	3581	3643	3678	3468	3440	3420	3400
商品煤销量	3394	3327	3475	3499	3427	3440	3420	3400
综合售价	612	535	440	336	420	550	523	500
销售成本	322	236	179	158	211	244	215	215
毛利	290	299	260	178	209	306	308	285
毛利率	47%	56%	59%	53%	50%	56%	59%	57%
三费及附加	147	126	168	173	175	200	200	200
完全成本	469	362	348	332	385	444	415	415
吨煤利润	143	173	92	4	35	106	108	85
所得税	36	43	23	1	9	27	27	21
吨煤净利	107	130	69	3	26	80	81	64
测算煤炭损益-	36	43	24	1	9	27	28	22
财务：万元								
营业收入	2078975	1779300	1528704	1176323	1439831	1892000	1786950	1700000
营业成本	1094492	785761	623692	553850	722246	838328	735300	731000
三费及附加	498396	418294	584063	607032	598326	688000	684000	680000
完全成本	1592888	1204055	1207755	1160882	1320572	1526328	1419300	1411000
利润总额	486087	575245	320949	15441	119259	365672	367650	289000
净利	364565	431433	240711	11581	89444	274254	275738	216750

资料来源：招商证券、本部煤炭分部承担了母公司层面的管理和财务费用，所以三费比较高。

  - ✓ 鄂尔多斯能化（煤炭业务，外加石拉乌素矿）：预计 2017 年净利 11 亿。

表 4：鄂尔多斯煤炭业务测算

鄂尔多斯能化	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	632	588	259	483	1470	2410	3160
商品煤产量	632	588	258	483	1470	2410	3160
商品煤销量	635	579	233	412	1470	2410	3160
综合售价	188	163	166	223	248	230	230
销售成本	179	139	113	130	108	105	100
毛利	10	24	54	93	140	125	130
毛利率	5%	15%	32%	42%	56%	54%	57%
三费及附加					50	50	50
完全成本					158	155	150
吨煤利润					90	75	80
吨煤净利					67	56	60
收入	119514	94437	170029	233907	364359	554300	726800
净利润	(63507)	(22581)	(25182)		109074	145563	199600

资料来源：招商证券

  - ✓ 菏泽能化（测算煤炭业务，电力业务假设为盈亏平衡）：预计 2017 年净利 10.7

亿。

表 5：菏泽能化测算

菏泽能化	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	300	270	287	300	320	325	320	410	500
商品煤产量	189	238	239	300	320	323	281	359	438
商品煤占比	67%	85%	82%	104%	76%	86%	88%	88%	88%
商品煤销量	200	229	236	311	242	280	281	359	438
综合售价	913	725	609	523	403	556	823	656	656
销售成本	671	575	468	315	288	289	322	322	322
三费及附加	53	88	93	50	76	49	60	60	60
完全成本	724	663	561	364	364	338	382	382	382
吨煤利润	189	63	48	159	39	217	441	274	274
吨煤净利	142	47	36	119	30	163	331	205	205
净利-万元	28398	10760	8420	37089	7160	45622	92784	73770	89964
权益占比	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
权益净利	27923	10581	8279	36469	7040	44860	91234	72538	88461
财务数据：									
销售收入-万元	182937	166255	143559	162759	97745	155526	230857	235640	287366
销售成本-万元	134450	131760	110413	97875	69770	80844	90315	115716	141117
完全成本-万元	145074	151908	132333	113307	88199	94697	107145	137280	167414

资料来源：招商证券

✓ **山西能化：预计 2017 年净利 1.7 亿。**

表 6：山西能化测算

山西能化-100%	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	124	136	153	156	71	161	161	161	161
商品煤产量	123	134	151	154	69	159	159	159	159
商品煤销量	122	134	148	150	75	159	159	159	159
综合售价	468	350	282	211	166	218	370	340	340
销售成本	345	323	213	176	156	130	163	163	163
三费及附加	334	73	54	36	65	65	65	65	65
完全成本	679	396	267	212	221	195	228	228	228
吨煤利润	(212)	(46)	15	(1)	(55)	23	142	112	112
吨煤净利	(212)	(46)	11	(1)	(55)	17	106	84	84
净利-万元	(25877)	(6190)	1663	(215)	(4112)	2699	16892	13313	13313
销售收入-万元	57196	46950	41659	31604	12426	34606	58832	54060	54060
销售成本-万元	42167	43367	31442	26451	11667	20654	25974	25974	25974
完全成本-万元	83073	53140	39441	31819	16538	31008	36309	36309	36309

资料来源：招商证券

✓ **兖煤澳洲（假设收购联合煤炭公司）：预计 2017 年归母净利 25 亿。**

表 7：兖煤澳洲测算

万吨、万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	1932	2111	2000	1814	1575	5450	6250	6250
商品煤产量	1420	1543	1491	1325	1205	4169	4781	4781
商品煤销量	1435	1562	1574	1328	1207	4169	4781	4781
综合售价	648	574	464	411	400	533	515	515

万吨、万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售成本	438	434	363	298	234	234	234	234
毛利	210	140	101	114	166	299	281	281
毛利率	32%	24%	22%	28%	42%	56%	55%	55%
三费及附加	(51)	458	250	220	257	201	201	201
完全成本	387	892	614	517	490	434	434	434
吨煤利润	261	(319)	(150)	(106)	(90)	99	81	81
所得税	78	0	0	0	0	0	0	0
吨煤净利	183	(319)	(150)	(106)	(90)	99	81	81
净利润	261888	(497844)	(235848)	(140592)	(108937)	411236	385551	385551
权益占比	78%	78%	78%	78%	78%	60%	63%	63%
权益净利	204272	(388318)	(183961)	(109662)	(84971)	248633	241760	241760

资料来源：招商证券

- ✓ **兖煤国际（100%权益占比）：预计 2017 年归母净利 2 亿。**

表 8：兖煤国际测算

兖煤国际	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	328	609	568	705	661	660	660	660
商品煤产量	294	553	513	637	598	598	598	598
商品煤销量	297	553	516	640	587	587	587	587
综合售价	335	304	287	287	297	349	349	349
销售成本	218	262	274	212	226	256	256	256
毛利	118	42	14	75	71	93	93	93
毛利率	35%	14%	5%	26%	24%	27%	27%	27%
三费及附加	341	96	101	18	50	50	50	50
完全成本	559	358	375	230	276	306	306	306
吨煤利润	(223)	(54)	(88)	57	21	43	43	43
所得税	0	0	0	9	3	6	6	6
吨煤净利	(223)	(54)	(88)	48	18	37	37	37
净利润	(66200)	(29792)	(45298)	30844	10719	21459	21459	21459

资料来源：招商证券

表 9：煤炭板块测算-公司全口径（含外购煤）

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
综合售价	708	645	599	543	524	505	476	383	377	326	391
产量	5091	3033	6278	3167	6700	3369	6689	3200	6287	2925	6237
其中：精煤销量	1900	866	1808	964	2094	1288	2439	1011	2236	1092	2151
销量	6425	4332	9499	4468	10400	5942	12308	4299	8724	3258	7497
精煤占比	37%	29%	29%	30%	31%	38%	36%	32%	36%	37%	34%
成本测算：											
原材料	49	50	51	43	40	38	37	34	33	30	41
燃料及动力	8	8	10	9	9	7	7	8	8	8	8
职工薪酬	110	112	114	109	101	90	83	78	75	70	69
折旧摊销	41	45	49	50	53	48	46	43	40	38	30
维简及安全费用	12	12	14	14	16	16	15	15	15	15	15
其他	104	125	97	107	69	76	45	24	28	33	50
销售成本	324	352	335	332	289	275	233	202	198	194	213
三费及附加	185	207	221	313	233	222	219	172	171	137	140
完全成本	509	559	556	646	521	497	453	374	369	331	352
吨煤毛利	384	293	264	211	235	230	242	181	179	132	178
毛利率	54%	45%	44%	39%	45%	46%	51%	47%	47%	40%	46%

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
吨煤利润	198	86	44	(103)	2	8	23	9	8	(5)	38
所得税	54	1	(0)	(29)	(2)	1	12	10	8	5	11
吨煤净利	145	85	44	(73)	4	7	11	(1)	(0)	(10)	27
煤炭业务损益(亿	93	37	42	(33)	4	4	13	(0)	(0)	(3)	20
现金生产成本	283	307	285	282	236	227	187	159	159	156	183
现金完全成本	472	527	502	554	464	465	424	355	326	224	306

资料来源：wind、招商证券

表 10：原煤产量明细

单位：万吨	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
原煤产量	6866	3511	7380	3670	7260	3493	6848	3159	6674
1.公司	3429	1696	3588	1894	3647	1775	3679	1731	3469
2.山西能化	136	71	153	85	156	67	71	86	161
3.菏泽能化	270	130	287	156	300	197	320	165	325
4.鄂尔多斯能化	686	303	632	280	588	182	259	75	483
5.兖煤澳洲	1932	997	2111	982	2000	926	1814	777	1575
6.兖煤国际	328	314	609	273	568	348	705	325	661

资料来源：wind、招商证券

表 11：甲醇板块测算

万吨、元/吨、万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
甲醇产量	53	57	61	65	167	164	164	164	164
甲醇销量	53	57	60	66	161	168	168	168	168
综合售价	2002	1948	1929	1825	1408	1460	1795	1624	1624
销售成本	1760	1581	1410	1316	937	1091	1200	1150	1150
毛利	243	366	519	509	471	369	595	474	474
三费及附加	500	200	200	200	200	200	200	200	200
完全成本	2260	1781	1610	1516	1137	1291	1400	1350	1350
吨利润	(257)	166	319	309	271	169	395	274	274
吨净利	(257)	125	240	232	204	127	296	205	205
甲醇板块净利	(13600)	7166	14354	15179	32727	21257	49606	34413	34413

资料来源：wind、招商证券

拟非公开发行股份收购联合煤炭公司

公司拟非公开发行股票募集资金用于收购联合煤炭 100%股权。本次收购交易作价 24.5 亿美元，约合人民币 1,715,000 万元。本次收购完成后，公司将通过控股子公司兖煤澳洲间接持有联合煤炭 100%的股权。联合煤炭拥有并经营位于新南威尔士猎人谷地区的 HVO 和 MTW 煤矿，分别持有 HVO 和 MTW 为 67.7%和 64%，公司持有兖煤澳洲 78%的权益，折算下来公司将持有 HVO 和 MTW 的权益分别为 53%和 50%。

表 12：联合煤炭核心财务数据

单位：万澳元	2014 年度	2015 年度	2016 年
资产总计	271374	247919	192690
负债合计	103487	61224	61503
所有者权益合计	167886	186695	131187
少数股东权益	226	267	267
归属于母公司所有者权益	167660	186428	130920
项目	2014 年度	2015 年度	2016 年
营业收入	218675	215494	356592
利润总额	17666	24134	72337

单位：万澳元	2014 年度	2015 年度	2016 年
净利润	8875	28378	39690
归属于母公司净利润	8820	28278	39629

资料来源：wind

表 13：联合煤炭储量

储量类型	项目名称	证实的(百万吨)	概略的(百万吨)	合计（百万吨）
煤炭储量	HVO	359	465	824
	MTW	199	348	348
可售储量	HVO	247	327	574
	MTW	139	243	243

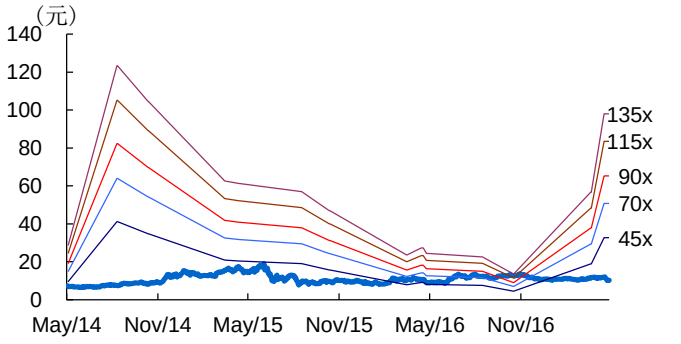
资料来源：wind、招商证券

表 14：权益产量预测

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
开采量合计（万吨）	2382	2482	2474	2449	2456
其中 HVO 开采量（万吨）	1289	1392	1390	1390	1390
其中 MTW 开采量（万吨）	1093	1089	1084	1059	1066
HVO 煤炭产率（%）	71%	71%	70%	70%	71%
MTW 煤炭产率（%）	68%	69%	68%	69%	70%
商品煤销量合计（万吨）	1660	1749	1706	1714	1726
其中 HVO 销量（万吨）	915	993	971	979	982
其中 MTW 销量（万吨）	745	756	735	735	744

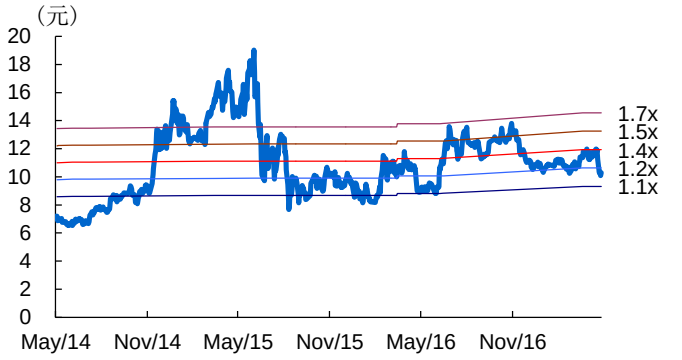
资料来源：wind、招商证券

图 1：兖州煤业历史 PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：兖州煤业历史 PBBand



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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	48053	42220	46256	49613	55571
现金	23578	20013	24479	27618	33576
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3560	6886	6955	7024	7024
应收款项	2417	2850	2818	2846	2846
其它应收款	817	2674	2701	2728	2728
存货	2000	2654	2309	2332	2332
其他	15681	7144	6993	7063	7063
非流动资产	91009	103402	106768	109698	109587
长期股权投资	3321	5199	5199	5199	5199
固定资产	27868	30475	34710	38481	39183
无形资产	17964	26091	25221	24381	23568
其他	41856	41637	41637	41637	41637
资产总计	**139062**	**145622**	**153023**	**159310**	**165157**
流动负债	41156	51548	37226	37157	36657
短期借款	6099	5662	6000	5500	5000
应付账款	3550	4678	4226	4268	4268
预收账款	1008	2686	2426	2450	2450
其他	30499	38522	24574	24939	24939
长期负债	54906	43024	49024	48824	48624
长期借款	27972	22453	28453	28253	28053
其他	26934	20570	20570	20570	20570
负债合计	**96061**	**94571**	**86250**	**85981**	**85281**
股本	4918	4912	5559	5559	5559
资本公积金	1251	1259	7612	7612	7612
留存收益	33638	35852	44109	50198	56278
少数股东权益	3193	9028	9494	9961	10428
归属于母公司所有者权益	39808	42023	57280	63369	69448
负债及权益合计	**139062**	**145622**	**153023**	**159310**	**165157**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2818	6422	13839	16364	16692
净利润	1206	2489	8846	8875	8875
折旧摊销	4394	3947	4265	4708	5100
财务费用	3156	2232	3000	3000	3000
投资收益	(609)	(762)	(762)	(762)	(762)
营运资金变动	(4159)	(927)	(2032)	12	0
其它	(1170)	(557)	521	531	479
投资活动现金流	(6691)	(10821)	(7700)	(7700)	(5000)
资本支出	(6582)	(7226)	(7700)	(7700)	(5000)
其他投资	(109)	(3595)	0	0	0
筹资活动现金流	6717	(4413)	(1672)	(5525)	(5734)
借款变动	17418	2739	(5845)	(500)	(700)
普通股增加	0	(6)	647	0	0
资本公积增加	(35)	8	6353	0	0
股利分配	(98)	(98)	(589)	(2787)	(2796)
其他	(10567)	(7055)	(2238)	(2238)	(2238)
现金净增加额	2845	(8812)	4467	3139	5958

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	69007	101982	103002	104032	104032
营业成本	58990	88944	80342	81145	81145
营业税金及附加	785	1646	1663	1679	1679
营业费用	2824	2580	2606	2632	2632
管理费用	3739	3628	3914	4057	4057
财务费用	2052	2219	3000	3000	3000
资产减值损失	399	1375	200	200	200
公允价值变动收益	11	(31)	0	0	0
投资收益	609	762	762	762	762
营业利润	839	2319	12040	12080	12080
营业外收入	803	994	300	300	300
营业外支出	132	178	178	178	178
利润总额	1511	3136	12162	12203	12203
所得税	680	843	2850	2860	2860
净利润	831	2293	9312	9343	9343
少数股东损益	(375)	(196)	466	467	467
归属于母公司净利润	1206	2489	8846	8875	8875
EPS（元）	0.25	0.51	1.59	1.60	1.60

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	8%	48%	1%	1%	0%
营业利润	-67%	176%	419%	0%	0%
净利润	-47%	106%	255%	0%	0%
获利能力					
毛利率	14.5%	12.8%	22.0%	22.0%	22.0%
净利率	1.7%	2.4%	8.6%	8.5%	8.5%
ROE	3.0%	5.9%	15.4%	14.0%	12.8%
ROIC	0.8%	3.2%	11.1%	10.5%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	69.1%	64.9%	56.4%	54.0%	51.6%
净负债比率	30.5%	27.7%	22.5%	21.3%	20.1%
流动比率	1.2	0.8	1.2	1.3	1.5
速动比率	1.1	0.8	1.2	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
存货周转率	33.0	38.2	32.4	35.0	34.8
应收帐款周转率	31.1	38.7	36.3	36.7	36.6
应付帐款周转率	20.8	21.6	18.0	19.1	19.0
每股资料（元）					
每股收益	0.25	0.51	1.59	1.60	1.60
每股经营现金	0.57	1.31	2.49	2.94	3.00
每股净资产	8.09	8.56	10.30	11.40	12.49
每股股利	0.02	0.01	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	42.0	20.3	6.5	6.4	6.4
PB	1.3	1.2	1.0	.9	.8
EV/EBITDA	21.8	18.4	7.4	7.2	7.1

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，2014 年 3 月年加入招商证券。

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 2007~2015 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015 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，任何机构和个人均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。