



2010年8月23日

评级：审慎推荐

煤炭

公司研究报告

第一创业证券研究所  
分析师：练伟 S1080210030002  
电话：0755-25832906  
邮件：[lianwei@fcsc.cn](mailto:lianwei@fcsc.cn)

## 兖州煤业（600188.SH）

——掘煤澳洲确保增长

### 事件要点：

8月23日，公司发布半年报，上半年公司累计实现营业收入1560134万元，同比增长61.44%；净利润263297万元，同比增长38.29%；上半年每股收益0.535元，同比增长38.29%。

### 点评：

**上半年煤炭产销增量得益于兖煤澳洲公司：**公司上半年完成原煤产量2288.6万吨，同比增长32.47%；销售商品煤2285.6万吨，同比增加29.41%。

上半年煤炭产销量的同比大幅上升得益于下属几个子公司煤炭产销量的增长，而本部产量增长幅度较小。公司下属的山西能化和菏泽能化虽然产量不大，但也分别贡献了26.6万吨和66.2万吨的增量，而兖煤澳洲则贡献了374.8万吨的增量，成为公司煤炭产量的主要增长点。同时，公司上半年增加的519万吨煤炭销售中，有243万吨来自兖煤澳洲公司。

表 1：公司原煤生产情况

产量情况	2010年1-6月 (万吨)	2009年1-6月 (万吨)	增减(万吨)	增减幅(%)
公司原煤总产量	2288.6	1727.6	561	32.47
1、公司本部	1702	1608.6	93.4	5.81
2、山西能化	74	47.4	26.6	56.12
3、菏泽能化	66.2	—	66.2	—
4、兖煤澳洲	446.4	71.6	374.8	523.46

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

**煤炭售价上升导致利润上升：**公司上半年主营业务中，煤炭销售收入达145.445亿元，同比增长59.8%，收入的增长小部分来自于商品煤销量的增长，大部分得益于今年上半年商品煤平均售价的同比上涨。如公司本部上半年煤炭由去年同期的507.33元/吨，上涨到今年上半年的627.83元/吨，山西能化销售价格也有所上涨，唯一出现下跌的是兖煤澳洲的煤炭销售价格，但由于其销量仅占公司总销量的13.24%，因而公司总体销售均价还是出现上涨，上涨幅度达到了23.52%。



表 2: 公司煤炭销售价格情况

平均销售价格	2010 年 1-6 月(元/吨)	2009 年 1-6 月(元/吨)	增减幅
公司总体	636.35	515.18	23.52%
1、公司本部	627.83	507.33	23.75%
2、山西能化	360.5	291.68	23.59%
3、菏泽能化	741.39	—	—
4、兖煤澳洲	674.11	893.35	-24.54%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

**澳元贬值导致汇兑账面损失，但实质影响不确定：**2010 年 6 月 30 日，澳元对美元汇率相对去年底贬值 5.14%，兖煤澳洲的 31.055 亿美元的贷款也随之发生账面汇兑损失，损失额为 1.87 亿澳元，折合人民币 11.14 亿元，在中期报表中产生较大亏损。而从目前的汇率情况看，澳元兑美元汇率水平已逐步回到去年底水平，如 2010 年 8 月 22 日，澳元兑美元的汇率为 0.8922，已接近去年底 0.8985 的水平。因而汇率变动这块对公司年底业绩的影响，暂时还不确定。

**未来增量，国内国外齐头并进：**公司本部兴隆庄矿、鲍店矿、东滩矿、南屯矿、济宁二号矿及济宁三号矿等六个矿，产量稳定，增长潜力不大，未来的主要增长点在于赵楼矿。赵楼矿的核定生产能力 300 万吨，后续有望提升到 600 万吨。另外公司全资控股的鄂尔多斯能化及公司持股 41% 的陕西榆树湾项目，也为公司未来的煤炭产量增长提供了保障。

公司在海外的增长点主要来自于 2009 年底收购完成的 Felix 公司，今年有望贡献产量 1000 万吨，到 2014 年有望达到 1800 万吨。

**投资建议：**我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年将分别实现每股收益 1.29 元、1.77 元及 1.82 元，以 8 月 20 日收盘价 18.27 元计，对应市盈率分别为 14.18、10.35 及 10.03 倍，给予公司“审慎推荐”评级。



附：预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>20,885.1</b>	<b>28,015.0</b>	<b>38,110.1</b>	<b>48,656.2</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>21,500.4</b>	<b>33,356.1</b>	<b>40,027.3</b>	<b>46,031.4</b>
货币资金	12,292.9	16,207.8	24,462.5	33,345.9	减: 营业成本	12,220.2	18,797.4	22,556.9	25,940.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	428.3	585.8	703.0	808.4
应收账款	5,427.4	7,519.4	8,946.6	10,268.4	销售费用	577.8	1,431.0	1,755.7	2,019.0
预付款项	76.4	455.3	595.7	691.5	管理费用	3,156.2	3,652.1	5,055.5	6,971.6
存货	886.4	1,361.6	1,634.2	1,879.4	财务费用	-162.2	1,204.9	-63.4	-63.4
其他流动资产	2,202.0	2,471.0	2,471.0	2,471.0	资产减值损失	-13.6	7.2	29.9	27.7
<b>非流动资产</b>	<b>41,367.3</b>	<b>39,663.6</b>	<b>38,032.8</b>	<b>36,402.1</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	971.9	964.0	964.0	964.0	投资收益	112.1	131.8	269.9	269.9
债权与公允价值资产	264.7	179.4	179.4	179.4	其中: 联营企业收益	0.0	135.0	269.9	269.9
固定资产	17,079.5	15,318.6	13,623.8	11,929.0	<b>二、营业利润</b>	<b>5,405.8</b>	<b>7,809.4</b>	<b>10,259.7</b>	<b>10,597.6</b>
在建工程	1,192.7	2,001.7	2,065.7	2,129.7	加: 营业外收入	44.4	54.4	56.0	57.7
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	39.0	69.8	94.9	106.9
无形及递延性资产	20,128.6	19,030.1	19,030.1	19,030.1	<b>三、利润总额</b>	<b>5,411.2</b>	<b>7,793.9</b>	<b>10,220.7</b>	<b>10,548.4</b>
其它非流动资产	1,729.8	2,169.8	2,169.8	2,169.8	减: 所得税费用	1,504.6	1,447.7	1,533.1	1,582.3
<b>资产总计</b>	<b>62,252.3</b>	<b>67,678.6</b>	<b>76,142.9</b>	<b>85,058.2</b>	<b>四、净利润</b>	<b>3,906.5</b>	<b>6,346.2</b>	<b>8,687.6</b>	<b>8,966.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,940.7</b>	<b>10,918.1</b>	<b>10,694.7</b>	<b>10,644.0</b>	归属母公司净利润	3,880.3	6,337.1	8,683.2	8,961.6
短期借款	1,620.2	1,778.1	1,778.1	1,778.1	少数股东损益	26.2	9.1	4.5	4.5
应付账款	1,434.9	1,821.5	2,115.4	2,420.2	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>4,918.4</b>	<b>4,918.4</b>	<b>4,918.4</b>	<b>4,918.4</b>
预收帐款	1,664.4	1,578.8	1,785.1	2,042.6	<b>EPS (元)</b>	<b>0.79</b>	<b>1.29</b>	<b>1.77</b>	<b>1.82</b>
其它流动负债	6,221.2	5,739.7	5,016.2	4,403.1					
<b>非流动负债</b>	<b>22,852.1</b>	<b>23,060.4</b>	<b>23,060.4</b>	<b>23,060.4</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	20,911.7	21,255.3	21,255.3	21,255.3	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
专项及预计负债	134.8	175.0	175.0	175.0	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	1,805.6	1,630.2	1,630.2	1,630.2	营业收入	-17.7%	55.1%	20.0%	15.0%
<b>负债合计</b>	<b>33,792.9</b>	<b>33,978.5</b>	<b>33,755.2</b>	<b>33,704.4</b>	营业毛利	-28.7%	56.9%	20.0%	15.0%
<b>少数股东权益</b>	<b>101.7</b>	<b>113.9</b>	<b>118.4</b>	<b>122.9</b>	主业盈利	-43.3%	73.7%	12.0%	3.4%
股本	4,918.4	4,918.4	4,918.4	4,918.4	母公司净利	-40.2%	63.3%	37.0%	3.2%
资本公积与其它	7,807.7	7,690.3	7,690.3	7,690.3	<b>获利能力</b>				
留存收益	14,168.0	19,275.5	27,958.7	36,920.3	毛利率	43.2%	43.6%	43.6%	43.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>26,894.1</b>	<b>31,884.2</b>	<b>40,567.4</b>	<b>49,529.0</b>	主业盈利/收入	23.8%	26.7%	24.9%	22.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>62,252.3</b>	<b>67,678.6</b>	<b>76,142.9</b>	<b>85,058.2</b>	ROS	18.2%	19.0%	21.7%	19.5%
					ROE	14.4%	19.9%	21.4%	18.1%
					ROIC	7.9%	11.5%	13.6%	12.3%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	资产负债率	54.3%	50.2%	44.3%	39.6%
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,171.8</b>	<b>7,539.6</b>	<b>7,985.5</b>	<b>8,614.1</b>	利息保障倍数	-24.1	5.3	-137.0	-141.4
净利润	3,906.5	6,346.2	8,687.6	8,966.1	速动比率	1.63	2.21	3.18	4.16
折旧摊销	1,679.1	2,017.4	1,724.7	1,722.5	经营现金净额/当期债务	3.81	4.24	4.49	4.84
财务费用	-11.0	873.2	-63.4	-63.4	<b>营运能力</b>				
投资损失	-112.1	-131.8	-269.9	-269.9	总资产周转率	0.35	0.49	0.53	0.54
营运资金变动	539.6	-1,090.8	-1,759.8	-1,469.4	应收款天数	90.88	81.15	80.46	80.31
其它变动	169.6	-474.6	-333.7	-271.8	存货天数	26.11	26.08	26.08	26.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>-24,494.1</b>	<b>-1,874.5</b>	<b>205.9</b>	<b>205.9</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-1,730.3	-1,851.3	-64.0	-64.0	主业盈利/股本	1.04	1.81	2.02	2.09
长期投资	-20,379.2	-316.8	0.0	0.0	每股经营现金流	1.25	1.53	1.62	1.75
其它变动	-2,384.5	293.5	269.9	269.9	每股净资产	5.45	6.46	8.22	10.05
<b>筹资活动现金流</b>	<b>18,498.7</b>	<b>-1,561.3</b>	<b>63.4</b>	<b>63.4</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	20,531.8	463.3	0.0	0.0	P/E	23.16	14.18	10.35	10.03
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.35	2.83	2.22	1.82
其它变动	-2,033.1	-2,024.6	63.4	63.4	P/S	4.18	2.69	2.24	1.95
<b>汇率变动影响</b>	<b>-98.1</b>	<b>-35.8</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	14.89	9.02	7.74	6.82
<b>现金净增加额</b>	<b>78.3</b>	<b>4,067.9</b>	<b>8,254.8</b>	<b>8,883.4</b>					

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 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

### 第一创业证券有限责任公司

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

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120