



Research and  
Development Center

# 陕蒙基地崛起+澳洲业绩反转——低估值煤炭核心资产

—— 兖州煤业（600188）深度报告

2017年11月13日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师

左前明 研究助理

王志民 研究助理

# 陕蒙基地崛起+澳洲业绩反转——低估值煤炭核心资产

2017年11月13日

## 本期内容提要:

- ◆ **煤炭龙头，主业突出，布局前瞻，业绩触底反弹。**作为三地上市传统煤炭龙头，以煤为基，兼顾煤化、电力、机械相关产业发展，在巩固山东本部基础上，拓展陕蒙新区，布局海外基地，战略方向紧密契合“限制东部、控制中部、发展西部”和“利用两种资源、两个市场”的行业发展思路。2016年以来业绩触底回升，16年归母净利和扣非后净利分别为20.6亿和14.9亿（YOY140%和582%），2017Q1-Q3业绩持续提升，实现归母净利47.83亿（YOY369.88%）。在煤价大幅回升的同时，我们预计公司全年煤炭权益产量将由2016年的6600万吨左右提升至9300万吨，增速40%。
- ◆ **陕蒙基地先进产能大幅释放，显著提升公司煤炭产量。**公司积极开展产能置换工作，取得显著成效，2016年底石拉乌素、营盘豪两处千万吨煤矿成功获得国家首批产能置换指标，并于2017年正式投产，2016年下半年投运的转龙湾煤矿（500万吨/年）也将全年贡献产量，我们预计其陕蒙基地产量将由2016年480万吨大幅提升至近2500万吨左右，同比增长420%，2016年吨煤销售成本仅130元，低成本煤矿投入运营将显著提升公司煤炭板块业绩水平。
- ◆ **澳洲基地跨越发展，迎来业绩大幅反转。**作为最早“走出去”的煤炭公司，受益国际煤价提升，澳洲基地或将扭亏为盈（2016年亏损10.9亿），同时17年11月莫拉本三期产能2100万吨已正式投产。通过A股定增+澳洲配股并购澳大利亚顶级煤炭资产联合煤炭（C&A），实现在澳权益储量和产量大幅提升，并购成功后在澳权益产量将由目前2000万吨左右提升到4000万吨以上，大幅增厚公司利润，公司成为澳洲最大的独立煤炭运营商，显著提升公司在亚太地区国际市场话语权。
- ◆ **化工、电力业务稳健发展，煤制甲醇二期值得期待。**目前公司拟在现有聚华能源、榆林能化配套电厂基础上，重点建设赵楼综合利用电厂，延伸煤炭下游产业。同时受益于甲醇价格大幅提升（由16年年初的1615元/吨提升至17年11月的2690元/吨），公司150万吨煤制甲醇项目盈利能力明显提升，并于17年开展甲醇二期项目，促进煤炭由燃料向高附加值原料转变。
- ◆ **盈利大幅改善，资本开支显著减少，未来或将效仿中国神华再启高股息模式。**煤价持续高位运行，公司盈利较为稳健，且现阶段公司在兖煤澳洲及陕蒙地区项目基本完成，未来资本开支减少，截至17年三季度公司未分配利润高达355.23亿元，截至11月10日公司在动力煤板块中未分配利润/市值位居板块第二，公司历史上曾多次高额分红，2017年动力煤龙头中国神华实施大额分红市场反响较好，公司在具备大额分红的基础上或将效仿中国神华再启高额分红的高股息模式。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**受益于煤炭及甲醇价格上涨，公司权益煤炭产量显著提升，澳洲基地业绩反转，并购联合矿业协同效应显现，甲醇二期项目投产，公司盈利能力将显著提升并逐步释

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 证券研究报告

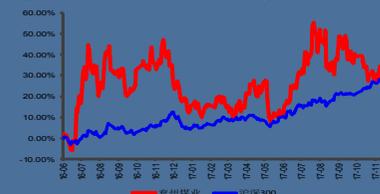
### 公司研究——首次覆盖

#### 兖州煤业（600188）



首次评级

#### 兖州煤业相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2017.11.10）

收盘价(元)	12.46
52周内股价波动区间(元)	10.10-14.56
最近一月涨跌幅(%)	5.52
总股本(亿股)	49.12
流通A股比例(%)	60.3
总市值(亿元)	499

资料来源：信达证券研发中心

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

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

#### 相关研究

《全球煤炭市场供需形势分析报告》2017.7.26  
《20170626 煤炭行业2017年中期策略：供需弹性消长决定市场走势，关注国企兼并改革》2017.6.26  
《扩海外、拓大宗，产融与期现结合的供应链管理龙头》2017.6.21  
《煤炭消费弹性恢复带动煤炭消费需求触底反弹》2017.5.19  
《煤炭工业发展“十三五”规划点评》2016.12.30  
《煤炭行业2017年度投资策略：周期力量超预期，需求拉动仍可期》2016.12.13

放，我们预计 17、18、19 年 EPS 分别为 1.40、1.89、2.12 元，17 年动态 PE 约 9 倍，18 年约 7 倍，考虑到未来公司内生性增长显著，我们给予公司 2017 年的 12 倍的 PE，以公司 2017 年 EPS1.40 元计算，对应目标价为 16.8 元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

- ◆ **股价催化剂：**并表后联合煤炭盈利能力大幅释放，冬季限产结束前煤炭价格再次上涨。
- ◆ **风险因素：**宏观经济周期性波动的风险，煤炭市场波动风险，煤化工业务风险，安全生产风险，行业竞争风险。

#### 公司报告首页财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	69,007.38	101,982.21	150,813.91	160,939.62	166,231.98
增长率 YoY%	7.95%	47.78%	47.88%	6.71%	3.29%
归属母公司净利润(百万元)	859.51	2,064.59	6,899.46	9,265.61	10,404.18
增长率 YoY%	-62.37%	140.20%	234.18%	34.29%	12.29%
毛利率%	14.52%	12.78%	15.58%	17.42%	17.96%
净资产收益率 ROE%	2.18%	5.05%	12.56%	12.79%	12.65%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.42	1.40	1.89	2.12
市盈率 P/E(倍)	71	30	9	7	6
市净率 P/B(倍)	1.54	1.46	0.90	0.79	0.70

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2017 年 11 月 10 日收盘价

## 目 录

一、股权结构稳定，主营业务突出	1
二、盈利能力触底大幅提升，负债率高位回落，费用率逐步下降	4
三、煤炭板块稳定东部、发展西部，极具竞争力的国际化龙头煤炭企业	6
四、公司积极外延产业链条，非煤板块多点开花	14
五、公司历史多次高额分红，未来或将效仿中国神华再启高股息模式	17
六、供给侧改革驱动，加速煤炭行业回暖企稳上行	22
七、盈利预测、估值与投资评级	29
风险因素	31

## 表 目 录

表 1: 兖州煤业主营业务拆分情况	3
表 2: 兖州煤业所属煤矿基本情况	7
表 3: 公司在建矿井迎来投产高峰，煤炭产量有望实现快速增加	9
表 4: HVO 矿区和 MTW 矿区资源情况	12
表 5: 考虑 HVOR 在 HVO 中持有的享有随售权权益 (32.4%) 股份后，HVO 和 MTW 最近三年的财务数据情况	12
表 6: 兖煤澳洲和 C&A 的详细运营和财务指标及其模拟备考情况	13
表 7: 公司装备制造业经营状况好转	16
表 8: 公司历年分红明细	17
表 9: 上市公司分红相关规定	21
表 10: 公司各项业务收入和毛利率预测	29
表 11: 可比公司盈利及估值对比 (11 月 10 日收盘价)	30

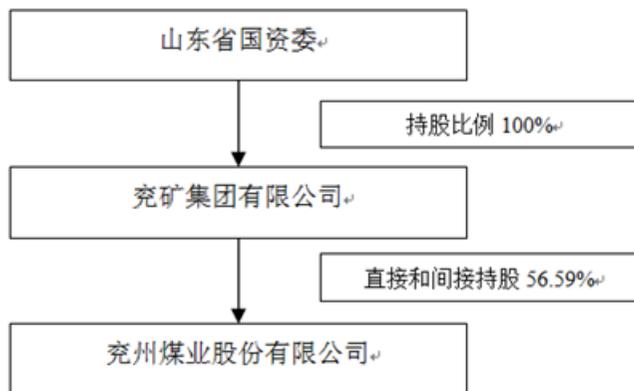
## 图 目 录

图 1: 兖州煤业股权结构 (截至 2017 年三季度)	1
图 2: 公司主营业务收入占比情况	1
图 3: 公司营业收入大幅提升	4
图 4: 公司归母净利润稳步增长	4
图 5: 公司营业收入大幅提高 盈利能力触底回升	5
图 6: 资产负债率高位回落至 65% 利息保障倍数触底回升	5
图 7: 公司资产与库存周转率提升 (%)	6
图 8: 公司费用率持续下降至 8.3%	6
图 9: 受益于新建矿井投产公司煤炭销售量大幅增长 (万吨)	9
图 10: 受益煤价提升吨煤销利润明显提高 (元/吨)	9
图 11: 联合煤炭股权结构和持有项目 (收购前)	10
图 12: 2016 年至今煤炭需求增加带动煤炭价格触底回升	11
图 13: 甲醇产量基本保持稳定 (万吨)	14
图 14: 甲醇销量基本保持稳定 (万吨)	14
图 15: 公司甲醇营收贡献较为稳定	15
图 16: 煤炭成本上升导致甲醇毛利率出现下滑	15
图 17: 公司上市以来股利支付率情况 (%)	18
图 18: 公司市净率 PB 相对处于历史较低水平	19
图 19: 截至 2017Q3 兖州煤业未分配利润/市值位居第二	20
图 20: 截至 2016 年底兖州煤业未分配利润/市值位居第二	20
图 21: 中国神华历年现金分红所占净资产、总市值以及未分配利润走势	21
图 22: 兖州煤业历年现金分红所占净资产、总市值以及未分配利润走势	21
图 23: 中国煤炭开采行业景气指数	23
图 24: 环渤海动力煤价格指数变化情况	24
图 25: 中国太原炼焦煤交易价格指数变化情况	24
图 26: 陕西、大同、内蒙动力煤坑口价变化情况 (元/吨)	24
图 27: 临汾、兖州、邢台炼焦煤价格变化情况 (元/吨)	24
图 28: 原煤产量、消费量及可供量增速放缓	25
图 29: 煤炭开采行业固定资产投资情况	26
图 30: 我国由煤炭净出口国转变为净进口国	27
图 31: 国有重点煤矿库存快速下降 (万吨)	28
图 32: 全社会煤炭库存量快速下滑 (万吨)	28

## 一、股权结构稳定，主营业务突出

兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）总部位于山东省邹城市，由兖矿集团有限公司于 1997 年独家发起设立，是以煤炭经营为基础，煤炭深加工和综合利用一体化的国际化能源企业。兖州煤业于 1998 年先后在纽约、香港和上海三地上市。2012 年 6 月控股子公司—兖州煤业澳大利亚有限公司在澳大利亚证券交易所上市。兖州煤业是中国安全水平最好的煤炭生产商之一，是中国唯一一家拥有境内外四地上市平台的煤炭公司，是中国国际化程度最高的煤炭公司。2016 年，兖州煤业位列 2016 年财富中国 500 强第 84 位，总排名较上年上升 8 位，是煤炭上市公司中唯一一家排名上升的企业；同时，兖州煤业是首家也是唯一一家两次获得全国质量奖的煤炭企业。公司在山东、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。

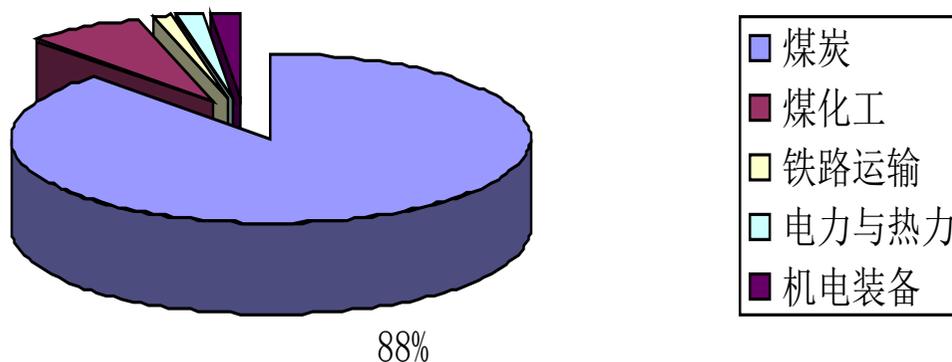
图 1：兖州煤业股权结构（截至 2017 年三季度）



资料来源：兖矿集团发债募集说明书 信达证券研发中心

公司以煤为基础，兼顾发展化工、电力等产业，主营业务包括煤炭、煤化工、机电装备制造业务、电力及热力业务，其中煤炭业务收入占公司总营业收入的 80% 以上。

图 2：公司主营业务收入占比情况



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

**煤炭业务方面**，公司是中国和澳大利亚主要的煤炭生产商和销售商之一，产品主要包括动力煤、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤，适用于电力、冶金及化工等行业；公司客户主要分布在日本、韩国、澳大利亚和中国的华东、华南等国家和地区。16年生产原煤 6674 万吨，销售商品煤 7497 万吨，实现营业收入 292.95 亿元，毛利率 38.55%。

**煤化工业务方面**，主要分布在中国的陕西省和内蒙古自治区，主要负责甲醇的生产与销售，主要销往中国的华北、华东地区的化工企业及中间贸易公司。16年，生产甲醇 164 万吨，销售 168 万吨，实现营业收入 24.46 亿元，毛利率 25.29%。

**机电装备制造方面**，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。公司在巩固国内市场基础上，瞄准基础建设大发展市场需求，成功研制国产化首台套连续皮带机并成功打入隧道工程高端皮带机市场，实现了与国家部分大型央企业务对接。16年，实现营业收入 6.59 亿元，毛利率 19.33%。

**电力及热力业务方面**，公司拥有并经营 7 座电厂，总装机容量为 482MW。所发电力为除一小部分自用外，其余部分通过地方电网统一销往最终客户。公司电厂生产的热力除自用外，其余部分销往兖矿集团。16年，发电量 27.787 亿千瓦时，售电量电力业务营业收入 5.72 亿元，毛利率 19.24%。

**铁路运输业务方面**，目前拥有 300 公里的煤炭专用铁路兖石线直连日照港。2016 年公司铁路资产完成货物运量 1,344 万吨，同比减少 255 万吨或 15.9%，实现营业收入 2.87 亿元，毛利率 41.97%。

**表 1: 兖州煤业主营业务拆分情况**

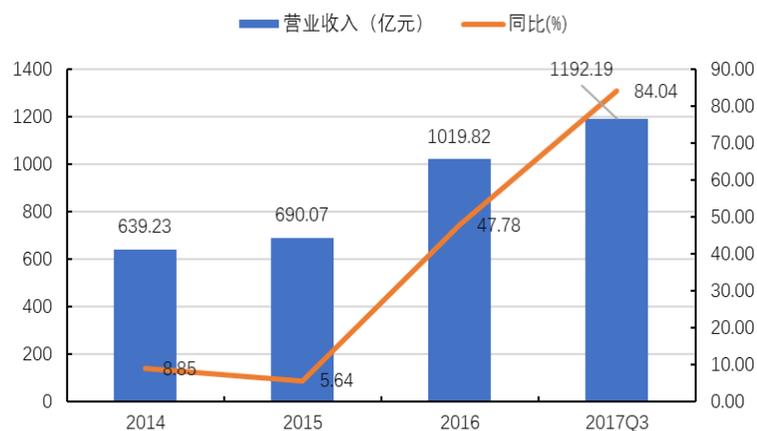
项目	2014	2015	2016
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>639.23</b>	<b>690.07</b>	<b>1019.82</b>
同比	8.85%	5.64%	47.78%
煤炭收入	585.39	328.75	292.95
铁路运输服务	3.74	3.27	2.87
甲醇	11.95	22.65	24.46
机电装备		4.23	6.59
电力	2.41	5.99	5.73
热力	0.21	0.28	0.12
其他业务收入	35.52	324.92	687.09
<b>毛利润</b>	<b>122.19</b>	<b>100.17</b>	<b>130.38</b>
同比	-6.83%	-18.02%	30.16%
煤炭成本	465.48	237.01	180.03
铁路运输服务	2.51	2.31	1.67
甲醇成本	8.62	15.07	18.27
机电装备成本		4.07	5.32
电力成本	1.51	4.64	4.62
热力成本	0.11	0.13	0.06
其他业务成本	38.80	326.68	679.47
<b>营业利润</b>	<b>25.47</b>	<b>8.39</b>	<b>23.19</b>
<b>净利润额</b>	<b>18.58</b>	<b>8.31</b>	<b>22.93</b>
<b>毛利率</b>	<b>19.11%</b>	<b>14.52%</b>	<b>12.78%</b>
销售费用率	4.89%	4.09%	2.53%
管理费用	44.6	37.39	36.28
管理费用率	6.98%	5.42%	3.56%
<b>净利润率</b>	<b>2.91%</b>	<b>1.20%</b>	<b>2.25%</b>

资料来源: Wind 信达证券研发中心

## 二、盈利能力触底大幅提升，负债率高位回落，费用率逐步下降

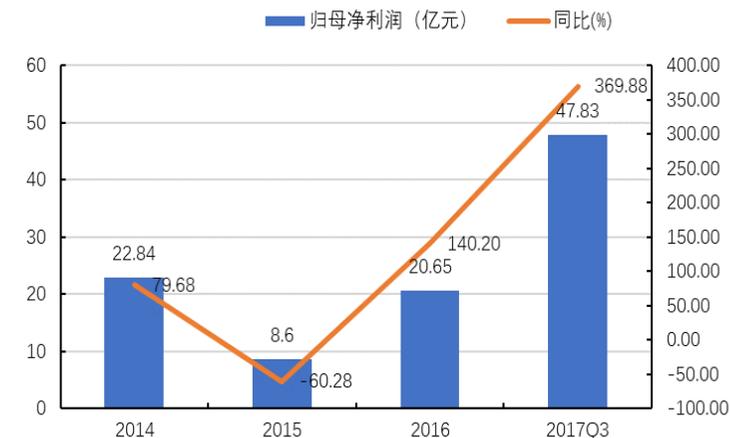
伴随煤炭及甲醇价格触底反弹，公司盈利能力大幅提升。2016年公司实现营业收入1019.8亿元，同比提高48%，平均净资产收益率5.05%，比上年同期增加2.84个百分点，销售净利率2.25%，增加1个百分点。1~4季度，公司实现归母净利润分别为2.47亿、3.45亿、4.26亿、10.47亿，其中四季度占比达50.7%，主要受益于煤炭价格快速回升后盈利能力明显恢复，17年一季度，在产量受春节放假、两会限产等因素未完全释放情况下，实现归母净利17.49亿，同比提高606%，截至2017年前三季度公司实现归母净利47.83亿元，其中2017Q3实现归母净利15.94亿元，但考虑到公司在三季度将兖煤澳洲收购联合煤炭产生的交易印花税、审计咨询费等一次性全部计入，影响管理费用同比增加11.82亿元，导致公司三季度盈利水平不达预期，考虑到公司将各项费用一次性全部计入，未来轻装上阵，17年四季度开始盈利将得到充分体现，我们预计未来业绩或将进一步大幅提升。

图 3：公司营业收入大幅提升

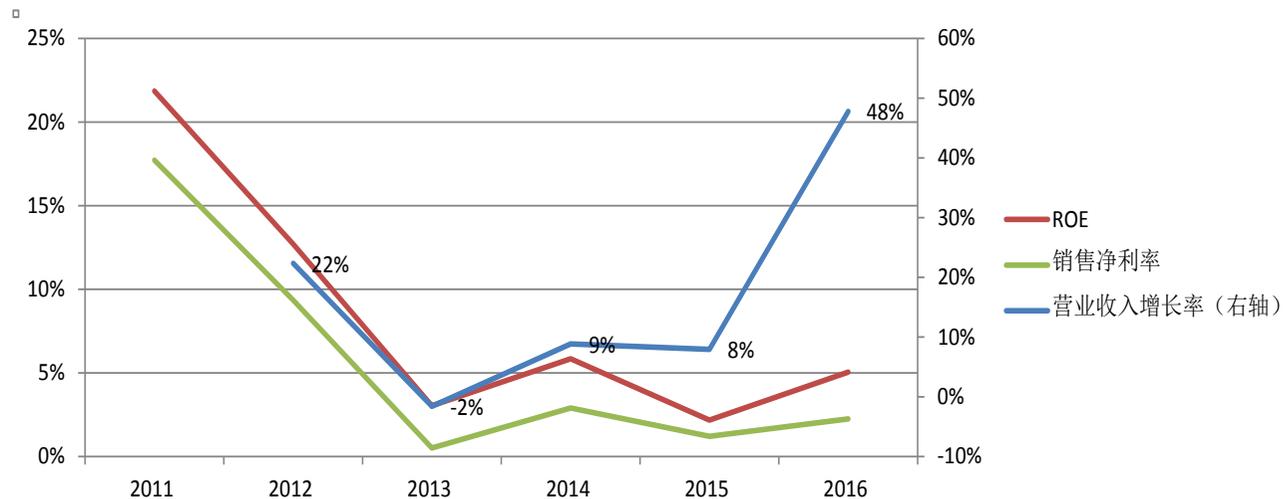


资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 4：公司归母净利稳步增长

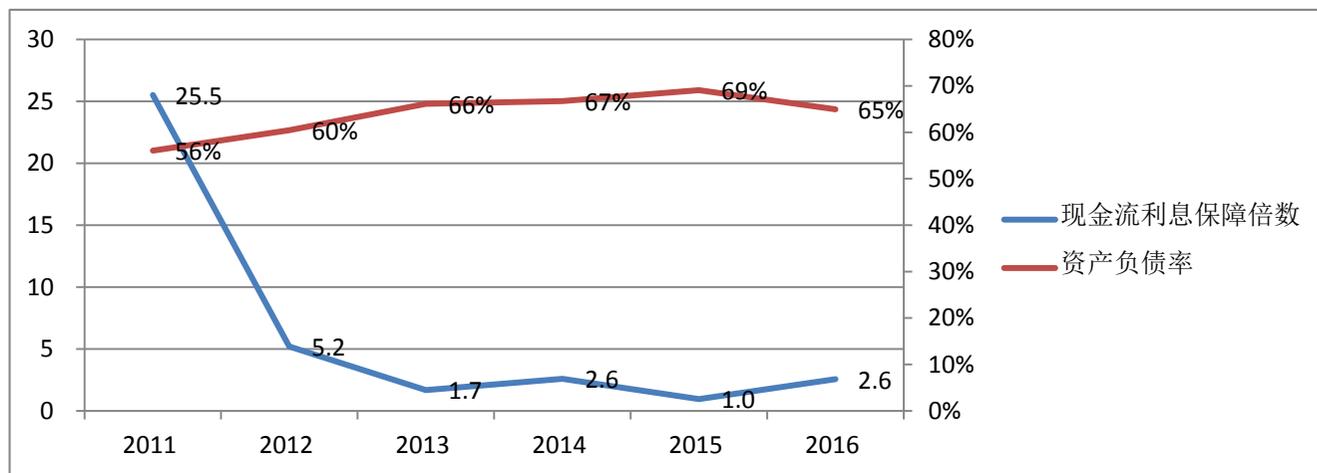


资料来源：Wind 信达证券研发中心

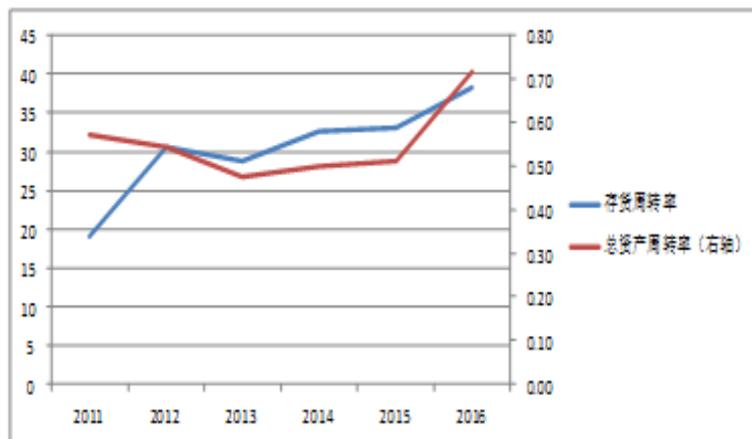
**图 5: 公司营业收入大幅提高 盈利能力触底回升**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

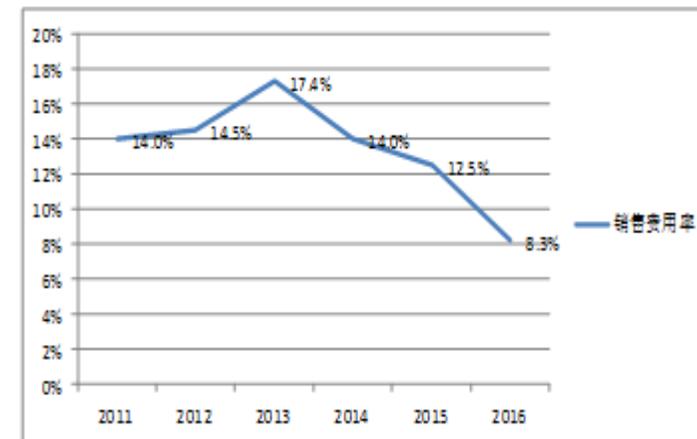
伴随公司经营形势向好, 公司资产负债率高位回落至 **65%**, 利息保障倍数 **2.6**, 债务保障能力明显提高。有息负债率由 2015 年的 50.04% 降至 2016 年的 45.08%。总体上公司的资产负债结构趋向合理, 偿债能力明显提升, 财务成本压力有所缓解。同时, 公司总资产周转率、存货周转率明显回升, 成本费用控制得力, 销售费用率持续下降至 8.3%。

**图 6: 资产负债率高位回落至 65% 利息保障倍数触底回升**


资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

**图 7: 公司资产与库存周转率提升 (%)**


资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

**图 8: 公司费用率持续下降至 8.3%**


资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

### 三、煤炭板块:稳定东部、发展西部, 极具竞争力的国际化龙头煤炭企业

#### 3.1 煤炭板块量价齐增, 公司业绩或将大幅攀升

公司是华东地区最大的煤炭生产企业之一, 煤炭资源储量丰富。截至 2016 年末, 公司保有资源储量 99.5 亿吨, 其中境外保有资源储量 5.87 亿吨 (不含莫拉本二期), 总产能 1.1 亿吨。目前公司各主要生产矿井均配套建设了与之生产能力相当的选煤厂, 山东省内原煤入洗率达到 80% 以上。公司生产的原煤经过洗选加工后, 可以按质量规格满足不同用户的需要。目前, 公司可以生产各级别的精煤、块煤、经筛选原煤、混煤、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤、动力煤等煤炭产品品种, 以适应冶金、焦化、电力、建材、化工等多种行业的要求。

(1) 目前公司共有 21 对矿井, 核定生产能力 10180 万吨, 截至 2017 年 11 月 10 日在产产能达 10000 万吨, 在建产能 180 万吨。

(2) 公司本部核定产能 3370 万吨。其中, 2016 年公司关闭北宿煤矿 (产能 100 万吨), 在产煤矿 6 座产能 3370 万吨。

(3) 兖煤澳洲产能 3600 万吨。其中, 澳斯达矿 (360 万吨)、艾诗顿矿 (500 万吨)、唐纳森矿 (610 万吨) 等 3 座煤矿合

计产能 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。兖煤澳洲目前仍有 3 座煤矿，产能 3060 万吨（其中莫拉本煤矿包括 2 个露天 1 个井工，2016 年中期投产 700 万吨露天矿，2017 年 11 月 3 日投产 600 万吨井工矿，总产能 2100 万吨）。

**表 2: 兖州煤业所属煤矿基本情况**

煤矿	权益	权益产能 (万吨)	2014 年产量	2015 年产量	2016 年产量
兖州本部					
南屯	100%	300	270	280	270
兴隆庄	100%	650	680	710	650
鲍店	100%	600	580	620	630
东滩	100%	750	800	810	800
济宁二号	100%	420	420	430	370
济宁三号	100%	650	530	600	570
北宿	100%	0	259	70	49
杨村	100%	115	100	160	140
合计		3485	3639	3680	3479
山西能化					
天池	100%	120	160	70	160
鄂尔多斯能化					
转龙湾 (新建)	100%	500	0	0	320
营盘壕 (新建)	100%	1200	0	0	0
文玉	100%	300	410	100	0
安源	100%	120	180	160	160
合计		2120	590	260	480
兖煤国际					
坎贝唐斯	100%	230	200	230	240
普力马	100%	500	370	480	420
合计		730	570	710	660
兖煤澳洲					
澳斯达	78%	360	190	80	105
雅若碧	78%	400	390	330	360

艾诗顿	78%	500	260	300	0
莫拉本	78%	800	660	730	730
莫拉本(二期)	78%	1300	0	0	260
格罗斯特	78%	560	250	190	120
唐纳森	78%	610	250	180	0
中山	50%	540	0	0	0
合计		2387	2000	1810	1575
菏泽能化					
万福(新建)	98%	180	0	0	0
赵楼	98%	390	300	320	320
合计		570	300	320	320
内蒙古昊盛煤业					
石拉乌素(新建)	78%	1000	0	0	0
联合矿业 C&A					
HVO	68%	878.8		1300	1300
MTW	64%	833.6		1171	1290
合计		1712.4		2471	2590
总计(万吨)		10180	7259	6850	6674

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

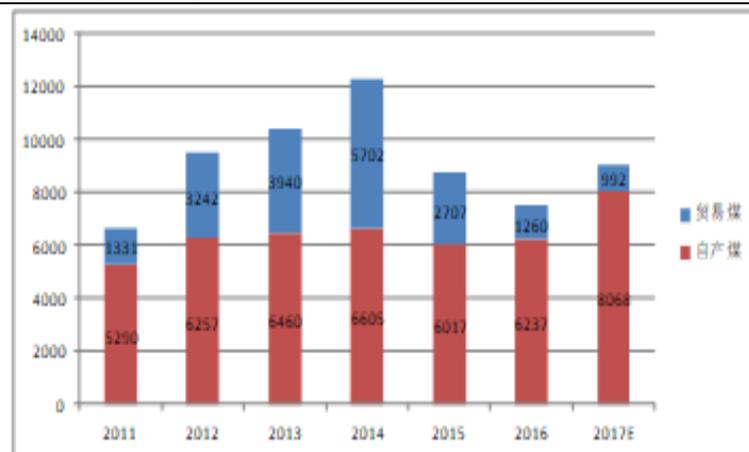
注: 因实施资产证券化业务, 澳思达煤矿、艾诗顿煤矿和唐纳森矿区自 2016 年 4 月 1 日起, 不再计入兖煤澳洲产销量; 中山矿是兖煤澳洲与第三方合资拥有并运营的合资公司, 不并入公司财务报表, 表中 16 年总产量仍包含 16 年 4 月 1 日前产量, 但各矿名称已剔除。

### 3.2 陕蒙基地产能大幅释放, 显著提升公司煤炭产量。

公司已形成山东、陕蒙、澳洲三足鼎立的煤炭产业布局, 公司核心竞争力和运营水平得以大幅攀升。公司在 2012~2016 年行业周期下行期, 积极转移产业布局区域, 在行业大范围停产停建的背景下, 公司持续投入西部矿井开发建设, 在山东基地基础上, 陕蒙基地迅速崛起, 转龙湾煤矿(500 万吨/年)于 2016 年下半年投产。公司积极响应国家政策, 通过购买产能指标, 赢得了在建项目的新增产能指标, 使得陕蒙基地的石拉乌素、营盘壕两处千万吨矿井顺利于 16 年底首批取得产能置换指标, 石拉乌素煤矿已于 17 年 1 月份投产, 营盘壕煤矿在 17 年二季度试生产, 陕蒙基地将在 17~18 年集中爆发, 使得公司产量

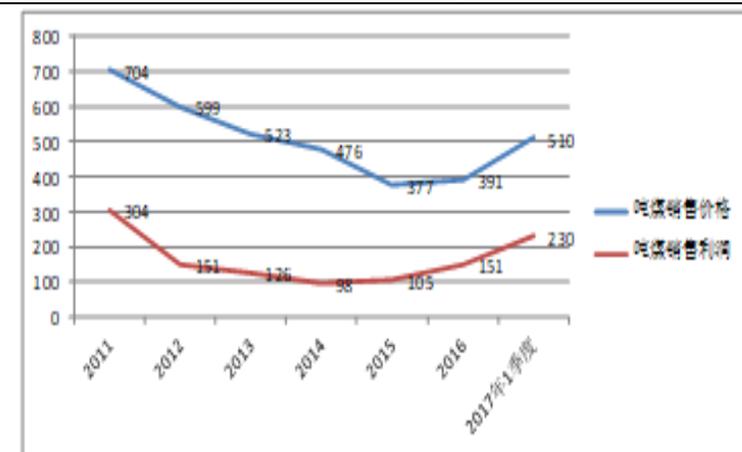
在行业触底反弹阶段得以大幅提高。

图 9: 受益于新建矿井投产公司煤炭销售量大幅增长 (万吨)



资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

图 10: 受益煤价提升吨煤销利明显提高 (元/吨)



资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

陕蒙基地在建煤矿陆续投产, 内生增长显著提升公司煤炭产量。公司积极开展产能置换工作, 取得显著成效, 2016 年底石拉乌素、营盘壕两处千万吨煤矿成功获得国家首批产能置换指标, 并计划于 2017 年投产, 去年下半年投运的转龙湾煤矿 (500 万吨/年) 也将全年贡献产量, 我们预计其陕蒙基地产量将由去年 480 万吨大幅提升至近 2500 万吨左右, 同比增长 420%, 2016 年公司陕蒙基地吨煤销售成本仅 130 元, 低成本煤矿投入运营将显著提升公司煤炭板块业绩水平。此外, 公司在澳洲的莫拉本二期扩产项目已完成并于 2017 年 11 月 3 日正式投产, 原煤生产能力将有潜力由原来的 1300 万吨/年, 提高至 2100 万吨/年。

表 3: 公司在建矿井迎来投产高峰, 煤炭产量有望实现快速增加

煤矿	产能规模 (万吨)	项目进度
转龙湾煤矿	500	2016 年下半年投入运营, 贡献产量 320 万吨, 2017 年有望达到 500 万吨。
石拉乌素煤矿	1000	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, 产量可达到 1000 万吨。
营盘壕煤矿	1200	已获能源局首批减量置换新建煤矿项目, 目前已处于试运转阶段 (一般试运转六个月), 2017 年有望贡献产量 400-500 万吨, 我们预计 2018 年贡献产量 900 万吨, 自 2019 年开始可达到 1200 万吨。
莫拉本二期扩产项目	2100	11 月初二期扩产 1300 万吨已正式投产, 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。

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

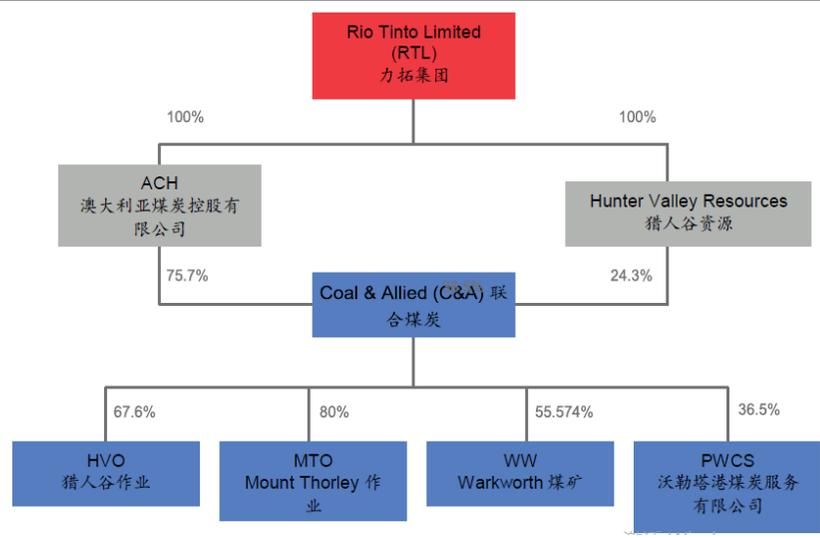
在煤价持续高位运行的市场行情下，公司在建煤矿迎来投产高峰，煤炭板块量价有望实现齐增长，且公司在 2017 年第三季度将兖煤澳洲收购联合煤炭产生的交易印花税、审计咨询费等合计 11.819 亿元一次性全部计入当期管理费，轻装上阵，我们预计公司未来业绩或将实现快速攀升。

### 3.3 澳洲基地跨越发展，迎来业绩大反转，利润贡献不可小觑

兖煤澳洲是兖州煤业控股子公司，为澳大利亚证券交易所上市公司，近期配股收购联合煤炭完成后，兖州煤业持有其约 65% 股份。兖煤澳洲主要从事煤炭项目的开发、生产与运营管理。成立于 2004 年，先后在澳大利亚实施 7 次资产并购，2012 年通过与格罗斯特煤炭公司合并，实现在澳大利亚上市。经过十多年发展，兖煤澳洲目前已成长为澳大利亚最大的独立煤炭上市公司。拥有雅若碧、莫拉本、格罗斯特、中山等煤矿和纽卡斯尔基础设施集团 (PWCS) 27% 股权、威金斯岛码头 5.6%。

受益联合煤炭优质资产并购、莫拉本二期项目正式投产运营叠加国际煤价提升，澳洲基地未来盈利能力触底反弹大幅攀升（2016 年亏损 10.9 亿），2017 年 11 月 3 日莫拉本二期已正式投产合计产能 2100 万吨，公司通过定增+配股并购持续盈利的澳大利亚联合煤炭 (C&A)，实现在澳权益储量和产量大幅提升，并购成功后在澳权益产量将由目前 2000 万吨左右提升到 4000 万吨以上，增厚公司利润，公司成为澳洲最大的独立煤炭运营商，显著提升公司在亚太地区国际市场话语权。

图 11：联合煤炭股权结构和持有项目（收购前）



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

**2016 年至今煤炭需求增加带动煤炭价格触底回升。**澳大利亚 NEWC 动力煤现货价从 2016 年初的 43.08 美元/吨上涨到 2016 年年底的 113 美元/吨，涨幅高达 162.30%，截至 2017 年前 11 月 NEWC 动力煤现货价均价仍在 86.92 美元/吨左右，11 月 8 日价格为 99.06 美元/吨，并呈持续高位运行趋势。

图 12: 2016 年至今煤炭需求增加带动煤炭价格触底回升



资料来源: Wind 信达证券研发中心

**收购联合煤炭资产极为优质。**联合煤炭是澳大利亚知名的动力煤和半软焦煤生产商，C&A 为澳大利亚领先的优质动力煤和焦煤生产商，系力拓集团附属公司。澳煤控股和猎人谷资源分别持有 C&A 的 75.71%和 24.29%股权。C&A 间接拥有 Hunter Valley Operations (“HVO”)、Mount Thorley 和 Warkworth (统称“MTW”)三个煤炭项目及相关资产的权益，HVO 和 WTM 均为澳洲顶级煤炭资产，在国际煤价低迷时期仍然保持了很强的盈利能力。

**联合煤炭资源储备丰富。**HVO 是位于澳大利亚猎人谷盆地辛格尔顿西北 24 公里的露天矿场，覆盖范围约 11,000 公顷。C&A 及 HVO Resources Pty Ltd (“HVOR”) 分别持有其 67.6%及 32.4%权益。HVO 于 1949 年开始运营，其主要产品包括动力煤及半软焦煤。

MTW 位于澳大利亚猎人谷盆地辛格尔顿西北 14 公里，包括 Mount Thorley 及 Warkworth 两个露天矿场，覆盖面积共约 6,000 公顷。C&A 及 POSCO Australia Pty Ltd 分别持有 Mount Thorley 80% 和 20% 的权益，C&A、HVOR、Mitsubishi Material 及 Nippon Steel 分别持有 Warkworth 55.6%、28.9%、6.0% 及 9.5% 的权益。Mount Thorley 及 Warkworth 均于 1981 年开始运营。MTW 的主要产品为动力煤及半软焦煤。

**表 4: HVO 矿区和 MTW 矿区资源情况**

	HVO	MTW	
		Mount Thorley	Warkworth
可售储量 (百万吨)	629	13	217
资源量 (百万吨)	1,831	322	966
矿山服务年限 (年)	46	19	
<b>C&amp;A (按照 100% 权益计算)</b>			
	2014 年	2015 年	2016 年
原煤产量 (百万吨年)	35.7	34.2	36.2
商品煤产量 (百万吨年)	25.8	24.7	25.9

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

注: 1.HVO 和 MTW 的数据, 均来源于力拓集团于 2016 年发布的年报(riotinto.com);

2.MTW “资源量”数据, 来源于力拓集团于 2017 年 1 月 24 日发布的“增加 Mount Thorley Warkworth 矿山资源”公告;

3. “矿山服务年限”数据, 系根据 C&A 未经审计的管理报表中载明的可售储量及产量数据进行的预测;

4.C&A 的“原煤产量”和“商品煤产量”数据, 均来源于 HVO 和 MTW 未经审计的管理报表;

**表 5: 考虑 HVOR 在 HVO 中持有的享有随售权权益 (32.4%) 股份后, HVO 和 MTW 最近三年的财务数据情况**

单位: 百万澳元	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年12月31日
收入	1,885.8	1,845.0	1,984.3
除税前利润	179.5	218.6	440.7

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

注: 1.除税前利润须缴纳 30% 澳大利亚企业所得税;

2.上表中的数据为根据 HVO100%的权益和 MTW64.1%的权益计算的金额(力拓集团未审阅该数据,且不对该数据负责)。

**表 6: 兖煤澳洲和 C&A 的详细运营和财务指标及其模拟备考情况**

储量及资源量	兖煤澳洲		C&A		兖煤澳洲模拟备考情况	
可售储量(百万吨)	274		556		830	
资源量(包括储量)(百万吨)	1,699		2,032		—	
运营指标	兖煤澳洲现状		C&A 现状		兖煤澳洲模拟备考情况	
	2016年第三季度	2016年第四季度	2016年第三季度	2016年第四季度	2016年第三季度	2016年第四季度
原煤产量(百万吨)	4.9	4.4	6.2	5.7	11.1	10.1
商品煤产量(百万吨)	3.7	3.6	4.4	4.2	8.2	7.8
关键财务指标	兖煤澳洲现状(截至2016年6月30日)		C&A现状(截至交割日)		兖煤澳洲模拟备考情况	
合计权益(亿澳元)	15		33		48	
	2016年第三季度	2016年第四季度	2016年第三季度	2016年第四季度	2016年第三季度	2016年第四季度
收益(百万澳元)	280	493	341	558	621	1,051
息税折旧摊销前利润(百万澳元)	61	158	73	237	134	395

资料来源:公司公告 信达证券研发中心

注: 1.兖煤澳洲“可售储量”和“资源量”数据,来源于兖煤澳洲于2017年1月24日发布的“截至2016年12月31日的煤炭资源和煤炭储量报告”(yancoal.com.au);

2.MTW“资源量”数据,来源于力拓集团于2017年1月24日发布的“增加MountThorleyWarkworth矿山资源”公告;除该数据以外,C&A的“可售储量”和“资源量”数据,均来源于力拓集团于2016年发布的年报(riotinto.com);

3.“可售储量”和“资源量”数据,系按照权益基础披露,且不包括沃特岗煤矿数据和由兖煤澳洲管理的普瑞玛煤矿及凯贝唐煤矿数据;

4.兖煤澳洲的“资源量”数据,包括煤炭储量;C&A的“资源量”数据,未包括煤炭储量。

5.“运营指标”为权益基础数据,均来源于未经审计的管理报表;

6.兖煤澳洲的“运营指标”数据,不包括沃特岗煤矿数据;

- 7.C&A 的“运营指标”数据，来源于 HVO 和 MTW 未经审计的管理报表；
- 8.C&A “合计权益”数据，系根据本次交易转让价款和印花税金额确定；
- 9.兖煤澳洲模拟备考情况“合计权益”数据，未考虑融资或贷款因素对该数据可能造成的影响；
- 10.C&A 的“收益”和“息税折旧摊销前利润”，均来源于 HVO 和 MTW 未经审计的管理报表；
11. 上表中的数据，均来源于 C&A 未经审计的管理报表（力拓集团未审阅该数据，且不对该数据负责）；
- 12.上述未经审计数据可能会与最终审计的数据有差异，请投资者以相关方公布的经审计数据为准，注意投资风险。

公司在国际煤炭市场低谷时期收购联合煤炭，丰富公司的煤炭资源储量，提升公司产能规模，降低综合成本，提高了市场话语权，同时与国际矿业巨头嘉能可开展合作，显著增强了协同效应、盈利能力和综合实力，为公司走出去，打造“本部、陕蒙、澳洲”三大基本的战略布局奠定了坚实基础，在盘活了兖煤澳洲现有资产的前提下做优增量，公司未来业绩稳增长。

## 四、公司积极外延产业链条，非煤板块多点开花

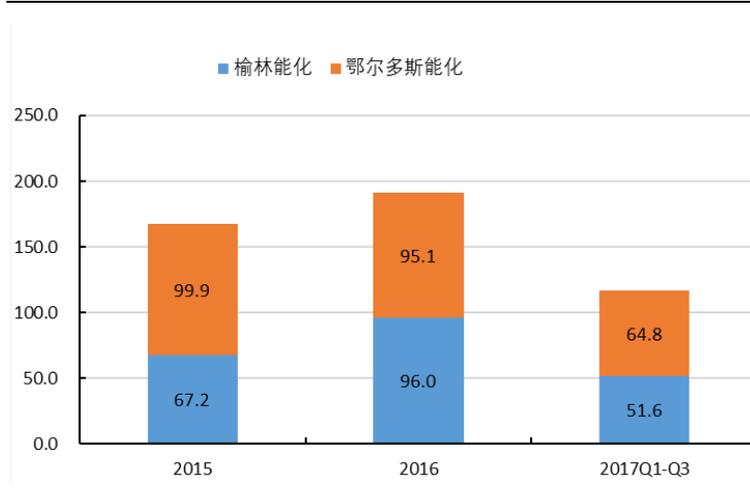
### 4.1 甲醇利润贡献稳定，板块产业链有望进一步纵向延伸

公司坚持以煤炭为主体，以效益最大化为原则，突出煤炭主业，合理确定煤化工、电力产业规模。前期公司在对外开发获取资源过程中，各地政府均要求发展煤化工项目作为配置资源的先决条件，以带动当地区域经济发展，同时也减少煤炭运输环节，达到煤炭深加工的综合利用。

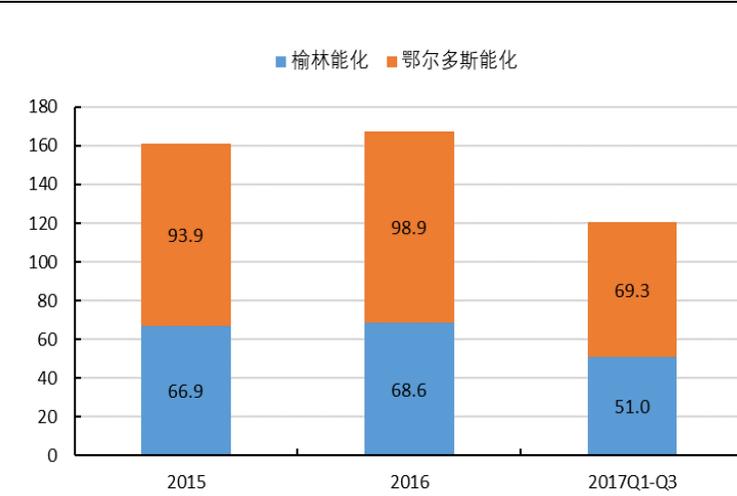
目前，公司的煤化工业务主要由下属的兖州煤业榆林能化有限公司和兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司执行，主要业务是甲醇的生产与销售。鄂尔多斯能化和榆林能化是主要运营主体，产能分别为 100 万吨和 60 万吨，分别于 2015 年和 2008 年投产，目前能达到满产状态，我们预计 2017-2019 年在基本维持现有产量的基础上小幅增加，合计约为 170、170、220 万吨。

图 13: 甲醇产量基本保持稳定 (万吨)

图 14: 甲醇销量基本保持稳定 (万吨)



资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

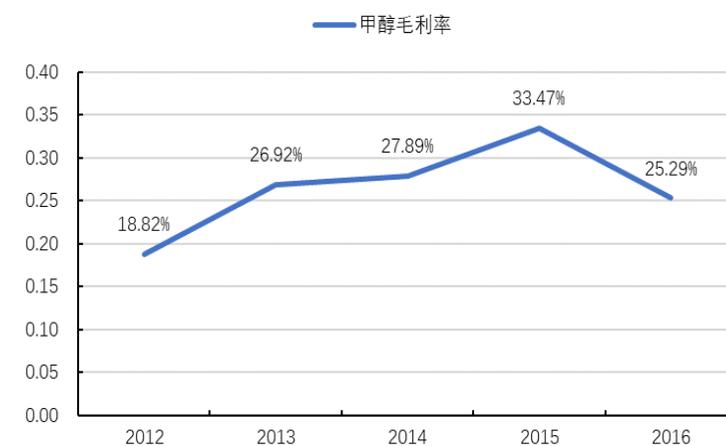
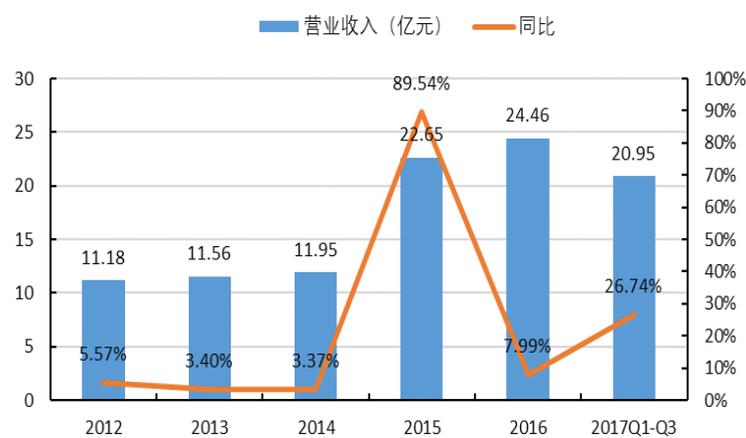


资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

2014 年度、2015 年度、2016 年度及 2017 年前三季度甲醇业务营业收入分别为 11.95 亿元、22.65 亿元、24.46 亿元和 20.95 亿元, 同比增速分别为 3.37%、89.54%、7.99%、26.74%, 毛利率分别为 27.89%、33.47%、25.29%和 25.11%, 2014 年及 2015 年年度由于煤化工销售成本下降, 煤化工板块毛利率上升, 2016 年、2017 年前三季度毛利率下降主要系煤炭价格上涨, 煤制甲醇业务销售成本同比上升, 行业整体环境下行导致。

图 15: 公司甲醇营收贡献较为稳定

图 16: 煤炭成本上升导致甲醇毛利率出现下滑



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

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，我们预计于 2018 年底榆林能化二期投产，甲醇产能将达到 240 万吨。荣信化工二期项目形成乙二醇 40 万吨和聚甲氧基二甲醚联产 30 万吨，我们预计 2019 年建成投产。

考虑到公司对现有煤化工项目按照“产业一体化、布局区域化”的原则进行科学管理，适时调整现有化工布局和产业产品结构，强化新项目建设，重点发展榆林化工、鄂尔多斯化工基地，尽快形成规模生产，发挥投资效益，未来煤化工板块利润贡献或将逐步稳定。我们预计伴随公司煤化工项目逐渐完工投产，公司煤炭产业链将得到进一步延伸，盈利能力或将得到进一步提升。

#### 4.2 受益设备更新，煤机装备盈利逐步回暖

公司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。公司在巩固内部市场基础上，瞄准基础建设大发展市场需求，成功研制国产化首台套连续皮带机并成功打入隧道工程高端皮带机市场，实现了与国家部分大型央企业务对接。

表 7：公司装备制造业经营状况好转

设备类型	销售收入(万元)			销售成本(万元)		
	2016 年	2015 年	增减幅 (%)	2016 年	2015 年	增减幅 (%)
1、液压支架	40,926.00	7,450.00	449.34	31,572.30	6,850.20	360.90
2、掘进机	559.20	220.50	153.61	368.00	123.50	197.98
3、刮板/皮带输送机	17,190.00	27,156.80	-36.70	15,050.00	27,008.00	-44.28
4、变频器、开关柜	7,234.80	7,442.10	-2.79	6,178.60	6,596.50	-6.34

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

2015 年度、2016 年度及 2017 年前三季度机电装备业务营业收入分别为 4.23 亿元、6.59 亿元和 1.50 亿元，毛利率分别为 3.75%、19.33%和 44.38%。2016 年度和 2017 年前三季度营业收入同比增速分别为 55.93%和-75.69%。我们预计伴随煤炭价格持续高位运行，煤炭行业盈利逐渐改善，资产负债表不断修复，叠加前期煤企基本停止更新煤机设备，煤炭企业逐步开始进入设备更新期，公司煤机装备盈利或将逐步好转。

### 4.3 煤价成本高位，电力板块盈亏基本平衡

公司电力业务主要集中在山东华聚能源股份有限公司、兖州煤业榆林能化有限公司及兖煤菏泽能化有限公司。

2014 年度、2015 年度、2016 年度及 2017 年前三季度电力业务营业收入分别为 2.41 亿元、5.99 亿元、5.73 亿元和 4.01 亿元，同比增速分别为-27.29%、147.88%、-4.36%和-16.33%，2014 年度、2015 年度、2016 年度的毛利率分别为 37.37%、22.45%、19.24%，伴随煤炭价格上涨，公司电力板块销售成本同比上升，电力板块盈亏基本平衡。

## 五、公司历史多次高额分红，未来或将效仿中国神华再启高股息模式

在煤炭“黄金十年”中，公司曾多次高额现金分红。兖州煤业自 1998 年上市以来已实施现金分红 20 次，累计实现净利润 596.03 亿元，累计现金分红 169.56 亿元，截至 2017 年三季度，公司上市以来分红率为 28.32%。在 2002 年至 2012 年的煤炭“黄金十年”期间，公司曾多次实施现金分红，公司现金分红与净资产、总市值以及未分配利润的总额之比均处于较高水平。

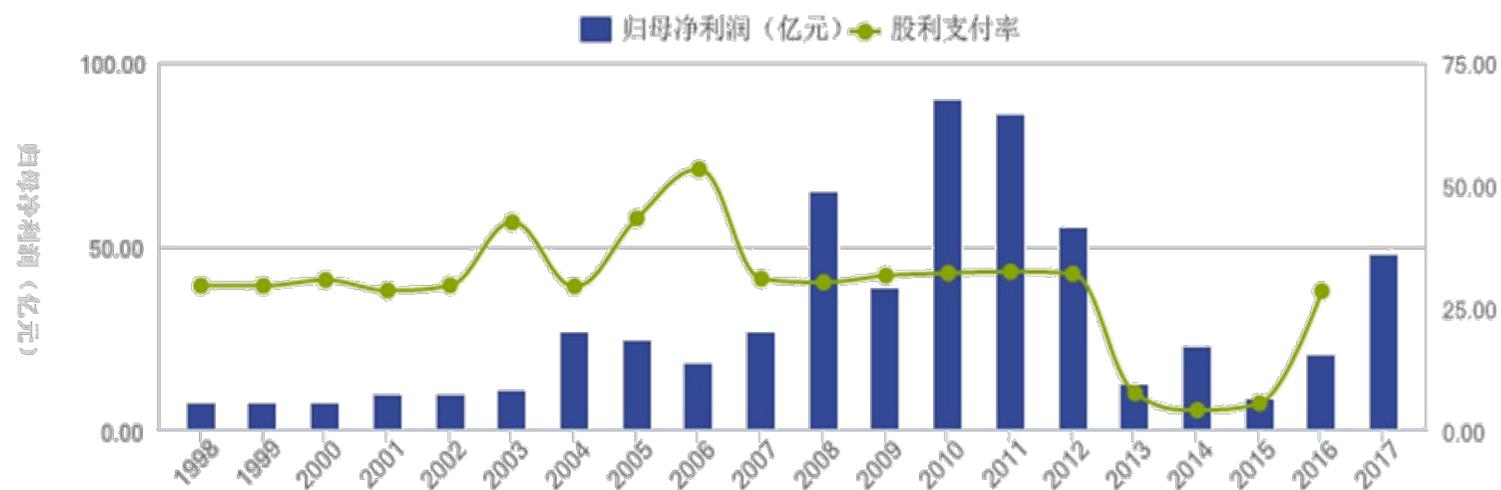
表 8: 公司历年分红明细

报告期	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率	ROIC	市净率	股息率 (%)	每股股利(元)
2016-12-31	206,458.50	58,944.19	3,132,875.90	28.55	2.11	1.3401	1.1050	0.12
2015-12-31	85,951.40	4,912.02	2,931,349.80	5.71	0.87	1.1676	0.1058	0.01
2014-12-31	228,416.70	9,836.80	2,877,821.70	4.31	2.37	1.6537	0.1517	0.02
2013-12-31	127,121.10	9,836.80	2,699,891.30	7.74	1.35	1.1204	0.2252	0.02
2012-12-31	551,584.68	177,062.40	2,836,415.55	32.1	6.4	2.0075	1.9748	0.36
2011-12-31	862,278.88	280,348.80	2,633,666.50	32.51	12.42	2.9989	2.5458	0.57
2010-12-31	900,862.12	290,185.60	2,129,219.73	32.21	16.33	3.8025	2.0782	0.59
2009-12-31	388,032.93	122,960.00	1,416,803.37	31.69	9.96	3.9961	1.0851	0.25
2008-12-31	648,364.14	196,736.00	1,284,798.54	30.34	27.38	1.5370	4.8544	0.4
2007-12-31	269,329.81	83,612.80	772,992.21	31.04	13.89	6.1341	0.7713	0.17
2006-12-31	184,223.00	98,368.00	633,544.37	53.4	9.95	2.0286	2.8289	0.2
2005-12-31	249,548.15	108,204.80	476,192.39	43.36	14.28	1.9090	3.7162	0.22
2004-12-31	270,778.48	79,924.00	372,281.27	29.52	18.99	2.5072	2.0900	0.26
2003-12-31	110,536.46	47,068.00	222,050.07	42.58	9.12	2.8326	1.5074	0.16
2002-12-31	100,311.55	29,848.00	175,170.83	29.76	8.99	2.4485	1.2621	0.1

2001-12-31	100,038.74	28,700.00	163,365.08	28.69	11.11	3.4578	0.9515	0.1
2000-12-31	76,418.20	23,534.00	133,396.28	30.8	10.54	4.4393	0.7642	0.09
1999-12-31	78,086.11	23,140.00	90,580.81	29.63	11.86	3.2983	1.2588	0.09
1998-12-31	75,383.98	22,360.00	47,347.62	29.66	14.23	2.7198	1.4751	0.09

资料来源: Wind 信达证券研发中心

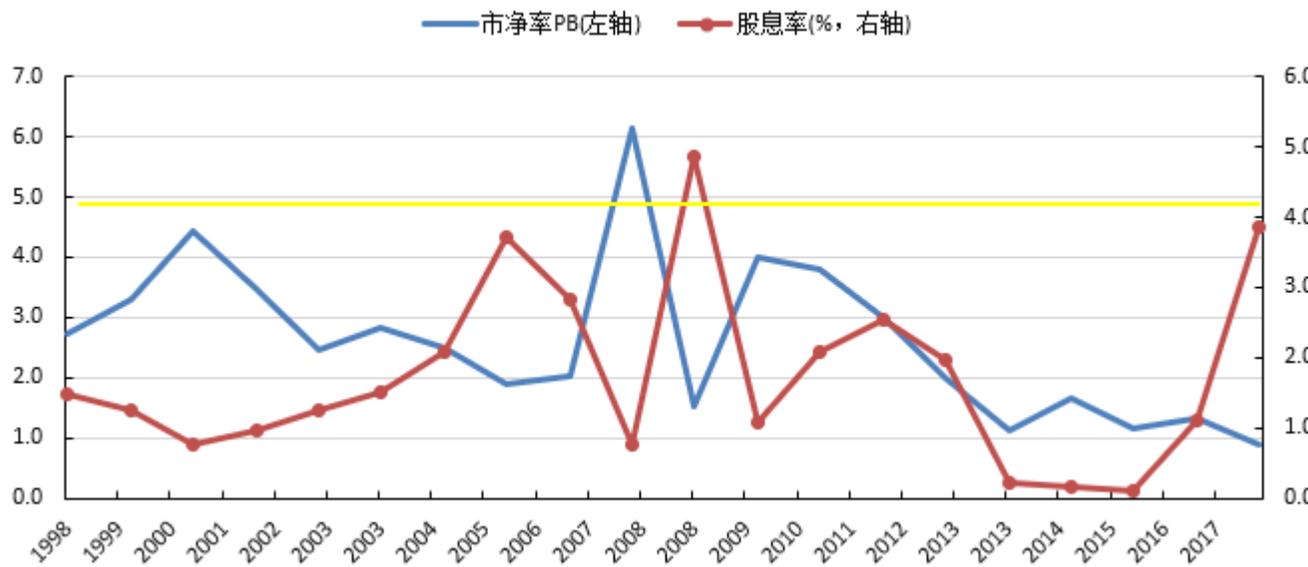
图 17: 公司上市以来股利支付率情况 (%)



资料来源: Wind 信达证券研发中心

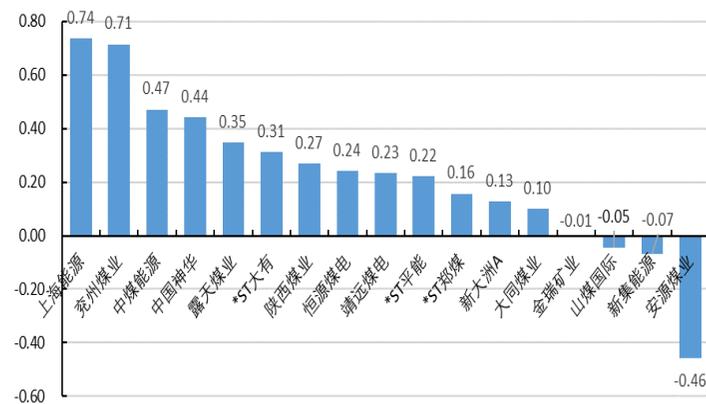
根据我们的盈利预测模型测算，按照公司上市以来分红率 28.32%，我们预计公司 2017 年股息率为 3.8% 左右，基本持平 2005 年的股息率 3.7%，但 2005 年的市净率 1.9 大幅高出我们预计的 2017 年的市净率 0.9，从市净率的角度来看公司是被低估的。

图 18: 公司市净率 PB 相对处于历史较低水平

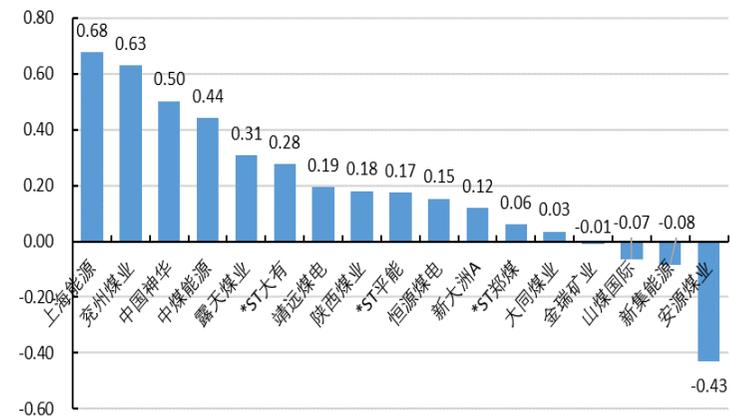


资料来源: Wind 信达证券研发中心

同时从对上市公司的影响来看，未分配利润与市值的比值越高，其对市场的影响越大。从这个角度出发，我们对煤板块主要上市公司进行了测算，以未分配利润/市值为标准对上市公司进行梳理，兖州煤业未分配利润较高，且未分配利润与市值的比值在动力煤板块中高居第二。（注：我们选用了 2017 年三季度报数据提取财务数据，市值采用了 2017 年 11 月 10 日的数据。）

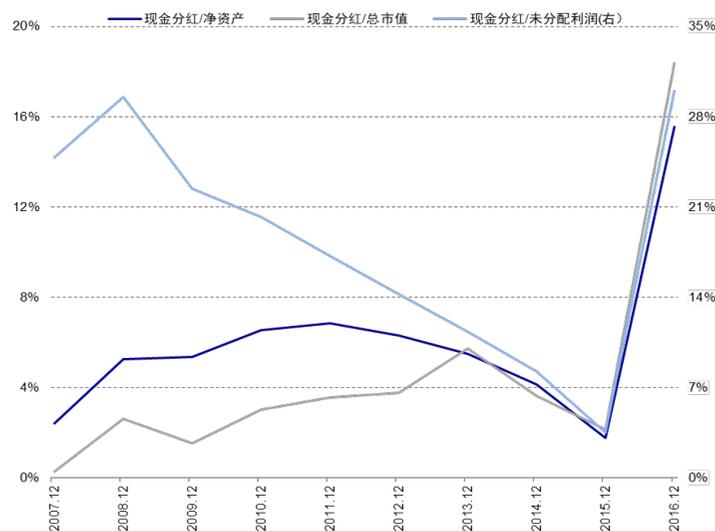
**图 19: 截至 2017Q3 兖州煤业未分配利润/市值位居第二**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

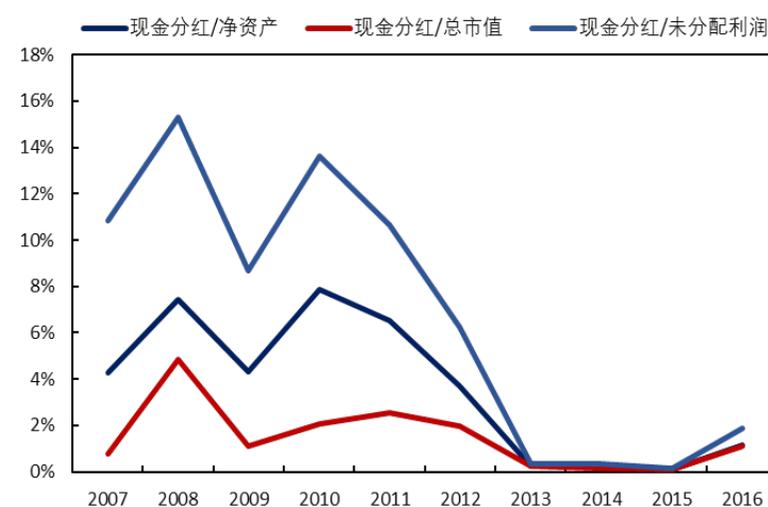
**图 20: 截至 2016 年底兖州煤业未分配利润/市值位居第二**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

**动力煤龙头中国神华实施大额分红市场反响较好，公司在具备大额分红的基础上或将效仿中国神华。**现阶段在全国煤炭行业去产能的大背景下，兖州煤业内生增长叠加海外扩张，煤炭产能不断增加，经营状况较好，盈利能力得到大幅提升。另一方面，公司在章程中规定：在优先保证公司可持续发展、公司当年盈利且累计未分配利润为正的前提下，除有重大投资计划或重大现金需求外，公司在该会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约百分之三十五。重大投资计划或重大现金需要是指公司未来十二个月内重大投资计划或现金需求达到或超过公司最近一个会计年度实现的利润总额的百分之五十，考虑到现阶段公司陕蒙基地在建煤矿从 2016 年开始逐步投产，澳洲莫拉本二期已于 2017 年 11 月 3 日正式投产运营，目前主要在建煤矿万福煤矿（产能 180 万吨）投资规模较低，公司资本开支大幅下滑，在具备大额分红的基础上，公司或将效仿中国神华，实施大额分红。

**图 21: 中国神华历年现金分红所占净资产、总市值以及未分配利润走势**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

**图 22: 兖州煤业历年现金分红所占净资产、总市值以及未分配利润走势**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

**表 9: 上市公司分红相关规定**

发布时间	发布单位	相关规定名称	主要内容
2008-10-09	证监会	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	新增及修改条款: 1. 上市公司可以进行中期现金分红 2. 最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30% 3. 上市公司应披露本次利润分配预案或资本公积金转增股本预案。对于本报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司, 应详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的使用用途。同时应当以列表方式明确披露公司前三年现金分红的数额、与净利润的比率。
2012-05-04	证监会	《中国证券监督管理委员会关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》	1. 上市公司应当进一步强化回报股东的意识, 严格依照《公司法》和公司章程的规定, 自主决策公司利润分配事项, 制定明确的回报规划 2. 制定利润分配政策尤其是现金分红政策时, 应当履行必要的决策程序 3. 董事会应当认真研究和论证公司现金分红的时机、条件和最低比例、调整的条件及其决策程序要求等事宜, 独立董事应当发表明确意见 4. 董事会应认真研究和论证公司现金分红的时机、条件和最低比例、调整的条件及其决策程序要求等事宜, 独立董事应

	当发表明确意见
	5. 在定期报告中详细披露现金分红政策的制定及执行情况
	1. 上市公司年度报告期内盈利且累计未分配利润为正，未进行现金分红或拟分配的现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）与当年归属于上市公司股东净利润之比低于 30%的，公司应当在审议通过年度报告的董事会公告中详细披露相关信息。
	2. 选择以下 4 种股利政策之一作为现金分红政策：
2013-01-07 上交所	《上海证券交易所上市公司现金分红指引》(1) 固定金额政策，即确定在未来一段期间内每年发放的现金红利为固定金额
	(2) 固定比率政策，即按实现的可分配利润的固定比例发放现金红利
	(3) 超额股利政策，即在按固定金额政策或固定比率政策支付股利的基础上，如同时满足利润增长和可支配现金增加等条件时，向股东附加发放额外现金红利
	(4) 剩余股利政策，上市公司根据未来投资项目和资金来源测算出所需的内部筹资额，从未分配利润中予以扣除后，将剩余的未分配利润作为现金红利分配给股东
2013-11-30 证监会	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》
	1. 督促上市公司规范和完善利润分配的内部决策程序和机制，增强现金分红的透明度
	2. 规范和完善利润分配的内部决策程序和机制，增强现金分红的透明度
	3. 支持上市公司采取差异化、多元化方式回报投资者
2015-08-31 证监会、 财政部、 国资委、 银监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》
	1. 简政放权，大力推进上市公司兼并重组
	2. 积极鼓励上市公司现金分红
	3. 大力支持上市公司回购股份

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

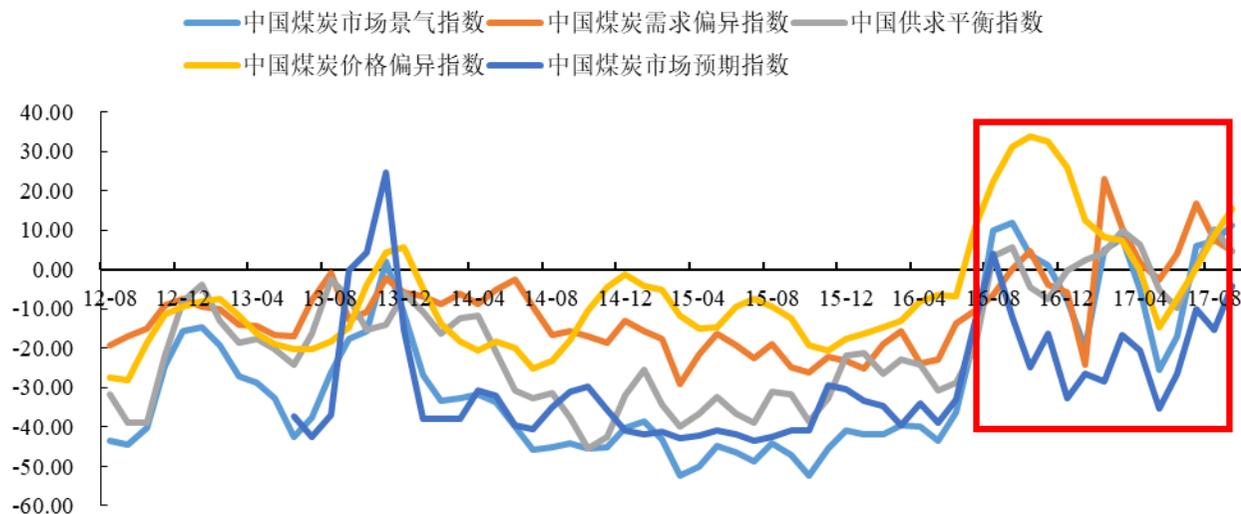
## 六、供给侧改革驱动，加速煤炭行业回暖企稳上行

### 6.1 煤炭开采行业景气度指数近三年来首次回暖

**2016年下半年开始煤炭开采行业景气度指数近三年来首次回暖。**2013年开始煤炭市场景气指数震荡下调，截至2015年10月煤炭市场景气指数已降至-52.1，处于过冷状态；供求平衡指数显示煤炭开采行业处于严重过剩状态；需求偏异指数显示行业处于需求萎缩状态。2016年9月，煤炭市场景气指数已经回升到11.8，供求平衡指数显示煤炭开采行业产能过剩得到

暂时缓解；2017年9月，煤炭市场景气指数已上升至11.30，行业景气指数基本恢复正常水平，需求偏异指数显示行业处于需求平稳状态。

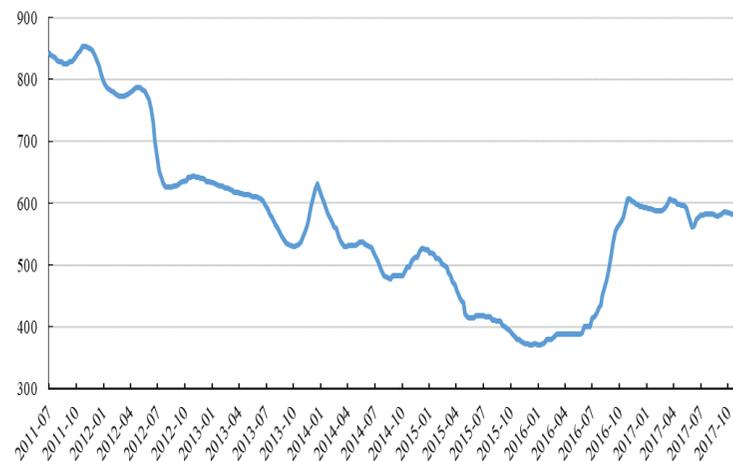
图 23：中国煤炭开采行业景气指数



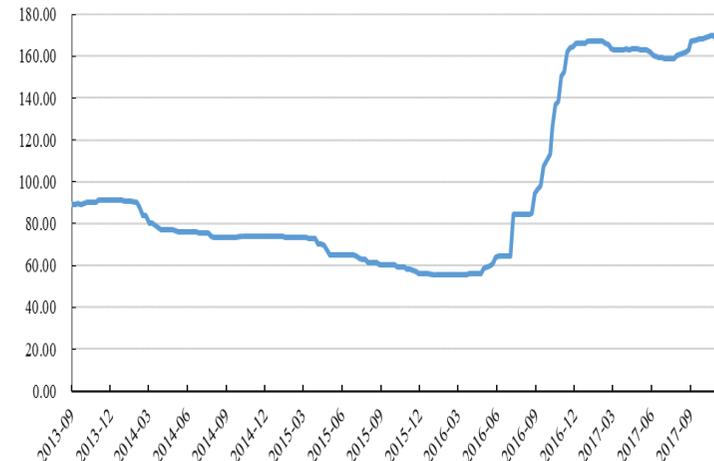
资料来源：Wind 信达证券研发中心

## 6.2 煤炭行业周期性反转，煤炭价格修复性提升

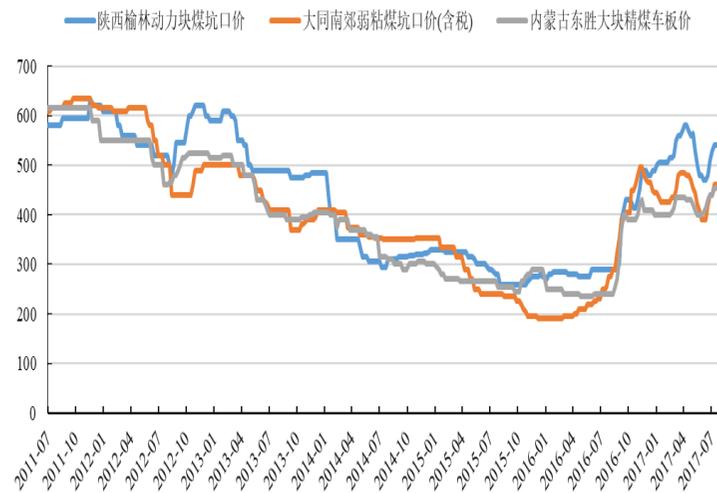
煤炭行业触底回升，煤炭价格大幅提高。动力煤价格方面，2017 年初环渤海动力煤综合平均价格指数 593 元/吨，较 2016 年初的 371 元/吨上涨 222 元/吨，涨幅高达 59.84%，截至 2017 年 11 月 08 日，环渤海动力煤综合平均价格指数 578 元/吨，煤炭价格已大幅提升。炼焦煤方面，2017 年初中国太原炼焦煤交易价格指数 167.46，较 2016 年初的 55.80 元/吨上涨 111.66 元/吨，涨幅高达 200.11%，截止 2017 年 11 月 6 日中国太原炼焦煤交易价格指数 167.62，煤炭价格得到修复性提升。

**图 24: 环渤海动力煤价格指数变化情况**


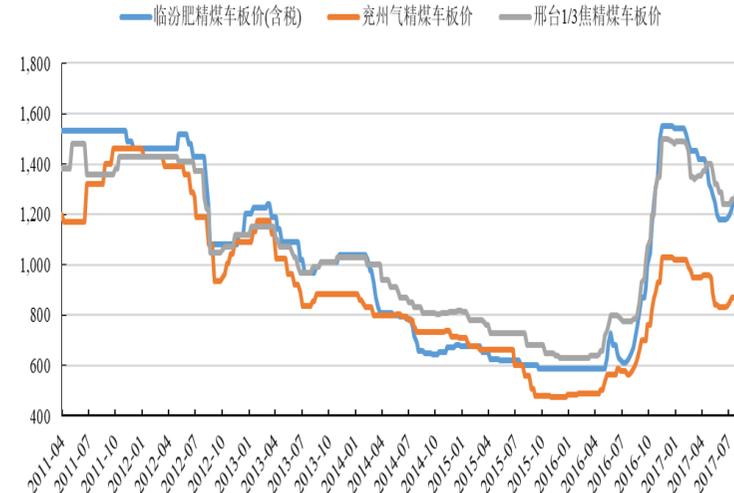
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 25: 中国太原炼焦煤交易价格指数变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 26: 陕西、大同、内蒙动力煤坑口价变化情况 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 27: 临汾、兖州、邢台炼焦煤价格变化情况 (元/吨)**


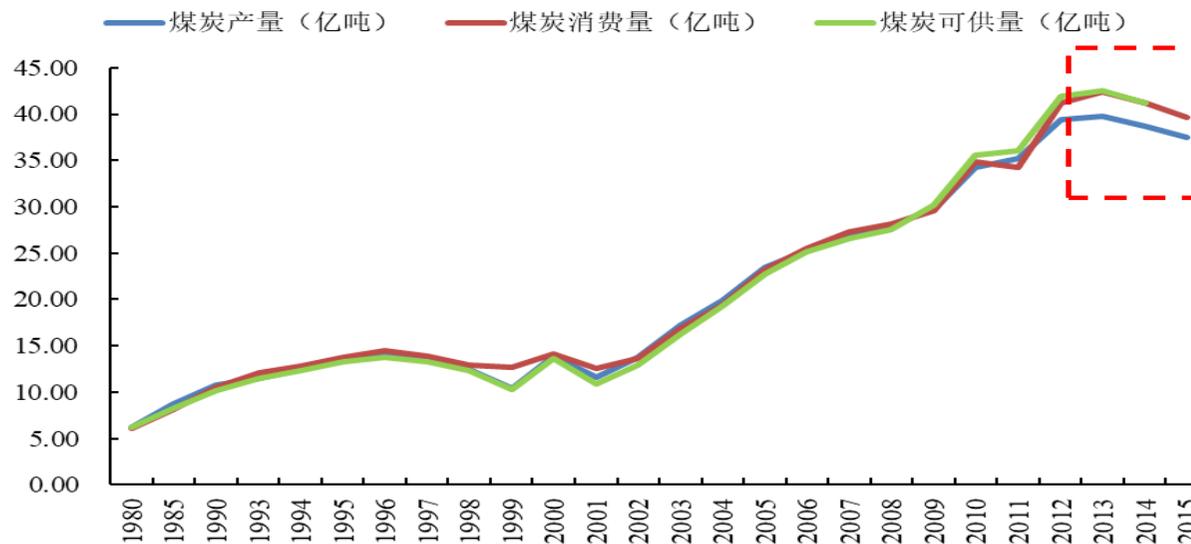
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 6.3 煤炭行业供给收缩，产能过剩问题得到改善

供给侧改革叠加市场化产能出清，我国原煤产量明显下滑。近年来在国家淘汰落后产能、限产等政策以及煤炭企业自主减产的情况下，我国原煤产量增速明显放缓。2015-2017H1 我国原煤产量分别为 37.47 亿吨、33.64 亿吨、17.1 亿吨，同比增速分别为-3.3%、-9.4%、5.0%。2016 年我国煤炭行业实施“276”工作日制度，煤炭产量大幅下滑，2017 年 1-7 月份，全国煤炭产量 20.1 亿吨，同比增加 1.1 亿吨，同比增幅 5.4%。

我国实施煤炭供给侧改革卓见成效，煤炭行业产能过剩得到有效缓解。国家发改委 8 月 10 日撰文指出，截止 2017 年 6 月底，我国已累计退出煤炭产能超过 4 亿吨，占“十三五”8 亿吨目标任务的 50%，煤炭去产能工作取得阶段性重要进展，产能过剩问题得到进一步改善。

图 28：原煤产量、消费量及可供量增速放缓



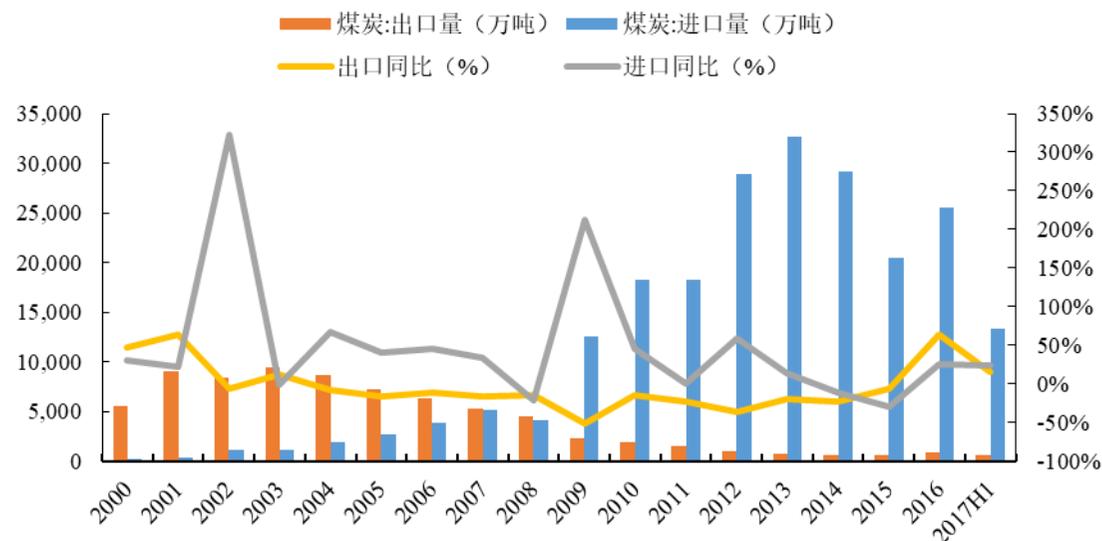
资料来源: Wind 信达证券研发中心

煤炭前期投资不足，产能复苏尚需时日，煤炭采选业固定资产投资呈止跌企稳态势。2005 年至 2012 年煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，煤炭采选固定资产投资年均复合增速高达 24.15%，2012 年达到峰值，2013-2015 年煤炭采选业固定资产投资增速分别为-0.44%、-11.03%、-14.40%，煤炭行业投资加速下滑，即便在煤炭价格已触底回升的 2016~2017 年前三季度，煤炭行业的投资增速分别为-24.21%和-8.5%，虽有好转但投资增速较为缓慢，且投资产能释放尚需时间，2017 年前三季度，固定资产投资 2012 亿元，同比增速-8.5%，结束了 6 月份以来的上升期。

**图 29: 煤炭开采行业固定资产投资情况**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

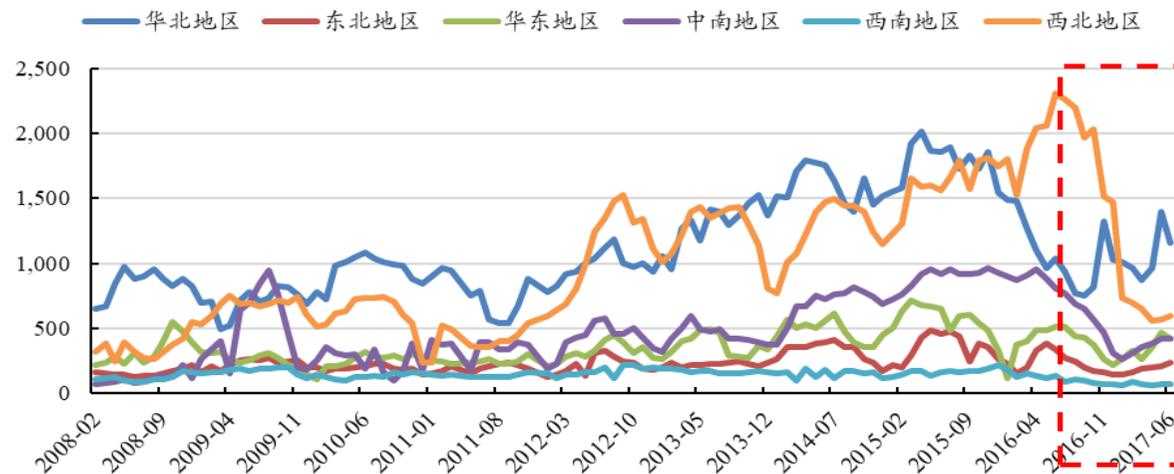
**进口煤是我国煤炭供给的重要补充，进口煤价和海运低价优势，推动我国煤炭进口量高位运行。**自 2009 年起，我国由煤炭净出口国转变成煤炭净进口国，煤炭进口量从 2009 年的 1.26 亿吨持续攀升至 2013 年的 3.27 亿吨。2014 年受国外内煤炭到港价差收窄、煤炭进口关税上调及总量限制等因素影响，我国煤炭进口量出现大幅下降。2016 年受供给侧改革等综合因素影响，煤炭供给紧平衡，我国煤炭进口量大幅增加，2016 年全国煤炭进口 25551 万吨，与去年同期相比增长 25.2%，2017 年上半年煤炭进口 1.33 亿吨，同比增加 23.50%。

**图 30: 我国由煤炭净出口国转变为净进口国**


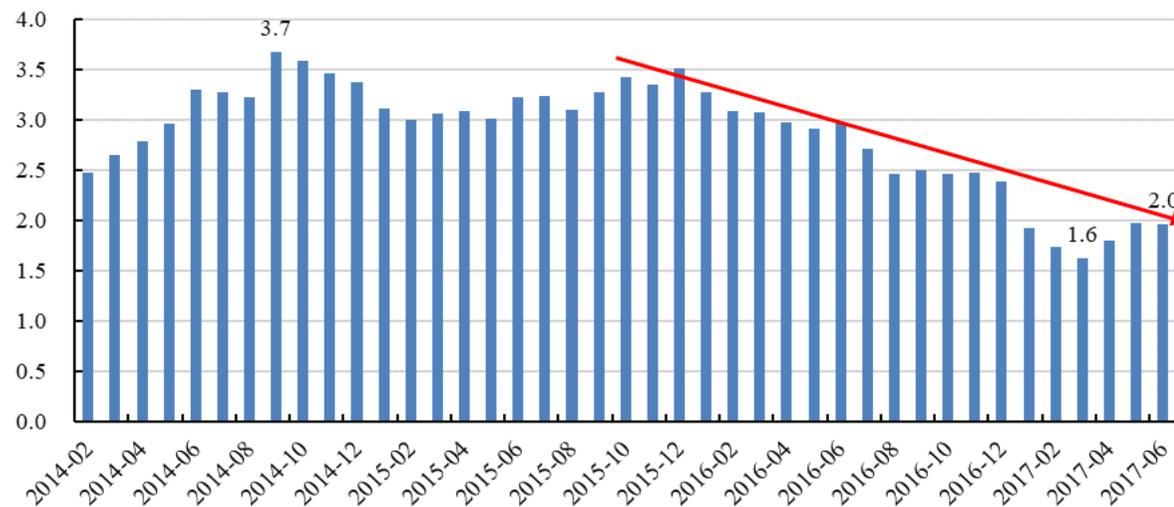
资料来源: Wind 信达证券研发中心

**供给侧改革推动煤炭过剩库存得以消化，煤炭社会库存快速下滑。**我们统计了包括华北、东北、华东、中南、西南、西北地区在内的国有重点煤矿总库存情况，2015 年底至 2017 年 6 月煤炭库存量分别为 5,045.35 万吨、3,238.00 万吨、2,904.00 万吨，同比增速分别为 23.26%、-35.82%、-43.48%。

**供给侧改革推动全社会煤炭库存得以快速消化。**“十二五”期间，我国煤炭固定资产投资快速提升促进煤炭产能爆发式扩张、水电充分释放叠加第二产业用电下滑，社会主要以消化库存为主，上游的煤炭行业消费量出现负增长，导致煤炭库存高居不下。2016 年下半年我国采取“276”工作日、淘汰落后产能等去产能、限产量措施，煤炭的社会库存得以消化，截至 2017 年 6 月，全社会煤炭库存量 2 亿吨较 2015 年底的 3.5 亿吨下降 1.5 亿吨，降幅高达 75%。

**图 31: 国有重点煤矿库存快速下降(万吨)**


资料来源: Wind 信达证券研发中心

**图 32: 全社会煤炭库存量快速下滑(万吨)**


资料来源: 中国煤炭资源网 信达证券研发中心

## 七、盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

煤炭行业触底回暖，行业景气度不断提升，煤炭价格大幅上行，且公司煤炭资源储量丰富，煤质较优；另一方面，公司主营业务突出，剥离亏损资产，并表后联合煤炭盈利能力大幅释放，此外，公司外延煤炭产业链条，盈利能力不断强化。根据公司现有的经营状况和未来的经营计划我们做出如下假设：

**煤炭板块：**公司并表后联合煤炭盈利能力大幅提升，且陕蒙地区在建煤矿逐步投产，考虑到煤炭产量的大幅提升以及煤炭价格未来高位运行态势，我们预计 2017-2019 年煤炭板块营业收入增长率分别为 118.05%、14.97%、5.89%，毛利率分别为 33.69%、34.76%、34.76%。

**甲醇板块：**我们预计 2017-2019 年甲醇板块营业收入增长率分别为 32.07%、0.00%、29.41%，毛利率分别为 33.00%、33.00%、33.00%。

**电力板块：**我们预计 2017-2019 年电力板块营业收入增长率分别为 1.00%、0.00%、-0.99%，2017-2019 年电力板块毛利率分别为 7.84%、7.84%、7.84%。

**机电装备制造板块：**我们预计 2017-2019 年机电装备制造板块营业收入增长率分别为-50.00%、160.0%、-0.77%，2017-2019 年机电装备制造板块毛利率分别为-61.34%、37.95%、37.47%。

表 10：公司各项业务收入和毛利率预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>煤炭板块</b>					
收入	32875	29295	63879	73444	77770
成本	23701	18003	42359	47917	50739
毛利率	27.91%	38.55%	33.69%	34.76%	34.76%
营业收入增长率	-	-	118.05%	14.97%	5.89%
<b>甲醇板块</b>					
收入	2265	2446	3230	3230	4180
成本	1507	1827	2164	2164	2801
毛利率	33.47%	25.29%	33.00%	33.00%	33.00%
营业收入增长率	89.45%	7.99%	32.07%	0.00%	29.41%
<b>电力板块</b>					

收入	599	573	578	578	573
成本	464	462	533	533	528
毛利率	22.45%	19.24%	7.84%	7.84%	7.84%
营业收入增长率	147.88%	-4.36%	1.00%	0.00%	-0.99%
<b>机电装备制造板块</b>					
收入	4.23	6.59	3.30	8.57	8.50
成本	4.07	5.32	5.32	5.32	5.32
毛利率	3.75%	19.33%	-61.34%	37.95%	37.47%
营业收入增长率	-	55.93%	-50.00%	160.00%	-0.77%
<b>营业收入</b>	<b>69,007.38</b>	<b>101,982.21</b>	<b>150,813.91</b>	<b>160,939.62</b>	<b>166,231.98</b>
<b>营业成本</b>	<b>58990.38</b>	<b>88944.37</b>	<b>127323.00</b>	<b>132900.69</b>	<b>136370.92</b>
<b>毛利率</b>	<b>14.52%</b>	<b>12.78%</b>	<b>15.58%</b>	<b>17.42%</b>	<b>17.96%</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

## 估值与投资评级

按照公司现有股本, 我们预计公司 2017、2018、2019 年 EPS 分别为 1.40、1.89、2.12 元, 对应 2017 年 11 月 10 日收盘价 (12.46 元) 的 PE 分别为 9、7、6 倍。

我们选择上市公司中经营类似业务的大同煤业、恒源煤电、中煤能源进行对比分析, 采用市盈率法对公司进行估值, 考虑到公司煤炭资源储量丰富, 煤质较优; 剥离亏损资产, 并表后联合煤炭盈利能力大幅释放, 此外, 公司外延煤炭产业链条, 盈利能力得以不断强化, 我们给予公司 2017 年的 12 倍的 PE, 以公司 2017 年 EPS 1.40 元计算, 对应目标价为 16.8 元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 11: 可比公司盈利及估值对比 (11 月 10 日收盘价)

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			EPS (元)		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
601001	大同煤业	6.11	102	-	13.48	18.86	0.11	0.45	0.32
600971	恒源煤电	10.68	107	-	8.29	7.81	0.04	1.29	1.37
601898	中煤能源	5.83	658	1,930.45	21	17.68	0.15	0.28	0.33
	平均值			629.36	14.26	14.78			
600188	兖州煤业	12.46	499	30	9	7	0.42	1.40	1.89

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 兖州煤业为信达预测, 其余为 Wind 一致预期

## 风险因素

### 1、宏观经济周期性波动的风险

公司所处的煤炭行业属国民经济的基础性行业，与国民经济的景气程度有很强的相关性，与其它行业相比较，煤炭行业对经济周期的敏感性较高。因此，经济周期的变化会直接导致国民经济活动对能源需求的变化，从而导致公司煤炭产品收入及经营活动现金流量的变化，形成与宏观经济周期波动相关联的风险。2012年下半年到2016年上半年，全社会煤炭需求总量受经济增长方式转变、经济和能源结构的调整、节能、应对气候变化发展绿色经济等因素的影响，煤炭需求不断减小。公司的主营产业与宏观经济的运行状况相关性较高，如果未来国民经济增长速度继续放缓，对煤炭、焦炭和煤化工产品的需求量进一步减少，公司的盈利能力可能受到影响。

### 2、煤炭市场波动风险

公司的主要收入来源为煤炭的生产经营。尽管目前公司煤炭资源储备较多，并保持了较高的煤炭产销量和一定的市场占有率，但其总体资源拥有量和资产规模与国内其他煤炭行业领先企业相比，不占有绝对竞争优势，是否能够继续增加资源储备、提高产销量，从而提升核心竞争力将直接影响到公司的经营发展。我国煤炭行业内生产企业众多，行业集中化程度低。随着近年来煤炭产量快速增长，煤炭市场在某个时期和阶段，可能出现结构性、区域性的产大于销和价格回落。2012年到2016年上半年，受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放的影响，煤炭价格大幅下降。煤炭业务是公司最稳定的盈利来源，未来煤炭价格的波动将直接影响公司的盈利能力。

### 3、煤化工业务风险

煤化工产品的价格受原油价格波动的影响较大，而成本主要受煤炭价格的影响较大。因此，在油价处于高位运行时，煤化工产品价格将随之相应上涨；但如果油价下跌严重，煤化工产品将丧失比较成本优势。如未来原油价格回落或维持低位运行，将对公司煤化工业务的收益产生不利影响。自2008年以来，国际原油价格受多种因素影响，波动较大，未来的走势很难预测。此外，目前国内大型煤炭企业均在进行煤化工项目建设，未来3-4年内将有大量煤化工项目陆续建成并投产，存在一定产能集中释放风险。

### 4、安全生产风险

公司报告期内没有发生重大安全事故。公司安全生产工作保持国内领先、国际先进水平。公司制订了一系列安全生产措施，但煤炭生产为地下开采作业，存在发生水、火、顶板、瓦斯、煤尘等安全事故的可能性，公司本部矿井生产条件复杂，个别矿井受冲击地压影响严重，存在一定的安全风险隐患。如公司的安全生产管理不到位，可能引发生产事故，直接影响正常的

经营。煤炭行业属于高风险行业，近年来公司在济宁本部的多数矿井进入深部开采，地质条件日趋复杂，这使得公司的安全生产风险进一步加大。公司一旦发生重大安全事故，将对正常运行及经营业绩造成重大不利影响。

## 5、行业竞争风险

按照《国务院办公厅转发国土资源部等部门对矿产资源开发进行整合意见的通知》的有关要求，各省、自治区、直辖市已完成矿产资源的整合工作。随着整合工作的完成，煤炭行业将向着大型化、集约化发展，大企业集团之间的竞争将更加激烈。同时，以电力企业为主的大量非煤行业企业，开始从事煤炭开采，加剧了煤炭行业市场竞争。而煤炭企业以煤为基础原料的一体化产业模式发展迅速，使同质化竞争更加激烈。

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	48,052.88	42,220.37	61,506.28	71,538.78	81,860.52
货币资金	23,577.90	20,012.57	28,404.85	37,096.11	46,678.15
应收票据	3,559.73	6,886.00	9,973.58	10,643.21	10,993.20
应收账款	2,417.11	2,849.86	4,214.44	4,497.40	4,645.30
预付账款	2,702.17	2,080.19	4,555.03	4,754.57	4,878.72
存货	2,000.03	2,653.75	4,316.80	4,505.91	4,623.56
其他	13,795.95	7,738.01	10,041.58	10,041.58	10,041.58
<b>非流动资产</b>	91,009.09	103,402.03	131,391.03	132,103.13	133,122.02
长期投资	3,321.24	5,198.66	5,198.66	5,198.66	5,198.66
固定资产	27,868.35	30,475.19	43,383.10	54,706.25	56,907.69
无形资产	17,963.57	26,090.93	52,524.17	51,023.02	49,521.88
其他	41,855.92	41,637.24	30,285.10	21,175.19	21,493.79
<b>资产总计</b>	139,061.96	145,622.40	192,897.31	203,641.90	214,982.54
<b>流动负债</b>	41,155.88	51,547.76	62,047.22	63,337.11	64,061.23
短期借款	6,099.02	5,662.22	6,732.23	6,732.23	6,732.23
应付账款	3,550.21	4,677.97	7,639.38	7,974.04	8,182.26
其他	31,506.66	41,207.57	47,675.61	48,630.83	49,146.75
<b>非流动负债</b>	54,905.55	43,023.60	54,021.67	54,021.67	54,021.67
长期借款	27,971.90	22,453.49	33,453.49	33,453.49	33,453.49
其他	26,933.65	20,570.11	20,568.18	20,568.18	20,568.18
<b>负债合计</b>	96,061.43	94,571.35	116,068.89	117,358.78	118,082.91
少数股东权益	3,192.85	9,027.99	9,027.99	9,217.09	9,429.42
归属母公司股东权益	39,807.68	42,023.06	67,800.43	77,066.04	87,470.22
<b>负债和股东权益</b>	139,061.96	145,622.40	192,897.31	203,641.90	214,982.54

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	69,007.38	101,982.21	150,813.91	160,939.62	166,231.98
同比(%)	7.95%	47.78%	47.88%	6.71%	3.29%
归属母公司净利润	859.51	2,064.59	6,899.46	9,265.61	10,404.18
同比(%)	-62.37%	140.20%	234.18%	34.29%	12.29%
毛利率(%)	14.52%	12.78%	15.58%	17.42%	17.96%
ROE(%)	2.18%	5.05%	12.56%	12.79%	12.65%
每股收益(元)	0.17	0.42	1.40	1.89	2.12
P/E	71	30	9	7	6
P/B	1.54	1.46	0.90	0.79	0.70
EV/EBITDA	13.17	12.03	6.70	5.13	4.63

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	69,007.38	101,982.21	150,813.91	160,939.62	166,231.98
营业成本	58,990.38	88,944.37	127,323.00	132,900.69	136,370.92
营业税金及附加	784.58	1,646.18	2,434.41	2,597.86	2,683.29
营业费用	2,824.45	2,580.38	3,815.94	4,072.14	4,206.05
管理费用	3,738.52	3,628.10	6,032.56	6,960.72	7,189.61
财务费用	2,051.92	2,219.46	2,461.57	2,713.47	2,484.61
资产减值损失	398.61	1,375.37	542.77	124.97	119.70
公允价值变动收益	11.45	-31.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	608.71	762.09	464.78	611.86	612.91
<b>营业利润</b>	839.09	2,319.38	8,668.45	12,181.63	13,790.71
营业外收入	803.48	994.44	878.61	878.61	878.61
营业外支出	131.83	177.68	109.27	127.13	146.97
<b>利润总额</b>	1,510.73	3,136.13	9,437.79	12,933.12	14,522.35
所得税	679.52	843.48	2,538.33	3,478.41	3,905.84
<b>净利润</b>	831.21	2,292.66	6,899.46	9,454.70	10,616.51
少数股东损益	-374.53	-196.24	0.00	189.09	212.33
<b>归属母公司净利润</b>	859.51	2,064.59	6,899.46	9,265.61	10,404.18
EBITDA	9,060.66	9,315.05	17,916.29	23,394.81	25,911.95
EPS (摊薄)	0.17	0.42	1.40	1.89	2.12

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	2,817.92	6,421.67	17,734.74	19,285.59	21,431.29
净利润	831.21	2,292.66	6,899.46	9,454.70	10,616.51
折旧摊销	4,393.68	3,947.28	5,476.59	6,916.64	7,772.88
财务费用	3,156.25	2,231.64	3,001.90	3,545.05	3,616.71
投资损失	-608.71	-762.09	-464.78	-611.86	-612.91
营运资金变动	-6,181.23	-2,813.44	3,876.62	-176.32	-135.26
其它	1,226.73	1,525.63	-1,055.05	157.38	173.36
<b>投资活动现金流</b>	-6,690.66	-10,820.72	-32,242.79	-7,049.28	-8,232.53
资本支出	-6,574.75	-7,221.46	-32,707.57	-7,661.14	-8,845.44
长期投资	1,296.00	1,177.68	464.78	611.86	612.91
其他	-1,411.91	-4,776.94	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	6,717.48	-4,413.20	22,828.67	-3,616.71	-3,616.71
吸收投资	4,498.26	8,210.05	8,210.05	0.00	0.00
借款	-5,138.58	-34,070.72	5,482.04	0.00	0.00
支付利息或股息	2,572.55	3,648.93	3,073.56	3,616.71	3,616.71
<b>现金净增加额</b>	3078.18	-8445.84	8392.28	8691.25	9582.05

## 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。

## 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	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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了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。