

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

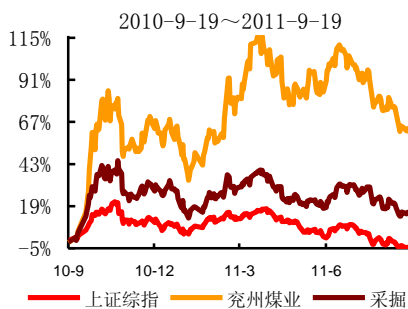
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

**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)	26.82
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	2482.34/10878.23
2010年股息率	2.52%

**52周相对市场表现****相关研究****兖州煤业 (600188.SH)****产能释放主要集中在2014年后****投资要点**

● 1、**华东地区最大煤炭生产企业，商品煤价格弹性大。**公司位于山东省济宁市境内，地理位置优越，交通运输便利。公司煤矿遍布山东、山西、陕西、内蒙古及澳洲，资源储备丰富，煤质优良。公司商品煤销售结构中电煤占比35%左右，其中合同电煤占比为50%左右。未来随着商品煤销量规模的逐年扩大，合同电煤占比将逐年下降，综合煤价弹性将逐步增大。

● 2、**2012-2013年商品煤产量增幅预计为11%、5%。**根据公司规划，2011年商品煤产量为5400万吨，同比增长8.8%左右。2012年商品煤产量增量主要来自兖煤澳洲的莫拉本煤矿、新泰克一期、鄂尔多斯文玉煤矿；2013年煤炭增量主要来自莫拉本矿、转龙湾煤矿。

● 3、**产能释放主要集中在2014年后，后续储备项目众多。**公司在建及拟收购项目投产时间集中在2014年后，包括转龙湾井田、营盘壕煤矿、石拉乌素井田，澳洲莫拉本矿在2011-2015年均均有产能陆续释放。后续储备项目包括菲利克斯、新泰克公司的5个勘探项目，新泰克二期1600万吨，陕西榆树湾煤矿、金鸡滩煤矿，内蒙古及兖煤澳洲上市后拟收购项目。

● 4、**维持买入评级。**假设2011-2013年公司商品煤销量分别为5400、6060、6370万吨，煤炭价格同比分别增长11%、7%、3%，煤炭生产成本分别增长8%、8%、3%，小幅上调2011-2013年EPS至1.95、2.27、2.46元/股，2012年动态PE12倍。公司扩张路线清晰，中长期成长性好，受益于煤价上涨预期，维持“买入”评级。主要风险是资源收购存在不确定性，经济二次探底的系统性风险。

**公司财务数据及预测**

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34844.39	40527.29	48704.11	52732.38
增长率(%)	62.06	16.31	20.18	8.27
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	9008.62	9601.91	11153.23	12075.70
增长率(%)	132.16	6.59	16.16	8.27
毛利率(%)	45.74	44.16	43.05	43.05
净资产收益率(%)	24.53	22.11	20.44	18.12
EPS(元)	1.83	1.95	2.27	2.46
P/E(倍)	15.24	13.74	11.83	10.92
P/B(倍)	4.06	3.04	2.42	1.98

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

华东地区最大煤炭生产企业 .....	3
合同电煤比例低 后期有下降趋势 .....	4
2011 年商品煤产量预计 5400 万吨 .....	5
2012-2013 年商品煤产量增幅预计为 11%、5%.....	5
煤炭产能释放主要集中在 2014 年后 .....	5
4 季度国际煤价下跌 兖煤澳洲公司业绩面临回落压力 .....	6
成长是硬道理，维持买入评级 .....	6

## 图表目录

图 1：2009-2011 年兖州煤业分行业商品煤销售比例 .....	4
图 2：2010-2011 年兖州煤业电煤销售结构 .....	4
图 3：2011 年兖州煤业合同煤平均含税基价.....	4
图 4：2011-2013 年兖州煤业合同电煤销量占比预测 .....	4
表 1：兖州煤业煤矿情况 .....	3
表 2：兖州煤业商品煤产量预测（单位：万吨） .....	5
附录：财务预测表 .....	7

## 华东地区最大煤炭生产企业

公司位于山东省济宁市境内，地处中国经济最发达的华东地区和北煤南调的前沿。与世界主要煤炭进口国家日本、韩国毗邻，运输便捷。东临日照港、青岛港、连云港，京沪、兖石、兖新铁路，京沪、京福高速公路穿越矿区，拥有现代化煤炭水运码头直通京杭大运河，自营铁路网将公司所属煤矿连为一体。得天独厚的区位和交通优势，使公司成为东北亚市场，中国华东、华南市场最具竞争力的大型煤炭企业之一。

公司主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输,煤化工, 电力等业务, 主要产品有适用于电力行业的动力煤、冶金煤行业所需的炼焦配煤和高炉喷吹煤及甲醇、火电等。

本部辖兖州、济东两大煤田，拥有兴隆庄煤矿、鲍店煤矿、东滩煤矿、南屯煤矿、济宁二号煤矿、济宁三号煤矿等 6 座现代化大型煤矿，拥有已探明及推定储量 18.66 亿吨。公司在澳大利亚、山西、山东巨野分别拥有澳思达煤矿、天池煤矿、赵楼煤矿。拥有可采煤炭储量 1.825 亿吨。

公司本部六大煤矿产品具有低灰、低硫、低磷、高发热量等特点，是优质动力煤、炼焦配煤和高炉喷吹用煤。“兖州煤”被中国质量协会评为“中国煤炭行业第一名牌”，被日本多家客户列为免检产品。

公司是国内唯一一家境内外三地上市煤炭公司，在国内煤炭行业中处于龙头地位。

表 1：兖州煤业煤矿情况

煤矿	股权	煤种	产能
兴隆庄煤矿	100.00%	1、2 号精煤/动力煤	660
鲍店煤矿	100.00%	2 号精煤/动力煤	640
东滩煤矿	100.00%	2 号精煤/动力煤	750
南屯煤矿	100.00%	2 号精煤/动力煤	400
济宁二号煤矿	100.00%	2 号精煤/动力煤	500
济宁三号煤矿	100.00%	优质气肥煤	700
<b>本部小计</b>			<b>3650</b>
山西和顺天池煤矿	81.31%	动力煤	120
<b>山西能化</b>	<b>100.00%</b>		<b>120</b>
榆树湾煤矿	41.00%	动力煤	800
<b>榆林能化</b>	<b>100.00%</b>		<b>800</b>
陕西金鸡滩煤矿-煤制油配套	25.00%		800
<b>陕西未来能源化工有限公司</b>	<b>25.00%</b>		<b>800</b>
赵楼煤矿	98.33%	1/3 焦煤、气肥煤	300
万福煤矿	98.33%	1/3 焦煤、气肥煤	180
<b>菏泽能化</b>	<b>98.33%</b>		<b>480</b>
安源煤矿	100.00%	动力煤	120
转龙湾井田	100.00%	动力煤	500
文玉煤矿	80.00%	动力煤	300
营盘壕煤矿		动力煤	1000
<b>鄂尔多斯能化</b>	<b>100.00%</b>		<b>1920</b>
石拉乌素井田	61.00%	动力煤	800
<b>昊盛公司</b>	<b>61.00%</b>		<b>800</b>
澳思达煤矿	100.00%	半硬焦煤	200
菲利克斯煤矿	100.00%		

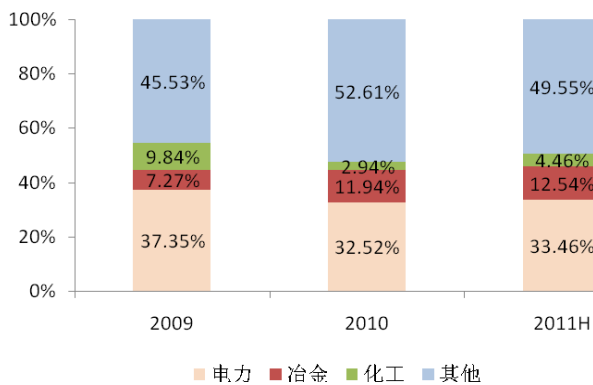
艾诗顿露天及井工煤矿	90.00%	喷吹煤	520
雅若碧露天煤矿	100.00%	半软焦煤	300
莫拉本露天及井工煤矿	80.00%	动力煤	1600
Athena	51.00%	动力煤	前期规划阶段
Harry-brandt	100.00%	喷吹煤	前期规划阶段
Wilpeena	100.00%	喷吹煤	前期规划阶段
<b>菲利克斯小计</b>			<b>2420</b>
新泰克一期	100.00%	动力煤	200
新泰克二期	100.00%	动力煤	1600
2 个勘探项目	100.00%	动力煤	前期规划阶段
<b>新泰克小计</b>			<b>1800</b>
<b>兖煤澳洲小计</b>	<b>100.00%</b>		<b>2620</b>
<b>小计</b>			<b>12190</b>

数据来源：公司公告 民族证券

### 合同电煤比例低 后期有下降趋势

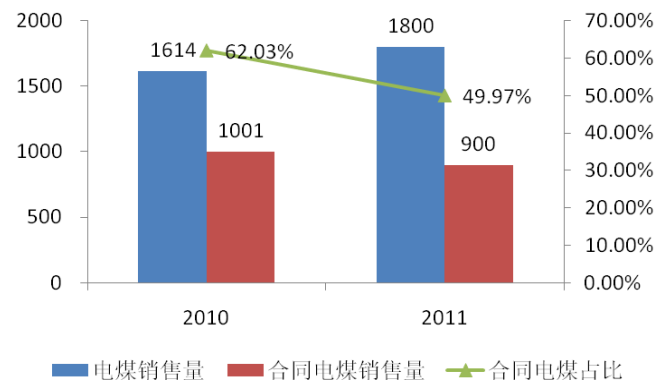
公司商品煤销售行业方向主要有电力、冶金、建材、其他，其中直接销售给电力客户的商品煤占比 35%左右。2011 年合同电煤占电煤销售比例明显下降。2010 年公司销售合同电煤 1001 万吨，占电煤销售量 62%，占商品煤销售总量的 20%。其中，2010-2011 年公司签订国家重点电煤销售合同 429 万吨/年，价格严格电煤合同价；省补重点电煤合同和追加电煤合同量合计约 500-600 万吨/年，价格参照现货价，低 50 元/吨左右，比合同价高 25%左右。

图 1：2009-2011 年兖州煤业分行业商品煤销售比例



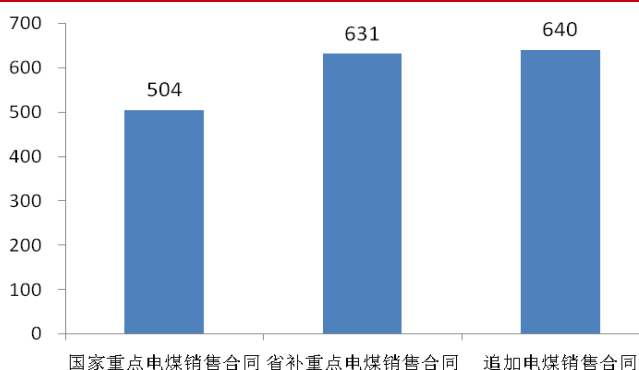
资料来源：公司公告，民族证券

图 2：2010-2011 年兖州煤业电煤销售结构



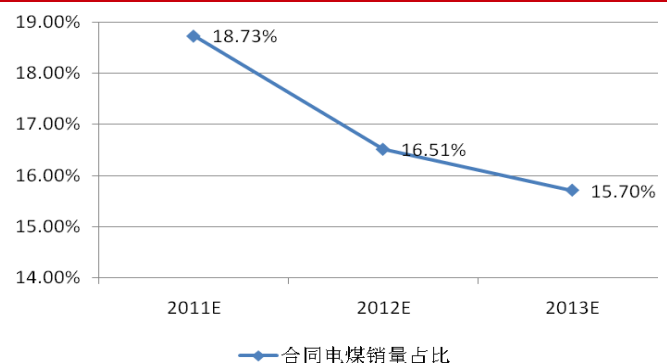
资料来源：公司公告，民族证券

图 3：2011 年兖州煤业合同煤平均含税基价



资料来源：公司公告，民族证券

图 4：2011-2013 年兖州煤业合同电煤销量占比预测



资料来源：公司公告，民族证券

公司电煤销量未来预计将保持稳定，随着商品煤销量规模的逐年增加，合同电煤销售比例将下降，公司煤炭产品的售价将更加市场化，价格弹性增大。

## 2011 年商品煤产量预计 5400 万吨

根据公司规划，2011 年商品煤产量为 5400 万吨，同比增长 8.8% 左右。其中自产商品煤 4800 万吨，外购 600 万吨。

其中，菏泽能化商品煤产量预计低于计划，赵楼矿年初计划生产商品煤 200 万吨，实际预计 150 万吨左右；内蒙古鄂尔多斯能化商品煤产量预计 250 万吨左右，小幅超计划；兖煤澳洲菲利克斯公司的艾诗顿煤矿受到东南露天矿停产影响，全年商品煤产量预计 150 万吨左右；其他地区煤矿生产基本按照计划进行。

## 2012-2013 年商品煤产量增幅预计为 11%、5%

2012 年商品煤产量增量主要来自兖煤澳洲的莫拉本煤矿、新泰克一期、鄂尔多斯文玉煤矿，预计分别贡献商品煤产量 550、140、300 万吨，合计增加约 540 万吨。2012 年自产商品煤总量预计 5460 万吨，同比增长 12%，加上外购商品煤大约 600 万吨，公司商品煤产量销量合计为 6060 万吨，同比增长 11%。其中，文玉煤矿存在超产潜力，若 2012 年实际产量超预期，则公司商品煤产量增幅还将提高。

2013 年煤炭增量主要来自莫拉本矿、转龙湾煤矿。其中，转龙湾井田乐观预期 2013 年下半年可投产，2014-2014 年稳步达产 500 万吨。

## 煤炭产能释放主要集中在 2014 年后

公司未来产能增量主要集中在内蒙古、兖煤澳洲公司，在建及拟收购项目的投产时间集中在 2014 年后，包括内蒙古鄂尔多斯转龙湾井田、营盘壕煤矿、石拉乌素井田，澳洲莫拉本矿在 2011-2015 年均有产能陆续释放。

后续储备项目众多。1、菲利克斯公司有 3 个勘探项目，新泰克公司有 2 个勘探项目；2、新泰克二期 1600 万吨规划产能的释放，主要依赖澳洲当地港口及配套铁路的建设进展；3、陕西榆树湾煤矿、金鸡滩煤矿均是储备项目，随着相关问题的解决，项目有望获得推进；4、兖煤澳洲筹划 2012 年上市，预计还将展开一系列收购，获取后备资源。

公司规划 2015 年煤炭产能达到 1.5 亿吨，较目前增 2 倍。产能释放主要集中在“十二五”后期及“十三五”时期。

表 2：兖州煤业商品煤产量预测（单位：万吨）

	股权	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>本部</b>		<b>3250</b>	<b>3250</b>	<b>3250</b>	<b>3250</b>	<b>3250</b>
山西能化和顺天池煤矿	81.31%	120	120	120	120	120
<b>山西能化</b>	<b>100.00%</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
榆树湾煤矿	41.00%					
<b>榆林能化</b>	<b>100.00%</b>					
陕西金鸡滩煤矿	25.00%					
<b>陕西未来能源化工有限公司</b>	<b>25.00%</b>					
赵楼煤矿	98.33%	140	200	200	200	200
万福煤矿	98.33%			50	80	150
<b>菏泽能化</b>	<b>98.33%</b>	<b>140</b>	<b>200</b>	<b>250</b>	<b>280</b>	<b>350</b>
安源煤矿	100.00%	260	250	250	250	250

转龙湾井田	100.00%		50	100	300	
文玉煤矿	80.00%		300	300	300	300
营盘壕煤矿						100
<b>鄂尔多斯能化</b>	<b>100.00%</b>	<b>260</b>	<b>550</b>	<b>600</b>	<b>650</b>	<b>950</b>
石拉乌素井田	61.00%				100	200
<b>昊盛公司</b>	<b>61.00%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>200</b>
澳思达煤矿	100.00%	170	200	200	200	200
艾诗顿露天及井工煤矿	90.00%	167	278	278	278	278
雅若碧露天煤矿	100.00%	170	170	230	230	230
莫拉本露天及井工煤矿	80.00%	450	550	700	800	1000
3 个勘探项目						
菲利克斯小计		787	998	1208	1308	1508
新泰克一期	100.00%	140	140	140	140	140
新泰克二期	100.00%					
2 个勘探项目						
新泰克小计		140	140	140	140	140
<b>兖煤澳洲小计</b>	<b>100.00%</b>	<b>1097</b>	<b>1338</b>	<b>1548</b>	<b>1648</b>	<b>1848</b>
<b>小计</b>		<b>4867</b>	<b>5458</b>	<b>5768</b>	<b>6048</b>	<b>6718</b>
同比			12.15%	5.68%	4.85%	11.08%

数据来源：公司公告 民族证券

注：灰色代表未来煤炭产能增量来源

#### 4 季度国际煤价下跌 兖煤澳洲公司业绩面临回落压力

2011 年各季度澳洲主焦煤 FOB 价格分别为 220、320、315、285 美元/吨，其中 4 季度环比 3 季度回落近 10%。简单平均计算，上半年主焦煤均价 270 美元/吨，下半年均价为 300 美元/吨，较上半年增长 10%。

兖煤澳洲公司所产煤炭以动力煤、喷吹煤为主，半硬焦煤和半软焦煤所占比例合计约 29%。其中，国际动力煤价格 4 季度预计保持高位，喷吹煤价格跌幅较大预计超过主焦煤。综合分析，兖煤澳洲公司下半年平均售价与上半年相比跌幅不大。但是从季度环比来看，受到价格回落的影响，3、4 季度兖煤澳洲公司的业绩环比下降可能性大。

#### 成长是硬道理，维持买入评级

假设 2011-2013 年公司商品煤销量分别为 5400、6060、6370 万吨，煤炭价格同比分别增长 11%、7%、3%，煤炭生产成本分别增长 8%、8%、3%，小幅上调 2011-2013 年 EPS 至 1.95、2.27、2.46 元/股，对应 2011 年动态 PE14 倍，2012 年动态 PE12 倍，相对行业平均水平具有估值优势。

综合分析，公司依靠国内外资源收购，确保中长期高成长性，煤炭产品结构合理，能够充分受益于煤价上涨预期，管理层执行力强，具有国际发展眼光，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

公司面临的主要风险是资源收购进展存在较大不确定性，煤价涨幅低于预期，国际国内经济二次探底的系统性风险。

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>26,619</b>	<b>34,926</b>	<b>45,498</b>
现金	11,030	9,284	14,065	22,911
应收账款	13,013	14,185	17,046	18,456
其它应收款	3,543	1,666	2,002	2,167
预付账款	243	333	400	433
存货	1,646	1,151	1,413	1,530
其他	0	0	0	1
<b>非流动资产</b>	<b>43,354</b>	<b>60,065</b>	<b>71,921</b>	<b>77,762</b>
长期投资	1,106	1,106	1,106	1,106
固定资产	20,183	32,422	38,963	42,186
无形资产	20,119	24,316	29,222	31,639
其他	1,946	2,221	2,629	2,831
<b>资产总计</b>	<b>72,829</b>	<b>86,683</b>	<b>106,847</b>	<b>123,260</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,858</b>	<b>14,787</b>	<b>18,052</b>	<b>19,545</b>
短期借款	295	203	244	264
应付账款	1,644	2,303	2,826	3,060
其他	8,918	12,282	14,982	16,221
<b>非流动负债</b>	<b>25,163</b>	<b>28,369</b>	<b>34,093</b>	<b>36,913</b>
长期借款	21,662	24,316	29,222	31,639
其他	3,502	4,053	4,870	5,273
<b>负债合计</b>	<b>36,021</b>	<b>43,156</b>	<b>52,145</b>	<b>56,458</b>
少数股东权益	86	105	127	152
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	31,415	35,037
归属母公司股东权益	36,721	43,421	54,575	66,650
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,828</b>	<b>86,683</b>	<b>106,847</b>	<b>123,260</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>15,065</b>	<b>11,036</b>	<b>11,928</b>
净利润	9,009	9,602	11,153	12,076
折旧摊销	2,604	1,621	1,948	2,109
财务费用	-2,217	-1,621	-1,948	-2,109
投资损失	-131	0	0	0
营运资金变动	-1,709	5,057	-385	-293
其它	342	406	268	145
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,735</b>	<b>-18,058</b>	<b>-13,396</b>	<b>-7,749</b>
资本支出	-2,859	-18,058	-13,396	-7,749
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>1,247</b>	<b>7,140</b>	<b>4,667</b>
短期借款	295	-93	41	20
长期借款	750	2,655	4,906	2,417
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	2,193	2,230
<b>现金净增加额</b>	<b>644</b>	<b>-1,746</b>	<b>4,781</b>	<b>8,846</b>

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>34,844</b>	<b>40,527</b>	<b>48,704</b>	<b>52,732</b>
营业成本	18,906	22,632	27,738	30,033
营业税金及附加	517	608	731	791
营业费用	1,774	2,310	2,776	3,006
管理费用	3,798	3,769	4,529	4,904
财务费用	-2,217	-1,621	-1,948	-2,109
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>12,829</b>	<b>14,878</b>	<b>16,108</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>12,829</b>	<b>14,878</b>	<b>16,108</b>
所得税	3,101	3,816	4,433	4,799
<b>净利润</b>	<b>9,013</b>	<b>9,621</b>	<b>11,176</b>	<b>12,100</b>
少数股东损益	4	19	22	24
<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,009</b>	<b>9,602</b>	<b>11,153</b>	<b>12,076</b>
EBITDA	12,452	13,437	15,608	16,899
EPS（元）	1.83	1.95	2.27	2.46
<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%	16.31%	20.18%	8.27%
营业利润	123.91%	11.01%	16.16%	8.27%
归属母公司净利润	132.16%	6.59%	16.16%	8.27%
<b>获利能力</b>				
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%	20.44%	18.12%
ROIC	14.81%	13.62%	12.81%	11.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.46%	49.79%	48.80%	45.80%
净负债比率	31.87%	29.69%	28.95%	27.17%
流动比率	2.71	1.80	1.93	2.33
速动比率	2.56	1.72	1.86	2.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.47	0.46	0.43
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	1.95	2.27	2.46
每股经营现金	1.61	3.06	2.24	2.43
每股净资产	7.47	8.83	11.10	13.55
<b>估值比率</b>				
P/E	15.24	13.74	11.83	10.92
P/B	3.74	3.04	2.42	1.98
EV/EBITDA	12.90	11.74	10.44	9.80

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