

兖州煤业 (600188)

买入/维持评级

股价: RMB24.75

分析师

唐宗辰

SAC 执业证书编号:S1000510120047

(0755)8236 4432

tangzc@mail.htlhsc.com.cn

陈亮

SAC 执业证书编号:S1000511030003

(021) 5010 6012

chenliang@mail.htlhsc.com.cn

短期业绩增长乏力

-2011 年年报点评

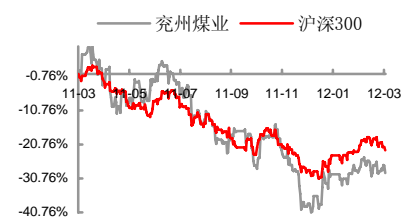
- 2011 年公司实现营业收入 487.7 亿元, 同比增长 40%, 归属于上市公司股东净利润 86.2 亿元, 同比下降 4.28%, EPS1.75 元, 基本符合预期。其中四季度 EPS0.5 元, 环比增长 117%, 环比大幅增长的主要原因是四季度澳元升值导致单季度汇兑收益增加 15.75 亿元, 影响 EPS-0.32 元。
- 汇兑收益减少是公司 2011 年利润同比下降的主要原因。2011 年公司汇兑收益 3.64 亿元, 同比下降 15 亿元, 影响 EPS-0.3 元。扣除汇兑损益后, 归属于母公司经营性净利润 82.6 亿元, 同比增长 15.61%, 与 15.1% 的自产煤销量增速基本持平。
- 外购煤销量增加将进一步提升公司区域市场定价权。2011 年外购煤销量同比增加 793 万吨, 增长 147%。2012 年公司计划外购煤销量 2000 万吨, 较 11 年再增长 670 万吨。
- 2011 年公司煤炭产量 5568 万吨, 同比增加 627 万吨 (12.7%), 生产商品煤 5091 万吨, 同比增加 538 万吨 (11.8%), 煤炭产量增量主要来自鄂尔多斯能化、菏泽能化和兖煤澳洲。11 年鄂尔多斯能化煤炭产量增量 438 万吨, 占增量 70%, 兖煤澳洲煤炭产量 1306 万吨, 较 10 年增长 100 万吨。
- 短期来看, 公司业绩增长乏力。公司计划 2012 年商品煤销量 (剔除贸易) 5590 万吨, 同比增加 500 万吨 (8.94%), 其中鄂尔多斯能化和兖煤澳洲分别贡献 262 万吨和 278 万吨, 值得一提的是兖煤澳洲的煤炭增量主要来自盈利能力较差的普力马煤矿, 普力马煤矿于 2011 年 12 月 30 日完成股权过户手续, 2011 财年煤炭产量 350 万吨, 净利润 7220 万元, 吨煤净利仅 20 元, 对公司业绩影响不足 1%。
- 长期来看, 公司未来成长性突出, 十二五规划产能 1.5 亿吨, 较目前增长 200%, 预计 2014-2015 年进入产能快速释放期。
- 维持“买入”评级。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.57 元、1.83 元和 2.22 元, 公司未来成长性明确, 我们继续维持“买入”评级。
- 风险提示: 澳大利亚 2012 年征收资源税

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	4,918
流通 A 股 (百万股)	2,960
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	73,260

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	48768	56423	62038	71617
(+/-%)	40%	16%	10%	15%
归属母公司净利润(百万元)	8623	7738	9002	10909
(+/-%)	-4%	-10%	16%	21%
EPS(元)	1.75	1.57	1.83	2.22
P/E(倍)	14.12	15.73	13.52	11.16

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1：兖州煤业煤炭产量预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
本部煤炭产量（千吨）	33359	34282	33993	34000	34000	34000
山西能化产量（千吨）	1023	1462	1243	1200	1200	1200
菏泽能化产量（千吨）	39	1630	3000	3000	3000	3000
鄂尔多斯能化产量（千吨）			4382	7000	7000	13000
兖煤澳洲产量（千吨）	1874	12029	13058	17000	20000	26000
合计	36295	49403	55676	62200	65200	77200

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2：兖州煤业商品煤销量预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
本部煤炭销量（千吨）	33330	33657	33262	33200	33200	33200
山西能化销量（千吨）	986	1498	1223	1188	1188	1188
菏泽能化销量（千吨）	16	1079	2004	2250	2250	2250
鄂尔多斯能化销量（千吨）			4379	7000	7000	13000
兖煤澳洲销量（千吨）	1627	8022	10060	12410	14800	19240
外购煤炭销量（千吨）	2058	5378	13308	20000	20000	20000
合计	38017	49634	64236	76048	78438	88878

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 3：销售价格假设

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
本部煤炭单位售价（元/吨）	525	634	686	707	742	779
价格变动（%）		20.6%	8.3%	3.0%	5.0%	5.0%
山西能化单位售价（元/吨）	294	382	468	468	491	516
价格变动（%）		30.1%	22.4%	0.0%	5.0%	5.0%
菏泽能化单位售价（元/吨）	528	772	913	913	959	1006
价格变动（%）		46.1%	18.2%	0.0%	5.0%	5.0%
鄂尔多斯能化单位售价（元/吨）			291	291	305	321
价格变动（%）				0.0%	5.0%	5.0%
兖煤澳洲单位售价（元/吨）	737	774	930	800	880	924
价格变动（%）		5.0%	20.1%	-14.0%	10.0%	5.0%
外购煤炭销售单价（元/吨）	541	742	722	722	758	796
价格变动（%）		37.2%	-2.6%	0.0%	5.0%	5.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 4：销售成本假设

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
本部煤炭单位成本（元/吨）	264	261	290	311	332	356
成本变动（%）		-1.3%	11.4%	7.0%	7.0%	7.0%
山西能化单位成本(元/吨)	258	263	345	362	380	399
成本变动（%）		2.2%	30.9%	5.0%	5.0%	5.0%
菏泽能化单位成本（元/吨）	2345	685	671	604	634	666
成本变动（%）		-70.8%	-2.1%	-10.0%	5.0%	5.0%
鄂尔多斯能化单位成本（元/吨）			179	188	197	207
成本变动（%）				5.0%	5.0%	5.0%
兖煤澳洲单位成本（元/吨）	392	393	426	448	461	475
成本变动（%）		0.2%	8.4%	5.0%	3.0%	3.0%
外购煤炭单位成本（元/吨）	524	736	718	718	753	791
成本变动（%）		40.5%	-2.4%	0.0%	5.0%	5.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	34084	41037	53870	69327	营业收入	48768	56423	62038	71617
现金	18097	23113	34262	47226	营业成本	28966	37024	40205	46033
应收账款	814	942	1035	1195	营业税金及附加	600	621	682	788
其他应收款	2936	3396	3735	4311	营业费用	2439	2539	2792	3223
预付账款	824	1054	1144	1310	管理费用	4129	4514	4963	5729
存货	1391	1778	1931	2211	财务费用	257	851	689	448
其他流动资产	10022	10754	11763	13073	资产减值损失	282	89	113	144
非流动资产	63421	60166	56975	53442	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1743	1743	1743	1743	投资净收益	71	101	86	94
固定资产	20911	24215	23981	21979	营业利润	12167	10887	12680	15346
无形资产	24516	24516	24516	24516	营业外收入	90	83	87	85
其他非流动资产	16251	9693	6735	5205	营业外支出	158	112	135	123
资产总计	97504	101203	110845	122769	利润总额	12100	10858	12632	15308
流动负债	35569	35335	35952	36940	所得税	3456	3101	3608	4372
短期借款	13171	13171	13171	13171	净利润	8644	7757	9024	10936
应付账款	2053	3185	3178	3620	少数股东损益	21	19	22	27
其他流动负债	20346	18979	19603	20149	归属于母公司净利润	8623	7738	9002	10909
非流动负债	19070	14869	14869	14869	EBITDA	15360	14478	16628	19312
长期借款	14869	14869	14869	14869	EPS (元)	1.75	1.57	1.83	2.22
其他非流动负债	4200	0	0	0					
负债合计	54639	50204	50822	51809	主要财务比率				
少数股东权益	666	685	708	735		2011	2012E	2013E	2014E
股本	4918	4918	4918	4918	成长能力				
资本公积	4348	4348	4348	4348	营业收入	40.0%	15.7%	10.0%	15.4%
留存收益	30909	41047	50049	60958	营业利润	0.5%	-10.5%	16.5%	21.0%
归属于母公司股东权益	42199	50314	59316	70225	归属于母公司净利润	-4.3%	-10.3%	16.3%	21.2%
负债和股东权益	97504	101203	110845	122769	获利能力				
					毛利率(N)	40.6%	34.4%	35.2%	35.7%
现金流量表					净利率(N)	17.7%	13.7%	14.5%	15.2%
					ROE(%)	20.4%	15.4%	15.2%	15.5%
					ROIC(%)	14.4%	13.8%	16.3%	19.9%
经营活动现金流	18923	5842	11731	13311	偿债能力				
净利润	8644	7757	9024	10936	资产负债率(N)	56.0%	49.6%	45.8%	42.2%
折旧摊销	2936	2741	3259	3518	净负债比率(N)	67.36%	73.31%	72.42%	71.04%
财务费用	257	851	689	448	流动比率	0.96	1.16	1.50	1.88
投资损失	-71	-101	-86	-94	速动比率	0.92	1.11	1.44	1.82
营运资金变动	5866	-2058	-1084	-1533	营运能力				
其他经营现金流	1291	-3347	-71	36	总资产周转率	0.57	0.57	0.59	0.61
投资活动现金流	-26071	183	81	66	应收账款周转率	75	64	63	64
资本支出	10963	0	0	0	应付账款周转率	16.23	14.14	12.64	13.54
长期投资	-1317	-69	-0	23	每股指标(元)				
其他投资现金流	-16424	114	81	89	每股收益(最新摊薄)	1.75	1.57	1.83	2.22
筹资活动现金流	8955	-1009	-663	-412	每股经营现金流(最新摊薄)	3.85	1.19	2.39	2.71
短期借款	12876	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.58	10.23	12.06	14.28
长期借款	-6792	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.12	15.73	13.52	11.16
资本公积增加	-154	0	0	0	P/B	2.88	2.42	2.05	1.73
其他筹资现金流	3026	-1009	-663	-412	EVEBITDA	9	10	8	7
现金净增加额	1374	5017	11149	12964					



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。