

兖州煤业 (600188. SH)

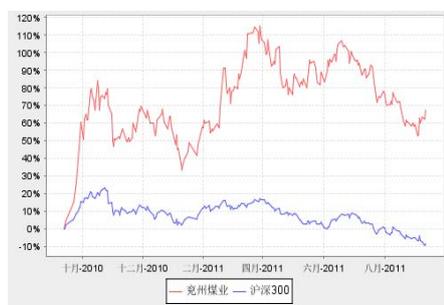
继续收购澳洲煤矿，打造国际煤炭集团

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价 (元): 32.36-34.32
 分析师 刘昭亮 分析师 龚云华
 S0740510120026 S0740510120014
 021-20315150 021-20315156
 liuzl@r.qlzq.com.cn gongyh@r.qlzq.com.cn
 2011年9月28日

基本状况

总股本(百万股)	4918.40
流通股本(百万股)	360.00
市价(元)	28.51
市值(百万元)	140223.58
流通市值(百万元)	10263.60

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	21,500.3	34,844.3	41,986.0	48,087.6	54,537.0
营业收入增速	-18.41%	62.06%	20.50%	14.53%	13.41%
净利润增长率	-38.64%	132.16%	-11.65%	17.83%	11.80%
摊薄每股收益 (元)	0.79	1.83	1.62	1.91	2.13
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	29.20	15.50	18.13	15.39	13.76
PEG	—	0.12	—	0.86	1.17
每股净资产 (元)	5.77	7.47	8.49	10.40	12.53
每股现金流量	1.25	1.28	4.03	2.69	2.85
净资产收益率	13.68%	24.53%	19.05%	18.33%	17.01%
市净率	4.00	3.80	3.45	2.82	2.34
总股本 (百万股)	4,918.40	4,918.40	4,918.40	4,918.40	4,918.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011年9月27日，兖州煤业的全资附属公司——兖煤澳洲的澳思达公司签署交易协议，拟以2.968亿美元（约合人民币18.63亿元）的价款收购澳大利亚西农公司旗下的打包资产：普力马煤矿有限公司（Wesfarmers Premier Coal Limited，“普力马煤矿公司”，主要从事煤炭开业务）和西农木炭私有公司（Wesfarmers Char Pty Ltd，“西农木炭公司”，主要从事煤炭开采业务和低等级煤炭加工成煤焦的技术和工艺流程的研发工作，目前处于暂停商业运营状态）100%股权。
- 煤矿资源水涨船高，收购价格偏上。普力马煤矿公司主要业务为煤炭开采，主要煤矿资产普力马露天矿位于西澳大利亚州首府珀斯市以南约200公里，主要煤种为低灰低硫的动力用煤，有少量冶金块煤。JORC标准的煤炭储量约为1.38亿吨，资源量约为5.35亿吨，年生产能力500万吨。根据收购价格和资本结构，我们粗略测算，该煤矿的吨资源储量收购价格为16.97元/吨，吨产能收购价格为468元/吨。与最近两年煤炭上市公司煤矿收购价格相比，本次交易价格偏上。
- 虽然该煤矿近期盈利相对较弱，但考虑到该地区市场空间较大（煤矿产能释放）以及兖煤在煤矿管理和技术上的优势，未来盈利能力将有所增强，但更重要的是可进一步充实公司的煤炭资源储量，缓解公司在资源瓶颈上的弱点。根据普力马公司2011财年数据，净利润为7220万元，产量350万吨。因此静态吨煤净利润为20.6元/吨，净利润率8%。远低于目前兖煤的盈利水平和行业平均水平。根据公司公告，普力马煤矿是西澳洲目前仅有的两座运营煤矿之一，因此，本次收购将有助于公司成为西澳洲煤炭的主要供应商之一，并进一步开拓西澳市场、抓住市场扩展带来的业务机会。
- 公司持续的收购举措，已经完全打破2-3年前面临的资源饥渴局面。正如我们在2010年发布的深度报告中对公司的深入分析，兖州煤业依托技术、人才和资金方面的优势，近两年陆续在内蒙古和澳洲收购

煤炭资源（包括澳大利亚的菲利克斯公司、新泰克公司、普力马煤矿；内蒙古的昊盛煤业、安源煤矿、转龙湾煤田），公司的煤炭产量迅速增长，打破了多年以来的产量增长瓶颈。接连扩张举动，已经完全改变了公司的成长预期，根据现有煤矿规划，在未来可以预计的 4~5 年内，公司煤炭产量将保持两位数的增长。根据公司“十二五”战略规划，公司煤炭产量可能达到 1.5 亿吨，兖州煤业对外扩张的步伐不会停止，管理层的实际行动已经说明公司做大做强的决心很大。

我们预测公司 2011~2013 年煤炭产量分别为 5121 万吨、5420 万吨、5832 万吨，分别同比增长 13.3%、13.6%和 9.4%，增量主要来自于菏泽能化和兖煤澳洲。预计 2014 年鄂尔多斯能化将开始大量释放产能，我们预计既有煤矿总产量在 2015 年可到达 8000 万吨。

- 在不考虑汇兑因素的前提下，2010 年的 EPS 为 1.43 元，2011 年上半年 EPS 为 0.83 元。由于未来澳元汇率走势难以测算，我们保守预测公司 2011~2013 年每股收益 1.62 元、1.91 元、2.13 元，目前价位对应的 PE 分别为 18.1、15.3、13.7，估值处于行业中等水平。未来公司的最大看点是管理层的不断进取、持续收购计划所带来的企业成长预期，给予合理目标价格区间 32.36~34.32 元，维持“买入”评级。

图表 1: 兖州煤业主要煤矿资产与产量预测 (单位: 万吨)

矿井名称	股权占比	煤种	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	设计产能 (万吨)	核定产能 (万吨)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
一、公司本部															
南屯矿	100%	气煤	12,259	3,200	240	350	390	350	350	350	350	350	350	350	350
兴隆庄矿	100%	气煤	33,349	10,500	300	660	680	660	660	660	660	660	660	660	660
鲍店煤矿	100%	气煤	29,385	8,300	300	600	580	600	600	600	600	600	600	600	600
东滩煤矿	100%	气煤	46,446	11,300	400	700	760	700	700	700	700	700	700	700	700
济宁二号煤矿	100%	气煤	41,808	16,900	400	400	340	390	390	400	400	400	400	400	400
济宁三号煤矿	100%	气肥煤	23,348	9,700	500	610	530	610	610	610	610	610	610	610	610
二、山西能化															
天池煤矿	83.31%	贫煤、无烟煤	11,116	2,847	120	150	124	111	102	146	150	150	150	150	150
三、菏泽能化															
赵楼煤矿	98.33%	1/3焦和气肥煤	20,600	10,800	300	300			39	163	150	300	300	300	300
万福煤矿	98.33%	1/3焦和气煤	30,924	16,287	180	180							100	180	180
四、鄂尔多斯能化															
安源煤矿	100.00%	不粘煤	4,051	2,047	120	300					260	300	300	300	300
昊盛煤业(石拉乌素煤矿)	61%	长焰煤	214,400	164,400	1000	1000							100	800	1000
转龙湾煤田	100.00%	不粘煤	54,800	54,800	600	600							100	500	600
五、兖煤澳洲															
澳思达煤矿	100%	半硬焦煤	14,000	4,800	160	160	158	186	187	180	180	180	180	180	180
菲利克斯公司	100%	半软焦煤等	189,000	38,600	1565	1565				735	988	1100	1252	1328	1312
新泰克公司	100%	动力煤													
其中: 新泰克控股	100%	露天动力煤	36,200	28,800	140	1140					100	100	100	100	140
新泰克II控股	100%	勘探动力煤	137,000	15,200											
普力马煤矿	100%	动力煤	53,800	13,800								400	500	500	500
合计			952,486	412,281	6,325	8,715	3,561	3,607	3,638	4,544	5,148	5,850	6,402	7,658	7,982
权益合计			866,154	347,237	5,907	8,292	3,541	3,588	3,620	4,517	5,121	5,820	6,332	7,313	7,559
产量YOY%								1.28%	0.86%	24.90%	13.30%	13.64%	9.44%	19.62%	4.23%
金鸡滩煤矿	25%	不粘煤	187,367	104,045	800									200	500

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 普力马露天矿位于西澳大利亚州首府珀斯市以南约 200 公里



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 兖州煤业煤炭销量、价格与成本预测

	单位	2006	2007	2008	2009	2010H	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
一、公司本部	销量	万吨	3433	3249	3240	3333	1649	3366	1620	3360	3360
	价格	元/吨	376	437	651	525	628	634	677	678	744
	成本	元/吨	189	204	283	264	257	261	287	300	325
二、山西能化	销量	万吨	14	119	110	99	78	150	54	135	135
	价格	元/吨	159	209	272	294	361	382	454	464	501
	成本	元/吨	165	165	213	258	204	263	328	336	357
三、菏泽能化	销量	万吨				2	49	108	72	150	300
	价格	元/吨				528	741	772	869	870	938
	成本	元/吨				2345	599	685	741	700	650
四、鄂尔多斯能化	销量	万吨							130	260	300
	价格	元/吨							300	320	356
	成本	元/吨							170	180	200
五、兖煤澳洲	销量	万吨	19	142	148	163	303	802	473	1142	1242
	价格	元/吨	595	523	1102	737	674	774	1006	952	1007
	成本	元/吨	422	422	432	392	439	393	454	480	526
六、外购煤	销量	万吨			258	206	207	538	316	400	400
	价格	元/吨	0	0	741	541	728	742	770	779	821
	成本	元/吨	0	0	703	524	721	736	758	763	805
七、集团总计	销量	万吨	3466	3511	3756	3802	2286	4963	2666	5447	5737
	价格	元/吨	377	433	664	529	636	663	729	726	790
	成本	元/吨	190	211	315	284	329	343	380	378	413

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	26,353	21,500	34,844	41,986	48,088	54,537
增长率	58.79%	-18.4%	62.1%	20.5%	14.5%	13.4%
营业成本	-13,491	-12,220	-18,906	-22,517	-25,922	-29,721
% 销售收入	51.2%	56.8%	54.3%	53.6%	53.9%	54.5%
毛利	12,862	9,280	15,938	19,470	22,166	24,816
% 销售收入	48.8%	43.2%	45.7%	46.4%	46.1%	45.5%
营业税金及附加	-397	-428	-517	-596	-683	-774
% 销售收入	1.5%	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-687	-578	-1,774	-2,393	-2,741	-3,109
% 销售收入	2.6%	2.7%	5.1%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-2,967	-3,156	-3,798	-4,409	-5,049	-5,726
% 销售收入	11.3%	14.7%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	8,811	5,118	9,848	12,072	13,693	15,206
% 销售收入	33.4%	23.8%	28.3%	28.8%	28.5%	27.9%
财务费用	-246	162	2,217	-1,083	-902	-887
% 销售收入	0.9%	-0.8%	-6.4%	2.6%	1.9%	1.6%
资产减值损失	4	14	-93	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	75	112	131	81	100	106
% 税前利润	0.9%	2.1%	1.1%	0.7%	0.8%	0.7%
营业利润	8,644	5,406	12,104	11,069	12,891	14,425
营业利润率	32.8%	25.1%	34.7%	26.4%	26.8%	26.5%
营业外收支	15	5	10	-78	-12	-19
税前利润	8,660	5,411	12,114	10,991	12,879	14,407
利润率	32.9%	25.2%	34.8%	26.2%	26.8%	26.4%
所得税	-2,322	-1,505	-3,101	-3,008	-3,464	-3,878
所得税率	26.8%	27.8%	25.6%	27.4%	26.9%	26.9%
净利润	6,337	3,907	9,013	7,983	9,415	10,529
少数股东损益	13	26	4	24	37	44
归属于母公司的净利润	6,324	3,880	9,009	7,959	9,378	10,485
净利率	24.0%	18.0%	25.9%	19.0%	19.5%	19.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6,337	3,907	9,013	7,983	9,415	10,529
少数股东损益	0	0	0	24	37	44
非现金支出	1,299	1,679	2,697	2,931	3,377	3,746
非经营收益	-147	-420	827	1,246	1,153	1,154
营运资金变动	-71	1,007	-6,249	7,640	-710	-1,397
经营活动现金净流	7,419	6,172	6,288	19,823	13,272	14,076
资本开支	3,104	1,730	4,797	6,718	8,225	9,825
投资	654	-20,383	-1,282	0	0	0
其他	-1,051	-2,381	-295	81	100	106
投资活动现金净流	-3,501	-24,494	-6,374	-6,638	-8,126	-9,719
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-280	20,532	617	-462	0	0
其他	-929	-2,131	-2,281	-1,250	-4,143	-1,241
筹资活动现金净流	-1,209	18,401	-1,665	-1,711	-4,143	-1,241
现金净流量	2,709	78	-1,751	11,474	1,004	3,116

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	9,695	12,293	10,790	22,240	23,207	26,279
应收款项	3,382	5,723	14,439	9,924	11,924	15,199
存货	823	886	1,646	1,434	1,639	1,980
其他流动资产	1,488	1,983	2,599	2,550	2,589	2,629
流动资产	15,389	20,885	29,475	36,149	39,359	46,086
% 总资产	46.7%	33.5%	40.5%	43.4%	43.1%	44.3%
长期投资	1,000	1,237	1,300	1,300	1,300	1,300
固定资产	14,245	18,272	19,378	19,042	18,281	17,413
% 总资产	43.2%	29.4%	26.6%	22.9%	20.0%	16.7%
无形资产	1,577	20,129	20,805	24,851	30,447	37,375
非流动资产	17,552	41,367	43,354	47,062	51,898	57,958
% 总资产	53.3%	66.5%	59.5%	56.6%	56.9%	55.7%
资产总计	32,941	62,252	72,829	83,211	91,257	104,045
短期借款	215	1,620	625	329	329	329
应付款项	4,023	6,412	5,584	8,488	9,526	11,304
其他流动负债	1,674	2,909	4,649	7,342	4,936	5,417
流动负债	5,912	10,941	10,858	16,160	14,791	17,049
长期贷款	176	20,912	21,661	21,661	21,661	21,661
其他长期负债	88	1,940	3,502	3,502	3,502	3,502
负债	6,177	33,793	36,021	41,323	39,954	42,213
普通股股东权益	26,565	28,358	36,722	41,779	51,157	61,642
少数股东权益	200	102	86	109	146	190
负债股东权益合计	32,941	62,252	72,829	83,211	91,257	104,045

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.286	0.789	1.832	1.618	1.907	2.132
每股净资产 (元)	5.401	5.766	7.466	8.494	10.401	12.533
每股经营现金净流 (元)	1.508	1.255	1.278	4.026	2.691	2.853
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.590	0.590	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.81%	13.68%	24.53%	19.05%	18.33%	17.01%
总资产收益率	19.20%	6.23%	12.37%	9.56%	10.28%	10.08%
投入资本收益率	38.99%	9.42%	14.85%	20.54%	19.58%	18.97%
增长率						
营业总收入增长率	58.79%	-18.41%	62.06%	20.50%	14.53%	13.41%
EBIT 增长率	83.22%	-41.92%	92.43%	22.57%	13.43%	11.05%
净利润增长率	96.47%	-38.64%	132.16%	-11.65%	17.83%	11.80%
总资产增长率	27.06%	88.98%	16.99%	14.26%	9.67%	14.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	7.2	4.8	4.9	5.1	5.5
存货周转天数	17.1	25.5	24.4	22.4	22.4	23.7
应付账款周转天数	19.1	32.3	27.3	25.9	26.3	26.2
固定资产周转天数	126.3	224.7	185.5	159.2	139.3	124.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.76%	35.94%	31.03%	-1.17%	-2.84%	-7.32%
EBIT 利息保障倍数	35.9	-31.6	-4.4	11.1	15.2	17.1
资产负债率	18.75%	54.28%	49.46%	49.66%	43.78%	40.57%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308