

分析师: 李晶  
执业证书编号: S0050510120015  
Tel: 010-59355904  
Email: lijing@chinans.com.cn  
地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 兖州煤业 (600188. SH)

## 汇兑损益侵蚀利润 中长期成长性看好

### 投资要点

- 1、前三季度公司实现归属于母公司股东的净利润同比下降**2.92%**。2011年前三季度公司实现营收326亿元,归属于母公司股东的净利润61.3亿元,同比分别增长30.68%、-2.92%,每股收益1.25元。从单季度数据看,公司第三季度实现营收118.5亿元,归属于母公司股东的净利润10.96亿元,同比分别增长26.74%、-70.23%。
- 2、汇兑损益拖累业绩。2011年前三季度及第三季度公司汇兑损失分别为-7.29亿元、-18.25亿元,影响每股收益0.1元/股、0.26元/股。
- 3、前三季度煤炭产销量增长,综合煤价上涨。2011年前三季度公司原煤产量为4009.8万吨,同比增长11.23%,商品煤产销量同比分别增长9.78%、19.59%。煤炭产量的增量主要来自鄂尔多斯能化、菏泽能化和兖煤澳洲公司。兖煤澳洲收购的新泰克煤矿一期项目在本报告期开始贡献产量。
- 4、2011年公司大手笔收购资源。2011年公司收购内蒙古文玉煤矿80%的股权、澳洲新泰克项目、普力马煤矿及加拿大钾矿探矿权,为后续发展奠定基础。
- 5、看好公司成长性,维持买入评级。公司煤炭业务的产能主要来自菏泽能化、鄂尔多斯能化、内蒙古昊盛公司、兖煤澳洲。不考虑后续的收购项目,预计2015年公司商品煤产量将达到7700万吨,较2010年增长50%以上。考虑到汇兑损益的影响,我们下调2011-2013年每股收益为1.70、2.20、2.39元/股,看好公司中长期成长性,维持“买入”评级。风险提示:汇兑损益对公司业绩的影响、大盘系统性风险。

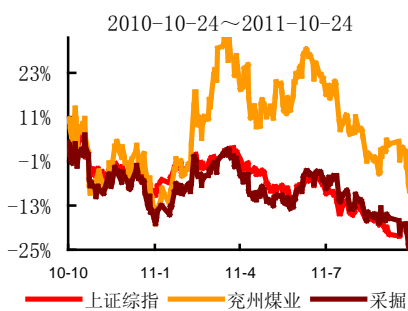
### 采掘

投资评级	
本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	34

### 市场数据

市价(元)	25.51
上市的流通A股(亿股)	3.60
总股本(亿股)	49.18
52周股价最高最低(元)	23.29-39.5
上证指数/深证成指	2317.28/9697.21
2010年股息率	2.52%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34844.39	41892.66	56232.83	61284.49
增长率(%)	62.06	20.23	34.23	8.98
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	9008.62	8379.40	10804.79	11775.44
增长率(%)	132.16	-6.98	28.94	8.98
毛利率(%)	45.74	44.69	43.59	43.59
净资产收益率(%)	24.53	19.86	20.38	18.18
EPS(元)	1.83	1.70	2.20	2.39
P/E(倍)	13.93	14.97	11.61	10.66
P/B(倍)	3.71	2.97	2.37	1.94

来源: 公司年报、民族证券

## 正文目录

前三季度公司实现归属于母公司股东的净利润同比下降 2.92% .....	3
汇兑损益拖累业绩 .....	3
前三季度煤炭产销量增长 综合煤价上涨 .....	3
2011 年公司大手笔收购资源 .....	4
看好公司成长性，维持买入评级 .....	5

## 图表目录

图 1：近一年来澳元兑美元汇率走势 .....	3
图 2：兖州煤业综合煤价走势 .....	4
图 3：兖州煤业煤炭综合成本走势 .....	4
图 4：兖州煤业吨煤毛利、净利走势 .....	4
图 5：兖州煤业净利率走势 .....	4
附录：财务预测表 .....	6

## 前三季度公司实现归属于母公司股东的净利润同比下降 2.92%

2011 年前三季度公司实现营收 326 亿元，归属于母公司股东的净利润 61.3 亿元，同比分别增长 30.68%、-2.92%，净资产收益率 15.56%，同比下降 3 个百分点，销售毛利率和净利率分别为 44.05%、18.88%，同比分别下降 2.28、6.45 个百分点，环比前两季度下降 2.2、5.4 个百分点，每股收益 1.25 元。

从单季度数据看，公司第三季度实现营收 118.5 亿元，归属于母公司股东的净利润 10.96 亿元，同比分别增长 26.74%、-70.23%，环比增长 3.78%、-57.16%，单季度销售毛利率 40.25%，同比环比均呈下降趋势，销售净利率 9.40%，环比大幅下降 13 个百分点，净资产收益率 2.78%，环比下降 3.71 个百分点，同比下降近 9 个百分点，第三季度每股收益 0.227 元。

## 汇兑损益拖累业绩

前三季度公司实现归属于母公司股东的经营性净利润为 63.04 亿元，同比增长 20.37%，第三季度为 21.33 亿元，同比增长 14.57%。因此公司主营业务的经营状况良好。

公司汇兑损益主要来自 2009 年底公司收购菲利克斯煤矿的银行贷款 30.4 亿美元，受到澳元兑美元、澳元兑人民币汇率波动的影响，贷款金额的变动对公司业绩产生影响。

2011 年前三季度公司汇兑损失为 -7.29 亿元，影响净利润 5.1 亿元，影响每股收益 0.1 元/股。第三季度汇兑损失达到 18.25 亿元，影响净利润 12.18 亿元，影响每股收益 0.26 元/股。

图 1：近一年来澳元兑美元汇率走势



数据来源：wind 民族证券

## 前三季度煤炭产销量增长，综合煤价上涨

2011 年前三季度公司原煤产量为 4009.8 万吨，同比增长 11.23%，商品煤产销量同比分别增长 9.78%、19.59%。第三季度公司原煤产量、商品煤产销量同比分别增长 9.16%、10.47%、24.78%，环比第二季度均实现增长。煤炭产量的增量主要来自鄂尔多斯能化、菏泽能化和究

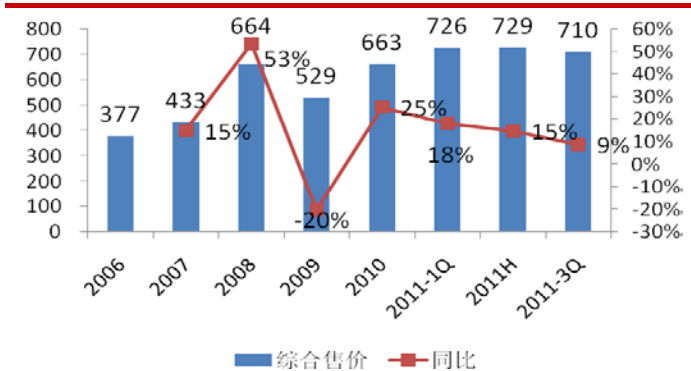
煤澳洲公司。其中，兖煤澳洲的子公司于 2011 年 8 月 1 日完成收购澳大利亚新泰克控股公  
司与新泰克 II 控股公司 100% 股权，旗下的新泰克煤矿一期项目核定产能 200 万吨，在本报  
告期开始贡献产量。

前三季度公司商品煤综合售价为 709.96 元/吨，同比增长 8.73%。其中，山西能化、兖  
煤澳洲煤价同比增幅超过 20%，菏泽能化煤价涨幅达到 19%，本部煤炭售价同比上涨 8.8%。  
从第三季度与前三季度煤价比较来看，第三季度公司本部、山西能化、菏泽能化的煤价较上  
半年明显上涨，鄂尔多斯能化煤价有所下滑。受到国际炼焦煤、喷吹煤价格下跌的影响，兖  
煤澳洲煤价较上半年下降明显。

前三季度公司吨煤成本为 376 元/吨，同比上涨 14%，超过煤价涨幅，煤炭业务毛利率下  
降至 46%。

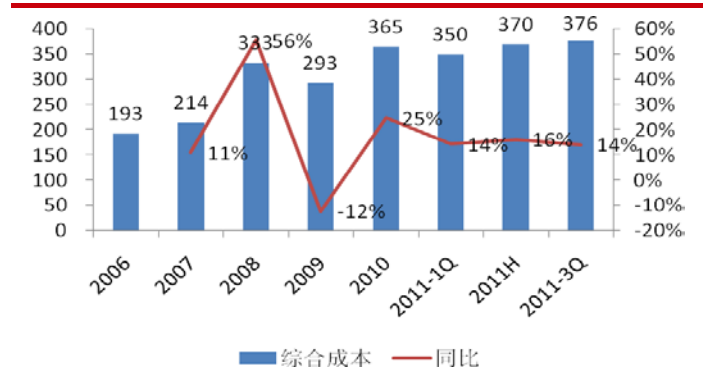
受到原材料价格上涨、员工工资上涨及菏泽能化商品煤产出率下降的影响，2011 年前  
三季度公司吨煤盈利水平逐季下降。2012 年随着菏泽能化开采条件及煤质的改善，预计煤  
炭成本增幅将得到控制，煤炭盈利水平得以稳定。

图 2：兖州煤业综合煤价走势



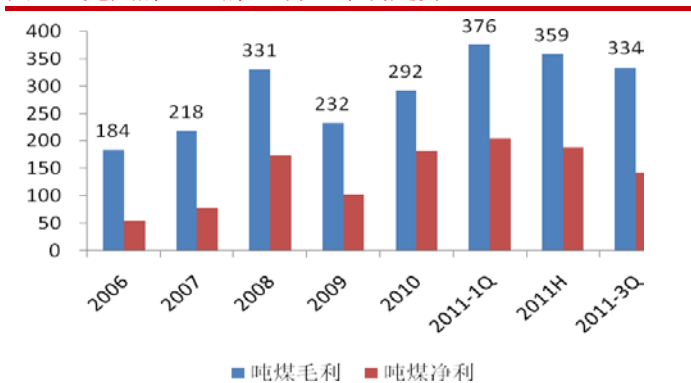
资料来源：公司公告，民族证券

图 3：兖州煤业煤炭综合成本走势



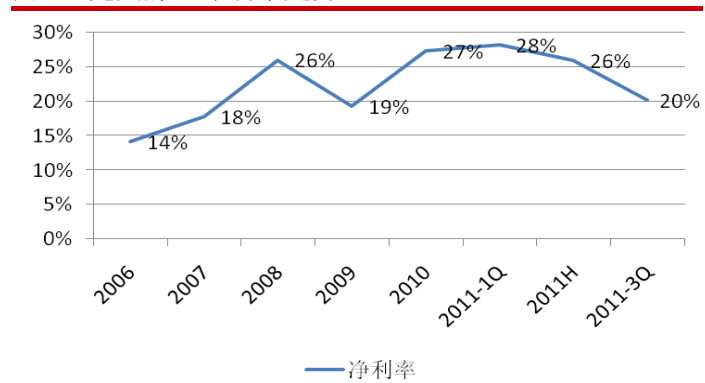
资料来源：公司公告，民族证券

图 4：兖州煤业吨煤毛利、净利走势



资料来源：公司公告，民族证券

图 5：兖州煤业净利率走势



资料来源：公司公告，民族证券

## 2011 年公司大手笔收购资源

2011 年 7 月 9 日鄂尔多斯能化以 20.016 亿元收购内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司 80% 的  
股权，获得其运营的文玉煤矿控制权。文玉煤矿改扩建产能为 300 万吨/年，目前处于联合  
试运转阶段，2012 年预计达产，成为鄂尔多斯能化产量增长的主要力量。

2011年4月6日兖煤澳洲全资附属公司出资2.025亿澳元收购了澳大利亚新泰克控股公司和新泰克II控股公司100%股权，于2011年8月1日完成股权交割。新泰克项目在澳洲拥有一个在产矿和五个勘探项目，目前生产矿井坎贝唐斯煤矿一期的原煤产能为200万吨，商品煤产能140万吨。

2011年9月27日兖煤澳洲全资附属公司拟以2.968亿澳元收购西农普力马煤矿有限公司和西农木炭似有公司100%的股权，目前该项交易正在履行境内外主管机构审批程序。普力马煤矿设计产能500万吨，预计2012-2013年将逐步达产。

2011年7月17日兖煤加拿大公司出资2.6亿美元收购加拿大萨斯喀彻温省19项钾矿资源探矿权。公司表示，该项目未来将引进战略投资者共同开发或部分出售，获得最大化的投资收益。

公司全资子公司兖煤国际（控股）有限公司出资50万美元全资设立了兖煤卢森堡资源有限公司，并由该公司出资2.9亿美元全资设立兖煤加拿大资源有限公司。

2011年公司一系列的收购行为将支撑公司高成长目标的实现，同时为未来进一步的资源收购奠定基础。

## 看好公司成长性，维持买入评级

公司煤炭业务的产能主要来自菏泽能化（赵楼煤矿和万福煤矿）、鄂尔多斯能化（文玉煤矿、转龙湾煤矿）、内蒙古昊盛公司（石拉乌素井田）、兖煤澳洲（新泰克项目、普力马煤矿、雅若碧煤矿、莫拉本煤矿及多个勘探项目）。不考虑后续的收购项目，预计2015年公司商品煤产量将达到7700万吨，较2010年增长50%以上。

假设2011年公司综合煤价及成本同比分别上涨10%、6%，提高2011年商品煤销量预期至5570万吨，2012-2013年新增煤炭产量主要来自兖煤澳洲莫拉本煤矿、新泰克煤矿及鄂尔多斯文玉煤矿，考虑到汇兑损益的影响，我们下调2011-2013年每股收益为1.70、2.20、2.39元/股，看好公司中长期成长性，维持“买入”评级，目标价34元。风险提示：汇兑损益对公司业绩的影响、大盘系统性风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>29,475</b>	<b>25,117</b>	<b>30,843</b>	<b>40,777</b>
现金	11,030	7,174	6,724	14,492
应收账款	13,013	14,662	19,681	21,450
其它应收款	3,543	1,722	2,311	2,519
预付账款	243	344	462	504
存货	1,646	1,214	1,664	1,814
其他	0	0	0	1
<b>非流动资产</b>	<b>43,354</b>	<b>62,045</b>	<b>82,838</b>	<b>90,163</b>
长期投资	1,106	1,106	1,106	1,106
固定资产	20,183	33,514	44,986	49,028
无形资产	20,119	25,136	33,740	36,771
其他	1,946	2,289	3,006	3,258
<b>资产总计</b>	<b>72,829</b>	<b>87,161</b>	<b>113,681</b>	<b>130,940</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,858</b>	<b>15,517</b>	<b>21,151</b>	<b>23,051</b>
短期借款	295	209	281	306
应付账款	1,644	2,429	3,328	3,627
其他	8,918	12,879	17,541	19,117
<b>非流动负债</b>	<b>25,163</b>	<b>29,325</b>	<b>39,363</b>	<b>42,899</b>
长期借款	21,662	25,136	33,740	36,771
其他	3,502	4,189	5,623	6,128
<b>负债合计</b>	<b>36,021</b>	<b>44,842</b>	<b>60,514</b>	<b>65,950</b>
少数股东权益	86	120	163	210
股本	4,918	4,918	4,918	4,918
资本公积金	4,502	4,502	4,502	4,502
留存收益	25,188	27,702	30,943	34,476
归属母公司股东权益	36,721	42,199	53,004	64,779
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,828</b>	<b>87,161</b>	<b>113,680</b>	<b>130,939</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,897</b>	<b>15,842</b>	<b>12,995</b>	<b>14,328</b>
净利润	9,009	8,379	10,805	11,775
折旧摊销	2,604	1,005	1,350	1,471
财务费用	-2,217	838	1,125	1,226
投资损失	-131	0	0	0
营运资金变动	-1,709	5,158	-758	-342
其它	342	462	474	199
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,735</b>	<b>-19,353</b>	<b>-21,426</b>	<b>-8,543</b>
资本支出	-2,859	-19,353	-21,426	-8,543
长期投资	124	0	0	0
其他	0	0	0	1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,519</b>	<b>-345</b>	<b>7,981</b>	<b>1,982</b>
短期借款	295	-86	72	25
长期借款	750	3,474	8,604	3,031
普通股增加	-6,232	0	0	0
资本公积增加	-45	0	0	0
其他	712	-3,733	-694	-1,074
<b>现金净增加额</b>	<b>644</b>	<b>-3,856</b>	<b>-449</b>	<b>7,767</b>

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>34,844</b>	<b>41,893</b>	<b>56,233</b>	<b>61,284</b>
营业成本	18,906	23,170	31,719	34,568
营业税金及附加	517	586	787	858
营业费用	1,774	2,304	3,093	3,371
管理费用	3,798	3,896	5,230	5,699
财务费用	-2,217	838	1,125	1,226
资产减值损失	92.67	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	131	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>12,104</b>	<b>11,098</b>	<b>14,280</b>	<b>15,562</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>12,104</b>	<b>11,098</b>	<b>14,280</b>	<b>15,562</b>
所得税	3,101	3,272	4,219	4,598
<b>净利润</b>	<b>9,013</b>	<b>8,413</b>	<b>10,848</b>	<b>11,823</b>
少数股东损益	4	34	43	47
<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,009</b>	<b>8,379</b>	<b>10,805</b>	<b>11,775</b>
EBITDA	12,452	13,528	17,541	19,117
EPS（元）	1.83	1.70	2.20	2.39
<b>主要财务比率</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
<b>成长能力</b>				
营业收入	62.06%	20.23%	34.23%	8.98%
营业利润	123.91%	-3.46%	28.94%	8.98%
归属母公司净利润	132.16%	-6.98%	28.94%	8.98%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.74%	44.69%	43.59%	43.59%
净利率	25.85%	20.00%	19.21%	19.21%
ROE	24.53%	19.86%	20.38%	18.18%
ROIC	14.81%	11.94%	11.93%	11.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.46%	51.45%	53.23%	50.37%
净负债比率	31.87%	30.52%	31.41%	29.72%
流动比率	2.71	1.62	1.46	1.77
速动比率	2.56	1.54	1.38	1.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.48	0.49	0.47
应收帐款周转率	2.68	2.86	2.86	2.86
应付帐款周转率	36.81	40.00	40.00	40.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.83	1.70	2.20	2.39
每股经营现金	1.61	3.22	2.64	2.91
每股净资产	7.47	8.58	10.78	13.17
<b>估值比率</b>				
P/E	13.93	14.97	11.61	10.66
P/B	3.42	2.97	2.37	1.94
EV/EBITDA	11.95	11.25	9.20	8.61

## 分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn