

推荐（首次）

## 兖州煤业（600188）深度报告

风险评级：中风险

低估值煤炭龙头，充分受益国际煤价上涨

2018年10月24日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

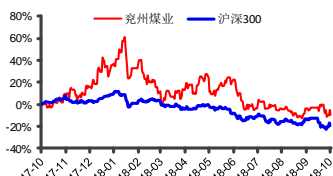
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

### 主要数据

2018年10月24日

收盘价(元)	11.00
总市值(亿元)	540.32
总股本(亿股)	4,912.02
流通股本(亿股)	2,959.88
ROE(TTM)	13.81%
12月最高价(元)	19.01
12月最低价(元)	10.22

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

■ **公司简介：煤炭龙头企业之一，煤炭产销量达亿吨级别。**公司在中国的山东（本部）、陕西省、山西省和内蒙古以及澳大利亚拥有煤炭资源和煤炭深加工项目，是中国和澳大利亚主要的煤炭生产商和销售商之一，并在加拿大萨斯喀彻温省拥有钾矿资源。截止2017年12月31日，公司煤炭原地资源量105.75亿吨，可采储量26.37亿吨。公司煤炭核定产能1.25亿吨，权益产能1.06亿吨。近两年公司煤炭产销量保持较快的增长，主要是鄂尔多斯能化和兖煤澳洲进入收获期，公司煤炭产销量进入亿吨级别。

■ **兖煤澳洲成为公司业绩增长点，充分受益国际煤炭价格上涨。**公司海外煤炭资产主要集中在澳洲，经营主体分部为兖煤国际和兖煤澳洲。2018年上半年兖煤国际和兖煤澳洲原煤产量、商品煤产量、煤炭销量合计分别为2468.6万吨、1985.6万吨、1934.0万吨，占集团公司的比例分别为46.3%、40.9%、34.8%。2017年收购的联合煤炭2016、2017年收入分别为82.24亿元、108.96亿元，归属于母公司股东的净利润分别为19.31亿元、43.17亿元，净利润分别为23.4%、39.6%，盈利能力非常强。

澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价10月23日为108.42美元/吨，2018年均价为108.63美元/吨，较去年同期86.28美元/吨大幅上涨25.9%。2017年均价为88.58美元/吨。目前澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价维持在近6年的高位。兖煤澳洲煤炭2016年、2017年、2018H销售均价分别为400.0元/吨、540.4元/吨、613.3元/吨；澳大利亚纽卡斯尔动力煤2016年、2017年、2018H现货价分别为429.6元/吨、575.7元/吨、675.0元/吨。可以看出，兖煤澳洲煤炭销售价格基本上跟随澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价同步波动，随着国际煤价大幅上涨，兖煤澳洲充分受益。

■ **煤化工和产业投资成为公司业绩有效补充。**公司目前甲醇产销量稳定在160万吨左右，随着鄂尔多斯能化和榆林能化二期项目投产，公司煤化工规模将上一个新的台阶。公司2015、2016、2017、2018H长期股权投资总额分别为33.21亿元、51.99亿元、90.02亿元、135.24亿元。随着产业投资快速增长，公司投资收益也保持快速增长，公司2015、2016、2017、2018H投资收益分别为6.09亿元、7.62亿元、9.59亿元、12.51亿元，占集团公司营业利润比例分别为72.5%、32.9%、10.6%、15.8%。

■ **给予公司“推荐”投资评级。**公司海外煤炭产销量占集团四成左右，国际煤炭价格上涨，公司最为受益。我们预计公司2018年、2019年EPS分别1.85元、1.90元，目前股价对应PE分别为5.9倍、5.80倍，估值优势非常明显，给予公司“推荐”投资评级。

## 目 录

1. 公司简介：煤炭龙头企业之一，煤炭产销量达亿吨级别.....	3
2. 兖煤澳洲成为公司业绩增长点，充分受益国际煤炭价格上涨.....	7
3. 煤化工和产业投资成为公司业绩有效补充.....	11
4. 给予公司“推荐”投资评级.....	12

## 插图目录

图 1：公司股权结构 .....	3
图 2：公司资产分布情况 .....	5
图 3：公司营业收入和净利润情况（亿元） .....	6
图 4：公司主营业务收入结构（2018H） .....	6
图 5：收购前联合煤炭股权结构 .....	8
图 6：收购后联合煤炭股权结构 .....	8
图 7：联合煤炭的主要煤炭项目位置 .....	8
图 8：澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价（美元/吨） .....	9
图 9：甲醇价格走势（元/吨） .....	11
图 10：公司长期股权投资总额和投资收益情况（亿元） .....	12

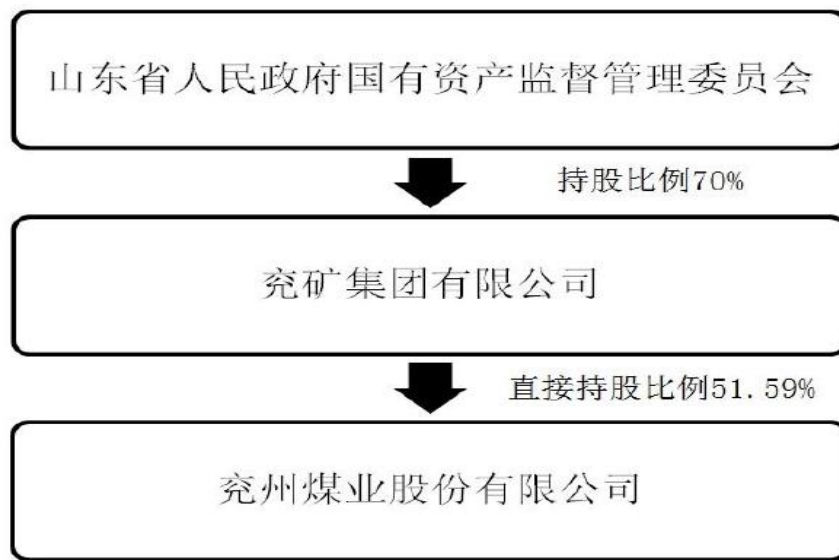
## 表格目录

表 1：公司煤炭资源储量情况 .....	3
表 2：公司各煤矿情况（万吨） .....	4
表 3：公司原煤、商品煤产销量情况（万吨） .....	5
表 4：兖煤澳洲和兖煤国际煤炭产销量、售价和成本情况（万吨，元/吨） .....	7
表 5：HVO 和 MTW 煤炭产销量情况（百万吨） .....	9
表 6：HVO 和 MTW 煤炭储量情况（百万吨） .....	9
表 7：兖煤澳洲煤炭售价与随澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价同步波动.....	10
表 8：兖煤澳洲成为公司煤炭增量主要来源（万吨） .....	10
表 9：兖煤澳洲成为公司业绩增量主要来源（亿元） .....	10
表 10：公司甲醇产销量情况（万吨） .....	11
表 11：公司盈利预测简表 .....	13

## 1. 公司简介：煤炭龙头企业之一，煤炭产销量达亿吨级别

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年分别在纽约证券交易所（后于2017年退市）、香港证券交易所和上海证券交易所三地上市，旗下控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司2012年通过吸收合并格罗斯特煤矿在澳大利亚证券交易所实现整体上市，目前兖州煤业成为中国首家且迄今唯一拥有境内外三地上市平台的煤炭公司。兖煤澳洲于2018年6月29日向香港联交所递交了上市申请，拟在澳大利亚证券交易所和香港联交所实现双地上市。截至2018年6月30日，公司境外资产752.99（单位：亿元 币种：人民币），占总资产的比例为38.8%。公司实际控制人为山东省国资委。

图1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

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、喷吹煤，适用于电力、冶金及化工等行业；煤炭产品主要销往中国的华东、华北、华南等地区及澳大利亚、新加坡、日本、韩国等国家。公司同时经营煤化工、机电装备制造和电力及热力等业务。

公司在中国的山东（本部）、陕西省、山西省和内蒙古以及澳大利亚拥有煤炭资源和煤炭深加工项目，并在加拿大萨斯喀彻温省拥有钾矿资源。煤矿运营主体主要包括公司本部、菏泽能化、山西能化、鄂尔多斯能化、昊盛煤业，以及境外煤矿井运营主体包括兖煤澳洲和兖州国际。截止2017年12月31日，公司煤炭原地资源量105.75亿吨，可采储量26.37亿吨。公司煤炭核定产能1.25亿吨，权益产能1.06亿吨。

表1：公司煤炭资源储量情况

主要矿区	地理位置	煤种	原地资源量 (百万吨)	可采储量(百万 吨)
兖州煤业所属煤矿	山东省济宁市	动力煤	827	309
菏泽能化所属煤矿	山东省菏泽市	1/3 焦煤	91	25

山西能化所属煤矿	山西省和顺县	动力煤	21	10
鄂尔多斯能化所属煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	动力煤	369	245
兖煤澳洲所属煤矿	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	8,512	1,807
兖煤国际所属煤矿	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	755	241
合计	—	—	10,575	2,637

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：上表所述各煤矿为本集团在产煤矿，原地资源量、可采储量均为截至2017年12月31日各煤矿按100%权益和JORC 2012标准估算。鄂尔多斯能化所属营盘壕煤矿、昊盛煤业所属石拉乌素煤矿因行政许可尚在办理过程中，暂未开展国际标准下的煤炭资源评估。

表2：公司各煤矿情况（万吨）

	权益占比	煤矿	煤种	核定产能	权益产能
1、本部				3485	3485
	100%	南屯	动力煤	300	300
	100%	兴隆庄	动力煤	650	650
	100%	鲍店	动力煤	600	600
	100%	东滩	动力煤	750	750
	100%	济宁二号	动力煤	420	420
	100%	济宁三号	动力煤	650	650
	100%	杨村	动力煤	115	115
2、山西能化	81%	天池	动力煤	120	97
3、菏泽能化				570	560
	98.33%	赵楼	焦煤	390	383
	98.33%	万福（在建）	气肥煤	180	177
4、鄂尔多斯能化				1820	1820
	100%	安源	动力煤	120	120
	100%	转龙湾	动力煤	500	500
	100%	营盘壕	动力煤	1200	1200
5、昊盛煤业	77.74%	石拉乌素	动力煤	1000	777
6、兖煤澳洲				4760	3116
	65.46%	雅若碧	喷吹煤	380	249
	65.46%	莫拉本	动力煤	1700	1113
	65.46%	格罗斯特	焦煤	300	196
		联合煤炭（HVO 项目占51%）	动力煤和半软焦煤	966	632
		联合煤炭（MTW 项目）	动力煤和半软焦煤	1413	925
7、兖煤国际				730	730
	100%	坎贝唐斯	动力煤	230	230
	100%	普力马	动力煤	500	500
合计				12485	10586

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图2：公司资产分布情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2016年、2017年、2018上半年，公司原煤产量分别为6,673.8万吨、8,562.0万吨、5336.6万吨；商品煤产量分别为6236.5万吨、7992.4万吨、4850.2万吨；煤炭销量分别为7496.9万吨、9680.2万吨、5550.4万吨。近两年公司煤炭产销量保持较快的增长，主要是鄂尔多斯能化和兖煤澳洲进入收获期，公司煤炭产销量进入亿吨级别。

表3：公司原煤、商品煤产销量情况（万吨）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
<b>原煤产量</b>	5,764.6	6,866.4	7,380.0	7,259.6	6,847.8	6,673.8	8,562.0	5336.6
1、本部	3,399.3	3,429.1	3,588.4	3,647.4	3,679.1	3,469.4	3,223.7	1627.4
2、山西能化	124.3	135.8	152.7	155.7	71.0	160.8	134.7	86.0
3、菏泽能化	300.0	270.0	286.7	299.9	320.3	324.6	239.7	178.5
4、鄂尔多斯能化	438.2	686.4	632.3	588.4	258.7	483.0	1,213.7	789.0
5、昊盛煤业	-	-	-	-	-	-	609.6	187.1
6、兖煤澳洲	1305.8	1932.3	2111.1	2000.0	1813.7	1575.4	2410.3	2161.8
7、兖煤国际	0.0	327.6	608.8	568.2	705.0	660.6	730.3	306.8
<b>商品煤产量</b>	5287.0	6278.2	6699.5	6689.0	6286.9	6236.5	7992.4	4850.2
1、本部	3384.5	3422.2	3581.0	3642.9	3678.3	3467.9	3221.4	1626.9
2、山西能化	122.6	134.1	151.0	154.4	69.3	159.3	131.9	84.8
3、菏泽能化	188.5	237.5	239.2	299.7	319.8	323.3	236.8	177.9
4、鄂尔多斯能化	438.2	686.0	631.9	587.9	258.0	483.0	1211.8	787.9
5、昊盛煤业	-	-	-	-	-	-	609.6	187.1
6、兖煤澳洲	957.3	1419.6	1543.3	1491.4	1324.9	1205.0	1926.6	1698.4
7、兖煤国际	0.0	294.3	553.1	512.7	636.6	598.0	654.3	287.2
<b>煤炭销量</b>	6621.3	9499.2	10399.5	12307.1	8723.8	7496.9	9680.2	5550.4
1、本部	3327.6	3394.3	3327.1	3474.4	3499.4	3426.7	3174.6	1641.3

2、山西能化	122.3	134.3	147.6	150.0	74.8	159.0	131.8	85.9
3、菏泽能化	200.4	229.2	235.9	311.0	242.4	279.9	215.3	162.0
4、鄂尔多斯能化	437.9	683.4	634.5	579.3	232.8	411.6	1056.8	744.3
5、昊盛煤业	-	-	-	-	-	-	606.0	188.1
6、兖煤澳洲	1006.0	1435.0	1562.3	1574.2	1327.6	1206.9	1930.8	1642.6
7、兖煤国际	0.0	296.5	552.5	515.8	639.8	587.1	659.5	291.4
8、贸易煤	1330.8	3242.1	3939.6	5702.4	2707.0	1425.7	1905.4	794.8

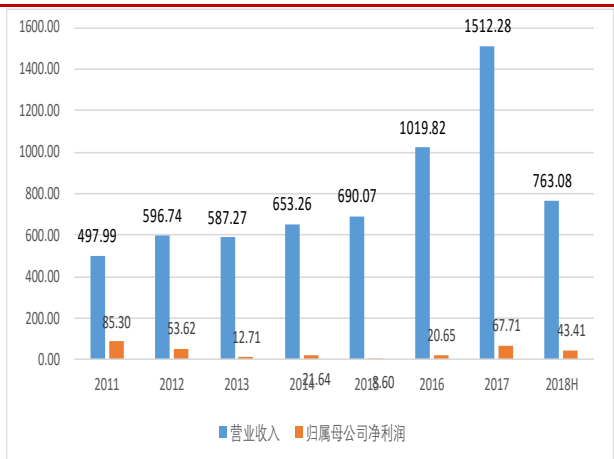
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2017年公司营业收入1512.28亿元，同比增长47.85%；归属于母公司所有者的净利润为67.71亿元，同比增长2.13倍。2018年上半年公司营业收入763.08亿元，同比下降5.52%；归属于母公司所有者的净利润为43.411亿元，同比增长34.09%。公司毛利92%来自于煤炭的销售。

2018年上半年公司生产原煤5337万吨，同比增加1696万吨或46.6%；生产商品煤4850万吨，同比增加1378万吨或39.7%，主要原因是兖煤澳洲原煤及商品煤产量同比增加。上半年兖煤澳洲原煤产量2161.8万吨，较去年同期增加1371.8万吨；商品煤产量1698.4万吨，较去年同期增加1047.3万吨，原因是莫拉本煤矿井工项目2017年下半年投入商业运营，及联合煤炭产量于2017年9月份并入兖煤澳洲报表。

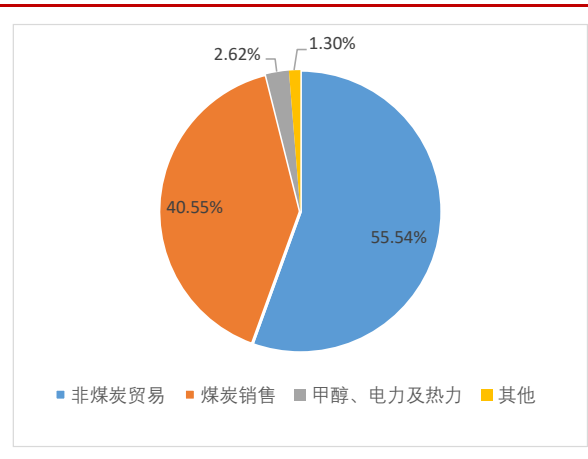
2018年上半年公司销售煤炭5550万吨，同比增加1381万吨或33.1%，主要是由于：受益于新建矿井投产及联合煤炭并表，鄂尔多斯能化、兖煤澳洲商品煤销量同比分别增加358万吨、1018万吨。

图3：公司营业收入和净利润情况（亿元）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图4：公司主营业务收入结构（2018H）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

## 2. 兖煤澳洲成为公司业绩增长点，充分受益国际煤炭价格上涨

公司海外煤炭资产主要集中在澳洲，经营主体分部为兖煤国际和兖煤澳洲。2004年，公司以3200万澳元成功收购了澳思达煤矿，成为中国第一家在海外投资运营煤矿的企业。此后公司先后收购澳大利亚新泰克控股公司、与格罗斯特公司合并。2012年6月兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所上市。2018年6月29日兖煤澳洲向香港联合交易所递交了上市申请，拟在澳大利亚证券交易所和香港联交所实现双地上市。

**2018年上半年兖煤国际和兖煤澳洲原煤产量、商品煤产量、煤炭销量合计分别为2468.6万吨、1985.6万吨、1934.0万吨，占集团公司的比例分别为46.3%、40.9%、34.8%。**

**兖煤国际：**近年来煤炭产销量基本稳定，旗下有两大矿井普力马（500万吨/年）、坎贝唐斯（230万吨/年），合计产量基本在700万吨左右。

**兖煤澳洲：**2017年兖煤澳洲获得母公司兖州煤业10亿美元现金的配股及18亿美元混合债转股的增资，并引入战略投资者15亿美元，资产负债率大幅下降至47%（2016年底资产负债率为83.27%），使兖煤澳洲财务费用负担大幅降低。2017年，兖煤澳洲以一次性现金支付24.5亿美元，且在未来5年支付2.4亿美元非或然特许权使用费的方式完成了收购力拓持有的联合煤炭100%股权；9月1日，兖煤澳洲已完成联合煤炭公司100%股权的资产交割手续。2018年3月7日，兖煤澳洲行使买入联合煤炭旗下Warkworth煤矿28.9%股权的期权，股权占比增至84.5%，同时因Mount Thorley与Warkworth两矿通过合并运营协议进行利润分配，联合煤炭在MTW中的综合权益由此前64.1%增至82.9%；5月4日，兖煤澳洲将HVO项目中16.6%股权转让给嘉能可，在HVO中的权益变为51.0%。

表4：兖煤澳洲和兖煤国际煤炭产销量、售价和成本情况（万吨，元/吨）

	2014	2015	2016	2017	2018H
兖煤澳洲原煤产量	2000.0	1813.7	1575.4	2410.3	2161.8
兖煤国际原煤产量	568.2	705.0	660.6	730.3	306.8
兖煤澳洲商品煤产量	1491.4	1324.9	1205.0	1926.6	1698.4
兖煤国际商品煤产量	512.7	636.6	598.0	654.3	287.2
兖煤澳洲煤炭销量	1574.2	1327.6	1206.9	1930.8	1642.6
兖煤国际煤炭销量	515.8	639.8	587.1	659.5	291.4
兖煤澳洲煤炭售价	463.8	411.5	400.0	540.4	613.3
兖煤国际煤炭售价	287.5	287.0	297.2	363.1	387.3
兖煤澳洲吨煤销售成本	363.3	297.5	233.6	237.5	278.0
兖煤国际吨煤销售成本	273.9	212.3	225.7	241.0	240.4

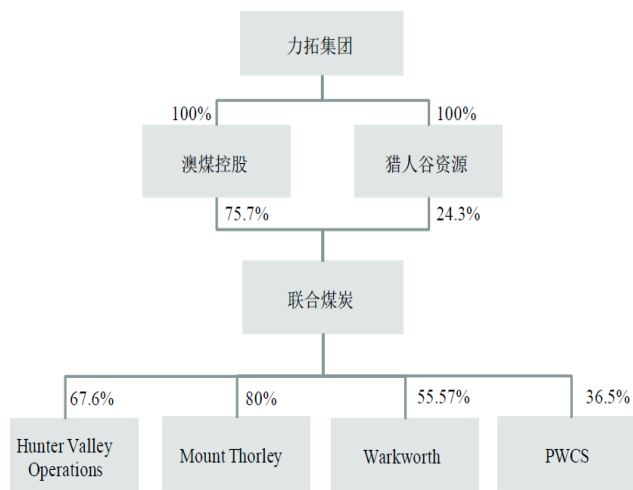
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

联合煤炭煤炭资源储量11.72亿吨，可销售煤炭储量8.17亿吨（按照单个矿区100%权益）；2016年、2017年原煤产量分别是3619万吨、3720万吨（按照单个矿区100%权益），商品煤产量分别是2594万吨、2660万吨，商品煤销量分别是2604万吨、2610万吨。联合煤炭是澳大利亚的顶级动力煤和半软焦煤生产商，是澳大利亚最大的动力煤和半软焦煤生产商之一。联合煤炭在世界上最受认可的煤炭产区之一的新南威尔士州猎人谷地区开展生产，该地区也被普遍认为拥有世界上最好的高质量烟煤资源，是日本、韩国和台湾等经济发达地区和东南亚等发展中经济体电厂主要的煤炭供应来源。随着本次收购完成，兖煤澳洲已拥有按照商品动力煤产量分别排名澳洲前十的三个动力煤矿，目前兖煤澳洲的煤炭储量、产量均仅次于嘉能可和BHP（必和必拓），排名澳洲第三，并且已跃升为澳

大利亚最大的独立煤炭生产商。

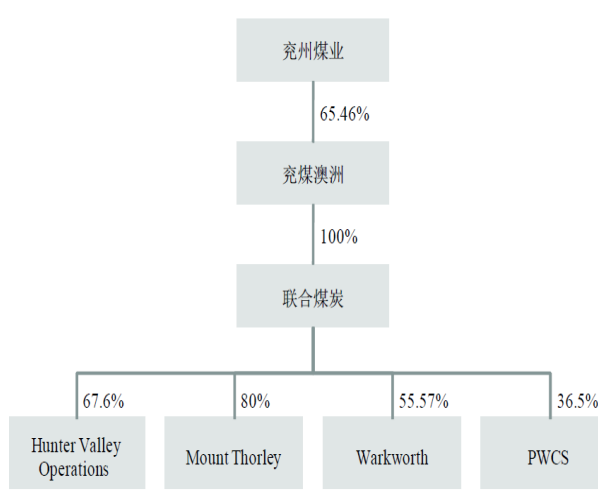
联合煤炭2016、2017年收入分别为82.24亿元、108.96亿元，归属于母公司股东的净利润分别为19.31亿元、43.17亿元，净利润分别为23.4%、39.6%，盈利能力非常强。

图5：收购前联合煤炭股权结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

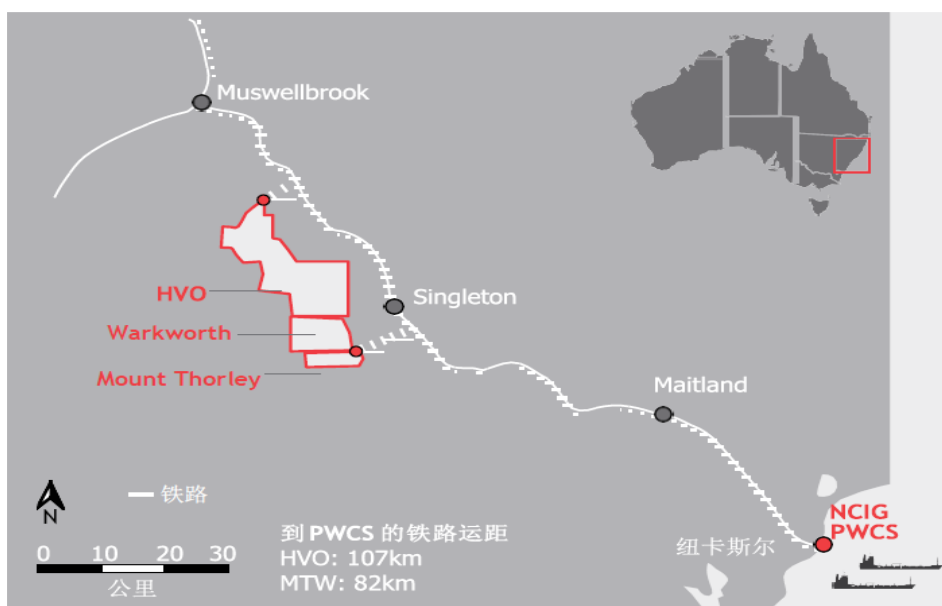
图6：收购后联合煤炭股权结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：截至2018年3月31日，因兖煤澳洲部分投资者实施混合债转股，兖州煤业对兖煤澳洲持股比例下降至65.45%；2018年3月7日，兖煤澳洲已完成对Warkworth合资企业28.898%权益的买入期权的收购，收购完成后持有Warkworth合资企业的权益比例由55.57%上升至84.5%；鉴于Warkworth间接持有PWCS的权益，上述收购导致兖煤澳洲持有PWCS的权益由36.5%上升至37.7%。

图7：联合煤炭的主要煤炭项目位置



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表5：HVO和MTW煤炭产销量情况（百万吨）

项目	2017年		2016年	
	HVO	MTW	HVO	MTW
原煤产量	19.5	17.7	18.14	18.05
商品煤产量	14.8	11.8	13.64	12.3
商品煤销量	14.5	11.6	13.64	12.4

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：按照单个矿区 100%权益列出。

表6：HVO和MTW煤炭储量情况（百万吨）

储量	矿区	“证实的”储量	“概略的”储量	储量总计
煤炭储量	HVO	359	465	824
	MTW	149	199	348
可销售煤炭储量	HVO	247	327	574
	MTW	104	139	243

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：按照单个矿区 100%权益列出。

HVO：HVO位于澳大利亚猎人谷盆地辛格顿西北24公里，为露天矿场，其覆盖面积约11,000公顷。联合煤炭及HVO分别持有其67.6%及32.4%的权益。HVO是由Howick、Hunter Valley和Lemington三个独立煤矿合并组成，其中，Howick于1968年投产、Hunter Valley于1979年投产、Lemington于1971年投产。

MTW：MTW位于澳大利亚猎人谷盆地辛格顿西北14公里，包括Mount Thorley及Warkworth两个露天矿场，覆盖面积约6,000公顷。Mount Thorley和Warkworth均于1981年开始运营

### 国际煤炭价格大幅上涨，维持在近六年的高位，公司充分受益

澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价10月23日为108.42美元/吨，2018年均价为108.63美元/吨，较去年同期86.28美元/吨大幅上涨25.9%。2017年均价为88.58美元/吨。目前澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价维持在近六年的高位。

图8：澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价（美元/吨）



数据来源：Wind

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

兖煤澳洲煤炭2016年、2017年、2018H销售均价分别为400.0元/吨、540.4元/吨、613.3元/吨；澳大利亚纽卡斯尔动力煤2016年、2017年、2018H现货价分别为429.6元/吨、575.7元/吨、675.0元/吨。可以看出，兖煤澳洲煤炭销售价格基本上跟随澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价同步波动，随着国际煤价大幅上涨，兖煤澳洲充分受益。

**表7：兖煤澳洲煤炭售价与随澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价同步波动**

	2016	2017	2018H
兖煤澳洲煤炭售价（元/吨）	400.0	540.4	613.3
澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价（美元/吨）	66.1	88.6	103.8
澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价（元/吨）	429.6	575.7	675.0

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

备注：美元换成人民币统一按照1美元=6.5人民币

### 兖煤澳洲成为公司煤炭增量和业绩增量主要来源

2018年上半年兖煤澳洲原煤产量、商品煤产量、商品煤销量分别为2161.8万吨、1698.4万吨、1642.6万吨，较去年同期分别增加1371.8万吨、1047.3万吨、1018.2万吨，占集团母公司总增量的80.9%、76.0%、73.7%。

**表8：兖煤澳洲成为公司煤炭增量主要来源（万吨）**

	2017H	2018H	最新占比	增量	增量占比
集团原煤产量	3640.3	5336.6		1696.3	
兖煤澳洲原煤产量	790	2161.8	40.5%	1371.8	80.9%
集团商品煤产量	3471.9	4850.2		1378.3	
兖煤澳洲商品煤产量	651.1	1698.4	35.0%	1047.3	76.0%
集团商品煤销量	4169.7	5550.4		1380.7	
兖煤澳洲商品煤销量	624.4	1642.6	29.6%	1018.2	73.7%

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

2018年上半年兖煤澳洲实现营业收入112.43亿元，净利润18.22亿元，分别占集团母公司收入比例为14.7%、净利润比例为32.1%。而兖煤澳洲去年同期是亏损0.59亿元。主要原因是国际煤炭价格同比大幅上涨，另外兖煤澳洲莫拉本二期工程投产以及并购联合煤炭公司，盈利能力获较大提升。

**表9：兖煤澳洲成为公司业绩增量主要来源（亿元）**

	2017H	2018H	最新占比	增量	增量占比
集团收入	806.24	763.08		-43.2	
兖煤澳洲收入	39.66	112.43	14.7%	72.8	-
集团净利润	36.47	56.68		20.2	
兖煤澳洲净利润	-0.59	18.22	32.1%	18.8	93.1%

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

### 3. 煤化工和产业投资成为公司业绩有效补充

公司煤化工业务主要分布在中国的陕西省和内蒙古自治区；主要产品为甲醇，经营主体分别为榆林能化（产能60万吨/年）和鄂尔多斯能化（产能100万吨/年）。榆林能化60万吨的甲醇项目2009年8月投入商业运行；鄂尔多斯能化所属甲醇项目自2015年1月投入商业运营。公司目前甲醇产销量稳定在160万吨左右。

表10：公司甲醇产销量情况（万吨）

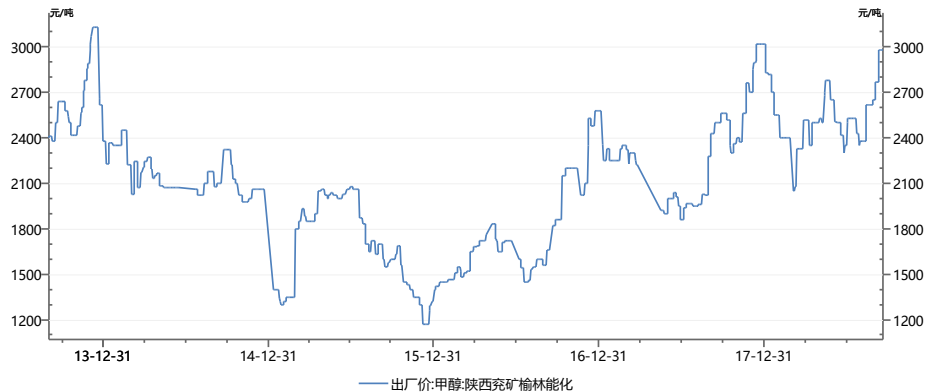
	2015	2016	2017	2018H
甲醇产量合计	167.1	164.1	161.4	79.5
榆林能化	67.2	69	70.5	37.4
鄂尔多斯能化	99.9	95.1	90.9	42.1
甲醇销量合计	160.8	167.5	161.1	79.4
榆林能化	66.9	68.6	70	38.5
鄂尔多斯能化	93.9	98.9	91.1	40.9

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司鄂尔多斯能化荣信化工甲醇二期项目和榆林能化甲醇厂二期项目正在积极建设中，荣信化工二期项目规划形成煤制40万吨/年乙二醇和30万吨/年聚甲氧基二甲醚的生产能力，预计将在2019年建成投产。榆林能化甲醇厂二期项目预计将形成180万吨甲醇生产能力，并配套建设100万吨烯烃项目。二期项目完成达产，公司煤化工规模将上一个新的台阶。

公司资本性支出计划中，2018年鄂尔多斯能化和榆林能化资本性计划支出分别为36.65亿元和10.62亿元，而上半年实际支出分别为2.06亿元和0.89亿元，预计在下半年会加快建设。

图9：甲醇价格走势（元/吨）



数据来源：Wind

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

#### “三位一体”产业布局，产业投资快速发展，投资收益可期

公司坚持实体产业、金融产业和物流贸易“三位一体”产业体系，全面提升产业竞

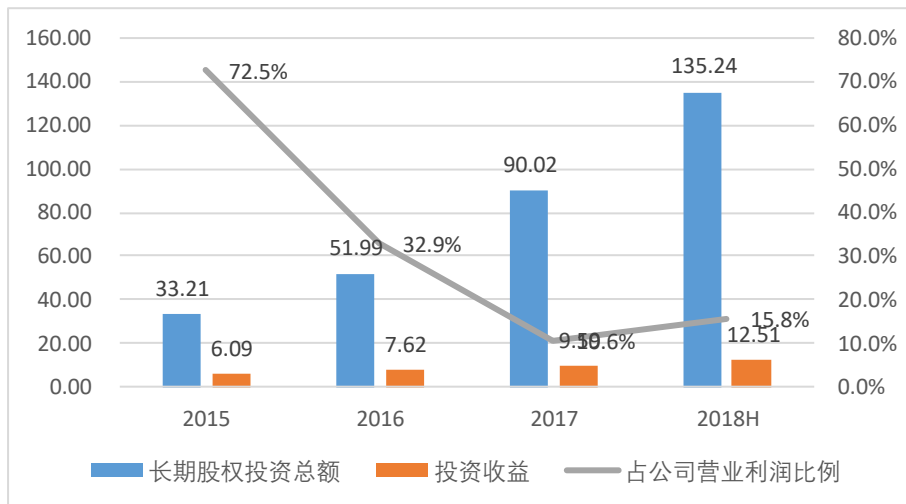
争力和资本控制力。

参股银行：公司先后参股了山东邹城建信村镇银行（持股9%）和齐鲁银行（持股8.67%）；2017年11月27日公司发布公告，以21.53亿元收购临商银行19.75%股权；子公司兖煤国际控股有限公司于2018年3月23日以每股4.80港元的价格认购浙商银行股份有限公司H股股份4.20亿股。本次认购成功后，对其总股数持股比例由约2.86%变为约4.99%，持H股比例由约13.54%变为约20.51%。

2017年12月1日，全资子公司鄂尔多斯能化以人民币19.43亿元收购了内蒙古伊泰煤炭股份有限公司持有的内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司25%股权。

公司2015、2016、2017、2018H长期股权投资总额分别为33.21亿元、51.99亿元、90.02亿元、135.24亿元。随着产业投资快速增长，公司投资收益也保持快速增长，公司2015、2016、2017、2018H投资收益分别为6.09亿元、7.62亿元、9.59亿元、12.51亿元，占集团公司营业利润比例分别为72.5%、32.9%、10.6%、15.8%。

图10：公司长期股权投资总额和投资收益情况（亿元）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

#### 4. 给予公司“推荐”投资评级

公司海外煤炭产销量占集团四成左右，国际煤炭价格上涨，公司最为受益。我们预计公司2018年、2019年EPS分别1.85元、1.90元，目前股价对应PE分别为5.9倍、5.80倍，估值优势非常明显，给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：煤炭需求低于预期，煤炭价格下跌。

表 11：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>101,982</b>	<b>151,228</b>	<b>146,691</b>	<b>151,092</b>
<b>营业总成本</b>	<b>100,394</b>	<b>143,271</b>	<b>134,736</b>	<b>138,778</b>
营业成本	88944	126088	116619	120118
营业税金及附加	1646	3057	2640	2720
销售费用	2580	3848	5574	5741
管理费用	3628	4389	6161	6346
财务费用	2219	3666	3667	3777
<b>其他经营收益</b>	<b>731</b>	<b>1019</b>	<b>2530</b>	<b>2530</b>
公允价值变动净收益	(31)	60	0	0
投资净收益	762	959	2500	2500
其他收益	0	31	30	30
<b>营业利润</b>	<b>2319</b>	<b>8976</b>	<b>14485</b>	<b>14844</b>
加 营业外收入	994	1386	500	500
减 营业外支出	178	78	200	200
<b>利润总额</b>	<b>3136</b>	<b>10284</b>	<b>14785</b>	<b>15144</b>
减 所得税	843	2459	3696	3786
<b>净利润</b>	<b>2293</b>	<b>7826</b>	<b>11089</b>	<b>11358</b>
减 少数股东损益	(196)	595	1996	2044
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>2489</b>	<b>7231</b>	<b>9093</b>	<b>9314</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.51</b>	<b>1.47</b>	<b>1.85</b>	<b>1.90</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn