

评级：强烈推荐

煤炭

公司研究报告

第一创业研究所
练伟 S1080510120011
电话：0755-25832906
邮件：lianwei@fcsc.cn

兖州煤业（600188.SH）2011年半年报点评**——兖煤澳洲、鄂尔多斯能化确保增长****事件要点：**

兖州煤业发布半年报，2011年上半年营业收入达207.57亿元，较去年同期增加33.05%；上半年利润总额70.43亿元，较去年同期增长105.12%；归属于上市公司净利润达50.43亿元，较去年同期增长91.04%；实现每股收益1.02元。

点评：

兖煤澳洲、鄂尔多斯能化确保上半年煤炭产销量稳定增长：公司上半年完成原煤产量2572.8万吨，同比增长12.42%；销售商品煤2666.1万吨，同比增加16.65%，其中外购煤量为316.1万吨。

上半年煤炭产销量的同比上升得益于下属菏泽能化、鄂尔多斯能化以及兖煤澳洲公司煤炭产销量的增长，而本部及山西能化产量则出现下滑。公司下属的鄂尔多斯能化，产量从无到有，直接增加130.8万吨的产量；而菏泽能化产量从去年同期的66.2万吨大幅增加到137.1万吨；兖煤澳洲公司产量则继续提升，从去年上半年的446.4万吨提升到今年上半年的576.9万吨。

表 1：公司原煤生产情况

产量情况	2011年1-6月(万吨)	2010年1-6月(万吨)	增减(万吨)	增减幅(%)
公司原煤总产量	2572.8	2288.6	248.2	12.42
1、公司本部	1670.3	1702	-31.7	-1.86
2、山西能化	57.7	74	-16.3	-22.03
3、菏泽能化	137.1	66.2	70.9	107.10
4、鄂尔多斯能化	130.8	-	130.8	-
5、兖煤澳洲	576.9	446.4	130.5	29.23

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

煤炭售价上升确保毛利率未大幅下滑：公司上半年主营业务中，煤炭销售收入达193.27亿元，同比增长33.74%，收入的增长部分来自于商品煤销量的增长，部分得益于今年上半年商品煤平均售价的同比上涨，还有少部分来自于公司外购煤数量的增加。

公司煤炭上半年销售价格为728.93元/吨，较去年同期的636.35元/吨上涨了14.55%，这也使得公司煤炭业务的毛利率在成本大幅上升的同时，仅出现小幅下滑。上半年公司煤炭毛利率为48.94%，略低于去年同期的49.77%。

上半年公司本部因原材料价格上涨及员工工资增加导致煤炭业务成本增加9.8%；山西能化因商品煤销



量减少致使吨煤固定成本大幅增加；而菏泽能化因投产初期，投入较高，导致成本也出现大幅上升。

表 2: 公司煤炭销售量及价格情况

销量	2011 年 1-6 月 (万吨)	2010 年 1-6 月 (万吨)	增减幅
公司总体	2666.1	2285.6	16.65%
1、公司本部	1620.1	1649.2	-1.76%
2、山西能化	54.4	78.1	-30.35%
3、菏泽能化	72.2	48.5	48.87%
4、鄂尔多斯能化	130.3	-	-
5、兖煤澳洲	473	302.5	56.36%
6、外购煤	316.1	207.3	52.48%

平均销售价格	2011 年 1-6 月 (元/吨)	2010 年 1-6 月 (元/吨)	增减幅
公司总体	728.93	636.35	14.55%
1、公司本部	677.45	627.80	7.91%
2、山西能化	454.44	360.5	26.06%
3、菏泽能化	869.37	741.39	17.26%
4、鄂尔多斯能化	299.78	-	-
5、兖煤澳洲	1006.14	674.11	49.25%
6、外购煤	769.99	728.33	5.72%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

美元贬值导致汇兑账面收益，但实质影响不确定：2011 年 6 月 30 日，澳元对美元汇率相对去年底升值 5.46%，兖煤澳洲的美元贷款也随之发生账面汇兑收益，收益额为 12.322 亿元人民币，在中期报表中产生较大盈利。而从目前的汇率情况看，澳元兑美元汇率水平略微有所回落，如 2011 年 8 月 19 日，澳元兑美元的汇率为 1.04，较 6 月底的 1.0718 有所下降。由于汇率变动较为频繁，因而汇率这块对公司年底业绩的影响，暂时还不确定。

频频出手收购资源、确保未来增长：由于公司本部所处的山东地区煤炭资源增长潜力不大，公司近年来大幅向外扩展，逐步在内蒙、山西、山西、澳洲等地开拓煤炭资源，山西能化、菏泽能化、鄂尔多斯能化、兖煤澳洲即为公司开拓资源之结果。这些积极拓展的项目，确保了公司未来煤炭产量的增长。

1、2010 年 11 月 12 日及 2011 年 1 月 20 日，鄂尔多斯能化签署协议，以 14.35 亿元收购安源煤矿，获煤炭资源储量 4051 万吨，可采储量 2047 万吨，原定产能 60 万吨/年，可扩建至 120 万吨/年。

2、经公司 2011 年 1 月 28 日召开的第四届董事会第十九次会议审议批准，鄂尔多斯能化以 78 亿元成功竞标取得内蒙古自治区东胜煤田转龙湾井田采矿权；

3、公司于 2011 年 3 月 31 日签署了《内蒙古昊盛煤业有限公司股权转让协议》，约定以总交易对价 13.138 亿元收购鄂尔多斯市久泰满来有限责任公司和山东久泰化工科技有限责任公司合计持有的昊盛公司 10% 股权。

4、经公司 2011 年 7 月 9 日召开的总经理办公会审议批准，鄂尔多斯能化于 2011 年 7 月 11 日签署转让协议，约定以总交易代价 28.016 亿元收购内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司（“鑫泰公司”）80% 股权。鑫泰公司负责运营文玉煤矿，文玉煤矿位于鄂尔多斯市东南 50 公里，井田面积 9.36 平方公里，煤种为动力、气化



用煤。文玉煤矿保有资源储量 10877 万吨，工业储量为 10634 万吨；设计可采储量为 7477 万吨。2010 年 5 月内蒙古自治区煤炭工业局批准文玉煤矿扩建为 300 万吨/年。

5、公司 2011 年 4 月 6 日召开的总经理办公会审议批准，兖煤澳洲公司通过其附属公司出资 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（统称“新泰克项目”）。并于 2011 年 8 月 1 日完成股权交割。

新泰克项目拥有一个在生产矿井和五个勘探项目，位于澳大利亚昆士兰州的苏拉特盆地，距布里斯班港约 380 公里，距格拉斯通港约 460 公里，煤种是动力煤，高位发热量约为 6300 大卡/千克。新泰克项目全部为露天资源，总资源量 17.32 亿吨，其中：符合 JORC 标准的煤炭资源量为 7.23 亿吨，尚需进一步查明的非 JORC 标准资源量 10.09 亿吨；已查明符合 JORC 标准的煤炭储量为 4.4 亿吨。

目前生产矿井坎贝唐斯煤矿一期工程的原煤生产能力 200 万吨/年，商品煤生产能力 140 万吨/年。二期工程计划将生产能力提升至年产原煤 1600 万吨，年产商品煤 1140 万吨。

6、经 2010 年 12 月 30 日召开的第四届董事会第十七次会议批准，兖煤澳洲通过其附属公司出资 2.5 亿美元收购新加坡万邦集团间接持有的艾诗顿煤矿合资企业 30% 股权。于 2011 年 5 月 13 日完成股权交割手续，公司控制艾诗顿煤矿合资企业权益已由 60% 提高至 90%。

投资建议：我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年将分别实现每股收益 2.04 元、2.34 元及 2.69 元，以 8 月 19 日收盘价 29.82 元计，对应市盈率分别为 14.65、12.73 及 11.08 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：未来煤炭价格下跌、美元兑澳元汇率波动将会对公司业绩造成影响。



附：预测报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	29,474.7	33,861.1	46,642.6	61,375.3	一、营业收入	34,844.4	42,886.6	48,033.0	52,836.3
货币资金	10,790.2	15,390.2	27,527.8	41,130.4	减: 营业成本	18,906.0	22,275.2	24,057.2	25,981.8
交易性金融资产	239.5	418.4	418.4	418.4	营业税金及附加	517.1	670.4	821.7	920.4
应收款项	10,896.7	8,620.7	8,908.4	9,693.2	销售费用	1,774.4	2,282.8	2,401.7	2,641.9
预付款项	243.2	554.2	642.2	697.8	管理费用	3,798.4	4,341.6	4,602.1	4,832.2
存货	1,646.1	3,353.3	3,621.5	3,911.2	财务费用	-2,217.3	-225.0	1,203.3	1,202.6
其他流动资产	5,659.0	5,524.3	5,524.3	5,524.3	资产减值损失	92.7	105.3	7.3	17.2
非流动资产	43,353.8	53,972.8	51,984.8	49,996.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	1,105.9	1,680.3	1,680.3	1,680.3	投资收益	131.0	251.8	470.5	470.5
债权与公允价值资产	194.3	198.9	198.9	198.9	其中: 联营企业收益	0.0	249.4	470.5	470.5
固定资产	18,333.2	17,480.0	15,182.7	12,885.4	二、营业利润	12,104.1	13,688.2	15,410.2	17,710.8
在建工程	1,045.2	9,669.9	9,979.2	10,288.4	加: 营业外收入	75.2	92.8	95.6	98.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	65.5	85.0	111.2	125.2
无形及递延性资产	20,805.3	23,212.4	23,212.4	23,212.4	三、利润总额	12,113.8	13,696.0	15,394.6	17,684.0
其它非流动资产	1,869.9	1,731.4	1,731.4	1,731.4	减: 所得税费用	3,100.8	3,663.2	3,848.6	4,421.0
资产总计	72,828.5	87,834.0	98,627.4	111,372.0	四、净利润	9,013.1	10,032.8	11,545.9	13,263.0
流动负债	10,857.7	17,802.8	17,050.2	16,531.9	归属母公司净利润	9,008.6	10,012.2	11,523.3	13,240.4
短期借款	624.7	6,256.7	6,256.7	6,256.7	少数股东损益	4.5	20.6	22.6	22.6
应付账款	1,643.9	1,592.3	1,672.4	1,797.2	五、总股本(百万股)	4,918.4	4,918.4	4,918.4	4,918.4
预收帐款	1,473.8	1,438.6	1,591.8	1,753.0	EPS (元)	1.83	2.04	2.34	2.69
其它流动负债	7,115.4	8,515.2	7,529.3	6,724.9					
非流动负债	25,163.2	25,560.4	25,560.4	25,560.4	主要财务比率				
长期借款	21,661.5	19,794.7	19,794.7	19,794.7	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	904.9	2,538.8	2,538.8	2,538.8	成长能力				
其它非流动负债	2,596.8	3,227.0	3,227.0	3,227.0	营业收入	62.1%	23.1%	12.0%	10.0%
负债合计	36,020.9	43,363.2	42,610.7	42,092.3	营业毛利	71.7%	29.3%	16.3%	12.0%
少数股东权益	85.9	106.5	129.2	151.8	主业盈利	92.4%	35.2%	21.3%	14.3%
股本	4,918.4	4,918.4	4,918.4	4,918.4	母公司净利	132.2%	11.1%	15.1%	14.9%
资本公积与其它	10,511.1	11,043.3	11,043.3	11,043.3	获利能力				
留存收益	21,292.2	28,402.6	39,925.8	53,166.2	毛利率	45.7%	48.1%	49.9%	50.8%
股东权益合计	36,721.7	44,364.2	55,887.5	69,127.9	主业盈利/收入	28.3%	31.1%	33.6%	34.9%
负债和股东权益	72,828.5	87,834.0	98,627.4	111,372.0	ROS	25.9%	23.4%	24.0%	25.1%
					ROE	24.5%	22.6%	20.6%	19.2%
					ROIC	15.0%	13.8%	13.7%	13.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	49.5%	49.4%	43.2%	37.8%
经营活动现金流	6,287.6	13,321.2	13,179.7	14,644.0	利息保障倍数	-4.1	-44.6	9.6	11.0
净利润	9,013.1	10,032.8	11,545.9	13,263.0	速动比率	2.04	1.40	2.20	3.14
折旧摊销	2,696.6	2,554.3	2,304.6	2,314.5	经营现金净额/当期债务	10.07	2.13	2.11	2.34
财务费用	316.2	-233.5	1,203.3	1,202.6	营运能力				
投资损失	-131.0	-251.8	-470.5	-470.5	总资产周转率	0.48	0.49	0.49	0.47
营运资金变动	-6,859.5	579.1	-941.3	-1,289.1	应收款天数	112.58	72.36	66.77	66.04
其它变动	1,252.2	640.4	-462.4	-376.6	存货天数	31.34	54.19	54.19	54.19
投资活动现金流	-6,374.0	-13,565.9	161.2	161.2	每股指标(元)				
资本支出	-4,797.4	-5,015.3	-309.2	-309.2	主业盈利/股本	2.00	2.71	3.28	3.75
长期投资	-1,276.9	-2,461.8	0.0	0.0	每股经营现金流	1.28	2.71	2.68	2.98
其它变动	-299.6	-6,088.8	470.5	470.5	每股净资产	7.45	9.00	11.34	14.02
筹资活动现金流	-1,758.7	-1,420.7	-1,203.3	-1,202.6	估值比率				
债务融资	616.5	1,963.6	0.0	0.0	P/E	16.28	14.65	12.73	11.08
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	4.00	3.31	2.63	2.13
其它变动	-2,375.2	-3,384.3	-1,203.3	-1,202.6	P/S	4.21	3.42	3.05	2.78
汇率变动影响	94.0	43.7	0.0	0.0	EV/EBITDA	12.81	10.18	8.10	6.55
现金净增加额	-1,751.1	-1,621.6	12,137.6	13,602.6					

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120