

评级：强烈推荐（维持）
煤炭
公司年报点评

证券研究报告

分析师 练伟 S1080510120011

电话：0755-25832906

邮件：lianwei@fcsc.cn

兖州煤业(600188)：立足本部，海外继续发力

事件：

兖州煤业发布年报，2011年全年营业收入达487.68亿元，较去年同期增加39.96%；全年利润总额120.99亿元，较去年同期降低0.12%；归属于上市公司净利润达86.22亿元，较去年同期下降4.28%；实现每股收益1.75元。

点评：

本部产量稳定，外围确保增长：2011年公司完成原煤产量5568万吨，同比增长12.7%，较上年增加627万吨；公司全年生产商品煤5091万吨，较去年同期相比增长11.8%。

公司煤炭产量的同比上升得益于下属菏泽能化、鄂尔多斯能化以及兖煤澳洲公司煤炭产销量的增长，而本部及山西能化产量则出现下滑。公司下属的鄂尔多斯能化，产量从无到有，直接增加438.2万吨的产量；而菏泽能化产量从去年同期的163万吨大幅增加到300万吨；兖煤澳洲公司产量则继续稳步提升，从去年的1202.9万吨提升到今年的1305.8万吨。

表1：公司原煤及商品煤生产情况

| 产量情况 | 2011年(万吨) | 2010年(万吨) | 增减(万吨) | 增减幅(%) |
|----------|-----------|-----------|--------|--------|
| 公司原煤总产量 | 5567.6 | 4940.3 | 627.3 | 12.7 |
| 1、公司本部 | 3399.3 | 3428.2 | -28.9 | -0.84 |
| 2、山西能化 | 124.3 | 146.2 | -21.9 | -14.98 |
| 3、菏泽能化 | 300 | 163 | 137 | 84.05 |
| 4、鄂尔多斯能化 | 438.2 | - | 438.2 | - |
| 5、兖煤澳洲 | 1305.8 | 1202.9 | 102.9 | 8.55 |
| 公司商品煤产量 | 5091.1 | 4553.3 | 537.8 | 11.81 |
| 1、公司本部 | 3384.5 | 3415 | -30.5 | -0.89 |
| 2、山西能化 | 122.6 | 144.5 | -21.9 | -15.16 |
| 3、菏泽能化 | 188.5 | 118 | 70.5 | 59.75 |
| 4、鄂尔多斯能化 | 438.2 | - | 438.2 | - |
| 5、兖煤澳洲 | 957.3 | 875.8 | 81.5 | 9.31 |

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

商品煤销售结构优化：2011年公司销售煤炭6425万吨，较2010年相比增长29.5%。公司商品煤销售增幅明显大于产量增幅，而这也得益于公司为提升贸易增收能力，加大了外购煤炭数量。2011年，公司全年外购煤炭贸易总量1331万吨，同比增长147.5%。



煤炭售价上升确保毛利率未大幅下滑：公司 2011 年主营业务中，煤炭销售收入达 454.68 亿元，同比增长 38.1%，收入的增长一部分来自于商品煤销量（含外购煤数量的增加）的增长，一部分得益于 2011 年商品煤平均售价的同比上涨。

公司煤炭 2011 年销售价格为 707.68 元/吨，较去年同期的 663.46 元/吨上涨了 6.67%，这也使得公司煤炭业务的毛利率在成本大幅上升的同时，仅出现小幅下滑。全年公司煤炭毛利率为 43.37%，略低于去年同期的 48.99%。

2011 公司因原材料价格上涨及员工工资增加导致煤炭业务成本增加 10.1%。公司吨煤销售成本为 290.31 元，同比增加 11.4%，其中原材料价格上涨导致增加 7.3 元吨煤成本，员工工资增加导致增加 20 元吨煤成本。

表 2: 公司煤炭销售价格情况

| 销量 | 2011 年 (万吨) | 2010 年 (万吨) | 增减幅 |
|----------|--------------|--------------|---------|
| 公司总体 | 6425 | 4963.4 | 29.45% |
| 1、公司本部 | 3326.2 | 3365.7 | -1.17% |
| 2、山西能化 | 122.3 | 149.8 | -18.36% |
| 3、菏泽能化 | 200.4 | 107.9 | 85.73% |
| 4、鄂尔多斯能化 | 437.9 | - | - |
| 5、兖煤澳洲 | 1006 | 802.2 | 25.41% |
| 6、外购煤 | 1330.8 | 537.8 | 147.5% |
| 平均销售价格 | 2011 年 (元/吨) | 2010 年 (元/吨) | 增减幅 |
| 公司总体 | 707.68 | 663.46 | 6.67% |
| 1、公司本部 | 686.01 | 633.59 | 8.27% |
| 2、山西能化 | 467.67 | 382.0 | 22.43% |
| 3、菏泽能化 | 912.86 | 771.99 | 18.25% |
| 4、鄂尔多斯能化 | 290.71 | - | - |
| 5、兖煤澳洲 | 929.80 | 774.19 | 20.1% |
| 6、外购煤 | 722.34 | 741.87 | -2.63% |

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

铁路、煤化工、电力业务占比很小，但增速很快：公司 2011 年主营业务中，铁路运输业务的营业收入为 4.77 亿元，煤化工业务的营业收入为 10.59 亿元，电力业务的营业收入为 3.27 亿元，三者合计仅占煤炭业务的 4%。但煤化工及电力业务增速较快，分别达到了 68.34%和 76.76%。这也与公司在获取煤炭资源时要求有相配套的转化项目有关。尽管目前煤化工、电力业务盈利状况欠佳，但适当发展此类业务，也有助于公司产业链的拓展。

投资建议：我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年将分别实现每股收益 1.79 元、1.98 元及 2.09 元，以 3 月 23 日收盘价 24.75 元计，对应市盈率分别为 13.86、12.48 及 11.84 倍，我们给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：未来煤炭价格下跌、公司海外煤炭拓展受阻将会对公司业绩造成影响。



附：盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 34,083.5 | 44,144.7 | 56,189.0 | 68,603.6 | 一、营业收入 | 48,768.3 | 51,206.8 | 56,327.4 | 59,143.8 |
| 货币资金 | 18,096.7 | 23,664.2 | 34,202.9 | 45,805.6 | 减：营业成本 | 28,965.6 | 33,310.5 | 36,641.5 | 38,473.6 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 营业税金及附加 | 600.3 | 498.8 | 548.7 | 576.1 |
| 应收款项 | 7,960.3 | 8,272.1 | 9,042.5 | 9,479.9 | 销售费用 | 2,438.7 | 2,230.5 | 2,453.5 | 2,576.2 |
| 预付款项 | 824.4 | 1,401.0 | 1,634.4 | 1,732.7 | 管理费用 | 4,129.4 | 4,232.6 | 4,444.3 | 4,555.4 |
| 存货 | 1,391.2 | 5,013.8 | 5,515.5 | 5,791.7 | 财务费用 | 256.7 | -391.7 | -393.1 | -395.0 |
| 其他流动资产 | 5,810.9 | 5,793.7 | 5,793.7 | 5,793.7 | 资产减值损失 | 281.9 | 25.3 | 18.0 | 10.2 |
| 非流动资产 | 63,420.6 | 60,715.4 | 58,010.2 | 55,305.0 | 加：公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股权投资 | 1,742.5 | 1,742.5 | 1,742.5 | 1,742.5 | 投资收益 | 71.4 | 487.9 | 487.9 | 487.9 |
| 债权与公允价值资产 | 633.7 | 633.7 | 633.7 | 633.7 | 其中：联营企业收益 | 68.9 | 487.9 | 487.9 | 487.9 |
| 固定资产 | 20,911.2 | 17,812.3 | 14,713.5 | 11,614.7 | 二、营业利润 | 12,167.1 | 11,788.8 | 13,102.5 | 13,835.3 |
| 在建工程 | 12,111.9 | 12,505.5 | 12,899.2 | 13,292.8 | 加：营业外收入 | 90.5 | 93.2 | 96.0 | 98.9 |
| 油气和生物性资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 减：营业外支出 | 157.9 | 203.7 | 229.3 | 258.1 |
| 无形及递延性资产 | 25,865.8 | 25,865.8 | 25,865.8 | 25,865.8 | 三、利润总额 | 12,099.7 | 11,678.3 | 12,969.2 | 13,676.1 |
| 其它非流动资产 | 2,155.5 | 2,155.5 | 2,155.5 | 2,155.5 | 减：所得税费用 | 3,455.6 | 2,919.6 | 3,242.3 | 3,419.0 |
| 资产总计 | 97,504.1 | 104,860.2 | 114,199.3 | 123,908.6 | 四、净利润 | 8,644.1 | 8,758.7 | 9,726.9 | 10,257.1 |
| 流动负债 | 35,569.2 | 34,166.6 | 33,778.8 | 33,231.0 | 归属母公司净利润 | 8,622.8 | 8,783.5 | 9,751.7 | 10,281.9 |
| 短期借款 | 21,937.3 | 21,937.3 | 21,937.3 | 21,937.3 | 少数股东损益 | 21.3 | -24.8 | -24.8 | -24.8 |
| 应付账款 | 2,293.4 | 2,738.9 | 3,024.7 | 3,177.1 | 五、总股本(百万股) | 4,918.4 | 4,918.4 | 4,918.4 | 4,918.4 |
| 预收帐款 | 1,629.9 | 2,051.4 | 2,336.5 | 2,468.0 | EPS(元) | 1.75 | 1.79 | 1.98 | 2.09 |
| 其它流动负债 | 9,708.7 | 7,439.0 | 6,480.3 | 5,648.7 | | | | | |
| 非流动负债 | 19,069.5 | 19,069.5 | 19,069.5 | 19,069.5 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 14,869.3 | 14,869.3 | 14,869.3 | 14,869.3 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 专项及预计负债 | 333.6 | 333.6 | 333.6 | 333.6 | 成长能力 | | | | |
| 其它非流动负债 | 3,866.7 | 3,866.7 | 3,866.7 | 3,866.7 | 营业收入 | 40.0% | 5.0% | 10.0% | 5.0% |
| 负债合计 | 54,638.8 | 53,236.1 | 52,848.3 | 52,300.6 | 营业毛利 | 24.2% | -9.6% | 10.0% | 5.0% |
| 少数股东权益 | 666.2 | 641.4 | 616.7 | 591.9 | 主业盈利 | 28.3% | -13.5% | 11.9% | 5.9% |
| 股本 | 4,918.4 | 4,918.4 | 4,918.4 | 4,918.4 | 母公司净利 | -4.3% | 1.9% | 11.0% | 5.4% |
| 资本公积与其它 | 10,944.1 | 10,944.1 | 10,944.1 | 10,944.1 | 获利能力 | | | | |
| 留存收益 | 26,336.7 | 35,120.1 | 44,871.8 | 55,153.6 | 毛利率 | 40.6% | 34.9% | 34.9% | 34.9% |
| 股东权益合计 | 42,199.1 | 50,982.6 | 60,734.3 | 71,016.1 | 主业盈利/收入 | 25.9% | 21.4% | 21.7% | 21.9% |
| 负债和股东权益 | 97,504.1 | 104,860.2 | 114,199.3 | 123,908.6 | ROS | 17.7% | 17.1% | 17.3% | 17.3% |
| | | | | | ROE | 20.4% | 17.2% | 16.1% | 14.5% |
| | | | | | ROIC | 10.9% | 9.9% | 9.9% | 9.5% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 资产负债率 | 56.0% | 50.8% | 46.3% | 42.2% |
| 经营活动现金流 | 18,922.8 | 5,316.7 | 10,051.4 | 11,113.3 | 利息保障倍数 | 33.7 | -22.4 | -24.7 | -26.0 |
| 净利润 | 8,644.1 | 8,758.7 | 9,726.9 | 10,257.1 | 速动比率 | 0.76 | 0.98 | 1.33 | 1.72 |
| 折旧摊销 | 3,217.6 | 3,124.1 | 3,116.8 | 3,109.0 | 经营现金净额/当期债务 | 0.86 | 0.24 | 0.46 | 0.51 |
| 财务费用 | 223.1 | -391.7 | -393.1 | -395.0 | 营运能力 | | | | |
| 投资损失 | -71.4 | -487.9 | -487.9 | -487.9 | 总资产周转率 | 0.50 | 0.49 | 0.49 | 0.48 |
| 营运资金变动 | 5,866.2 | -5,093.1 | -1,428.1 | -976.2 | 应收款天数 | 58.76 | 58.16 | 57.79 | 57.70 |
| 其它变动 | 1,043.1 | -593.3 | -483.2 | -393.6 | 存货天数 | 17.29 | 54.19 | 54.19 | 54.19 |
| 投资活动现金流 | -26,070.8 | 111.5 | 94.3 | 94.3 | 每股指标(元) | | | | |
| 资本支出 | -10,952.0 | -393.6 | -393.6 | -393.6 | 主业盈利/股本 | 2.57 | 2.22 | 2.49 | 2.64 |
| 长期投资 | -8,790.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股经营现金流 | 3.85 | 1.08 | 2.04 | 2.26 |
| 其它变动 | -6,328.1 | 505.2 | 487.9 | 487.9 | 每股净资产 | 8.44 | 10.24 | 12.22 | 14.32 |
| 筹资活动现金流 | 8,955.3 | 139.3 | 393.1 | 395.0 | 估值比率 | | | | |
| 债务融资 | 13,322.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/E | 14.12 | 13.86 | 12.48 | 11.84 |
| 权益融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/B | 2.93 | 2.42 | 2.02 | 1.73 |
| 其它变动 | -4,367.1 | 139.3 | 393.1 | 395.0 | | | | | |
| 汇率变动影响 | -433.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/S | 2.50 | 2.38 | 2.16 | 2.06 |
| 现金净增加额 | 1,374.0 | 5,567.5 | 10,538.7 | 11,602.6 | EV/EBITDA | 9.01 | 9.78 | 8.28 | 7.20 |

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135