

谨慎推荐 (维持)

低估值煤炭龙头，受益油价触底反弹和煤价企稳

风险评级：中风险

兖州煤业（600188）深度报告

2019年2月20日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

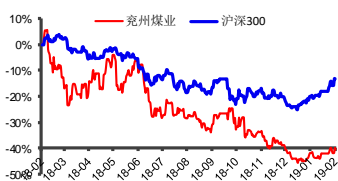
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据

2019年2月19日

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价(元) | 9.34 |
| 总市值(亿元) | 458.78 |
| 总股本(亿股) | 4,912.02 |
| 流通股本(亿股) | 2,959.88 |
| ROE(TTM) | 12.59% |
| 12月最高价(元) | 16.58 |
| 12月最低价(元) | 8.36 |

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。**公司在我国的山东（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。公司煤炭最新核定产能1.39亿吨，权益产能1.19亿吨。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。**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年前三季度兖煤澳洲原煤产量、商品煤产量、商品煤销量分别为3215.0万吨、2519.7万吨、2502.8万吨，较2017年同期分别增加1812.4万吨、1383.1万吨、1401.6万吨，占集团母公司总增量的87.2%、82.8%、76.1%。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，净利润率分别为23.4%、39.6%，盈利能力非常强。
- 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，煤化工规模将上一个新的台阶。公司2015、2016、2017、2018三季末长期股权投资总额分别为33.21亿元、51.99亿元、90.02亿元、139.83亿元。公司2015、2016、2017、2018前三季度投资收益分别为6.09亿元、7.62亿元、9.59亿元、16.24亿元，占集团公司营业利润比例分别为72.5%、32.9%、10.6%、14.6%。
- 石油价格触底大幅反弹，煤价企稳，公司受益。**布伦特原油期货价2月19日为66.47美元/桶，较2018年12月底点的50.68美元/桶环比大幅上涨31.2%。中转地秦皇岛山西优混（5500K）2月19日价格为603元/吨，较年初的577元/吨环比上涨了4.5%。澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价2月19日为94.83美元/吨。
- 股权激励彰显公司发展信心。**2018年12月，公司公告，拟向502人激励对象授予4,668万份股票期权。行权价格为9.64元/份。业绩考核要求，以2015-2017年净利润均值为基数，2019、2020、2021年净利润（扣非后归属母公司股东的净利润）增长率不低于139%/149%/159%，且不低于同行业平均水平，对应2019、2020、2021年度扣非每股收益不低于1.20/1.25/1.30元/股
- 投资建议。**预计公司2018年、2019年EPS分别1.53元、1.69元，目前股价对应PE分别为6.1倍、5.5倍，PB为0.93倍，估值优势非常明显，给予公司“谨慎推荐”投资评级。
- 风险提示：煤炭需求低于预期，煤炭价格下跌，矿难。**

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..... | 7 |
| 3. 煤化工和产业投资成为公司业绩有效补充..... | 10 |
| 4. 石油价格触底大幅反弹，煤价企稳，公司受益..... | 11 |
| 5. 股权激励彰显公司发展信心..... | 12 |
| 6. 投资建议..... | 13 |

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：甲醇价格走势（元/吨）..... | 10 |
| 图 9：公司长期股权投资总额和投资收益情况（亿元）..... | 11 |
| 图 10：中转地秦皇岛动力煤价格走势..... | 12 |
| 图 11：澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价..... | 12 |
| 图 12：国际原油期货价格走势..... | 12 |

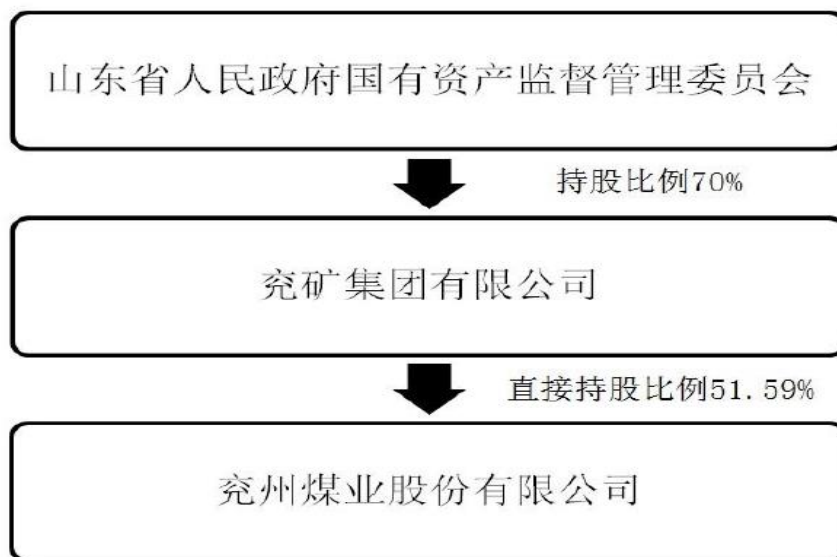
表格目录

| | |
|---|----|
| 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：兖煤澳洲成为公司煤炭增量主要来源（万吨）..... | 9 |
| 表 8：兖煤澳洲成为公司业绩增量主要来源（亿元）..... | 10 |
| 表 9：公司甲醇产销量情况（万吨）..... | 10 |
| 表 10：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。2019年1月2日，公司公告内蒙古自治区能源局同意公司全资附属公司鄂尔多斯市转龙湾煤炭有限公司所属转龙湾煤矿生产能力由500万吨/年核增至1000万吨/年。公司煤炭最新核定产能1.39亿吨，权益产能1.19亿吨。

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。

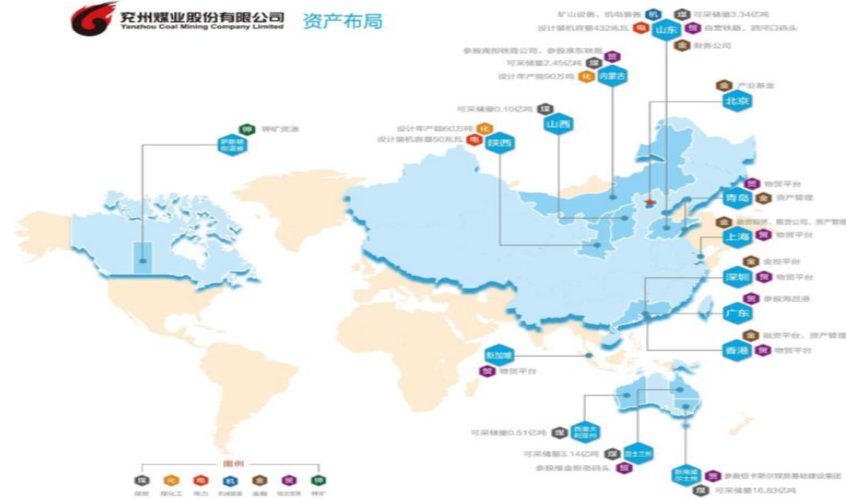
表2：公司各煤矿情况（万吨）

| | 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 | 1000 | 1000 |
| | 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% | 格羅斯特 | 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 | 13985 | 11862 |
|----|-------|-------|

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

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 | 2018(1-9) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 原煤产量 | 5,764.6 | 6,866.4 | 7,380.0 | 7,259.6 | 6,847.8 | 6,673.8 | 8,562.0 | 7824.3 |
| 1、本部 | 3,399.3 | 3,429.1 | 3,588.4 | 3,647.4 | 3,679.1 | 3,469.4 | 3,223.7 | 2454.5 |
| 2、山西能化 | 124.3 | 135.8 | 152.7 | 155.7 | 71.0 | 160.8 | 134.7 | 131.7 |
| 3、菏泽能化 | 300.0 | 270.0 | 286.7 | 299.9 | 320.3 | 324.6 | 239.7 | 260.8 |
| 4、鄂尔多斯能化 | 438.2 | 686.4 | 632.3 | 588.4 | 258.7 | 483.0 | 1,213.7 | 1035.4 |
| 5、昊盛煤业 | - | - | - | - | - | - | 609.6 | 253.2 |
| 6、兖煤澳洲 | 1305.8 | 1932.3 | 2111.1 | 2000.0 | 1813.7 | 1575.4 | 2410.3 | 3215.0 |
| 7、兖煤国际 | 0.0 | 327.6 | 608.8 | 568.2 | 705.0 | 660.6 | 730.3 | 473.8 |
| 商品煤产量 | 5287.0 | 6278.2 | 6699.5 | 6689.0 | 6286.9 | 6236.5 | 7992.4 | 7097.8 |
| 1、本部 | 3384.5 | 3422.2 | 3581.0 | 3642.9 | 3678.3 | 3467.9 | 3221.4 | 2454.0 |
| 2、山西能化 | 122.6 | 134.1 | 151.0 | 154.4 | 69.3 | 159.3 | 131.9 | 130.4 |
| 3、菏泽能化 | 188.5 | 237.5 | 239.2 | 299.7 | 319.8 | 323.3 | 236.8 | 260.0 |
| 4、鄂尔多斯能化 | 438.2 | 686.0 | 631.9 | 587.9 | 258.0 | 483.0 | 1211.8 | 1034.2 |
| 5、昊盛煤业 | - | - | - | - | - | - | 609.6 | 253.2 |
| 6、兖煤澳洲 | 957.3 | 1419.6 | 1543.3 | 1491.4 | 1324.9 | 1205.0 | 1926.6 | 2519.7 |
| 7、兖煤国际 | 0.0 | 294.3 | 553.1 | 512.7 | 636.6 | 598.0 | 654.3 | 446.3 |

| | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 煤炭销量 | 6621.3 | 9499.2 | 10399.5 | 12307.1 | 8723.8 | 7496.9 | 9680.2 | 8268.9 |
| 1、本部 | 3327.6 | 3394.3 | 3327.1 | 3474.4 | 3499.4 | 3426.7 | 3174.6 | 2459.7 |
| 2、山西能化 | 122.3 | 134.3 | 147.6 | 150.0 | 74.8 | 159.0 | 131.8 | 132.5 |
| 3、菏泽能化 | 200.4 | 229.2 | 235.9 | 311.0 | 242.4 | 279.9 | 215.3 | 231.7 |
| 4、鄂尔多斯能化 | 437.9 | 683.4 | 634.5 | 579.3 | 232.8 | 411.6 | 1056.8 | 965.1 |
| 5、昊盛煤业 | - | - | - | - | - | - | 606.0 | 254.6 |
| 6、兖煤澳洲 | 1006.0 | 1435.0 | 1562.3 | 1574.2 | 1327.6 | 1206.9 | 1930.8 | 2502.8 |
| 7、兖煤国际 | 0.0 | 296.5 | 552.5 | 515.8 | 639.8 | 587.1 | 659.5 | 447.2 |
| 8、贸易煤 | 1330.8 | 3242.1 | 3939.6 | 5702.4 | 2707.0 | 1425.7 | 1905.4 | 1275.3 |

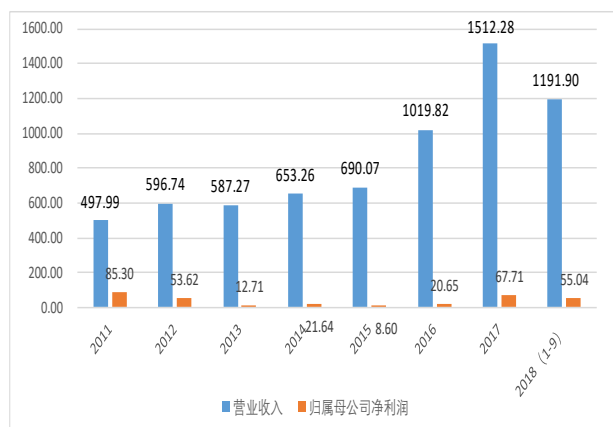
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2018年前三季度，公司实现营业收入1191.90亿元，同比下降0.21%；实现归属于上市公司股东的净利润55.04亿元，同比增长13.36%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为58.85亿元，同比增长34.88%；实现EPS为1.12元。公司每股经营活动产生的现金流净额2.58元，现金流非常健康。

2018年，公司商品煤产量9510万吨，同比增长18.99%；商品煤销量11154万吨，同比增长15.23%，其中自产煤销量9363万吨，同比增长20.42%。煤炭产销量增量主要来自于兖煤澳洲（莫拉本煤矿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）和鄂尔多斯能化（营盘壕煤矿2017年下半年投入商业运营）。兖煤澳洲前三季度原煤产量3215万吨，同比增长129.2%；商品煤产量2519.7万吨，同比增长121.7%。鄂尔多斯能化前三季度原煤产量1035.4万吨，同比增长36%；商品煤产量1034.2万吨，同比增长35.9%。

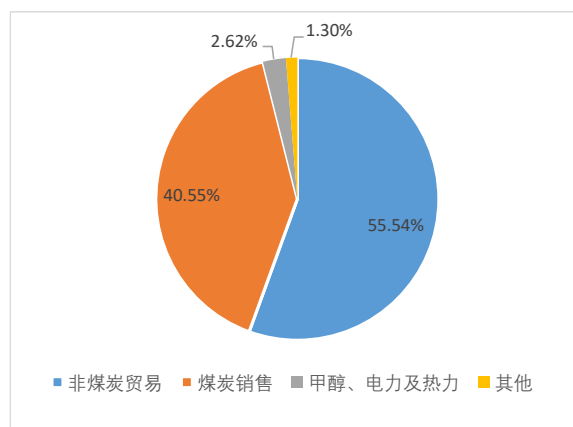
煤化工和产业投资成为公司业绩有效补充。2018年前三季度甲醇产量123.4万吨，同比增长6.01%；销量124.0万吨，同比增长7.92%。甲醇销售均价2140元/吨，同比增长17.4%。甲醇毛利率36.0%，同比提高了10.9个百分点。2018年前三季度公司投资收益16.24亿元，同比增长141.7%，其中收取招商银行6.55亿元、伊泰准东铁路1.25亿元、中山矿1.23亿元。截至三季度末，公司长期股权投资总额139.83亿元，较去年末增长55.3%。

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

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两地上市。

2018年前三季度，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3688.8万吨、2966.0万吨、2950.5万吨，占集团公司的比例分别为47.1%、41.8%、35.7%。

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MountThorley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）

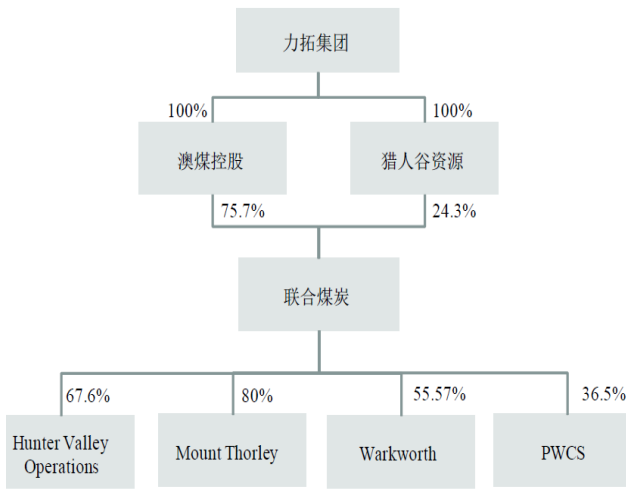
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018（1-9） |
|------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 兖煤澳洲原煤产量 | 2000.0 | 1813.7 | 1575.4 | 2410.3 | 3215.0 |
| 兖煤国际原煤产量 | 568.2 | 705.0 | 660.6 | 730.3 | 473.8 |
| 兖煤澳洲商品煤产量 | 1491.4 | 1324.9 | 1205.0 | 1926.6 | 2519.7 |
| 兖煤国际商品煤产量 | 512.7 | 636.6 | 598.0 | 654.3 | 446.3 |
| 兖煤澳洲煤炭销量 | 1574.2 | 1327.6 | 1206.9 | 1930.8 | 2502.8 |
| 兖煤国际煤炭销量 | 515.8 | 639.8 | 587.1 | 659.5 | 447.2 |
| 兖煤澳洲煤炭售价 | 463.8 | 411.5 | 400.0 | 540.4 | 624.0 |
| 兖煤国际煤炭售价 | 287.5 | 287.0 | 297.2 | 363.1 | 405.9 |
| 兖煤澳洲吨煤销售成本 | 363.3 | 297.5 | 233.6 | 237.5 | 278.5 |
| 兖煤国际吨煤销售成本 | 273.9 | 212.3 | 225.7 | 241.0 | 235.7 |

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。

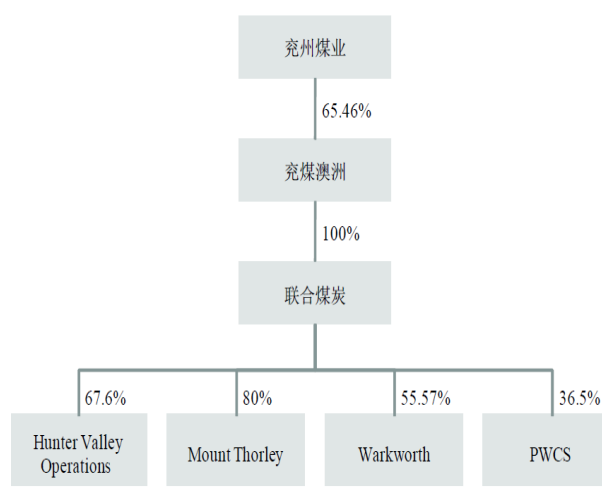
联合煤炭2016、2017年收入分别为82.24亿元、108.96亿元，归属于母公司股东的净利润分别为19.31亿元、43.17亿元，净利润率分别为23.4%、39.6%，盈利能力非常强。

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

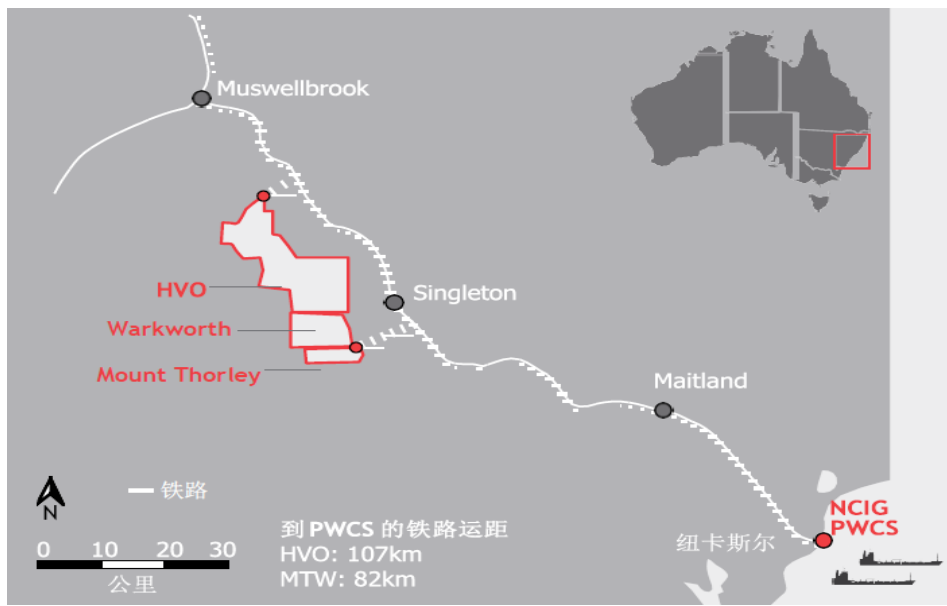
图6：收购后联合煤炭股权结构



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尔顿西北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尔顿西北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

兖煤澳洲成为公司煤炭增量和业绩增量主要来源

2018年前三季度兖煤澳洲原煤产量、商品煤产量、商品煤销量分别为3215.0万吨、2519.7万吨、2502.8万吨，较去年同期分别增加1812.4万吨、1383.1万吨、1401.6万吨，占集团母公司总增量的87.2%、82.8%、76.1%。

表7：兖煤澳洲成为公司煤炭增量主要来源（万吨）

| | 2017（1-9） | 2018（1-9） | 最新占比 | 增量 | 增量占比 |
|-----------|-----------|-----------|-------|--------|-------|
| 集团原煤产量 | 5746.4 | 7824.3 | | 2077.9 | |
| 兖煤澳洲原煤产量 | 1402.6 | 3215 | 41.1% | 1812.4 | 87.2% |
| 集团商品煤产量 | 5428.1 | 7097.8 | | 1669.7 | |
| 兖煤澳洲商品煤产量 | 1136.6 | 2519.7 | 35.5% | 1383.1 | 82.8% |
| 集团商品煤销量 | 6428.1 | 8268.9 | | 1840.8 | |
| 兖煤澳洲商品煤销量 | 1101.2 | 2502.8 | 30.3% | 1401.6 | 76.1% |

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8：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。

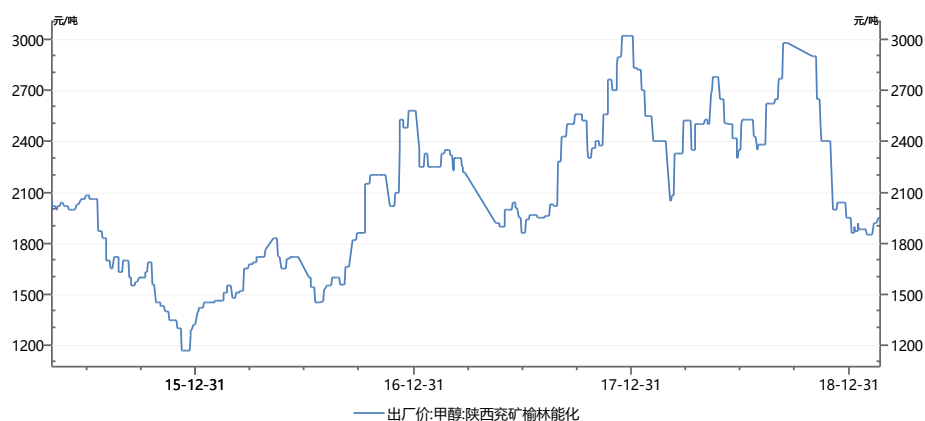
表9：公司甲醇产销量情况（万吨）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 甲醇产量合计 | 167.1 | 164.1 | 161.4 | 123.4 |
| 榆林能化 | 67.2 | 69 | 70.5 | 55.1 |
| 鄂尔多斯能化 | 99.9 | 95.1 | 90.9 | 68.3 |
| 甲醇销量合计 | 160.8 | 167.5 | 161.1 | 124 |
| 榆林能化 | 66.9 | 68.6 | 70 | 56 |
| 鄂尔多斯能化 | 93.9 | 98.9 | 91.1 | 68 |

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。

图8：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

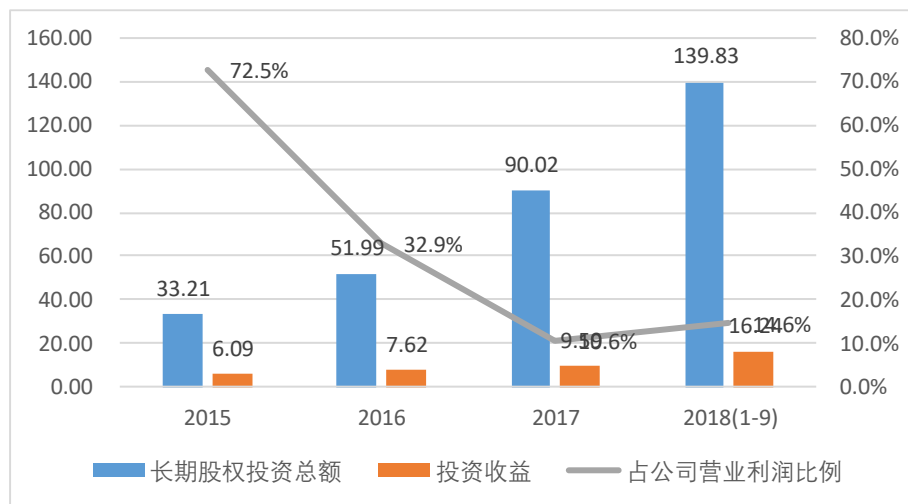
公司坚持实体产业、金融产业和物流贸易“三位一体”产业体系，全面提升产业竞争力和资本控制力。

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、2018 季末长期股权投资总额分别为33.21亿元、51.99亿元、90.02亿元、139.83亿元。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、2018 前三季度投资收益分别为6.09亿元、7.62亿元、9.59亿元、16.24亿元，占集团公司营业利润比例分别为72.5%、32.9%、10.6%、14.6%。

图9：公司长期股权投资总额和投资收益情况（亿元）



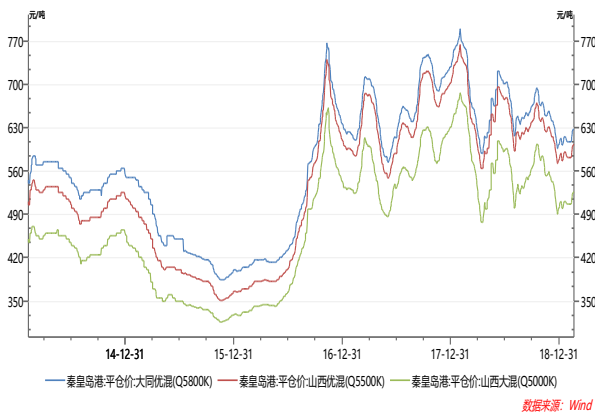
资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

4. 石油价格触底大幅反弹，煤价企稳，公司受益

布伦特原油期货价2月19日为66.47美元/桶，较2018年12月底点的50.68美元/桶环比大幅上涨31.2%。纽约原油期货价2月19日为56.43美元/桶，较2018年12月底点的42.68美元/桶环比大幅上涨32.2%。

国内动力煤价格：中转地秦皇岛山西优混（5500K）2月19日价格为603元/吨，较年初的577元/吨环比上涨了4.5%。澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价2月19日为94.83美元/吨。

图10：中转地秦皇岛动力煤价格走势



数据来源: Wind

资料来源: wind资讯, 东莞证券研究所

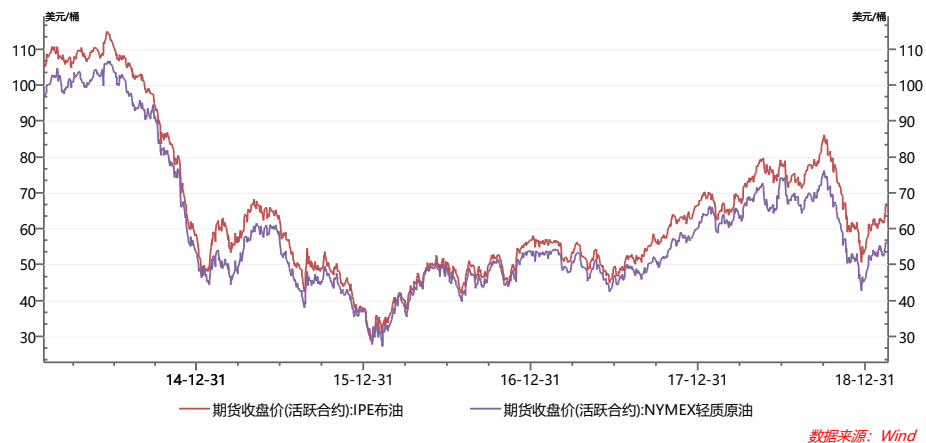
图11：澳大利亚纽卡斯尔动力煤现货价



数据来源: Wind

资料来源: wind资讯, 东莞证券研究所

图12：国际原油期货价格走势



数据来源: Wind

资料来源: wind资讯, 东莞证券研究所

煤化工产品价格与原油价格关联度非常大, 并有一定的滞后性。随着原油价格触底反弹, 甲醇等煤化工产品价格也逐渐企稳并有所反弹。

5. 股权激励彰显公司发展信心

2018年12月, 公司公布A股股票期权激励计划, 拟向激励对象授予4,668万份股票期权, 约占本激励计划公告时公司总股本491,201.60万股的0.95%。在满足行权条件的情况下, 激励对象获授的每一份股票期权拥有在有效期内以行权价格购买1股公司股票的权利。

激励对象共计502人, 包括: 公司董事(不含独立董事等外部董事)、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员等。

行权价格为9.64元/份。

行权条件: 本次期权激励分为三期行权, 可行权数量占比分别为33%、33%、34%。业绩考核要求, 以2015-2017年净利润均值(扣非后归属母公司股东的净利润)为基数,

2019、2020、2021年净利润（扣非后归属母公司股东的净利润）增长率不低于139%/149%/159%，且不低于同行业平均水平，对应2019、2020、2021年度扣非每股收益不低于1.20/1.25/1.30元/股。

6.投资建议

预计公司2018年、2019年EPS分别1.53元、1.69元，目前股价对应PE分别为6.1倍、5.5倍，PB为0.93倍，估值优势非常明显，给予公司“谨慎推荐”投资评级。

风险提示：煤炭需求低于预期，煤炭价格下跌，矿难。

表 10：公司盈利预测简表

| 科目（百万元） | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 101,982 | 151,228 | 152,740 | 157,322 |
| 营业总成本 | 100,394 | 143,271 | 142,048 | 146,231 |
| 营业成本 | 88944 | 126088 | 122956 | 126644 |
| 营业税金及附加 | 1646 | 3057 | 2749 | 2832 |
| 销售费用 | 2580 | 3848 | 5804 | 5978 |
| 管理费用 | 3628 | 4389 | 6415 | 6608 |
| 财务费用 | 2219 | 3666 | 4048 | 4090 |
| 其他经营收益 | 731 | 1019 | 2130 | 2130 |
| 公允价值变动净收益 | (31) | 60 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 762 | 959 | 2100 | 2100 |
| 其他收益 | 0 | 31 | 30 | 30 |
| 营业利润 | 2319 | 8976 | 12822 | 13221 |
| 加 营业外收入 | 994 | 1386 | 500 | 500 |
| 减 营业外支出 | 178 | 78 | 200 | 200 |
| 利润总额 | 3136 | 10284 | 13122 | 13521 |
| 减 所得税 | 843 | 2459 | 3937 | 3380 |
| 净利润 | 2293 | 7826 | 9185 | 10141 |
| 减 少数股东损益 | (196) | 595 | 1653 | 1825 |
| 归母公司所有者的净利润 | 2489 | 7231 | 7532 | 8316 |
| 基本每股收益(元) | 0.51 | 1.47 | 1.53 | 1.69 |

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：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，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