

价升量增，10年业绩将大增

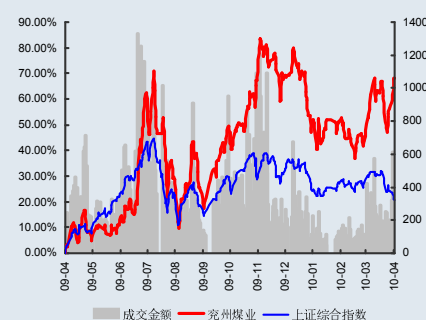
——兖州煤业（600188）点评

- 兖州煤业近日公布2009年年报和2010年一季度业绩。公司2009年共实现营业收入215亿元，同比下降18.41%；实现营业利润54亿元，同比下降37.46%；实现归属于母公司股东的净利润38.8亿元，同比下降38.64%；2009年每股收益0.79元。
- 煤炭价格下降是公司2009年业绩表现不佳的主要原因。**公司2009年综合平均煤价529.16元/吨，下降134.75元/吨，降幅20%以上。导致在煤炭产量小幅增长的情况下，收入下降19%以上。煤价下降影响到煤炭业务盈利能力，使毛利率下降4.34个百分点。
- 2010年一季度业绩猛增，价升量增将是主要推动因素。**
- 公司2010年一季度表现良好，实现营业收入70.32亿元，同比增长58.67%；营业利润26.93亿元，同比增长158.69%；归属于母公司股东的净利润21亿元，同比增长190.78%，2010年一季度每股收益为0.43元。一季度业绩猛增的主要原因是量价齐升。其中，煤炭产销量猛增35.63%和31.31%；煤炭价格增长17.41%。
- 兖煤澳洲将贡献2010产量增量的大部分**，预计达到1100万吨，贡献增量937万吨，占2009年产量的25%。另外菏泽煤化赵楼矿预计可增160万吨。预计2010年公司煤炭产量将达4870万吨。
- 2010年煤价将大幅上涨，同比增幅可达37.43%。**一方面经济增长需求拉动，煤价上涨，另一方面兖煤澳洲产量大幅增长，而其兖煤澳洲煤价较高，也结构性的带动公司综合煤价上涨。预计2010年煤价可达727元/吨，同比增幅可达37.43%。
- 风险因素：**
- 煤价波动对公司业绩影响较大，煤价上涨低于预期将严重影响公司业绩。
- 美元汇率直接关系到国际大宗商品价格及国际能源价格走势，国际原油价格波动已经超出供需影响范畴。在能源替代效应下，投资者需关注美元汇率大幅波动对国际国内煤炭价格的影响。
- 给予推荐评级。**
- 根据以上分析和预测，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为1.56元、1.84元和1.95元，同比增长98.13%、17.74%和5.97%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在36元左右。兖州煤业当前价格22.89元，动态市盈率分别为14.64、12.44和11.74，估值相对较低。我们给予兖州煤业推荐评级。**

评级：推荐

★★★★☆

1年以来兖州煤业相对表现



阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	62.01	138.02
涨跌(元)	2.05	2.81
涨跌幅(%)	9.86	14.02
行业涨跌幅(%)	-1.34	3.96
相对行业涨跌幅(%)	11.2	10.06
深成指涨跌幅(%)	-6.47	-3.69
相对大盘涨跌幅(%)	16.33	17.71

王泽军
 执业证书编号：S1490209080023
 010-58568297
 wangzejun@hrsec.com.cn

2009 年分业务收入成本和毛利率变化

	营业收入(千元)	营业成本(千元)	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利率比上年增减
1、煤炭业务	19,947,748	10,468,297	47.52	-19.84	-12.61	减少 4.34 个百分点
2、铁路运输业务	267,346	243,957	8.75	4.55	3.55	增加 0.88 个百分点
3、煤化工业务	258,867	352,943	-36.34	569.47	832.87	减少 38.50 个百分点
4、电力业务	187,541	188,855	-0.7	-9.64	-1.73	减少 8.10 个百分点
5、热力业务	15,638	7,364	52.91	7.56	-12.5	增加 10.80 个百分点

数据来源：公司公告、华融证券

公司 2009 年煤炭销量价格和收入

	2009 年			2008 年		
	销量(千吨)	销售价格(元/吨)	销售收入(千元)	销量(千吨)	销售价格(元/吨)	销售收入(千元)
一、公司						
1 号精煤	694	758.93	526,595	363	1,122.67	407,051
2 号精煤	8,362	767.1	6,414,420	7,431	1,049.70	7,800,446
国内销售	8,362	767.1	6,414,420	7,396	1,051.96	7,780,935
出口	0	—	0	35	566	19,511
3 号精煤	1,717	673.49	1,156,481	2,916	910.1	2,653,934
国内销售	1,636	675.83	1,105,737	2,657	925.43	2,458,643
出口	81	626.24	50,744	259	753.04	195,291
块煤	1,402	739.68	1,036,778	1,161	998.63	1,159,153
精煤小计	12,175	750.28	9,134,274	11,871	1,012.64	12,020,584
国内销售	12,094	751.11	9,083,530	11,577	1,019.79	11,805,782
出口	81	626.24	50,744	294	731.1	214,802
经筛选原煤	17,100	430.4	7,359,625	17,934	483.38	8,669,011
混煤及其他	4,055	249.84	1,013,401	2,597	155.57	404,101
公司合计	33,330	525.27	17,507,300	32,402	651	21,093,696
国内销售	33,249	525.02	17,456,556	32,108	650.26	20,878,894
二、山西能化	986	293.52	289,547	1,099	271.77	298,566
经筛选原煤	986	293.52	289,547	1,099	271.77	298,566
三、菏泽能化	16	528.48	8,291	—	—	—
2 号精煤	5	950.46	4,933	—	—	—
经筛选原煤	2	656.42	1,162	—	—	—
混煤及其他	9	251.57	2,196	—	—	—
四、兖煤澳洲	1,627	737.21	1,199,261	1,484	1,102.06	1,635,984
半硬焦煤	1,627	737.21	1,199,261	1,484	1,102.06	1,635,984
五、外购煤	2,058	540.67	1,112,502	2,577	741.09	1,909,638
六、本集团总计	38,017	529.16	20,116,901	37,562	663.91	24,937,884

数据来源：公司公告、华融证券

2009 年煤炭业务成本

	单位	2009 年	2008 年	增减	增减幅 (%)	
公司	销售成本总额	千元	8,803,079	9,428,885	-625,806	-6.64
	吨煤销售成本	元/吨	264.12	291	-26.88	-9.24
山西能化	销售成本总额	千元	254,158	233,584	20,574	8.81
	吨煤销售成本	元/吨	257.65	212.62	45.03	21.18
菏泽能化	销售成本总额	千元	36,788	—	—	—
	吨煤销售成本	元/吨	2,344.95	—	—	—
兖煤澳洲	销售成本总额	千元	638,357	641,448	-3,091	-0.48
	吨煤销售成本	元/吨	392.41	432.1	-39.69	-9.19
外购煤	销售成本总额	千元	1,077,538	1,810,342	-732,804	-40.48
	吨煤销售成本	元/吨	523.59	702.5	-178.91	-25.47

数据来源：公司公告、华融证券

2010 一季度分业务数据

	2010 年第一季度	2009 年第一季度	增减幅 (%)
1、煤炭业务 (千吨)			
原煤产量	11,061	8,155	35.63
商品煤产量	10,424	8,070	29.17
商品煤销量	10,393	7,915	31.31
2、铁路运输业务 (千吨)			
货物运量	4,870	3,974	22.54
3、煤化工业务 (千吨)			
甲醇产量	131	—	—
甲醇销量	130	—	—
4、电力业务 (万千瓦时)			
发电量	37,108	34,940	6.2
售电量	27,513	31,741	-13.32
5、热力业务 (万蒸吨)			
热力产量	74	54	37.04
热力销量	74	54	37.04

数据来源：公司公告、华融证券

2010 一季度煤炭业务数据

	2010 年第一季度	2009 年第一季度	增减幅 (%)
一、原煤产量	11,061	8,155	35.63
1、公司	8,223	7,791	5.54
2、山西能化	286	101	183.17
3、菏泽能化	311	—	—
4、兖煤澳洲	2,241	263	752.09
二、商品煤产量	10,424	8,070	29.17
1、公司	8,202	7,738	6

2、山西能化	286	101	183.17
3、菏泽能化	239	—	—
4、兖煤澳洲	1,697	231	634.63
三、商品煤销量	10,393	7,915	31.31
1、公司	7,983	7,534	5.96
2、山西能化	286	102	180.39
3、菏泽能化	264	—	—
4、兖煤澳洲	1,683	182	824.73
5、外购煤	177	97	82.47

数据来源：公司公告、华融证券

2010年一季度煤炭价格

煤炭销售价格	2010年第一季度	2009年第一季度	增减幅(%)	2009年度
一、公司	623.72	515.85	20.91	525.27
二、山西能化	373.8	242.37	54.23	293.52
三、菏泽能化	752.44	—	—	—
四、兖煤澳洲	589.27	1,050.38	-43.9	737.21
五、外购煤	680.01	487.33	39.54	540.67
本集团平均价格	615.5	524.25	17.41	529.16

数据来源：公司公告、华融证券

2010年一季度煤炭业务成本

	单位	2010年第一季度	2009年第一季度	增减	增减幅(%)	
公司	销售成本总额	千元	2,111,382	2,030,313	81,069	3.99%
	吨煤销售成本	元/吨	264.5	268.48	-4	-1.48%
山西能化	销售成本总额	千元	70,597	32,783	37,814	115.35%
	吨煤销售成本	元/吨	247.14	319.93	-73	-22.75%
菏泽能化	销售成本总额	千元	172,824	—	—	—
	吨煤销售成本	元/吨	654.51	—	—	—
兖煤澳洲	销售成本总额	千元	704,901	102,935	601,966	584.80%
	吨煤销售成本	元/吨	418.73	565.87	-147	-26.00%
外购煤	销售成本总额	千元	118,846	41,044	77,802	189.56%
	吨煤销售成本	元/吨	671.45	423.13	248	58.69%

数据来源：公司公告、华融证券

风险因素：

- 煤价波动对公司业绩影响较大，煤价上涨低于预期将严重影响公司业绩。
- 美元汇率直接关系到国际大宗商品价格及国际能源价格走势，国际原油价格波动已经超出供需影响范畴。在能源替代效应下，投资者需关注美元汇率大幅波动对国际国内煤炭价格的影响。

给与“推荐”评级

根据以上分析和预测，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为1.56元、1.84元和1.95元，同比增长98.13%、17.74%和5.97%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在36元左右。兖州煤业当前价格22.89元，动态市盈率分别为14.64、12.44和11.74，估值相对较低。我们给予兖州煤业推荐评级。

兖州煤业盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	261.24	215.00	359.92	430.78	484.62
减:营业成本	131.07	122.20	177.69	217.94	256.18
营业税金及附加	3.92	4.28	7.17	8.58	9.65
营业费用	6.87	5.78	9.67	11.58	13.02
管理费用	29.04	31.56	52.83	63.24	71.14
财务费用	2.34	-1.62	9.35	7.94	5.87
资产减值损失	-0.04	-0.14	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	0.72	1.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	88.76	54.06	103.20	121.50	128.76
加:其他非经营损益	-0.07	0.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.69	54.11	103.20	121.50	128.76
减:所得税	23.87	15.05	25.80	30.38	32.19
净利润	64.82	39.07	77.40	91.13	96.57
减:少数股东损益	-0.02	0.26	0.52	0.61	0.65
归属母公司股东净利润	64.84	38.80	76.88	90.51	95.92
每股收益	1.32	0.79	1.56	1.84	1.95

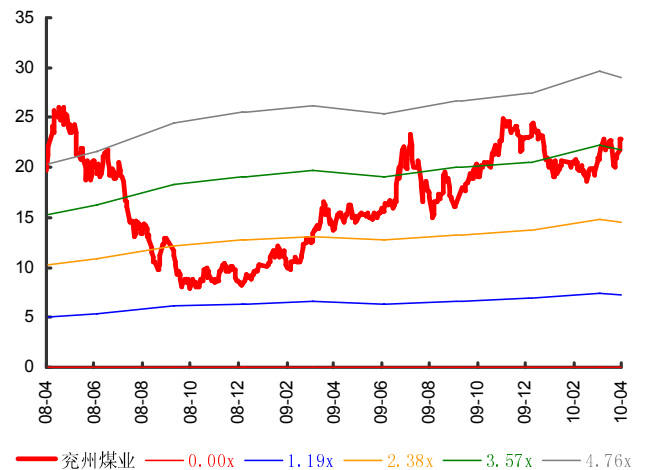
数据来源：华融证券

PE-band



数据来源：wind、华融证券

PB-band



投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100140）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn