

2012年03月28日

徐莹
XY_Cherry@e-capital.com.cn
目标价(元) 29.80

兖州煤业(600188.SH/1171.HK)

Buy 买入

产销量长期稳健增长

结论与建议:

公司规划“十二五”产量增长两倍，达到年产量1.5亿吨，12-13年产量增长将主要来自于鄂尔多斯文玉矿、兖煤澳洲莫拉本、新泰克及合并格罗斯特；远期成长性将来自于兖煤澳洲二期专案及陕西内蒙古后续项目复产、投产。通过收购资源新建煤矿，未来产能扩张有保障，预计公司2011、2012年实现EPS 1.86和2.02元；动态PE为13.2倍和12.2倍，维持买入的投资建议；H股动态PE为7.6倍和6.9倍，维持买入的投资建议。

公司基本资讯

| | |
|-------------------|--------------------|
| 产业别 | 采掘 |
| A 股价(2012/3/27) | 24.59 |
| 上证综合指数(2012/3/27) | 2347.18 |
| 股价 12 个月高/低 | 37.79/20.7 |
| 总发行股数 (百万) | 4918.40 |
| A 股数 (百万) | 359.98 |
| A 市值 (亿元) | 88.52 |
| 主要股东 | 兖矿集团有限公司(52.86%) |
| 每股净值 (元) | 8.58 |
| 股价/帐面净值 | 2.87 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -5.35 18.45 -29.14 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2011-08-29 | 31.12 | 买入 |

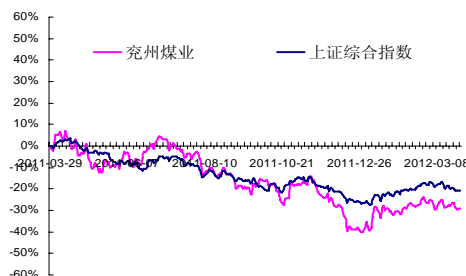
产品组合

| | |
|--------|--------|
| 自产煤销售 | 72.93% |
| 外购煤 | 19.71% |
| 甲醇 | 2.17% |
| 铁路运输服务 | 0.97% |
| 电力 | 0.67% |
| 热力 | 0.04% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|--------|-------|
| QFII | 1.39% |
| 保险公司 | 0.96% |
| 基金 | 8.89% |
| 券商 | 1.85% |
| 券商集合理财 | 0.04% |

股价相对大盘走势



■ **实现净利 86.22 亿元，同比下滑 4.28%** 2011 年实现营收 487.68 亿元，同比增长 39.96%，实现归属上市公司股东净利 86.22 亿元，同比下滑 4.28%，每股收益 1.75 元。净利小幅衰退主要受汇兑收益大幅减少影响（2011 年汇兑收益 3.64 亿，2010 年为 18.65 亿），若扣除汇兑影响，经营性纯利为 85.64 亿元，同比增长 15.5%。

■ **商品煤产量 YoY+11.8%；商品煤销量 YoY+29.5%** 公司原煤产量 5,568 万吨，同比增加 12.7%；商品煤产量 5091 万吨，同比增加 11.81%；销售商品煤 6,425 万吨，同比增加 29.5%。期内煤炭平均销售价格为每吨 707.7 元，同比增长 6.7%。受材料价格和人工成本上升影响，吨煤成本同比增加 11.4%至 290.31 元，煤炭业务毛利比上年下滑 5.6 个百分点。

■ **兖煤澳洲和鄂尔多斯能化是公司未来销量成长主要动力** 本部和山西能化煤炭销量预计稳定在 3300-3500 万吨及 1400 万吨左右，主要增量将来自于 1) 兖煤澳洲旗下艾诗顿、莫拉本扩产和合并罗斯特产能，澳洲部分远期可贡献煤炭销售量 3500-4000 万吨；2) 内蒙鄂尔多斯能化 在建转龙湾、营盘濠和石拉乌苏煤矿预计于 2013-2015 年逐步投产，将成为拉动公司煤炭销量的主要动力；3) 山东菏泽能化 在建万福煤矿 180 万吨产能 14 年后逐步释放。预计 2012-2014 年公司煤炭销售量分别为 7000 万吨、7500 万吨和 9000 万吨，分别同比增长 8.9%、7%和 20%。

■ **盈利预估** 预计公司 2012、2013 年实现营业收入 584.5 亿元和 645.4 亿元，同比分别增长 19.9%和 10.4%；净利润为 91.5、99.6 亿元，同比增长 6.1%和 8.8%；EPS 分别为 1.86 和 2.02 元；动态 PE 为 13.2 倍和 12.2 倍，维持买入的投资建议；H 股动态 PE 为 7.6 倍和 6.9 倍，维持买入的投资建议。

..... 接续下页

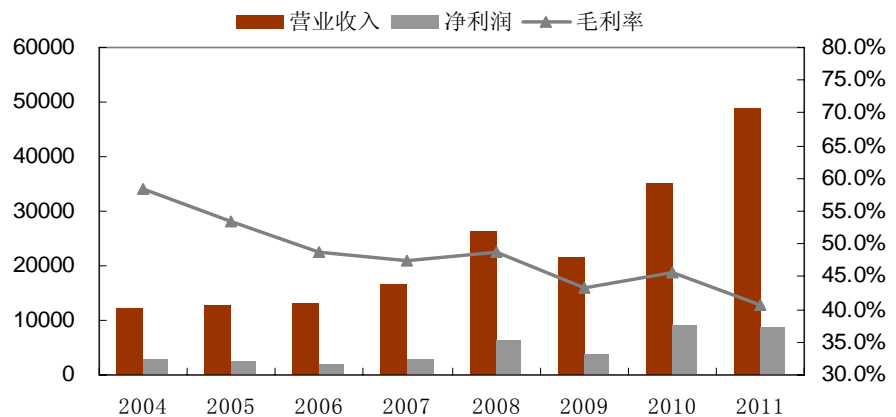
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 F | 2013 F |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 3,880 | 9,009 | 8,623 | 9,152 | 9,956 |
| 同比增减 | % | -38.64% | 132.16% | -4.28% | 6.14% | 8.78% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.789 | 1.832 | 1.753 | 1.861 | 2.024 |
| 同比增减 | % | -38.64% | 132.16% | -4.28% | 6.14% | 8.76% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 31.2 | 13.4 | 14.0 | 13.2 | 12.2 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.25 | 0.59 | 0.57 | 0.6 | 0.6 |
| 股息率 (Yield) | % | 1.02% | 2.40% | 2.32% | 2.44% | 2.44% |

营运分析

实现净利 86.22 亿元，同比下滑 4.28%

2011 年实现营收 487.68 亿元，同比增长 39.96%，实现归属上市公司股东净利 86.22 亿元，同比下滑 4.28%，每股收益 1.75 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5.7 元（含税），共计 28.035 亿元。

公司净利小幅衰退主要受汇兑收益大幅减少影响（2011 年汇兑收益 3.64 亿，2010 年为 18.65 亿），若扣除汇兑影响，经营性纯利为 85.64 亿元，同比增长 15.5%。
图 1：公司历年营收、净利润及毛利率情况



资料来源：公司公告、群益证券整理

商品煤产量 YoY+11.8%；商品煤销量 YoY+29.5%

公司原煤产量 5,568 万吨，同比增加 12.7%；商品煤产量 5091 万吨，同比增加 11.81%；销售商品煤 6,425 万吨，同比增加 29.5%。本部销量持平，为 3327.6 万吨；主要增量来自于 1) 省外菏泽能化赵楼煤矿达产、销量增长近一倍至 200 万吨，鄂尔多斯能化新增 438 万吨；2) 兖煤澳洲增加 25.4%至 1006 万吨；3) 贸易煤量相比 2010 年增长 1.5 倍至 1331 万吨。

煤炭销售均价 708 元/吨，同比上升 6.7%

期内煤炭平均销售价格为每吨 707.7 元，同比增长 6.7%。本部精煤占比提升价格同比增长 8.3%，菏泽能化、兖煤澳洲及山西能化煤炭价格上升较多，分别同比增长 18.25%、20.1%和 22.43%。受材料价格和人工成本上升影响，吨煤成本同比增加 11.4%至 290.31 元，煤炭业务毛利比上年下滑 5.6 个百分点。

表 1：公司煤炭销售情况

| | 2011 年 | | YoY | | 2010 年 | |
|----------|--------|--------|------|------|--------|--------|
| | 销量 | 销售价格 | 销量 | 销售价格 | 销量 | 销售价格 |
| | (千吨) | (元/吨) | % | % | (千吨) | (元/吨) |
| 一、公司合计 | 33,276 | 686.01 | -1% | 8% | 33,657 | 633.59 |
| 二、山西能化 | 1,223 | 467.67 | -18% | 22% | 1,498 | 382 |
| 三、菏泽能化 | 2,004 | 912.86 | 86% | 18% | 1,079 | 771.99 |
| 四、鄂尔多斯能化 | 4,379 | 290.71 | — | — | — | — |
| 五、兖煤澳洲 | 10,060 | 929.8 | 25% | 20% | 8,022 | 774.19 |
| 六、外购煤 | 13,308 | 722.34 | 147% | -3% | 5,378 | 741.87 |
| 七、集团总计 | 64,250 | 707.68 | 29% | 7% | 49,634 | 663.46 |

资料来源：公司公告、群益证券整理

兖煤澳洲和鄂尔多斯能化是公

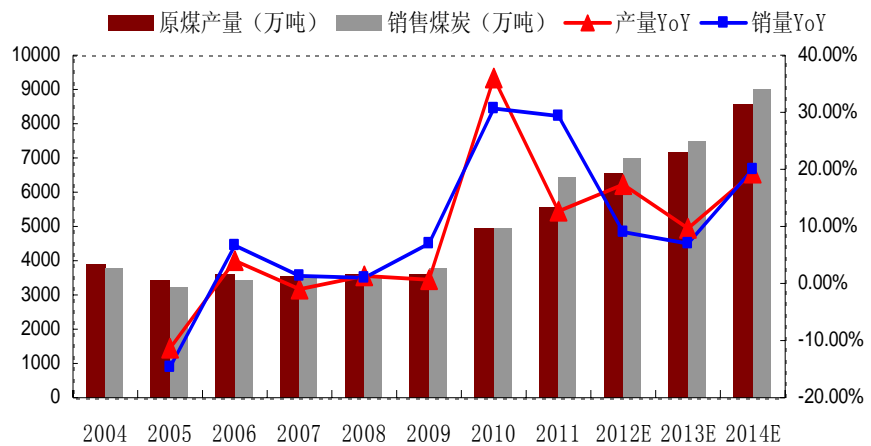
本部和山西能化煤炭销量预计稳定在 3300-3500 万吨及 1400 万吨左右，主要

司未来销量成长主要动力

增量将来自于 1) 兖煤澳洲旗下在产矿井包括澳斯达、雅若碧、艾诗顿、莫拉本和坎贝唐斯、目前 1300 万吨销售量，12 年计划合并罗斯特且在澳洲上市，艾诗顿、莫拉本扩产加上罗斯特产能，澳洲部分远期可贡献煤炭销售量 3500-4000 万吨；2) 内蒙鄂尔多斯能化目前在产安源、文玉煤矿销量约 440 万吨，远期规划有望达 800 万吨；在建的转龙湾、营盘濠和石拉乌苏煤矿设计产能共计 2700 万吨，预计于 2013-2015 年分别投产，将成为拉动公司煤炭销量的主要动力；3) 山东菏泽能化，在产赵楼煤矿 300 万吨，万福煤矿 180 万吨产能 14 年后逐步释放；

公司计划在“十二五”期间达到年产量 1.5 亿吨的规模，其中本部、内蒙和澳洲分别贡献 4000 万吨，山西 3000 万吨，未来成长空间较大。预计 2012-2014 年公司煤炭销售量分别为 7000 万吨、7500 万吨和 9000 万吨，分别同比增长 8.9%、7% 和 20%。

图 2：公司煤炭产销量预估



资料来源：公司公告、群益证券预测

盈利预测

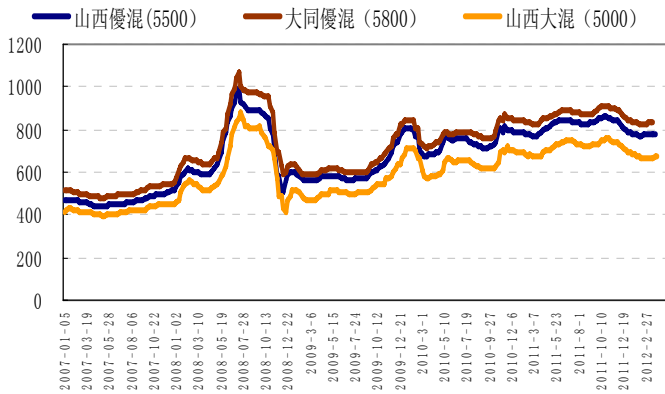
公司规划“十二五”产量增长两倍，达到年产量 1.5 亿吨，12-13 年产量增长将主要来自于鄂尔多斯能化文玉矿、兖煤澳洲莫拉本、新泰克及合并格罗斯特；远期成长性将来自于兖煤澳洲二期专案及陕西内蒙古后续项目复产、投产。通过收购资源新建煤矿，未来产能扩张有保障，预计公司 2012、2013 年实现营业收入 584.5 亿元和 645.4 亿元，同比分别增长 19.9% 和 10.4%；净利润为 91.5、99.6 亿元，同比增长 6.1% 和 8.8%；EPS 分别为 1.86 和 2.02 元；动态 PE 为 13.2 倍和 12.2 倍，维持买入的投资建议；H 股动态 PE 为 7.6 倍和 6.9 倍，维持买入的投资建议。

表 2：公司主要经营资料列表

| (万吨、%) | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 E | 2013 年 E |
|---------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 商品煤销量 | 3756 | 3802 | 4963 | 6425 | 7000 | 7500 |
| 商品煤 YoY | 6.04% | 1.21% | 30.56% | 29.45% | 8.95% | 7.14% |
| 原煤生产量 | 3608 | 3630 | 4940.3 | 5568 | 6530 | 7160 |
| 原煤 YoY | 3.44% | 0.61% | 36.10% | 12.71% | 17.28% | 9.65% |
| 商品煤平均售价 | 567 | 529 | 663 | 707.7 | 685 | 695 |
| 售价 YoY | 51.95% | -6.70% | 25.33% | 6.74% | -3.21% | 1.46% |

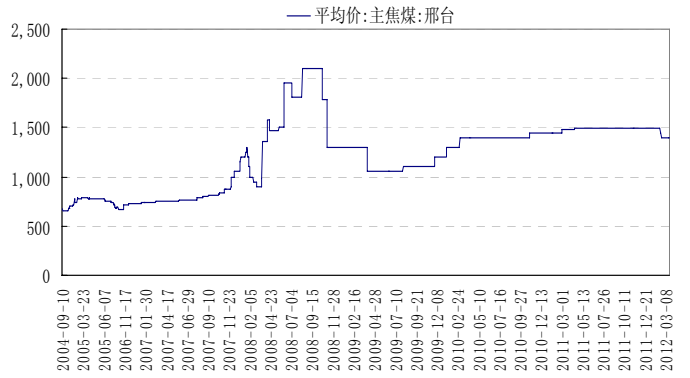
资料来源：公司公告、群益证券预测

图 3: 中国动力煤市场价格走势



资料来源: 中国煤炭资源网、群益证券整理

图 4: 中国焦煤市场价格走势



资料来源: 中国煤炭资源网、群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表 (合并后)

| 人民币百万元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 F | 2013 F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 21500 | 34844 | 48768 | 58453 | 64537 |
| 经营成本 | 12220 | 18906 | 28966 | 36397 | 40060 |
| 主营业务利润 | 8852 | 15421 | 19202 | 21101 | 23378 |
| 销售费用 | 578 | 1774 | 2439 | 2733 | 3124 |
| 管理费用 | 3156 | 3798 | 4129 | 5467 | 6394 |
| 财务费用 | -162 | -2217 | 257 | 701 | 623 |
| 投资收益 | 112 | 131 | 71 | 84 | 102 |
| 营业利润 | 5406 | 12104 | 12167 | 12283 | 13340 |
| 利润总额 | 5411 | 12114 | 12100 | 12320 | 13385 |
| 所得税 | 1505 | 3101 | 3456 | 3142 | 3413 |
| 少数股东损益 | 26 | 4 | 21 | 27 | 16 |
| 归属于母公司股东权益 | 3880 | 9009 | 8623 | 9152 | 9956 |

附二: 合并资产负债表

| 百万元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 F | 2013 F |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金 | 12293 | 10790 | 18097 | 10615 | 10650 |
| 应收账款 | 4991 | 10409 | 7146 | 4877 | 5848 |
| 存货 | 886 | 1646 | 1391 | 1628 | 1904 |
| 流动资产合计 | 20885 | 29475 | 34084 | 24357 | 26278 |
| 长期股权投资 | 972 | 1106 | 1743 | 1986 | 2582 |
| 固定资产 | 17080 | 18333 | 20911 | 25721 | 31637 |
| 在建工程 | 1181 | 1028 | 12080 | 15100 | 13847 |
| 非流动资产合计 | 41367 | 43354 | 63421 | 72736 | 79946 |
| 资产总计 | 62252 | 72829 | 97504 | 97093 | 106224 |
| 流动负债合计 | 10941 | 10858 | 35569 | 34224 | 33379 |
| 非流动负债合计 | 22852 | 25163 | 19070 | 20707 | 22458 |
| 负债合计 | 33793 | 36021 | 54639 | 54930 | 55838 |
| 少数股东权益 | 102 | 86 | 666 | 174 | 193 |
| 股东权益合计 | 28459 | 36808 | 42865 | 42162 | 50386 |
| 负债及股东权益合计 | 62252 | 72829 | 97504 | 97093 | 106224 |

附三: 合并现金流量表

| 百万元 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 F | 2013 F |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 6172 | 6288 | 18923 | 21648 | 38316 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -24494 | -6374 | -26071 | -24898 | -41081 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 18499 | -1759 | 8955 | -4232 | 2800 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 78 | -1751 | 1374 | -7482 | 35 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。