

公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持:短期\_强烈推荐,长期\_A

## 本部价涨,子公司量价齐升,榆树湾、鄂能化或添惊喜

### ——兖州煤业(600188)公司点评

#### 核心观点

公司09年实现营业收入215.0亿元, YOY-18.4%; EPS0.79元, YOY-38.6%。10年一季度EPS0.43元, YOY 190%。拟每10股派现2.5元。

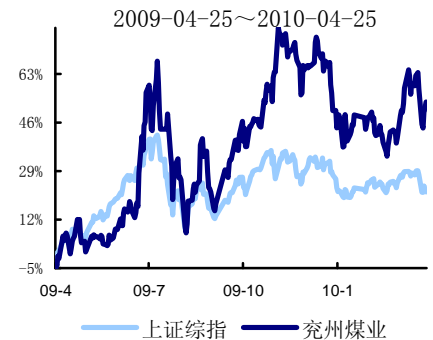
**一、09年产量稳增长,10年一季度产量增长35.6%。**公司09年生产商品煤3,577万吨,同比增长0.7%;销售煤炭3,802万吨,同比增长1.2%。10年一季度原煤产量1,106万吨,同比增长35.6%;销售煤炭1,039万吨,同比增长31%。产量增加部分主要来自于Felix的产量并入,兖煤澳洲一季度产煤169万吨,同比增长634%。

**二、菏泽能化、兖煤澳洲产能释放,榆树湾、鄂尔多斯能化或添惊喜。**菏泽能化赵楼煤矿今年开始达产,预计10-12年产煤180、250、300万吨;兖煤澳洲下属澳思达煤矿维持产能160万吨,而Felix公司进入产能释放区预计10-12年权益产能735、950、1100万吨,增速为29%、16%、18%。我们预计榆树湾煤矿股权问题有望年内得到解决,解决后可获得800万吨优质动力煤产量,公司持股41%,新增权益产量320万吨。鄂尔多斯能化有望在鄂尔多斯地区获得煤炭资源,目前正在规划阶段,我们乐观预计公司可获得1000万吨产能的煤炭资源。预计公司10-12年煤炭产量4922、5199、5399万吨,同比增长36%、5.6%、3.8%。

**三、预计2010年公司煤炭销售均价上涨30%。**本部1700万吨精煤、1000万吨混煤、煤泥价格跟随市场价,我们认为在煤炭旺季到来之后,公司本部2、3季度煤价将跟随上涨。兖煤澳洲新签订192万吨销售合同,均价131美元/吨,各煤种环比上涨40%以上。近期媒体报道印度签订270美元/吨进口合同,我们认为下半年澳洲焦煤价格将持续上涨,预计兖煤澳洲全年均价893元/吨,同比上涨33%。预计在精煤上涨的带动下公司10年煤炭销售均价696元/吨,上涨30%。

**四、盈利预测与评级。**公司本部地处消费地,精煤价将跟随市场上涨;子公司兖煤澳洲年内产能释放,且价格同比大幅增长,将成为公司盈利的“另一极”。不考虑榆树湾煤矿和鄂尔多斯煤矿的注入,预计公司10-12年EPS为1.82元、2.08元,1.98元,对应PE12、10、11倍。若榆树湾煤矿问题年内得到解决,预计将为公司贡献EPS0.1元左右,则公司10-12年EPS为1.92元、2.20元,2.11元,对应PE11、10、10倍。考虑到公司股价偏低,且不乏产能大幅增长的刺激因素,继续维持公司“短期\_强烈推荐,长期\_A”的评级。

#### 股价走势图



#### 基础数据

总股本(万股)	491840.00
流通A股(万股)	35995.82
52周内股价区间(元)	13.46-26.15
总市值(亿元)	1047.62
总资产(亿元)	622.52
每股净资产(元)	5.77
目标价	6个月 12个月

#### 相关报告

《国都证券-公司研究-估值简报-兖州煤业(600188):省内合同电煤销售量、价齐升,夯实2010年利润增长基础》  
2010-01-28

#### 财务数据与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	21500.35	36483.23	40316.71	41193.53
同比增速(%)	-18.41%	69.69%	10.51%	2.17%
净利润(百万)	3906.53	9029.27	10316.06	9795.74
同比增速(%)	-38.36%	131.13%	14.25%	-5.04%
EPS(元)	0.79	1.82	2.08	1.98
P/E	27	12	10	11

研究员:邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人:刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 一、本部产量稳定，菏泽能化、兖煤澳洲产能释放，榆树湾、鄂尔多斯能化或添惊喜

### 1、09年产量稳增长，10年一季度产量增长35.6%

公司09年生产商品煤3,577万吨，同比增长0.7%；销售煤炭3,802万吨，同比增长1.2%。10年一季度原煤产量1,106万吨，同比增长35.6%；销售煤炭1,039万吨，同比增长31%。产量增加部分主要来自于Felix的产量并入，兖煤澳洲一季度产煤169万吨，同比增长634%。

### 2、10年新增产能来自菏泽能化、兖煤澳洲，榆树湾、鄂尔多斯能化或添惊喜

**本部煤炭稳定:**公司本部6个煤矿为成熟煤矿，产能3310万吨。09年生产原煤3335.9万吨，销售3330万吨；10年一季度生产822.3万吨，销售798.3万吨。预计10年煤炭产销将较09年持平。

**山西能化:**山西能化下属天池煤业(81.31%)，核定产能120万吨，预计10-12年产量为120万吨。

**菏泽能化:**菏泽能化下属赵楼(巨野煤田)、万福煤矿，其中赵楼煤矿设计产能300万吨，09年开始生产，预计12年达产，预计菏泽能化10-12年产煤180、250、300万吨。万福煤矿规划产能180万吨，正在报批，预计将于13年达产。

**兖煤澳洲:**兖煤澳洲下属澳思达煤矿和Felix公司，其中：澳思达煤矿煤种为半硬焦煤可用于冶金，核定产能200万吨，预计10-12年产能160万吨。

Felix煤炭资产包括3个运营中的煤矿、2个开发中的煤矿以及4个煤炭勘探项目。截至2008年12月31日，Felix旗下煤矿的探明及推定储量合计为5.10亿吨，总资源量为20.06亿吨。按实际持股比例计算的探明及推定储量为3.86亿吨，总资源量为13.75亿吨。

运营中的3个煤矿为：Yarrabee露天煤矿、Ashton露天煤矿、Ashton地下煤矿。其中Ashton煤矿年产软焦煤330万吨，Minerva露天煤矿年产动力煤250万吨，Yarrabee露天煤矿年产高炉喷吹煤及动力煤170万吨。Minerva露天煤矿将于5月投产，设计产能1200万吨；Minerva井工矿产能400万吨，目前尚未投产。Felix合计产能2370万吨，预计10-12年产量1102、1300、1450万吨，权益产能735、950、1100万吨，增速为29%、16%、18%。

图表 1: Felix 产能表

单位: 亿吨, 万吨	煤种	地质储量	可采储量	持有比例	产能	10E	11E	12E	13E	14E
yarrabee 露天矿	高炉喷吹煤(90%)、动力煤(10%)	1.46	0.39	100%	180	150	180	170	170	170
Minerva 露天矿	低灰动力煤	7.4	0.25	51%	260	250	250	250	260	260
Ashton	半软焦煤(85%)、低灰动力煤(15%)	4.37	0.92	60%	330	252	300	330	330	300
moolarben	低灰动力煤	7.06	3.56	80%	1600	450	570	700	940	1120
<b>合计</b>	<b>半软焦煤等</b>		<b>3.86</b>	<b>100%</b>	<b>2370</b>	<b>1,102</b>	<b>1,300</b>	<b>1,450</b>	<b>1,700</b>	<b>1,850</b>
权益产量						<b>735</b>	<b>950</b>	<b>1100</b>	<b>1300</b>	<b>1400</b>
增速							29%	16	18%	8%

资料来源: 国都证券

**榆树湾煤矿:**榆树湾煤矿原法人主体为榆神公司，目前，法人主体由榆神公司变更

为三方合资公司的申请已提交发改委审批, 经过长时间的争取, 预计公司年内获得公司的可能性较大, 若变更完成后公司可持股 41%。榆树湾煤矿规划一期产能 1000 万吨, 二期 2000 万吨, 远景规划产能 4000 万吨。榆树湾煤矿煤种为低硫低灰高发热量的优质动力煤, 且赋存条件好, 开采难度低, 如果法人变更及采矿权划转顺利, 10 年煤矿有望释放产能 800 万吨, 直接为公司增加权益产能 328 万吨。

**鄂尔多斯能化:** 作为 60 万吨甲醇的配套煤矿, 公司有望在鄂尔多斯地区获得煤炭资源, 目前正在规划阶段, 我们乐观预计公司可获得 1000 万吨产能的煤炭资源, 该项目具有一定的不确定性。

因此, 保守预计公司 10-12 年煤炭产量 4922、5199、5399 万吨, 同比增长 36%、5.6%、3.8%; 乐观预计榆树湾、鄂尔多斯能化煤矿的顺利注入, 10-12 年产量为 4922、5990、7190 万吨, 增速为 36%、22%、20%。

图表 2: 公司煤炭资源详表

单位: 亿吨, 万吨	煤种	地质储量	可采储量	持股比例	09	10E	11E	12E	13E
<b>1、本部煤矿</b>									
南屯矿	气煤	1.23	0.32		360	360	360	360	360
兴隆庄矿	气煤	3.33	1.05		670	670	670	670	670
鲍店煤矿	气煤	2.94	0.83		610	610	610	610	610
东滩煤矿	气煤	4.64	1.13		700	700	700	700	700
济宁二号煤矿	气煤	4.18	1.69		400	400	400	400	400
济宁三号煤矿	气煤	2.33	0.97		620	620	620	620	620
<b>本部小计</b>		<b>18.66</b>	<b>5.98</b>		<b>3360</b>	<b>3360</b>	<b>3360</b>	<b>3360</b>	<b>3360</b>
<b>2、山西能化</b>									
天池煤矿	贫煤、无烟煤	1.32	0.83	81%	110	120	120	120	120
<b>3、菏泽能化</b>									
赵楼煤矿	1/3 焦和气煤	<b>2.08</b>	1.26	98%		180	250	300	300
万福煤矿	1/3 焦和气煤			98%					180
<b>4、兖煤澳洲</b>									
澳思达煤矿	半硬焦煤	1.4	0.5	100%	60	160	160	160	160
菲利克斯公司	半软焦煤等		3.86	100%	100	1,102	1,300	1,450	1,700
<b>5、榆林能化</b>									
榆树湾煤矿	不粘煤、长焰煤	18.05	12.45	41%			800	800	800
<b>6、鄂尔多斯能化</b>									
煤炭资源开发								1000	1000
<b>合计</b>		<b>43.75</b>	<b>17.55</b>		<b>3630.5</b>	<b>4922</b>	<b>5990</b>	<b>7190</b>	<b>7620</b>
增速						36%	22%	20%	6%
<b>权益</b>					<b>3610</b>	<b>4897</b>	<b>5491</b>	<b>5691</b>	<b>6118</b>
增速						36%	12%	4%	8%

资料来源: 国都证券

## 二、预计 2010 年煤价上涨 31%

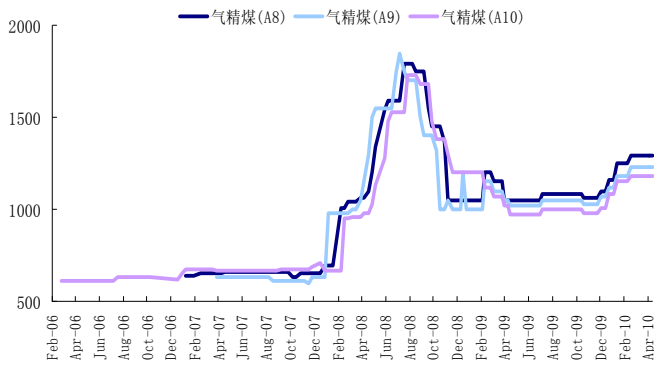
### 1、预计本部煤价上涨 21%:

- 公司本部销售电煤 2200 万吨左右, 其中已签订 10 年合同煤 1001 万吨, 平均含税基准价比 2009 年度上涨 17.6%。
- 其余 1000 万吨混煤和煤泥以地销价为主, 目前混煤车板价 635 元/吨, 同比上涨 32%; 气煤涨至 800 元/吨, 同比上涨 33%; 煤泥价格变化不大。
- 1700 万吨精煤按市场价销售。山东兖州气精煤价格持续上涨, 涨至 1230 元/吨左右, 较年初上涨 200 元, 同比上涨 20%。

公司本部一季度煤炭销售均价 624 元/吨, 同比上涨 21%, 我们认为随着煤炭旺季的到来电煤价格将持续走高, 气精煤及电煤价格也将持续走高, 公司 2、3 季度煤价将

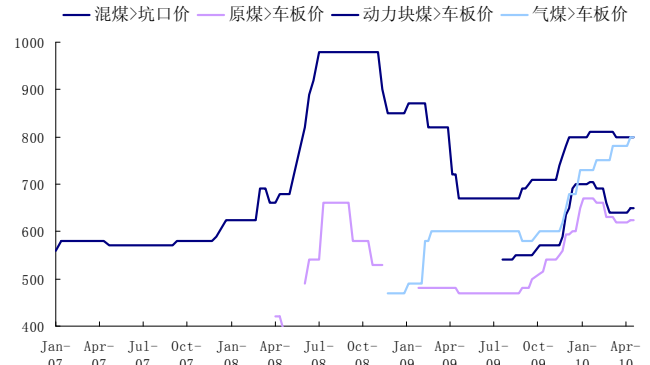
持续上涨。

图 1: 气精煤车板价涨至 1200 元/吨



资料来源: 煤炭资源网、国都证券

图 2: 电煤小幅上涨, 气煤涨至 800 元/吨



资料来源: 煤炭资源网、国都证券

2、山西能化: 主要销售经筛选原煤, 一季度 373.8 元/吨, 上涨 54%, 预计全年煤价 385 元/吨左右。

3、菏泽能化: 生产 2 号精煤和电煤, 煤种为 1/3 焦, 煤质好于本部, 目前洗煤厂尚未建好, 经初步挑选后销售, 09 年均价 528 元/吨, 10 年一季度 752 元/吨。后期洗煤厂建成后, 精煤洗出率提高, 洗精煤价格可涨至 1200 元/吨以上。预计 10 年年均价 800 元/吨左右, 同比上涨 51%。

4、兖煤澳洲: 2 季度均价上涨至 131 美元/吨, 且升势不减。兖煤澳洲一季度煤炭均价下降 44% 至 589 元/吨, 我们认为这是由于并入的 Felix 矿煤种不同以及实施旧财年煤价所致。根据公司披露 4-6 月份已签订销售合同 192 万吨, 均价 131 美元/吨, 硬焦煤等煤种价格较 09 年环比增加 40% 以上。并且媒体报道印度进口澳洲焦煤价格为 270 元/吨, 我们认为 10 年 3、4 季度澳洲焦煤将持续上涨趋势, 预计兖州澳洲 10 年销售均价 893 元/吨, 同比上涨 21%。

图表 3: 兖煤澳洲煤种价格、产量预测

	09 年及 1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010 年平均
硬焦煤	129	200	250	250	207
半软焦煤	110	160	180	180	158
动力煤	70	98	110	110	97
均价 (人民币)	668	874	1004	1004	893

资料来源: 国都证券

考虑到公司本部精煤、动力煤价的上涨以及下半年澳洲煤价继续上调, 预计 10-12 年公司煤炭销售均价为 696 元/吨、721 元/吨、712 元/吨, 同比增长 31%、3%、-1%。

图表 4: 公司煤价预测

价格	2007	2008	2009	1Q2010	2010	2011	2012	2013
一、公司本部			525	624	639	639	617	602
1 号精煤	644.34	1,123	758.93		933	933	915	897
2 号精煤	600.87	1,050	767.1		944	944	925	906
国内销售	605.67	1,052	767.1					
出口	461.43	566	—					
3 号精煤	506.99	910	673.49		876	876	858	841
国内销售	513.67	925	675.83					
出口	475.23	753	626.24					
块煤	587.45	999	739.68		814	814	797	781
精煤小计	555.32	1,013	750.28		935	935	916	898
国内销售	564.49	1,020	751.11			0	0	0

	出口	473.31	731	626.24		0	0	0
	经筛选原煤	348.03	483	430.4	494.23	519	519	478
	混煤及其他	168.92	156	249.84		257	257	237
	公司合计	437.06	651	525.27				
	国内销售	435.02	650	525.02				
<b>二、山西能化</b>		<b>208.68</b>	<b>272</b>	<b>293.52</b>	<b>373.8</b>	<b>385</b>	<b>389</b>	<b>381</b>
	经筛选原煤			293.52				
<b>三、菏泽能化</b>				<b>528.48</b>	<b>752.44</b>	<b>775</b>	<b>798</b>	<b>814</b>
	2号精煤			950.46				
	经筛选原煤			656.42				
	混煤及其他			251.57				
<b>四、兖煤澳洲</b>		<b>522.78</b>	<b>1,102</b>	<b>737.21</b>	<b>668.21</b>	<b>893</b>	<b>938</b>	<b>928</b>
	半硬焦煤			737.21				
	半软焦煤							
<b>五、外购煤</b>		<b>507.01</b>	<b>741</b>	<b>540.67</b>	<b>680.01</b>	<b>714</b>	<b>750</b>	<b>787</b>
	国内销售	505.89	740					
	出口	590.66	912					
<b>六、集团总计</b>		<b>434.39</b>	<b>664</b>	<b>529.16</b>	<b>628</b>	<b>696</b>	<b>721</b>	<b>712</b>

资料来源：国都证券

### 三、盈利预测与评级

不考虑榆树湾煤矿和鄂尔多斯煤矿的注入，预计公司 10-12 年 EPS 为 1.82 元、2.08 元、1.98 元，对应 PE12、10、11 倍，估值低于行业 17 倍的水平。若榆树湾煤矿问题年内得到解决，当年达产 800 万吨，以当前煤价 400 元/吨，成本 140 元/吨计算，则预计为公司贡献 EPS 0.1 元左右，则公司 10-12 年 EPS 为 1.92 元、2.20 元、2.11 元，对应 PE11、10、10 倍。并且公司鄂尔多斯能化获得煤炭资源的可能性较大，以 12 年达产 1000 万吨的乐观预计，则公司 12 年 PE 低于 10 倍。公司股价明显处于低估的水平，且具有刺激股价上升因素，我们继续维持“短期\_强烈推荐，长期\_A”的评级。

### 四、风险提示

房地产调控政策的出台将对整个周期行业估值构成打压，其目前蓝筹股估值普遍下行，对公司股价构成负面影响。

**附录：财务预测表**

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	20885	27713	39822	51888	<b>营业收入</b>	21500	36483	40317	41194
现金	12293	18030	29565	39773	营业成本	12220	17702	19375	20498
应收账款	437	484	567	633	营业税金及附加	428	644	707	757
其它应收款	295	576	308	635	营业费用	578	1146	1134	1187
预付账款	76	42	36	1	管理费用	3156	5044	5344	5734
存货	886	1165	1032	1468	财务费用	-162	-376	-376	-376
其他	6897	7416	8314	9378	资产减值损失	-14	0	0	0
<b>非流动资产</b>	41367	45315	52907	63047	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	972	910	914	932	投资净收益	112	93	103	98
固定资产	17080	16789	16190	15442	<b>营业利润</b>	5406	12416	14235	13492
无形资产	19336	25533	33781	44525	营业外收入	44	38	41	41
其他	3980	2083	2022	2147	营业外支出	39	33	36	34
<b>资产总计</b>	62252	73028	92730	114934	<b>利润总额</b>	5411	12422	14241	13499
<b>流动负债</b>	10941	8452	10215	11798	所得税	1505	3393	3925	3704
短期借款	0	40	53	31	<b>净利润</b>	3907	9029	10316	9796
应付账款	1307	1114	1467	1536	少数股东损益	26	62	73	70
其他	9634	7298	8694	10230	<b>归属母公司净利润</b>	3880	8967	10243	9726
<b>非流动负债</b>	22852	28551	37880	50418	EBITDA	5244	12918	14753	14023
长期借款	20912	27772	36944	49200	EPS (元)	0.79	1.82	2.08	1.98
其他	1940	779	936	1218					
<b>负债合计</b>	33793	37003	48095	62216	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	102	164	236	307		2009	2010E	2011E	2012E
股本	4918	4918	4918	4918	<b>成长能力</b>				
资本公积金	4548	4548	4548	4548	营业收入	-18.4%	69.7%	10.5%	2.2%
留存收益	17409	26376	34913	42927	营业利润	-37.5%	129.7%	14.6%	-5.2%
归属母公司股东权益	26894	35861	44398	52412	归属母公司净利润	-38.6%	131.1%	14.2%	-5.1%
<b>负债和股东权益</b>	62252	73028	92730	114934	<b>获利能力</b>				
					毛利率	43.2%	51.5%	51.9%	50.2%
					净利率	18.0%	24.6%	25.4%	23.6%
					ROE	14.4%	25.0%	23.1%	18.6%
					ROIC	10.0%	19.5%	19.5%	15.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	54.3%	50.7%	51.9%	54.1%
					净负债比率	66.68%	76.78%	78.53%	80.73%
					流动比率	1.91	3.28	3.90	4.40
					速动比率	1.83	3.14	3.80	4.27
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.54	0.49	0.40
					应收帐款周转率	51	77	74	67
					应付帐款周转率	11.31	14.62	15.01	13.65
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.79	1.82	2.08	1.98
					每股经营现金	1.25	1.07	2.35	2.02
					每股净资产	5.47	7.29	9.03	10.66
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.00	11.68	10.23	10.77
					P/B	3.90	2.92	2.36	2.00
					EV/EBITDA	22	9	8	8

资料来源：公司报表、国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			