

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)

国际煤价回落预计影响盈利 十二五末产能增2倍

投资要点

- 1、2011年上半年业绩符合预期。011年上半年实现营收207.57亿元，实现归属于母公司股东的净利润50.34亿元，同比增长33%、91%，加权平均净资产收益率13.23%，每股收益1.02元。
- 2、煤炭产销总量同比增长，各子公司增减分化。2011年上半年公司原煤产量、商品煤产量、商品煤销量同比分别增长12%、9%、17%。公司本部、山西能化商品煤产销量同比下降2%、22%，菏泽能化、兖煤澳洲的商品煤产量同比增长44%、31%。
- 3、煤价同比上涨15%，成本上涨16%。上半年公司商品煤综合售价同比增长15%，兖煤澳洲平均售价同比增长49%。商品煤综合成本同比增长16%。山西能化、菏泽能化吨煤成本同比增长61%、24%。
- 4、4季度国际煤价下行，将影响兖煤澳洲盈利。兖州澳洲的煤炭价格下半年面临回落压力，对公司销售均价的拉动作用将减弱。下半年兖煤澳洲的盈利状况预计受影响。
- 5、公司未来煤炭增量主要来自鄂尔多斯能化、兖煤澳洲。目前鄂尔多斯地区在产在建产能合计3000万吨，预计2013-2014年投产。兖煤澳洲“十二五”末预计原煤年产能达到4000-5000万吨/年。
- 6、预计2011-2013年EPS为1.95、2.15、2.36元/股，维持买入评级。2015年末公司煤炭产量可达1.5亿吨，是目前产量的3倍。主要风险是国际焦煤价格大跌、海外资源收购风险、澳洲煤炭政策性成本增加风险、汇率波动风险等。

采掘

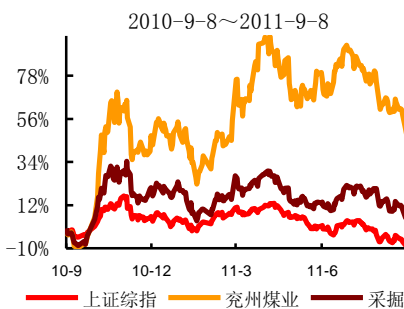
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	40

市场数据

市价(元)	28.34
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)	17.1-39.5
上证指数/深证成指	2508.78/10816.34
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	40527.00	46201.00	50760.00
增长率(%)	62.06	16.31	14.00	9.87
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	9008.62	9602.00	10582.00	11626.00
增长率(%)	132.16	6.59	10.2	9.87
毛利率(%)	45.74	44.16	43.05	43.05
净资产收益率(%)	24.53	22.11	19.59	17.71
EPS(元)	1.83	1.95	2.15	2.36
P/E(倍)	15.47	14.48	13.14	11.96
P/B(倍)	4.12	3.2	2.57	2.12

来源：公司年报、民族证券

正文目录

公司 2011 年上半年业绩符合预期	3
煤炭产销总量同比增长 各子公司增减分化	3
煤价同比上涨 15% 成本上涨 16%	4
韩国销量大幅增加 海外市场煤炭售价大涨	5
4 季度国际煤价下行 将影响兖煤澳洲盈利	6
公司未来煤炭增量主要来自鄂尔多斯能化、兖煤澳洲	6
预计 2011-2013 年 EPS 为 1.95、2.15、2.36 元/股，维持买入评级	7

图表目录

图 1：2011 财年澳洲主焦煤出口 FOB 价格（美元/吨）	6
图 2：2011 年国际动力煤价格走势（美元/吨）	6
图 3：2011 年上半年兖煤澳洲各煤种价格（美元/吨）	6
图 4：2011 年上半年兖煤澳洲产品结构	6
表 1：兖州煤业煤炭产销量（单位：万吨）	3
表 2：兖州煤业煤炭产销量同比	3
表 3：各公司商品煤产出率	4
表 4：兖州煤业商品煤售价（单位：元/吨）	4
表 5：兖州煤业商品煤销售成本（单位：元/吨）	5
表 6：兖州煤业分地区商品煤销量与售价情况	5
附录：财务预测表	8

公司 2011 年上半年业绩符合预期

2011 年上半年实现营收 207.57 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 50.34 亿元，同比增长 33%、91%，加权平均净资产收益率 13.23%，同比提升 4 个百分点，每股收益 1.02 元。上半年公司业绩符合预期。

煤炭产销总量同比增长 各子公司增减分化

2011 年上半年公司原煤产量、商品煤产量、商品煤销量分别为 2573、2359、2666 万吨，同比分别增长 12%、9%、17%。增量主要来自鄂尔多斯能化、兖煤澳洲、菏泽能化。

各子公司产销量出现明显分化。其中，公司本部、山西能化商品煤产销量同比下降 2%、22%，菏泽能化、兖煤澳洲的商品煤产量同比增长 44%、31%，商品煤销量同比增长 49%、56%。

从商品煤产出率来看，菏泽能化产出率为 52%，2010 年为 72%，2011 年上半年明显下降。主要原因是菏泽能化下属赵楼煤矿处于达产过程中，掘进煤较多，从原煤洗选出商品煤的过程中损耗较大。

表 1：兖州煤业煤炭产销量（单位：万吨）

	2007	2008	2009	2010	2011-1Q	2011H
1、原煤产量	3564	3608	3630	4940	1237	2573
公司本部	3283	3310	3336	3428	803	1670
山西能化	124	111	102	146	26	58
菏泽能化	0	0	4	163	65	137
兖煤澳洲	158	186	187	1203	280	577
鄂尔多斯能化	0	0	0	0	63	131
2、商品煤产量	3456	3551	3577	4553	1130	2359
公司本部	3207	3284	3313	3415	794	1660
山西能化	122	110.5	100	145	25	57
菏泽能化			3	118	26	72
兖煤澳洲	127	157	161	876	222	439
鄂尔多斯能化	0	0	0	0	63	131
3、商品煤销量	3511	3756.2	3802	4963	1205	2666
公司本部	3249	3240	3333	3366	746	1620
山西能化	119	110	99	150	23	54
菏泽能化	0	0	2	108	22	72
兖煤澳洲	142	148	163	802	272	473
鄂尔多斯能化	0	0	0	0	63	130
外购	78	258	206	538	79	316

资料来源：公司公告 民族证券

表 2：兖州煤业煤炭产销量同比

同比	2007	2008	2009	2010	2011-1Q	2011H
1、原煤产量	-1%	1%	1%	36%	12%	12%
公司本部		1%	1%	3%	-2%	-2%
山西能化		-10%	-8%	43%	-8%	-22%
菏泽能化				4079%	109%	107%
兖煤澳洲		18%	1%	542%	25%	29%
鄂尔多斯能化					-	

2、商品煤产量	0%	3%	1%	27%	8%	9%
公司本部		2%	1%	3%	-3%	-2%
山西能化		-9%	-9%	44%	-11%	-22%
菏泽能化				3706%	9%	44%
兖煤澳洲		24%	2%	446%	31%	31%
鄂尔多斯能化					-	
3、商品煤销量	1%	7%	1%	31%	16%	17%
公司本部		0%	3%	1%	-7%	-2%
山西能化		-8%	-10%	52%	-21%	-30%
菏泽能化				6644%	-15%	49%
兖煤澳洲		4%	10%	393%	61%	56%
鄂尔多斯能化					-	
外购		230%	-20%	161%	348%	52%

资料来源：公司公告 民族证券

表 3：各公司商品煤产出率

产出率	2009	2010	2011-1Q	2011H
综合产出率	98.55%	92.17%	91.38%	91.68%
公司本部	99.31%	99.62%	98.92%	99.41%
山西能化	98.24%	98.97%	96.58%	98.09%
菏泽能化	79.49%	72.39%	40.00%	52.30%
兖煤澳洲	85.69%	72.80%	79.29%	76.13%
鄂尔多斯能化	-	-	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告 民族证券

煤价同比上涨 15% 成本上涨 16%

上半年公司商品煤综合售价为 729 元/吨，同比增长 15%。其中，受益于国际市场煤炭价格大幅上涨的利好，兖煤澳洲平均售价为 1006 元/吨，同比增长 49%，山西能化、菏泽能化煤炭售价同比增幅分别为 26%、17%。

公司本部煤炭售价同比增长 8%，环比 2011 年 1 季度下降 25 元/吨，由于受洗选过程中煤泥及煤矸石，销售结构中优势煤种精煤占比下降，综合煤价有所下滑。

表 4：兖州煤业商品煤售价（单位：元/吨）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011-1Q	2011H
煤价							
一、公司	376	437	651	525	634	692	677
二、山西能化	159	209	272	294	382	446	454
三、菏泽能化	-	-	-	528	772	807	869
四、兖煤澳洲	595	523	1102	737	774	907	1006
五、鄂尔多斯能化	-	-	-	-	-	315	300
六、外购煤	-	-	741	541	742	817	70
本集团总计	377	433	664	529	663	726	729
同比							
一、公司	-	16%	49%	-19%	21%	11%	8%
二、山西能化	-	31%	30%	8%	30%	19%	26%
三、菏泽能化	-	-	-	-	46%	7%	17%
四、兖煤澳洲	-	-12%	111%	-33%	5%	54%	49%

五、鄂尔多斯能化	-	-	-	-	-	-	-
六、外购煤	-	-	-	-27%	37%	20%	6%
本集团总计	-	15%	53%	-20%	25%	18%	15%

资料来源：公司公告 民族证券

2011年上半年公司商品煤综合成本为370元/吨，同比增长16%。其中材料费与员工工资上涨是主要原因。2011年上半年山西能化煤炭产量大幅下降30万吨，单位固定成本大幅增加，导致吨煤成本上涨61%。2011年上半年菏泽能化吨煤成本同比增长24%，主要原因是赵楼矿处于投产第一年，尚未达到设计产能，单位固定成本较高。另外，原煤洗出率低，但是安全费用等是按照原煤产量计提，导致单位成本增加。

表 5：兖州煤业商品煤销售成本（单位：元/吨）

	2007	2008	2009	2010	2011-1Q	2011H
销售成本	214	333	293	365	350	370
一、公司	189	283	264	261	290	287
二、山西能化	155	213	258	263	339	328
三、菏泽能化	-	-	2345	685	756	741
四、兖煤澳洲	422	432	392	393	413	454
五、鄂尔多斯能化	-	-	-	-	99	170
六、外购煤	485	703	524	736	796	758
销售成本同比	11%	56%	-12%	25%	14%	16%
一、公司	-	50%	-7%	-1%	9%	12%
二、山西能化	-	37%	21%	2%	37%	61%
三、菏泽能化	-	-	-	-71%	16%	24%
四、兖煤澳洲	-	2%	-9%	0%	-1%	3%
五、鄂尔多斯能化	-	-	-	-	-	-
六、外购煤	-	45%	-25%	40%	19%	5%

资料来源：公司公告 民族证券

韩国销量大幅增加 海外市场煤炭售价大涨

上半年公司销往韩国的商品煤量大幅增长174%，销往日本的量下降12%。

2011年上半年日本粗钢产量5407万吨，同比下降0.9%，韩国粗钢产量上涨，弥补了日本产量下降的市场需求缺口。

未来几年随着日本经济的逐步复苏，公司销往日本的商品煤量将增加。

表 6：兖州煤业分地区商品煤销量与售价情况

	销量-万吨			同比		
	2009	2010	2011H	2009	2010	2011H
中国	3667	4286	2241	-	17%	10.21%
日本	52	231	100	-	346%	-11.72%
韩国	35	326	264	-	821%	173.99%
澳洲	6	63	11	-	1002%	5.00%
其他	42	58	50	-	37%	55.97%
合计	3802	4963	2665	-	31%	16.65%
	售价			同比		
	2009	2010	2011H	2009	2010	2011H

中国	520	644	674	-	24%	6.90%
日本	926	832	1190	-	-10%	73.84%
韩国	664	720	936	-	8%	47.17%
澳洲	786	768	1223	-	-2%	72.88%
其他	651	968	1055	-	49%	32.37%
合计	529	663	729	-	25%	14.55%

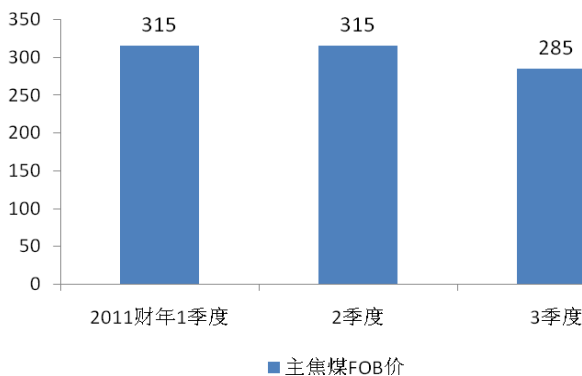
资料来源：公司公告 民族证券

4 季度国际煤价下行 将影响兖煤澳洲盈利

根据普氏报道,澳大利亚焦煤供应商英美集团与韩国钢铁生产商浦项制铁已就下调 2011 财年第三季度焦煤协议价格 10%达成一致。英美集团昆士兰州 German Creek 优质硬焦煤财年第三季度的协议价格为 285 美元/吨 (FOB), 较上季度的 315 美元下降 9.5%, 其他炼焦煤、喷吹煤价格亦环比下降 10%左右。

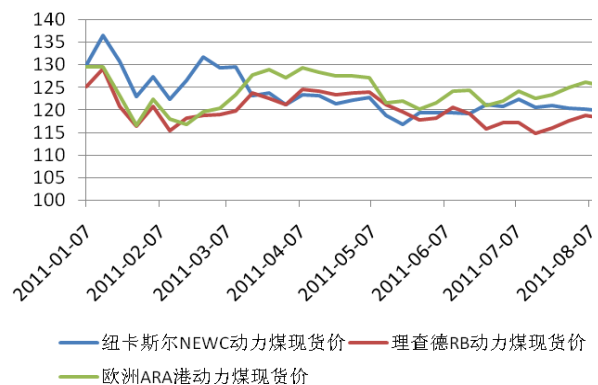
由于财年的季度较自然年的季度滞后一个季度,因此 2011 财年第三季度即 2011 年第四季度。澳洲出口焦煤价格下降已是趋势。受此影响,兖州澳洲的煤炭价格下半年面临回落压力,对公司销售均价的拉动作用将减弱。因此,受到价格下行的拖累,下半年兖煤澳洲的盈利状况预计受影响。

图 1: 2011 财年澳洲主焦煤出口 FOB 价格 (美元/吨)



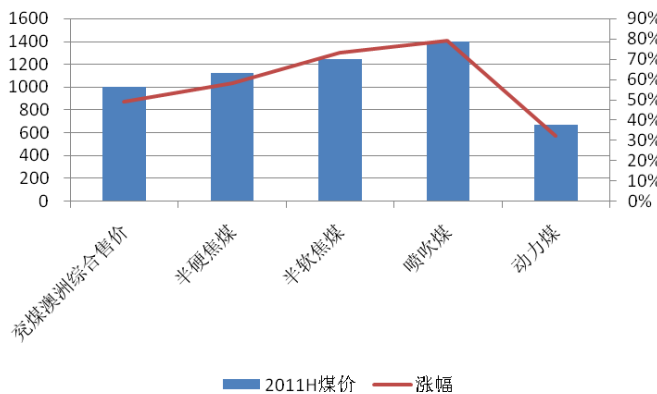
资料来源: sxcoal, 民族证券

图 2: 2011 年国际动力煤价格走势 (美元/吨)



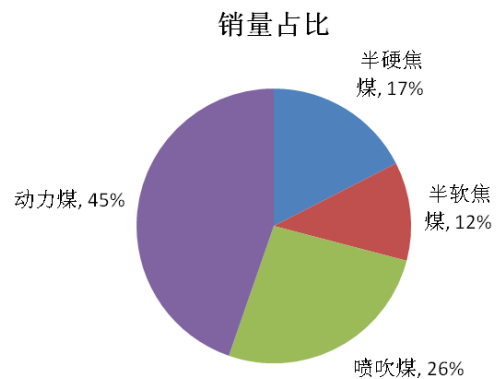
资料来源: sxcoal, 民族证券

图 3: 2011 年上半年兖煤澳洲各煤种价格 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 民族证券

图 4: 2011 年上半年兖煤澳洲产品结构



资料来源: 公司公告, 民族证券

公司未来煤炭增量主要来自鄂尔多斯能化、兖煤澳洲

目前鄂尔多斯地区有 2 个在产煤矿, 包括安源煤矿、文玉煤矿, 合计产能 700 万吨; 3

个在建煤矿，处于勘探阶段，包括转龙湾煤矿、石拉乌素井田、营盘壕矿，产能分别为 500 万吨、800 万吨、1000 万吨，合计 2300 万吨，预计 2013-2014 年投产。

公司未来国外主要煤炭产能增量来自澳洲。目前兖煤澳洲产能为 2000 万吨（包括 04 年收购的澳思达煤矿、09 年收购的 FELIX 公司三个在产煤矿）。“十二五”末预计原煤年产能达到 4000-5000 万吨/年，其中 FELIX 公司三个勘探项目保守估计有 500 万吨/年，新泰克一期 200 万吨，二期将达到 1600 万吨/年，兖煤澳洲上市后也将积极收购煤矿。

预计 2011-2013 年 EPS 为 1.95、2.15、2.36 元/股，维持买入评级

综合分析，公司以煤炭业务为主导，将长期受益于国际国内煤价上涨的大趋势。随着公司国内外煤炭资源收购的展开，后续产能增量可观。根据公司“十二五”规划，2015 年末公司煤炭产量可达 1.5 亿吨，是目前产量的 3 倍。从煤炭产能增量来看，主要集中在内蒙古鄂尔多斯和澳洲地区，盈利能力较强是共同特点，因此公司未来净资产收益率仍可维持较高水平。

考虑下半年国际焦煤价格回落的影响，假设 2011-2013 年商品煤销量同比涨幅分别为 8%、7%、5%，煤价同比增长 11%、8%、5%，煤炭开采成本同比增长 8%、9%、5%，预计 2011-2013 年 EPS 为 1.95、2.15、2.36 元/股，对应 2011 年动态估值为 14 倍，安全边际较高。我们长期看好公司明确的资源收购计划，及由此带来的高成长性高盈利能力，维持“买入”评级。未来 6 个月目标价 40 元。主要风险是国际焦煤价格下跌超预期、成本涨幅超预期、在建煤矿进展存在不确定性、海外资源收购风险、澳洲煤炭政策性成本增加风险、汇率波动风险等。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	29,475	26,619	35,302	45,221
现金	11,030	9,284	15,513	23,479
应收账款	13,013	14,185	16,170	17,766
其它应收款	3,543	1,666	1,899	2,086
预付账款	243	333	380	417
存货	1,646	1,151	1,340	1,473
其他	0	0	0	1
非流动资产	43,354	60,065	68,292	74,902
长期投资	1,106	1,106	1,106	1,106
固定资产	20,183	32,422	36,961	40,608
无形资产	20,119	24,316	27,721	30,456
其他	1,946	2,221	2,504	2,732
资产总计	72,829	86,683	103,593	120,124
流动负债	10,858	14,787	17,123	18,813
短期借款	295	203	231	254
应付账款	1,644	2,303	2,681	2,945
其他	8,918	12,282	14,211	15,614
非流动负债	25,163	28,369	32,341	35,532
长期借款	21,662	24,316	27,721	30,456
其他	3,502	4,053	4,620	5,076
负债合计	36,021	43,156	49,464	54,345
少数股东权益	86	105	126	150
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	28,069	31,243	34,731
归属母公司股东权益	36,721	43,421	54,003	65,629
负债和股东权益	72,828	86,683	103,593	120,123
现金流量表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7,897	15,065	10,569	11,454
净利润	9,009	9,602	10,582	11,626
折旧摊销	2,604	1,621	1,848	2,030
财务费用	-2,217	-1,621	-1,848	-2,030
投资损失	-131	0	0	0
营运资金变动	-1,709	5,057	-204	-331
其它	342	406	191	160
投资活动现金流	-2,735	-18,058	-9,791	-8,413
资本支出	-2,859	-18,058	-9,791	-8,413
长期投资	124	0	0	0
其他	0	0	0	1
筹资活动现金流	-4,519	1,247	5,451	4,925
短期借款	295	-93	28	23
长期借款	750	2,655	3,404	2,735
普通股增加	-6,232	0	0	0
资本公积增加	-45	0	0	0
其他	712	-1,315	2,018	2,167
现金净增加额	644	-1,746	6,229	7,967

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34,844	40,527	46,201	50,760
营业成本	18,906	22,632	26,310	28,907
营业税金及附加	517	608	693	761
营业费用	1,774	2,310	2,633	2,893
管理费用	3,798	3,769	4,297	4,721
财务费用	-2,217	-1,621	-1,848	-2,030
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
营业利润	12,104	12,829	14,115	15,508
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	12,104	12,829	14,115	15,508
所得税	3,101	3,816	4,206	4,621
净利润	9,013	9,621	10,603	11,649
少数股东损益	4	19	21	23
归属母公司净利润	9,009	9,602	10,582	11,626
EBITDA	12,452	13,437	14,808	16,270
EPS（元）	1.83	1.95	2.15	2.36
主要财务比率				
	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	62.06%	16.31%	14.00%	9.87%
营业利润	123.91%	11.01%	10.20%	9.87%
归属母公司净利润	132.16%	6.59%	10.20%	9.87%
获利能力				
毛利率	45.74%	44.16%	43.05%	43.05%
净利率	25.85%	23.69%	22.90%	22.90%
ROE	24.53%	22.11%	19.59%	17.71%
ROIC	14.81%	13.62%	12.47%	11.68%
偿债能力				
资产负债率	49.46%	49.79%	47.75%	45.24%
净负债比率	31.87%	29.69%	28.32%	26.83%
流动比率	2.71	1.80	2.06	2.40
速动比率	2.56	1.72	1.98	2.33
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.47	0.45	0.42
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
每股指标(元)				
每股收益	1.83	1.95	2.15	2.36
每股经营现金	1.61	3.06	2.15	2.33
每股净资产	7.47	8.83	10.98	13.34
估值比率				
P/E	15.43	14.48	13.14	11.96
P/B	3.79	3.20	2.57	2.12
EV/EBITDA	13.03	12.27	11.38	10.53

资料来源：公司报表、民族证券

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