

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

左前明 研究助理

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

王志民 研究助理

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

## 产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 煤炭行业: 兖州煤业、陕西煤业

2018年07月16日

## ➤ 本周行业观点: 产业资本溢价增持彰显板块配置价值

1、18年投资策略核心观点: 18年煤炭消费增速在能源消费弹性恢复叠加能源结构调整阶段性放缓中继续回升,但供给端产能与库存自然出清叠加扩张性投资乏力,产量增速将明显下滑,18年供需缺口明显进一步放大,同时全球陷入煤炭紧缺状态,价格继续上扬而非预期的稳中有降或维持高位。由此带来业绩增速继续高企,同时悲观预期证伪后估值明显修复,在业绩超预期和估值提升下,煤炭板块迎来历史性重大投资机会(详见12月14日信达证券发布的18年煤炭策略报告)。

2、本周需求受降雨及水电影响波动。根据快报,6月全国6000千瓦及以上电厂发电量同比增长9.02%,1-6月份发电量累计增速高达10.20%。从下游数据来看,本周南方阴雨天气持续,受降水增多影响,高温天气有所缓解,水电出力增加,六大电日耗小幅回落,同时在一定程度上限制了下游采购热情,港口库存小幅增加。本周六大电日耗均值为72.55万吨,较上周的77.05万吨下滑5.84%,截至7月12日,沿海六大电厂煤炭库存1,543.27万吨,较上周同期增加35.23万吨,环比增幅2.34%;日耗为73.61万吨,较上周同期减少3.75万吨/日,环比降幅4.85%;可用天数为20.97天,较上周同期增加1.48天。另一方面,国内海上煤炭运价指数开始止跌反弹,开启上行走势,截至7月10日最新一期运价指数报收于961.59点,较上周上涨33.20点,涨幅3.78%。按照季节性规律,伴随夏季水电满发后气温逐步提高,火电日耗将有望继续波动上行。

3、供给相对稳定,国内环保制约因素有所缓解。国际方面受印尼雨季影响供给偏紧,煤价创近5年来历史新高。根据最新统计数据,7月初生产企业动力煤库存量1512万吨,较17年同期下降152万吨,降幅高达10.1%,下游六大电厂煤炭库存1,543.27万吨(12日数据),较17年同期增加278.09万吨,增幅21.98%,可以看出下游库存增加很大一部分来自于上游生产端库存转移导致,再结合18年1-6月中上旬全国原煤产量16.48亿吨,累计同比增长3.06%,剔除春节等影响因素,供给端新增产能释放较为乏力。另一方面,受全球煤炭需求旺盛,供给乏力因素影响,国际煤价持续攀升。本周纽港动力煤价突破118美元/吨(12日价格118.36美元/吨),创2011年5月以来历史新高,周内均价高达117.82美元/吨,同比增幅41%,环比持平;据印尼能源与矿产资源部发布的数据,2018年7月份印尼动力煤标杆参考价(HBA)为104.65美元/吨,创2012年5月以来价格新高,环比6月提高8.04美元/吨,上升8.32%,同比提高25.7美元/吨,上升32.55%。澳洲煤和印尼煤均创近5年来历史新高水平。从另外一个角度来看,伴随国际煤价不断提涨,国内下游电企通过进口来平抑市场煤价的手段受到一定影响。

4、煤焦板块：焦炭方面，由于近期钢厂焦炭到货量较为充足，河北邯郸地区多家钢企继续提降焦炭价格，幅度为 100 元/吨，累计降幅 250 元/吨，焦化厂鉴于当前利润相对可观，仍多以出货不留库存为主，加之多数焦企订单接续出现压力，对降价的抵抗力较弱，部分焦企已同意降价事宜，短期看焦价继续下探会陆续蔓延。焦煤方面，焦炭弱势已明显传导至焦煤，晋中、临汾一带肥煤及主焦近期价格均出现不同程度下调，焦煤需求表现明显疲软，整体看焦煤价格继续弱势局面已比较明朗。

5、我们认为，当前产业资本已开始关注煤炭板块投资机会。在市场整体低迷，但行业基本面向好，股价严重背离基本面和趋势的背景下，兖州煤业大股东兖矿集团增持股票彰显了对行业和公司未来发展前景的信心（7月11日发布公告称，大股东兖矿集团增持了H股股份共计97,989,000股，约占本公司已发行总股本的1.99%。增持均价11.18元，增持金额10亿元，按照7月11日的收盘价，溢价13%以上。）。当前板块估值已是历史底部，甚至接近了产业一级市场并购的估值水平，尤其对于严重估值的龙头公司，产业资本的介入将是必然。我们坚持认为，18年煤炭板块的投资机会将是历史性的，确定性的，整体性的，不分品种的，但我们仍强调动力煤、无烟煤细分板块的高确定性和炼焦煤细分板块的高弹性，因此建议弱化个股，对煤炭板块分煤种进行整体性集中配置。动力煤如兖州煤业（重点推荐）、陕西煤业（重点推荐）、中国神华（重点推荐）、阳泉煤业、大同煤业等煤炭上市公司，炼焦煤如西山煤电、平煤股份、潞安环能、冀中能源、开滦股份、盘江股份。

6、风险提示：下游用能用电部门夏季较大规模限产，中美贸易摩擦明显升级。

➤ 本期【卓越推】：兖州煤业（600188）、陕西煤业（601225）。

### 兖州煤业（600188）

（2018-07-13 收盘价 11.69 元）

➤ 核心推荐理由：1、一季度煤炭产量如预期大幅提高，经营结构和数据继续改善，18年板块业绩高速增长可期。2018年一季度公司商品煤产量同比增长34.74%至2429.3万吨，商品煤销量同比增长33.56%至2740.5万吨。一季度公司平均煤炭销售价格549.73元/吨，同比增加7.69%；受益于商品煤销量和售价的提高，一季度煤炭板块实现销售收入150.65亿元，同比增加43.83%；板块毛利率44.90%，同比增加24.15个百分点；毛利占比90.2%，同比提高0.13个百分点，板块盈利能力以及对公司利润贡献率持续提升。单季度ROE4.01%，同比提升0.06个pct，环比提升0.18个pct。18年煤炭供需缺口将继续扩大，价格中枢持续上扬。同时全年公司煤炭产量增速确定较高，2018年公司业绩高速增长可期。

- **2、公司成本费用有所提升，整体在合理范围内。**2018年一季度销售成本83.01亿元，同比增加39.54%，自产煤吨煤销售成本242.28元/吨，同比增加10.33%。吨煤成本的增加主要是来自人员工资的提升以及加大对安全、环保的投入，利于公司长久有序的发展。一季度公司费用总额35.08亿，同比增51.21%，环比增4.00%；占营业收入10.85%，同比增加5.01个pct，环比增加0.31个pct。公司费用的增加主要来自销售费用，一季度公司销售费用14.86亿元，同比增加108.42%，环比增加7.60%。主要是因为随着兖煤澳洲煤炭业务营收规模的扩大，按销售收入比例支付的资源特许权使用费（ROYALTY）同比增加6.93亿元。澳大利亚资源特许权使用费的征收标准视地区、开采方式和煤炭价格而定，如新南威尔士州露天矿按销售收入的8.2%征收，开采深度小于400米的井工矿按销售收入的7.2%征收，大于400米的井工矿按销售收入的6.2%征收。昆士兰州在煤炭销售价格100澳元/吨以下时按7%征收，100-150澳元/吨时超出100澳元/吨部分按12%征收。2018年兖州澳洲并表产量同比明显增长，澳洲煤炭价格持续高位的背景下，1-3季度兖煤澳洲煤炭业务营收规模和销售费用同比将明显增加，带动公司费用有所提升，环比较为稳定。
- **3、兖煤澳洲实现爆发式增长，陕蒙基地有序释放。**2017年兖煤澳洲以5倍左右PE收购全球顶级煤炭资产联合煤炭，9月份完成交易。同时，17年11月莫拉本二期低成本井工矿产能800万吨已正式投产。于18~19年逐步释放产量。并购成功后，兖煤在澳权益产量将由16年的2000万吨左右明显提升到18年的3700万吨左右。兖煤澳洲一季度贡献权益商品产量832.9万吨，同比大幅增长155.73%，增量507.2万吨，占公司一季度产量增量的80.98%。兖煤澳洲一季度煤炭平均售价600.64元/吨，同比提高12.61%；销售收入46.93亿元，同比增加174.27%；销售成本22.34亿元，同比增加168.5%；毛利24.58亿元，毛利率52.39%，同比分别增加179.73%和1.03个pct，兖煤澳洲煤炭业务营收显著增长。陕蒙基地（鄂尔多斯能化和昊盛煤业）一季度煤炭产量同比增加38.72%至553.8万吨，增量154.6万吨，占公司一季度产量增量的24.68%；吨煤售价291.36元/吨，同比上涨18.73%。一季度陕蒙基地煤炭业务收入14.99亿元，同比增加71.58%；销售成本6.42亿元，同比增加74.9%；毛利8.58亿元，同比增69.19%；毛利率57.22%，同比分别略降0.81个pct，陕蒙基地效益有序释放。
- **4、甲醇价格持续高位，煤化工板块成为新赢利点。**2018年一季度公司甲醇产量同比增长7.36%至45.2万吨，销量同比增长12.09%至44.5万吨。受益于一季度甲醇价格高位，公司甲醇业务实现营业收入9.25亿元，同比增加20.18%，营业成本54.55亿元，同比增加8.80%，实现毛利3.75亿元、毛利率40.57%，同比分别增加41.94%和6.22个百分点，盈利能力进一步提升。16年以来甲醇价格处于上升趋势中，预计今年煤化工板块业绩将进一步改善，是公司又一新赢利点。
- **5、公司经营效率继续提升，现金流获取能力进一步增强，资产负债表进一步改善。**一季度公司经营性净现金流32.7亿元，同比增加208.37%，环比提升公司改变销售策略，提高长协煤量、发展战略客户、实行现汇优惠政策，在稳定销售的同时，进一步提升现金获取能力。按照4月27日收盘价，结合一季度数据年化

的 EV/ebitda 仅 4.96 倍，较 2017 年的 5.15 倍进一步降低。此外 2018 年一季度期末公司资产负债率为 58.01%，此外较期初降低 2.34 个 pct，资产负债率在去年基础上进一步下降。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 18、19、20 年 EPS 分别为 1.91 元、2.26 元、2.65 元，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**煤价短期波动风险、安全生产风险。
- **相关研究：**《20180528 兖州煤业（600188）：国内调控风声四起，澳洲基地坐享行业上行红利》  
《20180430 兖州煤业（600188）境内外产量如期大幅释放，巩固行业龙头地位》  
《20180325 兖州煤业（600188）2017 年年报点评：内生性增长强劲+高分红潜力的煤炭核心资产》  
《20171227 兖州煤业（600188）：长协煤量占比较小，业绩更具弹性》  
《20171207 兖州煤业（600188）：甲醇价格创三年新高，公司甲醇板块受益显著》  
《20171204 兖州煤业（600188）：收购准东铁路股权完善产业链条，增厚利润同时打开陕蒙外运通道》  
《20171129 兖州煤业（600188）：入股临商银行，产融结合“再下一城”》  
《20171113 兖州煤业（600188.SH）陕蒙基地崛起+澳洲业绩反转——低估值煤炭核心资产》

## 陕西煤业（601225）

（2018-07-13 收盘价 7.48 元）

- **核心推荐理由：1、核心提要：**我们认为当前市场虽认识到陕煤资源优、盈利强，但从估值角度仍然低估了其资源禀赋优势给其带来的核心竞争力与竞争壁垒，更低估了其作为西部龙头的资源整合潜力与内在发展潜力，尤其在“十三五”煤炭行业周期性向好的态势下，当前标的无论从静态还是动态看，无论从国内还是国际看，都属于严重低估。
- **2、资源禀赋优异造就低成本、高品质煤炭产品，使公司具备不可比拟的核心竞争力。**一方面优质资源丰富，产能优势突出。公司拥有煤炭地质储量 163.5 亿吨，可采储量 109.6 亿吨，在上市公司中均排第 3 位。公司煤炭资源具有低灰、低硫、低磷、高发热量等特点，是高品质的动力、化工及冶金用煤，在售价方面享有溢价。公司现有并表产能为 10025 万吨/年（权益产能 6472 万吨/年），在上市公司中位居第 3 位。另一方面，由于资源禀赋优异，开采技术条件简单，成本优势凸显。公司 2017 年自产煤吨煤生产成本仅 119 元/吨，显著低于其他煤炭上市公司，优质资源的规模效应使得公司处于行业成本曲线的最前端，在煤价中

高位水平下，具有极强的盈利能力，同时又具备极低的现金成本，能够强有力地抵周期波动风险。公司于17年取得小保当一号矿800万吨/年产能核准，计划于18年三季度试生产，小保当二号矿（800万吨/年）预计明年下半年试生产，18-20年公司煤炭产量将分别增加400、800、400万吨左右，增幅在4%、8%、4%左右，低成本煤矿投入运营将持续提升公司煤炭板块业绩水平。

- **3、公司地处陕西是全国未来煤炭主产区中潜力最大的省区，作为省内唯一一家大型煤炭企业集团，受益显著，未来具有其他公司不可比拟的高成长性。**根据国家《煤炭工业发展“十三五”规划》，“十三五”期间煤炭开发在布局上将进一步压缩东部、限制中部和东北、优化西部，具体而言将降低降低鲁冀豫煤炭基地产量，控制蒙晋云贵煤炭基地规模，推进陕北神东新疆煤炭基地建设，未来煤炭产能建设将几乎全部集中在晋陕蒙地区，其中山西和内蒙维持目前10亿吨水平，陕西省煤炭产能规划由2015年的5.74亿吨提升至2020年的6.5亿吨左右，公司所在的陕西省在“十三五”期间将是唯一一个大幅提升产量的省区。根据规划，到2020年，公司主力矿区所在的陕北基地产量2.6亿吨，神东基地产量9亿吨。“十三五”期间，陕西省重点推进20处“十二五”结转的已开工在建煤矿项目加快建设，建设规模1.21亿吨，其中涉及陕煤化煤矿数量8座，合计产能5560万吨。无论从全国规划还是矿区规划，以及陕西省对资源整合的要求来看，未来陕西煤业将是西部煤炭资源整合的重要平台，使其具有其他公司不可比拟的成长潜力。
- **4、蒙华铁路打通“北煤南下”大通道，“铁路+管道”双管齐下将突破运输瓶颈制约，大幅提升公司销售半径和能力，降低销售费用，提升盈利能力。**公司未来销售增长点将重点在西南和华南地区，19年建成通车的“蒙华”铁路投运将大幅提升陕西省煤炭外运能力，降低陕西省煤炭运输成本和销售费用。此外，靖神铁路连通“蒙华”，将打通公司矿区运输通道，进而提升蒙华铁路对公司的价值。神渭管道目前是世界设计距离最长也是我国第一条长距离输煤管道，由陕西煤业打造。预计建成后将极大缓解铁路、公路煤炭运力不足的问题，有效疏通神府矿区新增煤炭产能外运的瓶颈。经过我们初步测算，陕煤通过蒙华铁路运输煤炭至“两湖一江”的运费将下降约40~50元/吨，降幅在17-22%左右，公司营运及盈利能力将大幅提升。
- **5、盈利大幅改善，现金流十分充沛，资本开支及负债逐步降低，未来高额分红潜力较大。**2016年以来业绩触底回升，2017业绩继续提升，实现归母净利104.49亿（YOY279.30%）。2017年公司拟现金分红41.8亿元，分红率40%，基于8.35元收盘价（6月1日），股息率4.61%。伴随公司盈利能力大幅提升，经营性现金流净额大幅提升至2017年的169.30亿元，同时公司有息负债仅227.75亿元，资产负债率44.43%，低于煤炭上市公司平均的46.15%，伴随陕北基地开发跨过投资顶峰期，公司资本开支已连续2年下降。展望18、19、20年，公司自由现金流充沛，在继续降杠杆的同时，具备更为充分的现金分红能力，公司自2014年上市以来分红较为积极，平均分红率37.78%。如煤炭价格按照我们18年年度策略报告中提出的未来一两年中枢持续上扬，从现金流角度，公司具备进一步提高分红比例，未来高额分红潜力较大。

- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 18、19、20 年 EPS 分别为 1.17、1.22、1.22 元，首次覆盖给予“买入”评级
- **风险提示:** 煤炭市场波动风险，安全生产风险，宏观经济周期性波动的风险等。
- **相关研究:** 《20180601 陕西煤业（601225.SH）资源禀赋优异的成长性煤炭核心资产》

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队(郭荆璞)为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。郭荆璞, 能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系, 学习理论物理, 回国后就职于中国信达旗下信达证券, 现任研究开发中心总经理, 首席分析师, 覆盖能源化工方向, 兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动, 根据产业周期波动寻找投资机会, 熟悉石油、煤炭、天然气产业链, 对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体, 以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

左前明, 中国矿业大学(北京)博士, 注册咨询(投资)工程师, 中国地质矿产经济学会委员, 中国国际工程咨询公司专家库成员, 中国信达业务审核咨询专家库成员, 曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长(主持工作), 从事煤炭以及能源相关领域研究咨询, 曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项, 2016年6月加盟信达证券研发中心, 负责煤炭行业研究。

王志民, 中国矿业大学矿业工程学院硕士, 2017年7月加入信达证券研发中心, 从事煤炭行业研究。

周杰, 煤炭科学研究总院采矿工程硕士, 中国人民大学工商管理硕士, 2017年5月加入信达证券研发中心, 从事煤炭行业研究。

## 煤炭行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国投新集	601918	潞安环能	601699	平煤股份	601666	中国神华	601088
大同煤业	601001	开滦股份	600997	山煤国际	600546	大有能源	600403
中煤能源	601898	盘江股份	600395	阳泉煤业	600348	兖州煤业	600188
兰花科创	600123	郑州煤电	600121	昊华能源	601101	西山煤电	000983
新大洲	000571	神火股份	000933	平庄能源	000780	永泰能源	600157

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。