

兗州煤業 (600188.SH/1171.HK)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	買進	600188.SH	目標價：38.8 RMB
	H 股	1171.HK	目標價：32.3 HKD

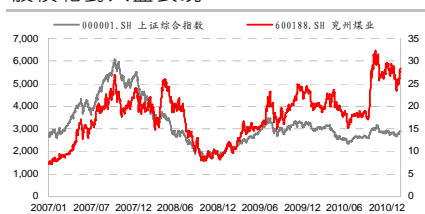
基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價	23.4	28.07
股票代碼	1171.HK	600188.SH
日成交量	31550	49647
52周最高價/最低價	14.5/26.2	14.88/33.65
發行股數(百萬股)	1958	4918
其中：流通股(百萬股)	1958	360
第一大股東	兗礦集團有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600188.SH	13%	1%	-1%	36%
000001.SH	6%	5%	0%	-3%

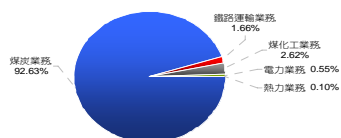
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

產品主結構



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：李鑫 Xin Li
電郵：lixin.sh@masterlink-cn.com

內生性增長潛力大，未來可享受澳幣升值

- 預計2010-2015年公司原煤產量年複合增長率將達到15.5%。兗州煤業是華東地區最大的煤炭上市公司，近年來公司多次進行煤炭資源擴張，已控（參）股昊盛煤業、榆樹灣煤礦、東勝轉龍灣井田及金雞灘煤田等煤礦資產。預計2010-2012年公司原煤產量將分別達到4,775萬噸、5,785萬噸和5,845萬噸，YoY+31.5%、21.2%和1.04%；到2015年公司原煤產量將達到9,825萬噸，比2010年增長約2倍，年複合增長率為15.5%。
- 公司調整銷售結構，未來可享受煤價上漲帶來的業績增長。公司簽訂2011年度電煤銷售合同量合計1,799萬噸，YoY-10.1%，而銷售價格中僅省內電煤合同價格YoY-1.21%。我們認為，在發改委去年12月份“限價令”影響下，公司2011年度國家重點電煤合同的量價均保持與上年持平在市場預期之內；由於公司現貨煤銷售比例高達70%，量的降幅大於價格降幅也保證了公司未來能夠受益於煤價上漲帶來的業績增長。
- 預計未來澳元匯率將持續上漲，公司匯兌收益將不斷增加。截至2011年2月15日，澳元兌美元匯率為0.9974，與2010年9月30日的匯率水準相比，上漲3.17%。澳元被稱為“商品貨幣”，其匯率與大宗商品價格存在緊密聯繫。在美日等國實行“量化寬鬆”政策、國際流動性過剩的背景下，大宗商品的價格迅速上漲，澳元匯率未來仍有上漲空間，未來匯兌收益有望貢獻更多的業績。
- 評級及投資建議：考慮到公司具有較強的內生增長潛力，未來5年煤炭產量年複合增長率為15.5%，且澳洲洪災導致國際煤價具有持續上漲預期。元富預估公司2010、2011年EPS 1.75元和1.94元，給予公司2011年A股20倍PE、H股14倍PE，對應A股目標價38.8元人民幣、H股目標價32.3港元，給予公司A股和H股均為買進評級。
- 風險：1) 宏觀經濟增長放緩；2) 澳元大幅貶值。

主要財務分析

	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	16,596	26,124	21,548	34,723	40,040
年增率(%)	14.78%	57.41%	-17.51%	61.14%	15.31%
主營業務利潤	4,379	8,904	5,294	11,689	12,808
年增率(%)	36.80%	103.34%	-40.54%	120.82%	9.57%
淨利潤	2,693	6,584	3,880	8,605	9,556
年增率(%)	46.20%	144.45%	-41.06%	121.75%	11.05%
每股收益	0.55	1.34	0.79	1.75	1.94
市盈率(倍)	40.07	6.24	29.20	16.04	19.97
市淨率(倍)	5.51	1.53	3.98	1.06	1.11
股價/經營現金	(373.02)	14.97	(1,553.36)	4.52	5.46
ROA(%)	10.63%	20.18%	6.28%	18.28%	17.00%
ROE(%)	13.68%	24.54%	13.73%	29.59%	24.78%
現金股利率	0.93%	2.14%	1.79%	2.85%	2.58%

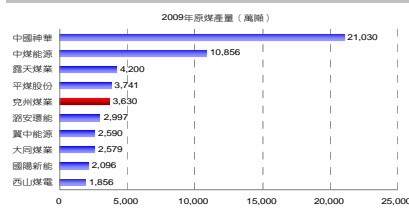
資料來源：元富上海



兗州煤業是華東地區最大的煤炭上市公司，煤炭業務營收占比**92.63%**

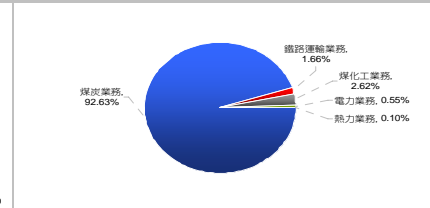
兗州煤業是中國華東地區最大的煤炭生產企業，也是國內唯一一家境內外三地（上海、香港、紐約）上市的煤炭公司。目前公司本部擁有 6 座煤礦，並擁有澳大利亞澳思達煤礦及荷澤能化公司 98.33% 股權，山西能化公司 98% 股權以及澳大利亞菲利克斯煤礦 100% 股權。目前公司煤炭資源總儲量超過 120 億噸，2009 年公司原煤產量為 3,630 萬噸，名列 A 股煤炭上市公司第五位。根據公司 2010 年中報顯示，煤炭業務占公司主營業務收入的 92.63%。

A 股煤炭上市公司產量排名



資料來源：元富上海

兗州煤業營收結構 (1H2010)



資料來源：元富上海

公司本部六礦投產時間較早、產能釋放基本結束，未來擴產可能性較小

公司本部主要擁有以下六個礦井：南屯礦、鮑店礦、興隆莊、東灘礦、濟寧二號礦、濟寧三號礦。目前上述六礦的合計資源儲量為18.66億噸，年生產能力在3,300-3,400萬噸，均已達產，因此產量較為穩定，未來擴產空間並不大。本部六礦2009年原煤產量為3,340萬噸，2010年1-9月原煤產量達到2,559萬噸，僅YoY+3.16%。

公司本部六礦儲量及產量

煤礦名稱	煤種	井田面積 (平方公里)	地質儲量 (百萬噸)	可采儲量 (百萬噸)	投產時間	產量 (百萬噸)		
						2007	2008	2009
南屯礦	二號精煤/動力煤	35.2	118	30	1973	3.9	3.5	3.8
鮑店礦	二號精煤/動力煤	36.4	288	80	1986	5.8	6	5.7
興隆莊礦	一、二號精煤/動力煤	59.8	326	110	1981	6.8	6.6	6.6
東灘礦	二號精煤/動力煤	60	457	110	1989	7.6	7	7.5
濟寧二號礦	二號精煤/動力煤	87.1	413	170	1997	3.4	3.9	3.6
濟寧三號礦	優質氣肥煤	105.1	228	100	2000	6.1	6.2	6.2
本部合計		386.6	1,831	600		33.6	33.2	33.4

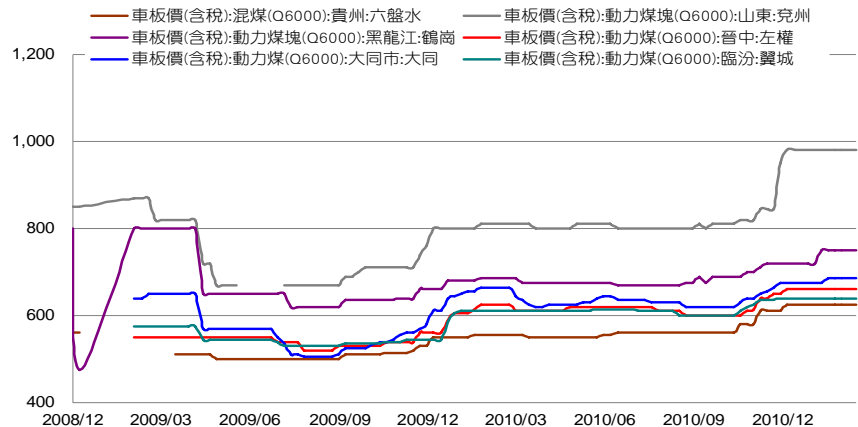
資料來源：元富上海

公司具有較為明顯的區位優勢，煤價長期高於其他產煤地

公司本部位於山東省西南部，緊鄰江蘇省，在運距和運輸條件方面相比“三西”地區（山西、陝西及內蒙古西部）擁有較為明顯的優勢：1）公司所產動力煤發熱量在 5,000 大卡左右，以就近銷售為主，主要供應山東本省及華東地區電力企業；2）公司所產 1、2 號精煤可供大型鋼廠做噴吹煤，與山西噴吹煤生產企業相比，公司具有運距短的區位優勢，並且公司與山東省內及華東地區下游鋼廠建立了穩定的合作關係；3）公司所產 3 號精煤發熱量超過 6,500 大卡，屬於優質動力煤品種，也是公司打開華東、華南動力煤市場的主要產品。正是基於上述優勢，長期以來公司本部煤炭價格高於其他主要產煤地價格。



兗州當地煤價遠高於其他主要產煤地



資料來源：元富上海

公司在本部之外擁有多處控（參）
股煤礦資產，大多於 2013 年後投產

公司在國內還控股以下煤礦：天池煤礦（山西能化81.31%股權）、趙樓煤礦（荷澤能化98.33%股權）、萬福煤礦（荷澤能化98.33%股權）、鄂爾多斯能化（100%股權）、榆樹灣煤礦（榆林能化41%股權）、昊盛煤業（鄂爾多斯能化51%股權）、東勝轉龍灣井田（鄂爾多斯能化100%股權）。另外公司與兗礦集團、陝西延長集團共同投資成立陝西未來能化公司，負責開發儲量20億噸的金雞灘煤田及配套煤制油項目，公司持股25%。在以上公司所控（參）股煤礦中，除天池煤礦已達產外，趙樓煤礦預計2012年達產，萬福煤礦、鄂爾多斯能化及昊盛煤業預計2013年投產，而榆樹灣煤礦、金雞灘煤田和東勝轉龍灣井田仍處於籌備發開中，投產時間未知。

公司在本部之外所控（參）股煤礦一覽

煤礦名稱	煤種	股權比例	井田面積 (平方公里)	地質儲量 (百萬噸)	可采儲量 (百萬噸)	設計產能 (萬噸)
天池煤礦	貧煤、無煙煤	81.31%	19.8	130	80	120
趙樓煤礦	1/3焦煤和氣煤	98.33%	144.9	1,080	250	300
萬福煤礦	1/3焦煤和氣煤	98.33%	129.9	310	140	180
鄂爾多斯能化	優質動力煤	100.00%	-	1,680	-	1,000
榆樹灣煤礦	不粘煤、長焰煤	41.00%	88.9	1,805	1,250	800
昊盛煤業	優質動力煤	51.00%	69	1,644	-	1,000
東勝轉龍灣井田	優質動力煤	100.00%	43.5	548	-	800
金雞灘煤田	優質動力煤	25.00%	-	1,343	1,010	800
合計			496	8,540	1,720	5,000

資料來源：元富上海

目前兗煤澳洲煤礦資源量合計達到
20.68 億噸

2009年公司以現金33.33億澳元收購澳大利亞菲利克斯公司100%股權，從而使公司通過全資子公司——兗煤澳洲擁有澳思達、Yarrabee、Ashton、Moolarben四個成熟礦井，以及Athena、Harry-brandt、Wilpeena三個勘探項目，合計資源量約20.68億噸，可采儲量5.3億噸。2010年1-9月兗煤澳洲原煤產量為834.6萬噸，YoY+554%，預計2011年兗煤澳洲原煤產量將達到2,000萬噸。2010年12月30日，公司對兗煤澳洲增資9.09億澳元，折合人民幣約59億元，增資完



成後，兗煤澳洲資產負債率將降至72.34%，有助於其降低財務費用。我們認為，增資是公司為了兌現2009年收購菲利克斯公司時承諾最晚於2012年底在澳大利亞上市，未來上市成功後，兗煤澳洲將加快進行煤礦資產的收購，有利於公司煤炭資源量的提高和可持續發展能力的提升。另外，對於澳洲洪災對兗煤澳洲煤礦產量的影響，公司表示水災對昆士蘭州地區煤炭生產影響較大，但公司在昆士蘭州礦井只有Yarrabee一處，產能179萬噸/年，而且水災只是影響了煤炭運輸的公路，礦井本身受影響較小，損失有限。

兗煤澳洲所屬煤礦主要情況

煤礦名稱	狀態	煤種	股權比例	資源量 (百萬噸)	探明及推定儲量 (百萬噸)	商品煤產能 (萬噸)	2009財年產量 (萬噸)
澳思達煤礦	運營	半硬焦煤	100%	140	50	200	161
Yarrabee露天煤礦	運營	高爐噴吹煤	100%	117.2	27.5	170	151
Ashton露天煤礦	運營	半軟焦煤	90%	118.9	49.1	350	323
Ashton地下煤礦	運營	半軟焦煤	90%	322.7	47.4	-	-
Moolarben露天煤礦	在建	動力煤	80%	406.6	277.7	1,000	-
Moolarben地下煤礦	在建	動力煤	80%	299.8	79.1	350	-
Athena地下煤礦	勘探	動力煤	51%	560	-	-	-
Harry-brandt露天煤礦	勘探	高爐噴吹煤/動力煤	100%	102.5	-	-	-
Wilpeena露天煤礦	勘探	高爐噴吹煤	100%	-	-	-	-

資料來源：元富上海

預計到2015年公司原煤產量將達到9,825萬噸，與2010年相比，年複合增長率為15.5%。

我們認為未來3-5年公司煤炭產量將實現快速增長，2013年前煤炭增量主要來源於趙樓煤礦、天池煤礦及兗煤澳洲所屬煤礦的產量增長，預計2010-2012年公司原煤產量將分別達到4,775萬噸、5,785萬噸和5,845萬噸，YoY+31.5%、21.2%和1.04%；2013-2015年，隨著萬福煤礦、鄂爾多斯能化、昊盛煤業、榆樹灣煤礦、東勝轉龍灣井田及金雞灘煤田等煤礦的陸續投產，公司原煤產量將實現快速增長，預計到2015年公司原煤產量將達到9,825萬噸，比2010年增長約2倍，年複合增長率為15.5%。

公司原煤產量預測

	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
本部六礦	3,340	3,340	3,350	3,350	3,350	3,350	3,350
趙樓煤礦	6	140	260	300	300	350	350
天池煤礦	123	120	125	125	125	125	125
澳思達煤礦	161	175	180	200	200	200	200
菲利克斯	-	1,000	1,870	1,870	2,070	2,176	2,220
萬福煤礦					90	160	180
鄂爾多斯能化					500	700	800
昊盛煤業					400	800	800
榆樹灣煤礦						500	800
東勝轉龍灣井田							500
金雞灘煤田							500
公司原煤產量合計	3,630	4,775	5,785	5,845	7,035	8,361	9,825

資料來源：元富上海



公司2011年合同煤量的降幅大於價格降幅，未來將受益於煤價的上漲

公司 2011 年度電煤合同簽訂情況

	2011	2010	變化
國家重點電煤合同量	429	429	0
平均含稅基準價	503.86	503.86	0
省內電煤合同量	899.5	1,001	-10.14%
平均含稅基準價	571.29	578.26	-1.21%
省補重點電煤合同量	363	345	5.22%
平均含稅基準價	630.63	630.63	0
追加電煤合同量	107.5	227	-52.64%
平均含稅基準價	640	640	0

資料來源：元富上海

2011年1月18日，公司公佈其電煤合同簽訂情況：公司2011年度簽訂國家重點電煤合同、省內電煤合同以及補充合同共計1,799萬噸。其中國家重點電煤合同429萬噸，平均基準價為503.86元/噸，合同量與基準價格均與去年持平；省內電煤銷售合同899.5萬噸，YoY-10.1%，平均基準價571元，YoY-1.2%；省補重點電煤銷售合同363萬噸，YoY+5.2%，價格與去年持平；簽訂追加電煤合同107.5萬噸，YoY-52.6%，平均價格與去年同期持平。我們認為公司作為大型煤炭國企，在發改委嚴格的限價令影響下，2011年國家重點電煤合同的量價均保持與上年持平在市場預期之內，雖然省內電煤合同價較去年下降1.2%，但合同量卻同比下降10.1%，由於公司現貨煤銷售比例大約為70%，合同煤量的下降將使公司受益於未來煤炭價格上漲帶來的業績增長。

公司煤炭銷量及價格預測

萬噸，元/噸	2009		2010F		2011F		2012F	
	商品煤銷量	商品煤銷售價格	商品煤銷量	商品煤銷售價格	商品煤銷量	商品煤銷售價格	商品煤銷量	商品煤銷售價格
公司本部	3,333	525.27	3,360	624.34	3,360	661.8	3,360	694.89
菏澤能化	2	528.48	150	760	250	805.6	300	841.85
山西能化	99	293.52	150	363	150	375	150	398
克煤澳洲	163	737.21	870	766.7	1,260	823.23	1,440	872.62
外購煤	206	540.67	500	760	500	810	500	860
公司商品煤銷量合計/商品煤均價	3,802	529.16	5,030	654.81	5,520	695.13	5,750	733.47

資料來源：元富上海

澳元持續升值將利好於公司未來業績提升

2010年7月份以來，澳元對美元匯率觸底反彈。2010年9月30日，澳元兌美元的匯率為0.9667，與2009年12月31日澳元兌美元的匯率0.8985相比，上升了7.59%。受此影響，克煤澳洲的31.055億美元貸款，在2010年前三季度出現約2.44億澳元匯兌收益，折合人民幣15.38億元。第3季度匯兌收益大幅貢獻業績，若不考慮匯兌收益的影響，前3季度淨利潤增長率將是大約70%。公司收購菲利克斯的31億美元貸款期限為5年，貸款利率為LIBOR+0.75%，第3年年末開始，每年年末償還一次本金。公司目前尚未對匯兌損益進行套期保值，在未來幾年匯兌損益都將對公司業績造成較大影響，目前的匯兌損益只是帳面上的，借款到期時匯兌損益才會兌現。截至2011年2月15日，澳元兌美元匯率為0.9974，相對於2010年9月30日的匯率又上漲了3.17%。澳元被稱為“商品貨幣”，其匯率與大宗商品價格存在緊密聯繫。我們認為在美日等國實行“量化寬鬆”政策、國際流動性過剩的背景下，大宗商品的價格迅速上漲，澳元匯率未來仍有上漲空間，未來匯兌收益有望貢獻更多的業績。



澳元兌美元匯率走勢變化



資料來源：元富上海

公司內生性增長明確、澳洲洪災導致國際煤價上漲預期強烈將助推公司業績增長

投資建議及評級：元富預估 2010 年和 2011 年兗州煤業每股收益分別為 1.75 元和 1.94 元。目前公司 A 股價格為 28.07 元人民幣，H 股價格為 23.4 港元，對應 2010 年 A 股 PE 為 16 倍，H 股 PE 為 11.3 倍，在行業內處於較低水準，具有一定的估值優勢。考慮到公司內生增長潛力明確，未來 5 年產量年複合增長率為 15.5%，且兗煤澳洲加快上市進程將持續獲取優質煤炭資源、澳洲洪災導致國際煤價具有持續上漲預期，同時澳元匯率持續走高有助於公司業績增長。元富給予公司 2011 年 A 股 20 倍 PE，H 股 14 倍 PE，對應 A 股目標價 38.8 元人民幣和 H 股目標價 32.3 港元，給予公司 A 股和 H 股均為買進評級。

風險因素：1) 宏觀經濟增長放緩將使煤炭需求下降。 2) 澳元大幅貶值。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010(F)	2011(F)
營業收入	7,032	8,570	9,349	9,773	10,010	10,010	10,010	10,010	26,124	21,500	34,723	40,040
營業成本	3,588	4,735	5,067	5,754	5,230	5,230	5,230	5,230	13,107	12,267	19,145	20,920
營業毛利	3,443	3,834	4,282	4,019	4,780	4,780	4,780	4,780	13,016	9,234	15,579	19,120
營業費用	743	3,085	-809	870	1,578	1,578	1,578	1,578	4,113	3,988	3,889	6,312
營業利潤	2,701	750	5,091	3,148	3,202	3,202	3,202	3,202	8,904	5,246	11,689	12,808
營業外收入	-3	13	42	104	37	37	37	37	91	156	156	148
營業外支出	6	21	22	9	0	0	0	0	26	39	58	0
利潤總額	2,692	742	5,111	3,243	3,239	3,239	3,239	3,239	8,969	5,363	11,788	12,956
所得稅	586	208	1,430	945	840	840	840	840	2,387	1,505	3,169	3,360
少數股東損益	6	1	0	7	10	10	10	10	-2	26	14	40
歸屬母公司淨利潤	2,100	533	3,681	2,291	2,389	2,389	2,389	2,389	6,584	3,880	8,605	9,556
每股收益	0.43	0.11	0.75	0.47	0.49	0.49	0.49	0.49	1.34	0.79	1.75	1.94
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2010(F)	2011(F)
營業收入	14.12	21.87	9.10	4.53	2.43	0.00	0.00	0.00	57.41	(17.51)	61.14	15.31
營業利潤	110.17	(72.24)	579.23	(38.16)	1.71	0.00	0.00	0.00	103.34	(40.54)	120.82	9.57
利潤總額	104.97	(72.45)	589.05	(36.54)	(0.13)	0.00	0.00	0.00	122.03	(39.67)	117.84	9.91
歸屬母公司淨利潤	146.57	(74.65)	591.26	(37.77)	4.28	0.00	0.00	0.00	144.45	(41.06)	121.75	11.05
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2010(F)	2011(F)
毛利率	48.97	44.74	45.80	41.12	47.75	47.75	47.75	47.75	49.83	42.95	44.86	47.75
營業利潤率	38.40	8.75	54.45	32.21	31.99	31.99	31.99	31.99	34.08	24.40	33.66	31.99
總利潤率	38.28	8.66	54.67	33.19	32.36	32.36	32.36	32.36	34.33	24.95	33.95	32.36
歸屬母公司淨利率	29.87	6.21	39.37	23.44	23.87	23.87	23.87	23.87	25.20	18.05	24.78	23.87

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	9,691	12,293	19,142	26,975	淨利潤	6,469	3,918	8,605	9,556
短期投資	0	0	0	0	折舊與攤銷	1,191	1,693	265	278
應收帳款	3,183	5,427	6,430	7,280	投資收入	(72)	(112)	(6)	(6)
存貨	820	886	1,160	1,162	營運資金變化	(31)	377	(620)	(541)
其他流動資產	1,581	2,278	75	75	其他	(366)	144	0	37
流動資產	15,274	20,885	26,807	35,492	來自營運之現金流量	7,191	6,021	8,245	9,324
長期投資	831	972	285	295	資本支出	3,041	1,735	690	710
固定資產	9,322	17,080	17,505	17,937	長投增減	640	0	0	0
其他資產	6,691	23,316	2,549	2,714	其他	(1,036)	(22,760)	(251)	(285)
總資產	32,118	62,252	47,146	56,438	來自投資之現金流量	(3,437)	(24,494)	(941)	(995)
短期借款	0	0	60	70	自由現金流量	3,753	(18,474)	7,304	8,328
應付帳款	965	1,435	4,254	4,865	借款增(減)	(130)	20,532	295	290
其他流動負債	4,547	9,506	(7,309)	(8,224)	現金股利支出	867	2,033	750	785
流動負債	5,512	10,941	(2,994)	(3,289)	其他	0	0	0	0
長期負債	176	20,912	20,907	20,897	來自融資之現金流量	(997)	18,499	(455)	(495)
其他長期負債	12	1,940	110	111	匯率調整	(50)	(98)	0	0
總負債	5,700	33,793	18,022	17,718	本期產生之現金流量	2,707	(73)	6,849	7,834
普通股股本	4,918	4,918	1,103	1,103	Ratio Analysis				
資本公積金	4,729	4,548	733	733	Year-end Dec. 31				
累計留存收益	16,720	18,567	27,172	36,728	ROA(%)	20.18%	6.28%	18.28%	17.00%
少數股權	50	102	116	156	ROE(%)	24.54%	13.73%	29.59%	24.78%
股東權益	26,418	28,459	29,124	38,720	ROCE(%)	127.23%	15.12%	39.16%	43.62%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			