CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：10.8 元
2017 年 06 月 03 日

兖州煤业 600188.SH

内生增长龙头，外延扩张助推业绩爆发

公司是煤炭板块里稀缺的内生增长标的，在供改推进下能充分享受高煤价的红利；定增助力子公司海外收购联合煤炭，外延增长可期。非煤业务近年逐渐壮大，煤化工和机电装备制造成为利润新增长点；布局金融产业渐获成效，投资收益有望平稳增加。预计 2017-2019 年 EPS（本次 70 亿定增按增加 6.47 亿股本算）为 1.33、1.61、1.49，公司 PE 不到 8 倍，存在估值修复空间，给以“强烈推荐-A”评级。

- **煤炭产量大幅扩张。**在建矿迎来投产高峰，预计 2017-2019 年原煤增量为 1775、1520、520 万吨；2017 年公司正在实施海外收购 3600 万吨的联合煤炭，2017 年公司将迈入亿吨级煤炭企业之列。预计 2017-2019 年原煤产量分别为 1.2 亿吨、1.4 亿吨和 1.4 亿吨，增速分别为 76%、15%和 4%。
- **海外收购助力煤炭业绩爆发。**收购标的联合煤炭处于运营成熟阶段，收购对价处于合理区间。预计 2017-2019 年联合煤炭稳定盈利在 4-5 亿澳元，大幅增加子公司兖煤澳洲业绩。目前收购仍在推进，预计可在下半年完成。测算 2017-2019 年公司煤炭板块毛利率达到 50%、48%和 47%，可贡献归母净利 65、81 和 78 亿元，分别增长 282%、24%和-4%。
- **非煤板块成为利润新增长点。**公司甲醇年产量 160 万吨左右，成本优势显著，预计 2017-2019 年甲醇业务净利分别为 7.1、5.5 和 4.4 亿元。目前后续二期项目正在积极建设中，将进一步增强煤化工产业链。机电装备制造板块受益设备更新需求，成为利润新增长点。产融结合积极布局金融产业逐渐体现成效，预计 2017-2019 投资净收益稳步增长，分别为 8.0、8.4 和 8.5 亿元。
- **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 1.33、1.61、1.49，给予“强烈推荐-A”评级。**公司是 A 股稀缺内生产能增长标的，在建矿投产充分享受供改红利。此外公司定增助力子公司兖煤澳洲收购联合煤炭，外延增长可期。非煤业务逐渐壮大，煤化工和机电装备制造成为利润新增长点；布局金融产业渐显成效，投资收益稳定增长。
- **风险提示：**宏观经济走弱、海外收购进度低于预期、人民币大幅贬值

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	10592	12178	11211
同比增长	-67%	176%	357%	15%	-8%
净利润(百万元)	860	2065	7415	8945	8256
同比增长	-62%	140%	259%	21%	-8%
每股收益(元)	0.17	0.42	1.33	1.61	1.49
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	.9

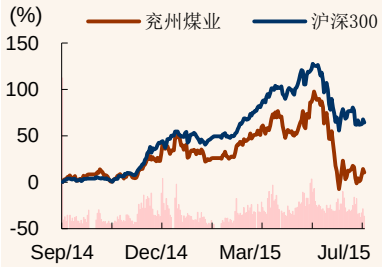
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3106
总股本（万股）	491202
已上市流通股（万股）	295983
总市值（亿元）	530
流通市值（亿元）	320
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	-9	-8	15
相对表现	-10	-7	5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《兖州煤业（600188）—内生增长龙头，便宜估值有望大幅提升》2017-05-17

2、《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

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

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

正文目录

一、国际化龙头煤企，非煤业务逐渐扩大 4
二、内生增长叠加海外收购，煤炭业务大幅扩张 5
1. 内生成长龙头，在建矿迎来投产高峰 5
2. 海外收购联合煤炭，盈利空间巨大 8
3. 量价齐升，煤炭板块业绩有望爆发 12
三、煤化工产业链延伸，产融结合双轮驱动，非煤板块成为利润新增长点 19
1. 甲醇制备贡献稳定利润，煤化工产业链有望进一步延伸 19
2. 机电装备盈利好转，受益设备更新需求高峰 20
3、 热电板块基本实现盈亏平衡 21
4、 实体与资本运营“双轮驱动”，投资收益有望持续增加 22
四、盈利预测及投资评级 23

图表目录

图 1 公司业务收入结构 4
图 2 公司非煤业务收入结构 4
图 3 公司在产产能区域分布 6
图 4 公司在建产能区域分布 6
图 5 联合煤炭股权结构和持有项目（收购前） 8
图 6 国际煤炭价格走势 9
图 7 澳大利亚纽卡斯尔煤炭指数走势及预测 9
图 8 联合煤炭股权结构和持有项目（收购后） 10
图 9 煤炭行业 PE 走势 11
图 10 煤炭行业 PB 走势 11
图 11 2017E 各运营主体商品煤销量占比 15
图 12 2017E 各运营主体归母净利润占比 15
图 13 2018E 各运营主体商品煤销量占比 15
图 14 2018E 各运营主体归母净利润占比 15
图 15 2019E 各运营主体商品煤销量占比 16
图 16 2019E 各运营主体归母净利润占比 16
图 17 Q5500 动力煤和主焦煤走势预测 16
图 18 加权价格和综合售价走势预测 16
图 19 公司甲醇产量结构及预测 19
图 20 公司甲醇销量结构及预测 19
图 21 全国甲醇均价和煤价走势 19
图 22 全国甲醇均价和公司综合售价走势及预测 19

图 23 煤炭机械行业市场规模持续下降 21
图 24 煤炭行业月度投资情况 21
图 25 公司长期股权投资总额变化情况 22
图 26 公司投资净收益变化情况 22
图 27 兖州煤业历史 PE Band 23
图 28 兖州煤业历史 PB Band 23

表 1：公司煤炭业务和非煤业务毛利情况 4
表 2：公司煤炭运营主体情况 5
表 3：公司煤矿明细 5
表 4：公司原煤及商品煤产量明细及预测 7
表 5：联合煤炭储量 8
表 6：联合煤炭煤炭产量情况及预测 8
表 7：联合煤炭核心财务数据 9
表 8：联合煤炭盈利预测 9
表 9：联合煤炭收购价格与主要上市公司情况对比 11
表 10：公司产能及产量情况（假设收购联合煤炭） 12
表 11：公司商品煤销量情况及预测（假设收购联合煤炭） 12
表 12：本部煤炭盈利测算 12
表 13：鄂尔多斯煤炭业务测算 13
表 14：菏泽能化测算 13
表 15：山西能化测算 14
表 16：兖煤澳洲测算 14
表 17：兖煤国际测算 14
表 18：煤炭商品结构 16
表 19：综合售价走势及预测 17
表 20：公司煤炭板块成本拆分及预测（含外购煤） 17
表 21：公司煤炭板块盈利测算 18
表 22：甲醇板块测算 20
表 23 煤化工在建项目情况 20
表 24：机电板块测算 21
表 25：电力板块测算 21
表 26：投资净收益预测 22
附：财务预测表 24

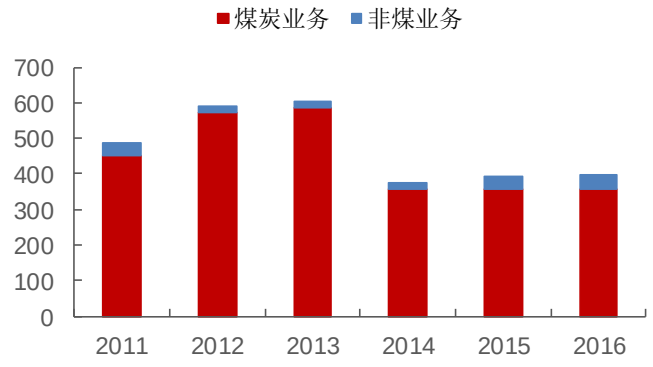
一、国际化龙头煤企，非煤业务逐渐扩大

兖州煤业股份有限公司是由兖矿集团有限公司控股的境内外上市公司，1998 年分别在香港、纽约、上海三地上市。2012 年旗下控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司在澳大利亚证券交易所上市，兖州煤业成为中国首家且迄今唯一拥有境内外四地上市平台的煤炭公司。目前兖矿集团有限公司持有公司股权 56.59%（52.93%A 股+3.69%H 股），实际控制人为山东省国资委。

公司总部位于中国山东省境内，在中国的山东省、陕西省、山西省和内蒙古自治区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，是以煤炭、煤化工、电力为一体的国际化矿业集团。

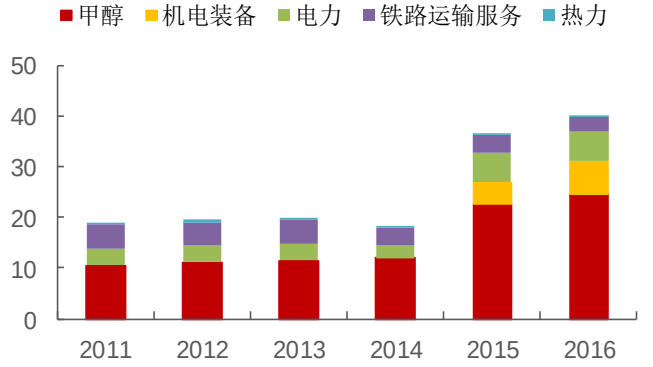
公司主营业务包含煤炭业务和非煤业务。其中煤炭板块收入占比在 90%左右，是公司利润主要来源。非煤业务包含煤化工（甲醇）、机电装备、电力、铁路运输和热力，总体毛利率维持在 25%-30%，近年来随业务规模的扩大，对公司利润的贡献逐渐增强。

图 1 公司业务收入结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 2 公司非煤业务收入结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司煤炭业务和非煤业务毛利情况

单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016
煤炭毛利	291	362	400	120	119	176
煤炭毛利率	65%	63%	68%	20%	33%	49%
非煤毛利	2	3	5	6	10	10
非煤毛利率	13%	17%	25%	30%	28%	25%

资料来源：公司公告、招商证券

二、内生增长叠加海外收购，煤炭业务大幅扩张

自 1997 年成立以来，公司充分利用自身资金、品牌、技术、人才和管理优势，先后在山东、山西、内蒙古和澳洲等地进行并购重组，拥有丰富的煤炭资源。目前公司保有煤炭资源储量 93.9 亿吨，可采储量 51.1 亿吨，是我国重要的煤炭生产基地。除澳洲矿区生产焦煤外，煤炭产品以动力煤为主。

公司煤炭业务主要由本部、子公司菏泽能化、山西能化、鄂尔多斯能化、昊盛煤业、兖煤澳州和兖煤国际。

表 2：公司煤炭运营主体情况

运营主体	权益占比	核定产能	权益产能	矿井
本部	100%	3485	3485	南屯、兴隆庄、鲍店、东滩 济宁二号、济宁三号、杨村
山西能化	100%	120	120	天池
菏泽能化	98%	570	559	赵楼、万福
鄂尔多斯	100%	2120	2120	安源、文玉、转龙湾、营盘壕
昊盛煤业	78%	1000	780	石拉乌素
兖煤澳洲	78%	2780	2168	雅若碧、莫拉本（含二期）、格罗斯
兖煤国际	100%	730	730	坎贝唐斯、普力马

资料来源：公司公告、招商证券

1. 内生成长龙头，在建矿迎来投产高峰

目前公司共有 21 对矿井，核定产能 10805 万吨，其中在产产能 8825 万吨，在建产能 1980 万吨。

公司本部核定产能 3370 万吨。北宿煤矿（产能 100 万吨）已于 2016 年关闭，还有 6 个煤矿在产，在产产能 3370 万吨。

兖煤澳洲产能 3600 万吨。兖煤澳洲的澳斯达矿（360 万吨）、艾诗顿矿（500 万吨）、唐纳森矿（610 万吨）等三个煤矿产能 1470 万吨进行资产证券化融资，已经出表；旗下中山矿（540 万吨，股权 49.997%）与第三方合资运营，不并入财务报表。兖煤澳洲目前还有 3 个煤矿，产能 3060 万吨（其中穆拉本煤矿包括 2 个露天 1 个井工，2016 年中期投产 700 万吨露天，2017 年投产 600 万吨井工，总产能 2017 年底达到 2100 万吨）。

表 3：公司煤矿明细

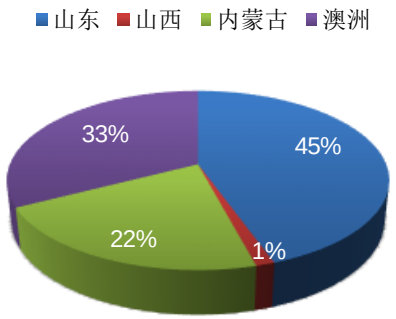
单位：万吨	煤种	权益占比	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
南屯	动力煤	100%	22588	9926	300	300	在产
兴隆庄	动力煤	100%	50800	28100	650	650	在产
鲍店	动力煤	100%	25000	7900	600	600	在产
东滩	动力煤	100%	41400	8100	750	750	在产
济宁二号	动力煤	100%	38800	8200	420	420	在产
济宁三号	动力煤	100%	19200	8100	650	650	在产
杨村	动力煤	100%	8815	6611	115	115	在产
北宿	动力煤	100%	7381	5536	100	100	退出
赵楼	1/3 焦煤	98%	40951	9452	390	383	在产

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
万福	气肥煤	98%	30900	14400	180	177	在建
天池	动力煤	81%	11579	2266	120	97	在产
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	1500	1170	在产
莫拉本井工矿	动力煤	78%	39413	29560	600	468	在建
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			651187	363471	8925	8193	
在建小计			287313	147660	1980	1845	
合计			938500	511131	10905	10038	

资料来源：公司公告、招商证券

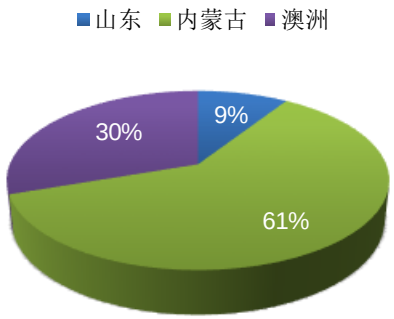
从区域分布来看，公司拥有山东、山西、内蒙古和澳洲四大煤炭生产基地。在产产能方面，山东地区位居首位，占比达到 45%，主要构成为本部及旗下子公司菏泽能化的矿井。由于山东地区煤矿资源较为饱和，近年来公司不断在省外寻求煤炭业务规模的扩大，并率先在海外收购澳洲煤矿，积极开拓国际市场。从在建产能分布来看，澳洲和内蒙古成为公司产能扩张的主要地区。

图 3 公司在产产能区域分布



资料来源：公司公告、招商证券

图 4 公司在建产能区域分布



资料来源：公司公告、招商证券

自去年开始，公司在建矿井迎来投产高峰，今年原煤产量有望增加约 1800 万吨。

- 转龙湾煤矿（500 万吨）已于 2016 年下半年投入运营，贡献产量 320 万吨。经过磨合后 2017 年有望达到 500 万吨的满产产量。该矿实际生产能力约为 800-1000 万吨，预计 2018、2019 年产量有望达到 650 和 800 万吨。
- 石拉乌素煤矿（1000 万吨）已获得国家发改委项目核准，并已于 2017 年 1 月投入运营，有望贡献产量 700-800 万吨。预计从 2018 年开始，该矿经过磨合后可达到 1000 万吨的满产产量。
- 营盘壕矿（1200 万吨）已获列国家能源局首批实施减量置换新建煤矿项目，目前已处于试运转阶段（一般煤矿正式投产前试运转期是六个月），2017 年有望贡献产

量 400-500 万吨。随矿井逐渐磨合，预计 2018 年贡献产量 900 万吨，自 2019 年开始可达到 1200 万吨的满产产量。

- 莫拉本二期扩产项目（1300 万吨）包含露天矿（700 万吨）和井工矿（600 万吨），加上已于 2010 年投产的一期项目(800 万吨)，莫拉本矿井设计产能为 2100 万吨。其中露天矿已于 2016 年 7 月投入运营，井工矿预计于 2017 年 12 月投产。2016 年莫拉本矿井合计贡献产量 990 万吨，2017 年有望贡献产量 1400 万吨，自 2018 年起可达到 2100 万吨的满产产量。

- 万福矿（180 万吨）已获得国家发改委项目核准，预计 2018 年底试生产。2018 年、2019 年产量有望达到 90 和 180 万吨。

随着在建矿井陆续投产，预计公司 2017-2019 年原煤产量可达到 8450 万吨、9970 万吨和 10490 万吨，增速分别为 27%、18%和 5%；商品煤产量可达到 7860 万吨、9334 万吨和 9739 万吨，增速分别为 26%、19%和 4%。

表 4：公司原煤及商品煤产量明细及预测

单位：万吨	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
赵楼	98%	300	270	290	300	320	320	320	320	320
万福	98%							0	90	180
天池	81%	120	136	150	160	70	160	120	120	500
安源	100%	230	230	220	180	160	160	160	160	120
文玉	100%	210	460	410	410	100	0	0	0	0
转龙湾	100%						320	500	650	800
营盘壕	100%							500	900	1200
石拉乌素	78%							800	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	1400	2100	2100
格罗斯特矿	78%		180	350	250	190	120	190	190	190
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		5570	7046	7390	7080	6850	6675	8450	9970	10490
同比增速		16%	26%	5%	-4%	-3%	-3%	27%	18%	5%
商品煤产量		5091	6278	6700	6689	6287	6237	7860	9334	9739
同比增速		12%	23%	7%	0%	-6%	-1%	26%	19%	4%

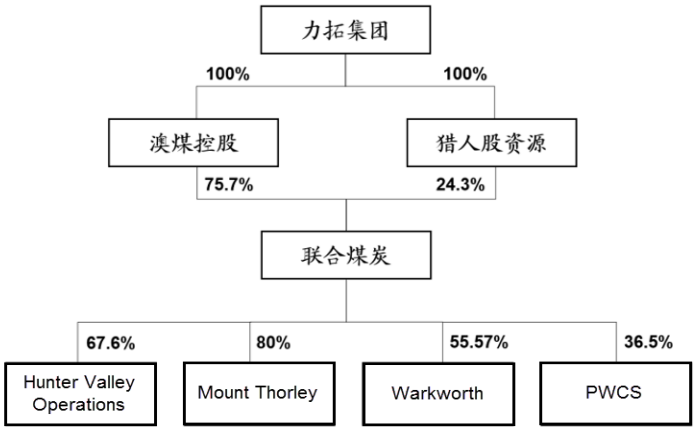
资料来源：公司公告、招商证券

2. 海外收购联合煤炭，盈利空间巨大

联合煤炭运营成熟，稳定盈利 4-5 亿澳元

联合煤炭成立于 1960 年，公司的直接股东分别为持股 75.7%的澳煤控股和持股 24.3%的猎人谷资源，两家公司均为力拓矿业集团的全资子公司。

图 5 联合煤炭股权结构和持有项目（收购前）



资料来源：招商证券、公司公告

作为澳大利亚顶级动力煤和半软焦煤生产商，联合煤炭拥有煤炭资源储量达到 11.7 亿吨，其中可售资源储量达到 8.1 亿吨，产区位于新南威尔士州猎人谷地区，核定产能为 3593 万吨。目前联合煤炭旗下运营三大露天开采煤炭项目，分别是拥有 67.6%权益的 HVO 煤矿、拥有 80%权益的 Mount Thorley 煤矿及拥有 55.6%权益的 Warkworth 煤矿。其中，Mount Thorley 与 Warkworth 两矿通过合并运营协议进行利润分配，联合煤炭公司享有其综合权益为 64.12%。此外，联合煤炭还拥有 PWCS 港口 36.5%的权益。

表 5：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：公司公告、招商证券

联合煤炭运营已进入成熟阶段，近年来原煤和商品煤产量均维持在 3600 万吨和 2600 万吨的水平。预计 2017-2019 年原煤产量达到 3635 万吨、3783 万吨和 3772 万吨，增速分别为 2%、4%和 0%；商品煤产量分别为 2530 万吨、2652 万吨和 2607 万吨，增速分别为-2%、5%和-2%。

表 6：联合煤炭煤炭产量情况及预测

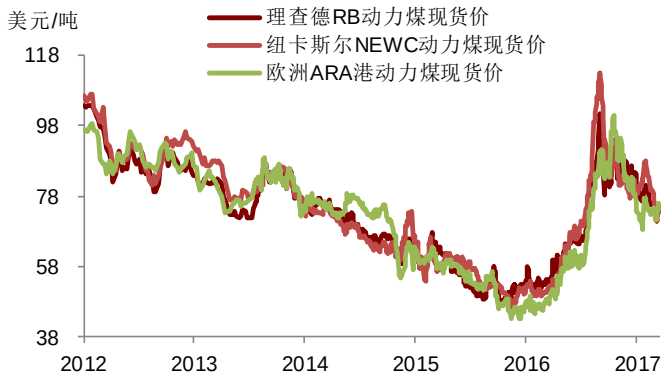
单位：百万吨	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
原煤产量	3570	3420	3620	3635	3783	3772
同比增速	-	-4%	6%	0%	4%	0%
权益原煤产量	2355	2256	2388	2382	2482	2474

单位：百万吨	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
商品煤产量	2580	2470	2590	2530	2652	2607
同比增速	-	-4%	5%	-2%	5%	-2%
权益商品煤产量	1702	1629	1708	1672	1755	1725

资料来源：公司公告、招商证券

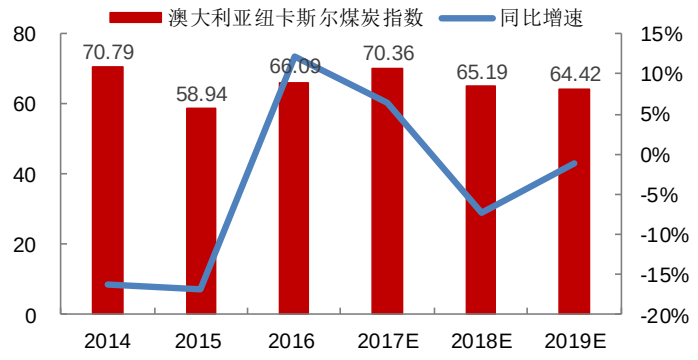
联合煤炭主产区烟煤资源质量优异，在国际上具有极高的认可度，主要客户包含日韩、台湾等经济发达国家和地区，运营上处于成熟阶段。在 2014-2016 年全球煤炭行业持续低迷的情况下，仍能实现 0.88 亿澳元、2.83 亿澳元和 3.96 亿澳元的盈利。

图 6 国际煤炭价格走势



资料来源：wind、招商证券

图 7 澳大利亚纽卡斯尔煤炭指数走势及预测



资料来源：公司公告、招商证券

表 7：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
	2014 年度	**2015 年度**	**2016 年**
营业收入	218675	215494	356592
利润总额	17666	24134	72337
净利润	8875	28378	39690
归属于母公司净利润	8820	28278	39629

资料来源：wind

联合煤炭所产商品煤包含半软焦煤和各品类动力煤，总体价格走势可参照澳大利亚纽卡斯尔港煤炭指数情况。从历史趋势分析，2015 年价格处于低谷，2016 年价格逐渐企稳上扬，近期随着整体市场环境改善、价格涨幅较快，但随着市场未来供需关系变化，预计在 2021 年后趋于稳定状态。预计 2017-2019 年澳大利亚纽卡斯尔煤炭指数价格分别为 70.4、65.2、64.4 美元/吨，测算联合煤炭归母净利分别达到 4.9、4.4 和 4.3 亿澳元，按照目前人民币兑澳元中间价 5.1527 折算，归母净利分别为 25.5、22.7、20.5 亿元。

表 8：联合煤炭盈利预测

单位：澳元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
价格	128	132	209	222	206	204

单位：澳元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
完全成本	118	117	166	180	170	168
吨煤利润	10	15	42	42	36	36
所得税	5	-3	19	13	11	11
吨煤净利	5	17	23	30	25	25
商品煤权益销量（万吨）	1702	1629	1708	1672	1755	1725
收益（万澳元）	8875	28378	39690	49473	44134	42861
权益占比	99.4%	99.6%	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%
归母净利润（万澳元）	8820	28278	39629	49397	44066	42796

资料来源：wind、招商证券

收购对价处于合理区间，大幅增加兖煤澳洲盈利

近期全球大宗商品价格波动和全球经济增长放缓，促使世界领先的矿业公司剥离非核心资产，本次交易的对手方力拓集团就是其中之一。这也为公司在行业阶段性周期底部进行战略性海外资源收购提供了有利契机。

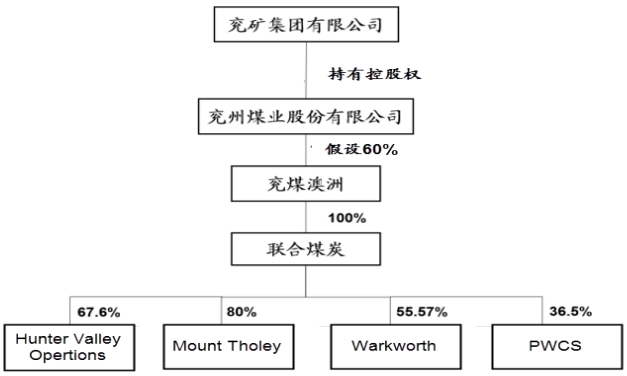
2017 年 1 月 25 日，公司发布公告，旗下兖煤澳洲拟以 23.5 亿美元（或 24.5 亿美元，视交易对价支付方式确定）收购力拓集团全资子公司澳大利亚煤炭控股有限公司澳煤控股和猎人谷资源持有的联合煤炭合计 100%股权。

2017 年 3 月 31 日，公司公告非公开发行 A 股股票预案，拟向不超过 10 名符合条件的特定对象发行合计不超过 6.47 亿股，募集资金总额不超过 70 万元，用于收购联合煤炭 100%股权项目。募投项目以兖煤澳洲作为实施主体，公司拟以认购兖煤澳洲配股的方式投入。

2017 年 4 月 28 日，公司公告修订非公开发行 A 股股票预案。兖煤澳洲选择采用首期支付 19.5 亿美元，随后 5 年每年支付 1 亿元美元的方式支付股权转让对价，合计 24.5 亿美元，按 1 美元兑 7 元人民币的汇率折算约合 171.5 亿元。本次收购交易可能触发 HVOR 公司在 HVO 项目中 32.4%股权的随售权，对价为 7.1 亿元。按本次发行数量上限计算，定向增发完成后，兖矿集团仍为公司控股股东。兖煤澳洲配股实施后，公司对其持股比例可能会被一定程度摊薄，但拟保持持有 51%以上股权。

目前收购交易仍在推进当中，尚需公司 2016 年度股东周年大会审议批准。协议期限为 9 个月，预计下半年联合煤炭可贡献盈利。

图 8 联合煤炭股权结构和持有项目（收购后）



资料来源：招商证券、公司公告

表 9：联合煤炭收购价格与主要上市公司情况对比

	产能（万吨）	市值（亿元）	市值/产能（元/吨）
永泰能源	975	436	4473
中国神华	32300	4036	1249
盘江股份	1115	109	981
兰花科创	960	79	827
西山煤电	2990	236	790
昊华能源	1120	83	740
靖远煤电	1043	76	730
陕西煤业	8600	568	660
中煤能源	10535	607	576
潞安环能	3660	204	557
冀中能源	3735	202	540
大有能源	2005	107	534
平庄能源	765	40	522
阳泉煤业	3010	146	486
*st 山煤	1630	78	476
联合煤炭	3600	172	476
大同煤业	1730	80	464
恒源煤电	1485	69	463
国投新集	2320	101	435
兖州煤业	9635	405	420
郑州煤电	1120	46	412
露天煤业	4180	147	352
平煤股份	3561	112	314

资料来源：wind、招商证券

对标上市公司吨产能市值情况，联合煤炭吨产能价格为 476 元，处于相对合理的价格区间内。分别采用市盈率和市净率法估算，本次收购价格在行业中处于低位。

- 市盈率法：测算联合煤炭 2017 年实现盈利约为 25.5 亿元，收购市值 171.5 亿元，对应 P/E 仅为 6.7 倍。
- 市净率法：目前联合煤炭权益净值为 38 亿澳元，对应 P/B 不到 0.9 倍。

图 9 煤炭行业 PE 走势

资料来源：wind、招商证券

图 10 煤炭行业 PB 走势

资料来源：公司公告、招商证券

兖煤澳洲完成收购后，原煤产能和产量将从 16 年的 2180、1470 万吨分别大增至 17 年的 6373、5270 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，归母净利将大增 12.5 亿元（假设收购在下半年完成）。本次海外收购将进一步优化公司资产负债结构，有望发挥资源协同效应，提升在亚太煤炭市场的话语权，实现澳洲公司可持续良性健康发展。

3. 量价齐升，煤炭板块业绩有望爆发

原煤产销量破亿吨级

收购联合煤炭后，公司原煤产能达到 1.2 亿吨，预计 2017-2019 年原煤产量分别为 1.2 亿吨、1.4 亿吨和 1.4 亿吨，增速分别为 76%、15%和 4%；商品煤产量分别为 1.1 亿吨、1.2 亿吨和 1.3 亿吨，增速分别为 70%、18%和 2%。兖煤是国内为数不多的仍有大量新增产能的公司。

表 10：公司产能及产量情况（假设收购联合煤炭）

单位：万吨	产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	12523	7080	6850	6675	11750	13570	14090
同比增速		-4%	-3%	-3%	76%	15%	4%
商品煤产量	10450	6689	6287	6237	10598	12534	12739
同比增速		0%	-6%	-1%	70%	18%	2%

资料来源：公司公告、招商证券

表 11：公司商品煤销量情况及预测（假设收购联合煤炭）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
公司本部	3475	3499	3427	3440	3420	3400
山西能化	150	75	159	159	159	159
菏泽能化	311	242	280	281	359	438
鄂尔多斯	579	233	412	1470	2410	3160
兖煤澳洲	1574	1328	1207	4646	4781	4781
兖煤国际	516	640	587	587	587	587
自产合计	6605	6017	6071	10583	11716	12525
贸易煤	5702	2707	1426	1200	1000	1000
合计	12308	8724	7497	11783	12716	13525
增速	18%	-29%	-14%	57%	8%	6%

资料来源：公司公告、招商证券

本部、鄂尔多斯能化、兖煤澳洲成为三大利润贡献主体

公司矿区分布比较广泛，煤种煤质煤价成本差异都较大，我们在测算时分运营主体进行测算。

- 本部预计 2017-2019 年归母净利分别为 27.4、27.6 和 21.7 亿元。

表 12：本部煤炭盈利测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量（万吨）	3647	3679	3469	3440	3420	3400
商品煤产量（万吨）	3643	3678	3468	3440	3420	3400
商品煤销量（万吨）	3475	3499	3427	3440	3420	3400
综合售价	440	336	420	550	523	500
销售成本	179	158	211	244	215	215
毛利	260	178	209	306	308	285

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	59%	53%	50%	56%	59%	57%
三费及附加	168	173	175	200	200	200
完全成本	348	332	385	444	415	415
吨煤利润	92	4	35	106	108	85
所得税	23	1	9	27	27	21
吨煤净利	69	3	26	80	81	64
净利（万元）	240711	11581	89444	274254	275738	216750

资料来源：公司公告、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）预计 2017-2019 年归母净利分别为 10.9、14.6、20.0 亿元。

表 13：鄂尔多斯煤炭业务测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量（万吨）	588	259	483	1470	2410	3160
商品煤产量（万吨）	588	258	483	1470	2410	3160
商品煤销量（万吨）	579	233	412	1470	2410	3160
综合售价	163	166	223	248	230	230
销售成本	139	113	130	108	105	100
毛利	24	54	93	140	125	130
毛利率	15%	32%	42%	56%	54%	57%
三费及附加	63	162	47	50	50	50
完全成本	202	274	177	158	155	150
吨煤利润	(39)	(108)	46	90	75	80
吨煤净利	(39)	(108)	37	67	56	60
归母净利（万元）	(22581)	(25182)	13746	109074	145563	199600

资料来源：公司公告、招商证券

- 菏泽能化（电力业务预计盈亏平衡）预计 2017-2019 年归母净利分别为 9.1、7.3 和 8.8 亿元。

表 14：菏泽能化测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量（万吨）	300	320	325	320	410	500
商品煤产量（万吨）	300	320	323	281	359	438
商品煤占比	104%	76%	86%	88%	88%	88%
商品煤销量（万吨）	311	242	280	281	359	438
综合售价	523	403	556	823	656	656
销售成本	315	288	289	322	322	322
三费及附加	50	76	49	60	60	60
完全成本	364	364	338	382	382	382
吨煤利润	159	39	217	441	274	274
吨煤净利	119	30	163	331	205	205
净利润（万元）	37089	7160	45622	92784	73770	89964
权益占比	98%	98%	98%	98%	98%	98%
归母净利（万元）	36469	7040	44860	91234	72538	88461

资料来源：招商证券

- 山西能化预计 2017-2019 年归母净利分别为 1.7、1.3 和 1.3 亿元

表 15：山西能化测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量（万吨）	156	71	161	161	161	161
商品煤产量（万吨）	154	69	159	159	159	159
商品煤销量（万吨）	150	75	159	159	159	159
综合售价	211	166	218	370	340	340
销售成本	176	156	130	163	163	163
三费及附加	36	65	65	65	65	65
完全成本	212	221	195	228	228	228
吨煤利润	(1)	(55)	23	142	112	112
吨煤净利	(1)	(55)	17	106	84	84
归母净利（万元）	(215)	(4112)	2699	16892	13313	13313

资料来源：招商证券

- 兖煤澳洲（假设收购联合煤炭公司在下半年完成，报表仅反映合并后盈利；收购后公司持有兖煤澳洲 60%股权）预计 2017-2019 年归母净利分别为 11.7、27.1、23.6 亿元。

表 16：兖煤澳洲测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量(万吨)	2000	1814	1575	2544	6250	6250
商品煤产量(万吨)	1491	1325	1205	1946	4781	4781
商品煤销量(万吨)	1574	1328	1207	1946	4781	4781
综合售价	464	411	400	680	720	720
销售成本	363	298	234	311	330	342
毛利	101	114	166	369	390	365
毛利率	22%	28%	42%	54%	54%	51%
三费及附加	250	220	257	255	272	275
完全成本	614	517	490	566	602	617
吨煤利润	(150)	(106)	(90)	114	118	103
所得税	0	0	0	14	24	21
吨煤净利	(150)	(106)	(90)	100	94	82
净利润(万元)	(235848)	(140592)	(108937)	194591	451326	393954
权益占比	78%	78%	78%	60%	60%	60%
归母净利(万元)	(183961)	(109662)	(84971)	117649	270795	236372

资料来源：招商证券

- 兖煤国际预计 2017-2019 年归母净利分别为 2.1、1.7 和 1.2 亿元。

表 17：兖煤国际测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量（万吨）	568	705	661	660	660	660
商品煤产量（万吨）	513	637	598	598	592	588
商品煤销量（万吨）	516	640	587	587	587	587
综合售价	287	287	297	349	340	331
销售成本	274	212	226	256	256	256
毛利	14	75	71	93	84	75
毛利率	5%	26%	24%	27%	25%	23%
三费及附加	101	18	50	50	50	50
完全成本	375	230	276	306	306	306
吨煤利润	(88)	57	21	43	34	25

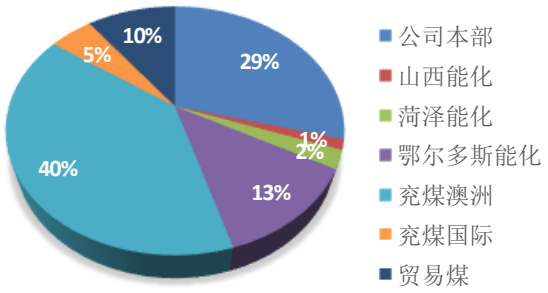
单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	0	9	3	6	5	4
吨煤净利	(88)	48	18	37	29	21
归母净利（万元）	(45298)	30844	10719	21459	16967	12476

资料来源：招商证券

➢ 公司除自产煤外，还有部分贸易煤。以吨煤净利 10 元计算，预计 2017-2019 年净利分别为 1.2、1.0 和 1.0 亿元。

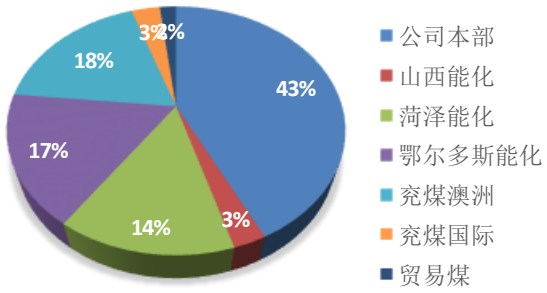
随在建矿的投产和联合煤炭收购的完成，公司本部、鄂尔多斯能化和兖煤澳洲将成为贡献净利的主要运营主体。其中，鄂尔多斯能化和兖煤澳洲仍有较强的盈利增长能力，预计 2017-2019 年盈利增速分别为 678%、34%和 37%和 237%、129%、-13%。

图 11 2017E 各运营主体商品煤销量占比



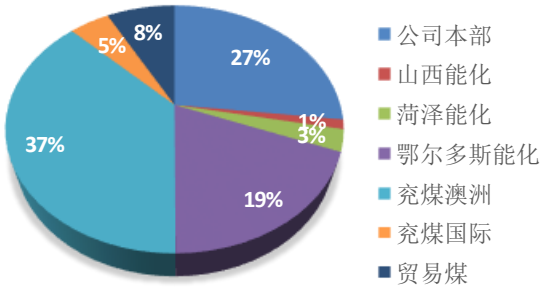
资料来源：wind、招商证券

图 12 2017E 各运营主体归母净利润占比



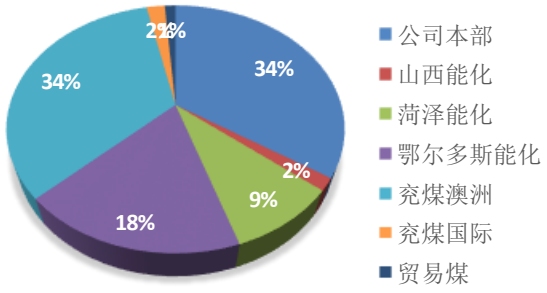
资料来源：公司公告、招商证券

图 13 2018E 各运营主体商品煤销量占比



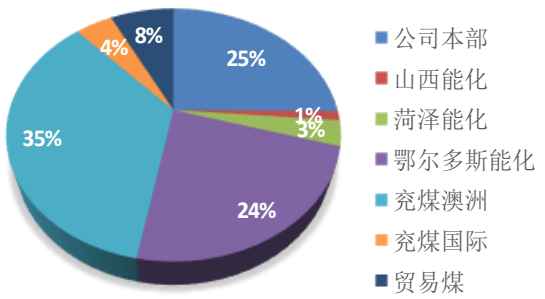
资料来源：wind、招商证券

图 14 2018E 各运营主体归母净利润占比



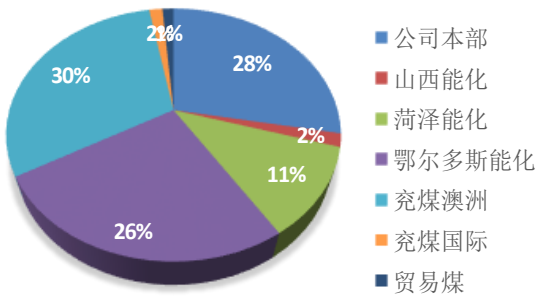
资料来源：公司公告、招商证券

图 15 2019E 各运营主体商品煤销量占比



资料来源：wind、招商证券

图 16 2019E 各运营主体归母净利润占比



资料来源：公司公告、招商证券

煤炭板块业绩迎来爆发，盈利空间巨大

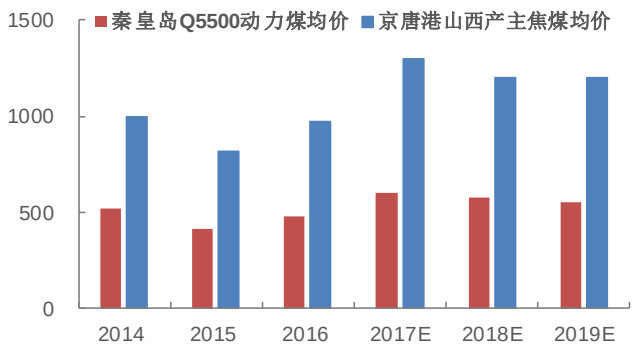
受益于供给侧改革，煤炭行业经营情况得到大幅改善。从公司煤炭板块整体分析，综合售价与同期秦皇岛 Q5500 动力煤现货价和京唐港山西主焦煤加权价格（权重分别为动力煤和冶金煤在商品煤销量中占比）走势基本一致。

表 18：煤炭商品结构

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
精煤销量	2439	2236	2151	2700	3300	3300
精煤占比	20%	26%	29%	23%	26%	24%
动力煤销量	9869	6488	5346	9083	9416	10225
动力煤占比	80%	74%	71%	77%	74%	76%
商品煤销量	12308	8724	7497	11783	12716	13525

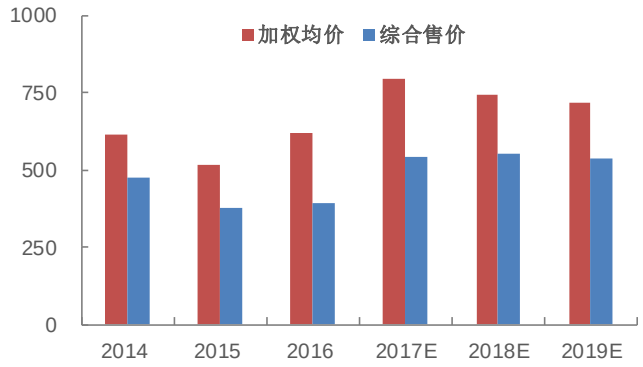
资料来源：wind、公司公告、招商证券

图 17 Q5500 动力煤和主焦煤走势预测



资料来源：wind、招商证券

图 18 加权价格和综合售价走势预测



资料来源：公司公告、招商证券

2016 年公司煤炭综合售价 391 元/吨，对应同期秦皇岛 Q5500 大卡动力煤均价 475 元/吨，京唐港山西主焦煤均价 969 元/吨，相较于 2013 年 599 元/吨的高点已下降 35%。今年以来，煤炭供需情况持续偏紧，自一季度以来煤价上涨超过预期，价格中枢大幅上移。我们预计 2017 年秦皇岛 Q5500 动力煤均价维持 600 元/吨，京唐港山西主焦煤均价 1300 元/吨，估算公司全年综合售价约为 542 元/吨，较同期上涨 39%。

表 19：综合售价走势及预测

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
秦皇岛 Q5500 动力煤均价	517	411	475	600	580	550
京唐港山西产主焦煤均价	999	818	969	1300	1200	1200
加权均价	614	517	618	796	741	719
综合售价/加权均价	78%	73%	63%	68%	75%	74%
综合售价	476	377	391	542	553	535

资料来源：wind、公司公告、招商证券

近几年来，煤炭行业持续低迷，公司不断压缩成本争取利润空间。2012 年公司煤炭完全成本和生产成本分别为 556 元/吨和 335 元/吨，随后逐年被压缩，至 2016 年仅为 360 元/吨和 240 元/吨，分别下降 35%和 30%，与公司综合售价降幅大致相当。

分析公司的生产成本结构，在业绩不断下滑的情况下，公司主要通过压缩职工薪酬达到降低成本的目标。2013 年吨煤职工薪酬为 114 元/吨，2016 年吨煤职工薪酬仅为 69 元/吨，降幅达 40%。考虑到职工薪酬已被压缩到极致，在公司业绩大幅好转的情况下，预计 2017 年职工薪酬会有较大幅度反弹。出于审慎考虑，我们大致按照 25%的工资增幅计算成本增加，逐渐接近 2013-2014 年工资水平。测算公司吨煤生产成本大约上升 14%，达到 273 元/吨。

三费及附加方面，管理和销售费用被大幅压减。考虑到 2017 年煤价将处于高位，公司的资源税（营业税金及附加）会有较大程度增加，同时管理费用和财务费用均有上行压力，预计三费及附加增长 15%，达到 166 元/吨。全年完全成本约为 439 元/吨，上涨 15%。

表 20：公司煤炭板块成本拆分及预测（含外购煤）

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
材料	37	33	41	41	41	41
工资	83	75	69	85	85	85
电力	7	8	8	8	8	8
折旧费	29	28	20	30	30	30
土地塌陷费	2	2	12	10	20	20
采矿权探销	17	11	10	10	11	11
维简费	4	5	5	5	5	5
安全生产费用	11	11	10	11	11	11
其它	39	18	32	50	62	62
自产煤成本合计	229	190	207	250	273	273
外购煤成本	550	453	380	480	465	450
合计	378	272	240	273	288	286
三费及附加	219	171	140	166	142	143
完全成本	597	443	380	439	430	429
现金流生产成本	349	244	220	243	268	266
现金流完全成本	568	414	360	409	410	409

资料来源：wind、招商证券

预计 2017-2019 年公司煤炭板块毛利率达到 50%、48%和 47%，可贡献归母净利 65、81 和 78 亿元，分别增长 282%、24%和-4%。

表 21：公司煤炭板块盈利测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
商品煤销量（万吨）	12308	8724	7497	9083	12716	13525
综合售价	476	377	391	542	522	510
生产成本	233	198	213	273	288	286
吨煤毛利	242	179	178	269	265	249
毛利率	51%	47%	46%	50%	48%	47%
完全成本	453	369	352	439	430	429
吨煤利润	23	8	38	103	92	81
所得税	12	8	11	26	23	20
吨煤净利	11	(0)	27	77	69	60
煤炭业务损益（亿元）	13	(0)	20	70	88	82
权益占比	85%	84%	84%	92%	92%	95%
归母净利（亿元）	11	0	17	65	81	78

资料来源：wind、招商证券

公司作为稀缺的内生增长煤炭企业，在煤价上行时能充分享受业绩红利，在今年煤价整体高位情况下，我们看好公司业绩迎来爆发。2017 年公司一季度实现归母净利 17.5 亿元，对应秦皇岛 Q5500 动力煤均价 621 元/吨和京唐港主焦煤 1500 元/吨的高点。今年煤价高位震荡，均价相较一季度有小幅下调的可能，但考虑到后续随在建矿的陆续投产和联合煤炭收购的完成，煤炭板块将进一步打开盈利空间。

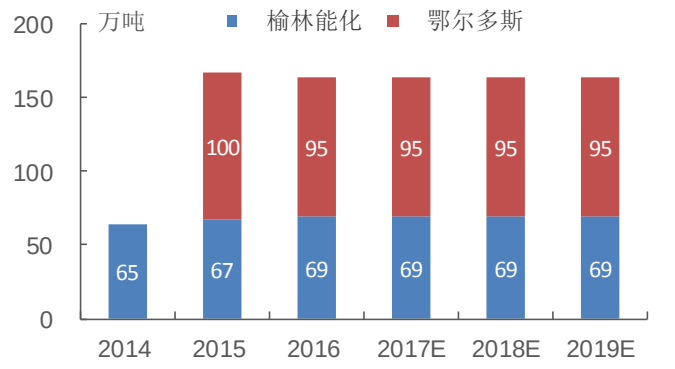
三、煤化工产业链延伸，产融结合双轮驱动，非煤板块成为利润新增长点

公司以煤为基，着力多元化发展方向。非煤业务主要包括煤化工、铁路运输、电力、热力、非煤贸易和机电装备制造等业务。

1. 甲醇制备贡献稳定利润，煤化工产业链有望进一步延伸

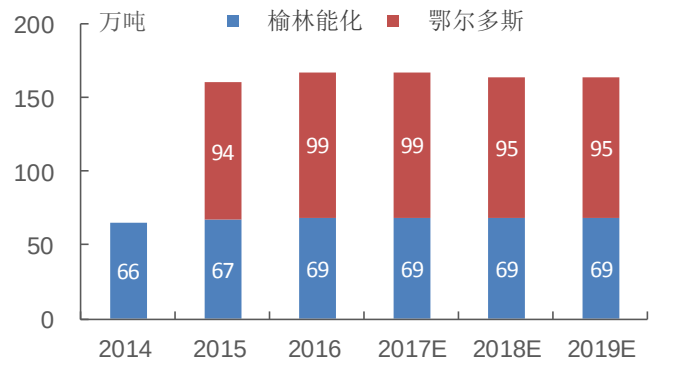
公司煤化工业务目前以制备甲醇为主，旗下全资子公司鄂尔多斯能化和榆林能化是主要运营主体，产能分别为 100 万吨和 60 万吨，分别于 2015 年和 2008 年投产，目前能达到满产状态，预计 2017-2019 年基本维持现有产量，合计约为 168、164、164 万吨。

图 19 公司甲醇产量结构及预测



资料来源：wind、招商证券

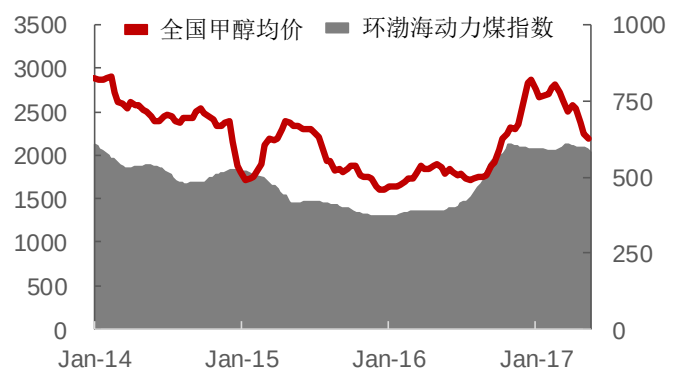
图 20 公司甲醇销量结构及预测



资料来源：公司公告、招商证券

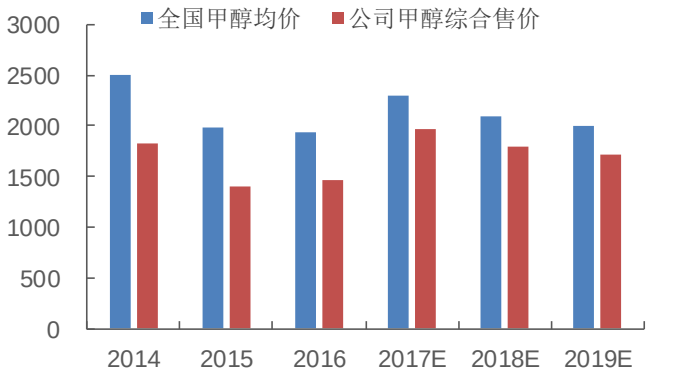
煤价占据生产甲醇总成本中一半以上，因而甲醇价格与煤炭价格呈现紧密的正相关关系。在预计 2017-2019 年秦皇岛 Q5500 动力煤均价 600、580、550 元/吨的基础上，预计甲醇价格分别为 2300、2100、2000 元/吨，对应公司甲醇综合售价 1966、1795、1709 元/吨。

图 21 全国甲醇均价和煤价走势



资料来源：wind、招商证券

图 22 全国甲醇均价和公司综合售价走势及预测



资料来源：公司公告、招商证券

近年来公司成本管控得力，毛利率维持在30%上下。随着甲醇价格的回升，在成本基本稳定的情况下，毛利率有望上浮至35%左右的水平。预计2017-2019年甲醇业务可实现净利7.1、5.5和4.4亿元。

表22：甲醇板块测算

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
甲醇产量（万吨）	65	167	164	168	164	164
甲醇销量（万吨）	66	161	168	168	164	164
综合售价	1825	1408	1460	1966	1795	1709
销售成本	1316	937	1091	1200	1150	1150
毛利	509	471	369	766	645	559
毛利率	25%	33%	28%	39%	36%	33%
三费及附加	200	200	200	200	200	200
完全成本	1516	1137	1291	1400	1350	1350
吨利润	309	271	169	566	445	359
吨净利	232	204	127	424	334	270
甲醇板块净利（万元）	15179	32727	21257	71080	54719	44206

资料来源：wind、招商证券

目前，榆林能化甲醇厂二期项目和鄂尔多斯能化荣信化工甲醇二期项目正在积极建设中。榆林能化甲醇厂二期项目形成180万吨甲醇生产规模，并配套建设100万吨烯烃项目，总投资预计约260亿元，预计于2018年底投产，年均销售收入达到100亿元，届时榆林能化甲醇生产产能达到240万吨。荣信化工二期项目总投资75亿元，制备乙二醇40万吨和聚甲氧基二甲醚联产30万吨，预计2019年建成投产，年均产值达到35亿元，年均税后利润约为8亿元。随着上述项目的逐渐完工，公司煤化工产业链将进一步增强，逐渐打开盈利空间。

表23 煤化工在建项目情况

	产品	总投资	盈利情况（亿元）
榆林能化二期	180万吨甲醇 100万吨烯烃	260亿元	年均销售收入100亿元
荣信化工二期	40万吨乙二醇 30万/年聚甲氧基二甲醚	75亿元	年均销售收入35亿元 年均税后利润8亿元

资料来源：公司公告、招商证券

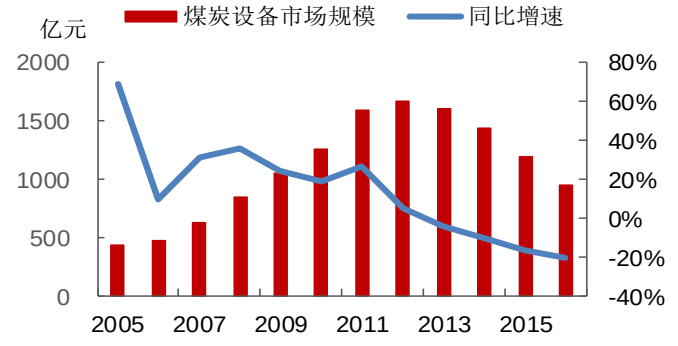
2. 机电装备盈利好转，受益设备更新需求高峰

2015年7月，公司完成东华重工100%股权，实现煤炭主业及矿山机电装备一体化经营。目前，公司机电装备制造业主要经营液压支架、掘进机、采煤机等机电装备的制造、销售、租赁与维修等。

2002-2012年是煤炭行业的“黄金十年”，煤炭设备市场在2012年达到顶峰1668.33亿元的规模。此后随煤价持续下降，煤炭机械行业市场规模逐年萎缩。2016年全国煤炭机械设备市场规模为954亿元，同比下降20%。与之对应的是，2016年国内煤炭行业固定资产投资3038亿元，同比下降24%。从今年前4月数据来看，行业固定资产投资累计459亿元，同比下降10%，但降幅已明显收窄。2011-2013年是煤炭机械投资高峰，由于煤机寿命一般为5-8年，2016-2018年预计将迎来设备更新的高峰。尤其随

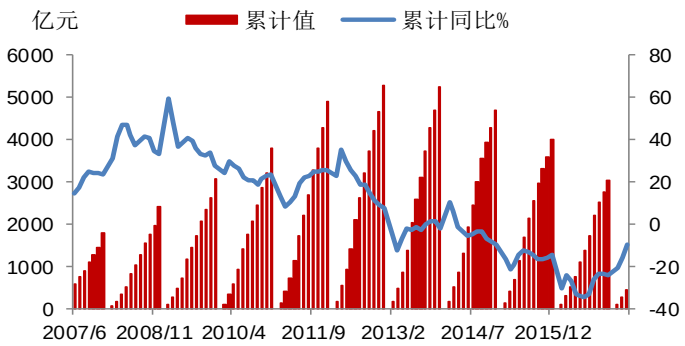
着供改的推进，煤炭企业经营情况自去年下半年以来明显好转，预计从 2017 年开始行业压制的设备更新需求将随逐渐得到释放。

图 23 煤炭机械行业市场规模持续下降



资料来源：wind、招商证券

图 24 煤炭行业月度投资情况



资料来源：公司公告、招商证券

2015 年公司机电板块销售收入 4.2 亿元，毛利仅为 4%；2016 年销售收入已稳步提升至 6.5 亿元，毛利率达到 19%，开始贡献利润。预计 2017-2019 年随着行业设备更新需求的高峰到来，机电板块将逐步提高利润贡献水平，达到 0.8、1.1、1.2 亿元。

表 24：机电板块测算

单位：万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	42269	65910	85683	102820	107961
销售成本	40683	53169	63803	76563	80391
毛利	1587	12741	21880	26256	27569
毛利率	4%	19%	26%	26%	26%
三费及附加	9000	10741	11000	11000	11000
利润总额	(7413)	2000	10880	15256	16569
净利润	(7413)	1500	8160	11442	12427

资料来源：wind、招商证券

3、 热电板块基本实现盈亏平衡

公司热电板块规模较小，近年来电力业务毛利率维持在 20%上下，能够盈亏平衡；热力业务主要自用为主，对公司利润影响较小。

表 25：电力板块测算

单位：（元/度）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
发电量（万度）	160512	263952	277715	280000	280000	280000
售电量（万度）	72249	167736	179907	180000	180000	180000
综合电价	0.3342	0.3569	0.3182	0.3225	0.3200	0.3180
销售成本	0.2093	0.2768	0.2570	0.2600	0.2570	0.2550
毛利	0.1249	0.0801	0.0612	0.0625	0.0630	0.0630
三费及附加	0.0600	0.0600	0.0600	0.0600	0.0600	0.0600
完全成本	0.2693	0.3368	0.3170	0.3200	0.3170	0.3150
度电利润	0.0649	0.0201	0.0012	0.0025	0.0030	0.0030
度电净利	0.0487	0.0151	0.0009	0.0019	0.0023	0.0023
电力净利（万元）	3517	2530	166	338	405	405

资料来源：wind、招商证券

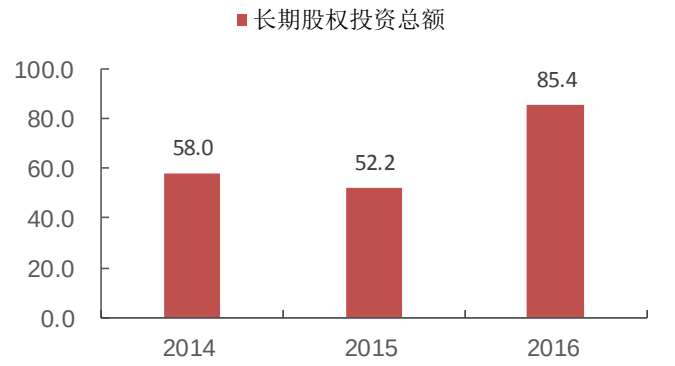
4、 实体与资本运营“双轮驱动”，投资收益有望持续增加

公司坚持实体经营和资本运营“双轮驱动”，以金融资本耦合实体发展，依托国家政策和区域产业优势，形成上海、北京、深圳、青岛“四位一体”金融投资管理平台体系，初步完成产业基金、资产管理、融资租赁、金融控股公司的设立，形成了多层次、多功能运营格局。

- 2014 年公司出资 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%，并全资设立端信投资控股（北京）有限公司。
- 2015 年公司以 7.83 亿元认购齐鲁银行 2.46 亿股定向发行股票，并对中垠融资租赁有限公司和端信投资控股（北京）有限公司分别增资 11.3 亿元和 8.0 亿元。
- 2016 年公司加快在金融领域投资的步伐，进一步对中垠融资租赁有限公司和端信投资控股（北京）有限公司分别增资 37.4 亿元和 25.0 亿元，设立端信投资控股（深圳）有限公司、青岛端信资产管理有限公司、中垠（泰安）融资租赁有限公司、济南端信明礼、端信明仁和端信明智财务咨询企业。旗下兖煤国际以 15.84 亿港元认购了浙商银行于香港联交所首次公开发行的 4 亿股 H 股股份，后续通过继续收购共计持有 5.41 亿 H 股股份，占浙商银行已发行 H 股股份的 13.54%，占浙商银行全部股本的 2.86%。

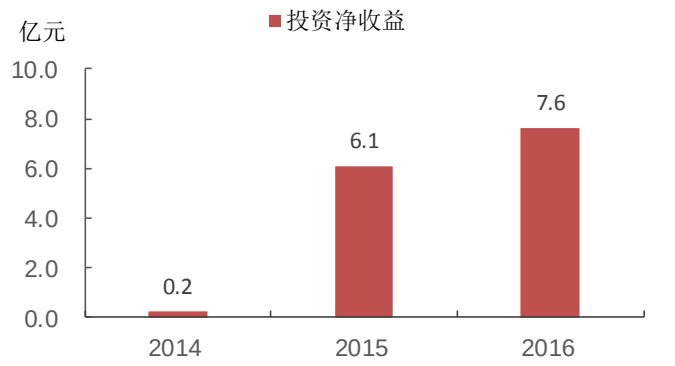
公司在加快金融产业布局的同时，投资收益逐渐成为利润的重要来源。2014-2016 年投资净收益分别为 0.2、6.1 和 7.6 亿元，同比增加 133%、2438%和 25%。预计 2017-2019 年公司投资净收益达到 8.0、8.4 和 8.5 亿元，同比增加 5%、5%和 1%。

图 25 公司长期股权投资总额变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 26 公司投资净收益变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 26：投资净收益预测

单位：亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
投资净收益	0.2	6.1	7.6	8.0	8.4	8.5
同比增速	133%	2438%	25%	5%	5%	1%

资料来源：wind、招商证券

四、盈利预测及投资评级

公司面临的主要外汇风险来自于美元汇率的变动，2016 年公司产生账面汇兑损失 3.419 亿元。为有效管理预期销售收入的外币风险，兖煤澳洲与银行签订了外汇套期保值合约。依据公司对外汇风险进行的敏感性分析，当人民币升值或贬值 5%时，境内和境外公司产生的当期损益分别为 1.5 或-1.5 亿元、2.3 或-2.3 亿元，对公司净利影响较小。

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。

预计公司 2017-2019 年公司归母净利约为 74.2 亿、89.4 亿、82.6 亿，同比分别增长 259%、21%、-8%。按本次定增 6.47 亿股计算，对应 EPS 为 1.33、1.61、1.49，同比分别增长 217%、21%、-7%。

维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级：

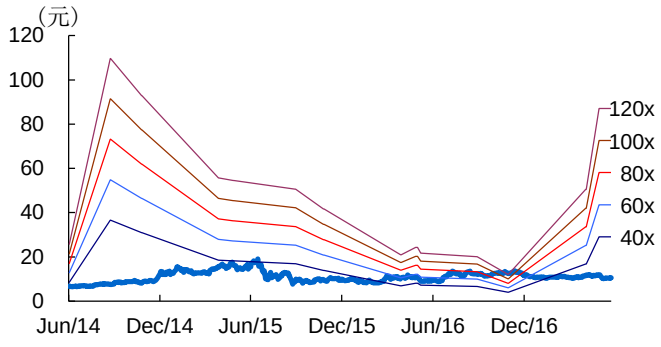
（1）公司是稀缺的具有内生成长性的煤企，随在建矿的投产原煤产量将逆势大增，预计 2017-2019 年增量分别为 1775、1520、520 万吨；海外收购联合煤炭将使公司原煤产量大增 3600 万吨，产能突破亿吨级；

（2）2017 年煤价中枢大幅上移，公司产能大增，能极大程度地享受煤价上涨的红利，业绩迎来爆发；

（3）公司非煤业务逐渐扩大规模，煤化工（甲醇）和机电装备制造有望成为新的利润增长点；

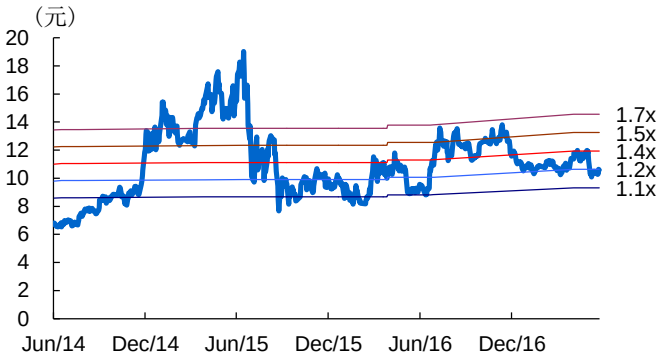
（4）产融结合，实体和资本运作的“双轮驱动”模式逐渐体现成效，投资收益预计将平稳增长。

图 27 兖州煤业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 28 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	48053	42220	45161	48597	54160
现金	23578	20013	23314	26613	32125
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	2348	2327	2355
其他	15681	7144	7025	7059	7082
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**	**151929**	**158295**	**163746**
流动负债	41156	51548	37617	37103	36882
短期借款	6099	5662	6000	5500	5000
应付账款	3550	4678	4297	4258	4309
预收账款	1008	2686	2467	2445	2474
其他	30499	38522	24853	24901	25099
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**	**86641**	**85927**	**85505**
股本	4918	4912	5559	5559	5559
资本公积金	1251	1259	7612	7612	7612
留存收益	33638	35852	42678	49287	54725
少数股东权益	3193	9028	9439	9910	10345
归属于母公司所有者权益	39808	42023	55848	62458	67896
负债及权益合计	**139062**	**145622**	**151929**	**158295**	**163746**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2818	6422	12674	16072	16268
净利润	860	2065	7415	8945	8256
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	(3812)	(503)	(1712)	(351)	227
其它	(1170)	(557)	469	533	447
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)	(5074)	(5756)
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)	(2336)	(2818)
其他	(10567)	(7055)	(2238)	(2238)	(2238)
现金净增加额	2845	(8812)	3301	3299	5512

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	81701	80958	81925
营业税金及附加	785	1646	1751	1769	1769
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	10592	12178	11211
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	10714	12301	11333
所得税	680	843	2488	2885	2643
净利润	831	2293	8226	9416	8690
少数股东损益	(375)	(196)	411	471	435
归属于母公司净利润	860	2065	7415	8945	8256
EPS（元）	0.17	0.42	1.33	1.61	1.49

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%	357%	15%	-8%
净利润	-62%	140%	259%	21%	-8%
获利能力					
毛利率	14.5%	12.8%	20.7%	22.2%	21.3%
净利率	1.2%	2.0%	7.2%	8.6%	7.9%
ROE	2.2%	4.9%	13.3%	14.3%	12.2%
ROIC	0.8%	3.2%	10.2%	10.7%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	69.1%	64.9%	57.0%	54.3%	52.2%
净负债比率	30.5%	27.7%	22.7%	21.4%	20.3%
流动比率	1.2	0.8	1.2	1.3	1.5
速动比率	1.1	0.8	1.1	1.2	1.4
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	32.7	34.6	35.0
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	18.2	18.9	19.1
每股资料（元）					
每股收益	0.17	0.42	1.33	1.61	1.49
每股经营现金	0.57	1.31	2.28	2.89	2.93
每股净资产	8.09	8.56	10.05	11.24	12.21
每股股利	0.02	0.01	0.42	0.51	0.47
估值比率					
PE	60.7	25.2	7.9	6.6	7.1
PB	1.3	1.2	1.1	.9	.9
EV/EBITDA	21.3	18.0	7.8	7.0	7.2

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。