

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2010年2月9日

兖州煤业(600188.SH)/19.87元

煤价上涨及资产收购大幅提升公司业绩

能源·煤炭

目标估值:25.5元

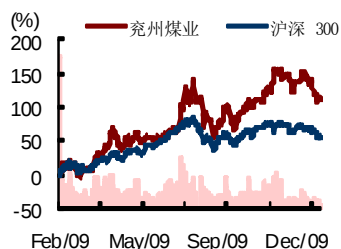
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2989
总股本(万股)	491840
已上市流通股(万股)	35996
总市值(亿元)	1008
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	19.7%
主要股东	兖矿集团有限公司
主要股东持股比例	52.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-4	105
相对表现	-3	6	47



相关报告

- 1、《煤炭行业近期点评-利好累计效应终将显现》2009/12/1
- 2、《追寻渐次展开的三重机会-煤炭行业 2009 年四季度投资策略》2009/10/19
- 3、《煤炭行业 2009 年中期投资策略-短期盘整不改行业长期上升趋势》2009/6/15
- 4、《兖州煤业(600188)-08 年看价格, 09 年看产能扩张》2008/7/14

近期我们调研了上市公司: 收购煤矿产能释放支撑公司未来产能稳定增长; 近期煤价连续上调, 预计 10 年全年特别是一季度业绩同比将有大幅增长。此外, 山东省资产整合重新提上日程, 这将给公司带来更大的发展机会。我们维持对公司强烈推荐投资评级。

- **本部产量稳定, 收购煤矿大幅增加资源和产能。**09~12 年, 公司煤炭权益产量为 3559 万吨、4559 万吨、4766 万吨和 4927 万吨, 10 年~12 年同比增长 28%、5%和 3%。增量主要来自天池、赵楼、榆树湾和菲利克斯公司。
- **榆树湾煤矿股权等问题有望取得初步进展, 11 年或将释放产能 800~1000 万吨。**榆树湾煤矿法人主体变更正在进行, 未来采矿权能否顺利划转是问题的关键和难点所在。若采矿权划转顺利, 11 年有望释放产能 800~1000 万吨。
- **菲利克斯未来三年盈利贡献稳定增长, 收购溢价如何摊销将对业绩有影响。**预计 10 年~13 年权益产量分别为 795 万吨、952 万吨和 1064 万吨, 业绩贡献分别为 0.19 元、0.23 元、0.26 元和 0.31 元(由于本次收购溢价 157.5 亿元, 我们按照 20 年直线摊销, 每年摊销金额大约 8 亿元), 11 年~13 年分别同比增长 20%、12%和 21%。
- **关注山东省煤炭企业整合带来的投资机会。**近期山东省煤炭企业整合再次提上议事日程。虽然整合的最终方案尚未确定, 然而兖矿集团作为七大煤企龙头, 必然成为整合的重要主体, 兖州煤业作为旗下唯一的上市公司也将成为重要的资本运作平台。那么未来公司成长和估值将有较大提升空间。
- **盈利预测:** 09 年~11 年, 公司 EPS 分别为 0.83 元、1.53 元和 1.68 元, 同比增长-37%、84%和 10%, 其中: 煤炭业务 EPS 分别为 0.85 元、1.5 元和 1.65 元。10 年煤炭业绩大幅增长主要得益于煤价上涨, 煤价上涨增厚 EPS 大约 0.5 元。1 月份公司煤价上调两次, 目前煤价处于高位, 预计一季度业绩较好, 约为 0.4 元, 较去年增长 137%。
- **维持强烈推荐投资评级。**我们对兖州煤业国内及兖煤澳洲分开估值, 合理价位 25.5 元, 高于 2 月 9 日收盘价 28%。公司未来煤炭产量稳定增长, 收购菲利克斯公司大大增加了后备资源, 考虑到山东省资产整合即将拉开序幕, 未来公司成长和估值将有较大提升空间, 我们维持对公司强烈推荐投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	16596	26124	19192	33047	37421
同比增长	15%	57%	-27%	72%	13%
营业利润(百万元)	4384	8876	5550	10725	12430
同比增长	37%	102%	-37%	93%	16%
净利润(百万元)	2693	6484	4094	7527	8255
同比增长	46%	141%	-37%	84%	10%
每股收益(元)	0.55	1.32	0.83	1.53	1.68
PE	36.3	15.1	23.9	13.0	11.8
PB	5.0	3.7	3.4	2.9	2.5

资料来源: 招商证券

正文目录

一、本部产量稳定，收购煤矿大幅增加资源和产能	3
1、本部产量 3310 万吨	3
2、山西、菏泽煤矿陆续投产、达产	3
3、榆树湾煤矿产能释放尚存变数	3
4、澳洲收购大幅增加公司资源及产能	3
二、收购菲利克斯 10 年增厚业绩 0.19 元	6
1、收购价格溢价较低	6
2、未来盈利贡献稳定增长，10 年增厚业绩 0.19 元	6
三、兖煤澳洲上市后，兖煤 A 股严重低估	7
1、按照 PE 估值，市值约为 65.6 亿澳元（折合人民币 391 亿元）	7
2、按照储量、产量估值，市值大约 31~38 亿澳元（折合人民币 186~228 亿元）	7
3、考虑兖煤澳洲上市后，兖煤 A 股低估较多	8
四、关注山东省煤炭企业整合带来的投资机会	9
1、煤企整合重新提上日程	9
2、关注兖州煤业的潜在投资机会	9
五、维持强烈推荐投资评级	11
1、盈利预测	11
2、估值和投资评级	11

图表目录

表 1: 菲利克斯公司煤矿情况及产量预测	5
表 2: 公司本部及控股煤矿情况及产能预测	5
表 3: 澳大利亚资源行业股权收购交易情况	6
表 4: 澳大利亚可比公司产量、储量及估值	7
表 5: 澳大利亚可比公司吨储量、吨产量市值	7
表 6: 山东省七大煤炭集团产量及收入	9
图 1: 兖煤澳洲股权关系图	4
图 2: 兖州煤业历史 PE Band	12
图 3: 兖州煤业历史 PB Band	12
附: 财务预测表	13

一、本部产量稳定，收购煤矿大幅增加资源和产能

1、本部产量 3310 万吨

公司本部 6 个煤矿均为开采时间较长的成熟矿井，可采储量 5.98 亿吨，产量合计 3310 万吨，未来产量基本稳定，可采年限约 18 年。

2、山西、菏泽煤矿陆续投产、达产

天池煤矿：山西能化（兖煤 100%控股）的控股子公司（股权 81.31%），核定产能 120 万吨（具备 210 万吨生产能力），产量基本稳定，预计 09 年~12 年产量为 110~120 万吨。

赵楼煤矿和万福煤矿：菏泽能化（兖煤控股 98.33%）下属煤矿。赵楼煤矿核定产能 300 万吨，09 年 12 月投产，12 年达产，预计 10 年~12 年产量分别为 200 万吨、250 万吨和 300 万吨。万福煤矿与赵楼矿均属巨野煤田，计划产能 180 万吨，公司计划 10 年开工建设，3 年建设期，13 年达产。

3、榆树湾煤矿产能释放尚存变数

历时近 7 年的股权等问题有望取得初步进展：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，1 季度有望完成变更，三方股权比例为：兖煤 41%，正大 40%，榆神公司 19%。

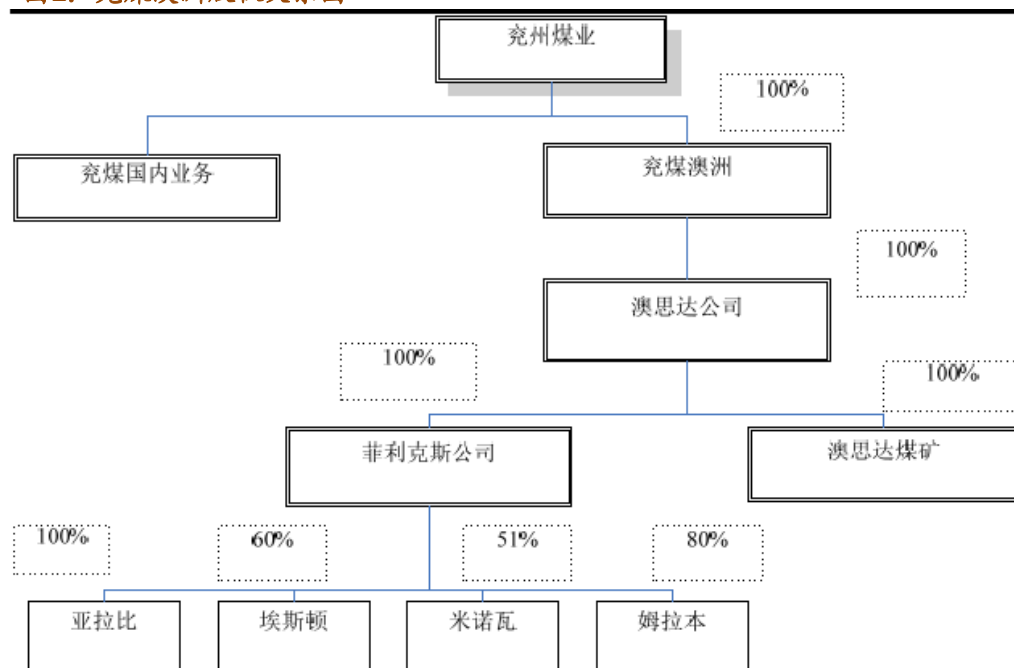
榆树湾煤矿仍有较大变数：变更法人主体只是万里长征走完了第一步，榆树湾煤矿的采矿权仍在榆神公司，未来采矿权能否顺利划转到合资公司是问题的关键和难点所在，而采矿权评估及价款可能成为各方分歧所在。

根据最初规划，榆树湾煤矿一期计划 1000 万吨，二期达到 2000 万吨，远景规划产能 4000 万吨。如果法人变更及采矿权划转顺利，11 年煤矿有望释放产能 800~1000 万吨。

4、澳洲收购大幅增加公司资源及产能

菲利克斯公司收购完成后，兖煤澳洲股权关系为，兖煤澳洲 100%控股澳思达公司，澳思达公司分别控制澳思达煤矿和菲利克斯公司 100%股权。如此设置股权关系，公司主要考虑澳洲公司统一纳税，将经营风险限制在一个子公司。

图1：兖煤澳洲股权关系图



资料来源：招商证券研发中心

澳思达煤矿

澳思达煤矿井田面积 63 平方公里，地质储量 1.4 亿吨，可采出煤量 5000 万吨，新区初步探明的远景储量 2 亿吨。

煤种主要为低灰、高发热量半硬焦煤，发热量 8000 大卡，具有炼焦煤的流质特性，可直接用于冶金。

煤矿核定产能 200 万吨，预计 09 年~12 年产量均为 160 万吨左右。

菲利克斯公司

公司此次收购的菲利克斯公司拥有 3 个在产煤矿、1 个在建煤矿和 4 个勘探中的煤矿，总资源量 25.2 亿吨，权益资源量 18.9 亿吨。

在产和在建煤矿可采储量合计 5.1 亿吨，权益可采储量 3.86 亿吨，约为公司在国内煤矿权益可采储量的 30%。

在产和在建煤矿产能合计 2130 万吨（其中：在产煤矿 780 万吨，在建的姆拉本煤矿计划产能 1350 万吨），约为国内产能的 62%；权益产能 1593 万吨，约为国内煤矿权益产能的 47%。

随着在建、在产煤矿陆续投产、达产，菲利克斯公司煤炭产量快速增长，预计 09 年~12 年释放产量分别为 724 万吨、1102 万吨、1326 万吨和 1466 万吨，10 年~12 年同比增长 52%、20%和 11%，权益产量分别为 472 万吨、795 万吨、952 万吨和 1064 万吨，同比增长 68%、20%和 12%。公司的规划是，到 13 年权益产量达到 1300 万吨左右，14 年达到 1400 万吨。

表1: 菲利克斯公司煤矿情况及产量预测

单位: 万吨	煤种	股权	可采储量 (亿吨)	核定产能	09E	10E	11E	12E
亚拉比	喷吹煤、动力煤	100%	0.28	170	151	180	170	170
埃斯顿	半软焦煤、动力煤	60%	0.97	350	323	252	336	336
米诺瓦	动力煤	51%	0.28	260	250	250	260	260
姆拉本	动力煤	80%	3.57	1350	420	560	700	890
合计			5.09	2130	724	1102	1326	1466
增速						52%	20%	11%
权益			3.86	1593	472	795	952	1064
增速						68%	20%	12%

资料来源: 招商证券研发中心整理

综上, 09 年~12 年, 公司煤炭总产量分别为 3580 万吨、4585 万吨、5592 万吨和 5754 万吨, 10 年~12 年同比增长 28%、22%和 3%; 权益产量 3559 万吨、4559 万吨、4766 万吨和 4927 万吨, 同比增长 28%、5%和 3%。

表2: 公司本部及控股煤矿情况及产能预测

单位: 亿吨, 万吨	煤种	地质储量	可采储量	09E	10E	11E	12E	13E
本部煤矿								
南屯矿	气煤	1.23	0.32	350	350	350	350	350
兴隆庄矿	气煤	3.33	1.05	660	660	660	660	660
鲍店煤矿	气煤	2.94	0.83	600	600	600	600	600
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	390	390	390	390	390
济宁三号煤矿	气煤	2.33	0.97	610	610	610	610	610
本部小计		18.66	5.98	3310	3310	3310	3310	3310
控股煤矿								
天池煤矿 (81.31%)	贫煤、无烟煤	1.32	0.83	110	120	120	120	120
赵楼煤矿 (98.33%)	1/3 焦和气煤	2.08	1.26		200	250	300	300
万福煤矿 (98.33%)	1/3 焦和气煤							180
榆树湾煤矿 (41%)	不粘煤、长焰煤	18.05	12.45			800	800	800
澳思达煤矿 (100%)	半硬焦煤	1.4	0.5	160	160	160	160	160
菲利克斯公司 (100%) (注)	半软焦煤等		3.86		795	952	1064	1284
控股煤矿小计				270	1275	2282	2444	2844
合计				3580	4585	5592	5754	6154
增速					28%	22%	3%	7%
权益				3559	4559	4766	4927	5324
增速					28%	5%	3%	8%

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心整理

注: 菲利克斯公司又分别控股 4 个煤矿, 股权情况见表 1, 菲利克斯的产量是对四个控股煤矿的权益产量。

二、收购菲利克斯 10 年增厚业绩 0.19 元

公司以 16.95 澳元/股价格收购菲利克斯 100% 股权（1.96 亿股），收购金额合计 33.33 亿澳元（折合人民币约 200 亿元），资金全部来自银团贷款。截止 09 年 6 月 30 日，菲利克斯总资产 10.07 亿澳元（折合人民币 60.42 亿元），净资产 7.08 亿澳元（折合人民币 42.48 亿元），09 财年实现净利润 2.68 亿澳元（折合人民币 16.08 亿元）。

1、收购价格溢价较低

04 年~09 年，澳大利亚资源行业可比的 9 宗交易中，支付对价较交易公告日前 3 个月成交量加权平均价格平均溢价为 72%，中值为 54%。

公司收购菲利克斯公司 100% 股权，支付对价 16.95 澳元/股，较交易公告日前 3 个月成交量加权平均价格 12.96 澳元/股溢价 31%，低于可比交易平均溢价水平。

表3：澳大利亚资源行业股权收购交易情况

时间	目标公司	收购方	交易价值 (百万美元)	收购股权比例	溢价幅度
Oct-04	WMC	BHP Billiton	7364	100%	55%
Feb-07	Consolidated	Minerals Palmary	1094	100%	129%
Feb-07	Summit	Resources Paladin	702	82%	82%
Sep-07	Resource	Pacific Xstrata	766	100%	74%
Oct-07	Midwest	Corp Sinosteel	1031	100%	119%
Oct-07	Jubilee	Mines Xstrata	2496	100%	47%
Dec-07	Allegiance	Zinifex	708	100%	55%
May-08	Indophil	Resources Xstrata	251	20%	40%
Feb-09	Gloucester	Noble	200	88%	43%
均值					72%
中值					55%

资料来源：招商证券研发中心整理

2、未来盈利贡献稳定增长，10 年增厚业绩 0.19 元

菲利克斯煤矿以半软焦煤和动力煤为主，销售对象主要是日韩等亚洲国家钢厂和电厂，根据日澳谈判目前进展，10 年长约价格半软焦煤约为 120~150 美元/吨，动力煤大约 85~100 美元/吨。

我们按照半软焦煤 120 美元/吨、动力煤 85 美元/吨进行测算，预计 10 年~13 年菲利克斯贡献净利润分别为人民币 9.5 亿元、11.5 亿元、12.8 亿元和 15.5 亿元，吨煤净利大约 120 元/吨，折合 EPS 分别为 0.19 元、0.23 元、0.26 元和 0.32 元（由于本次收购金额 200 亿元，而目标公司净资产 42.48 亿元，收购溢价 157.5 亿元，这里我们按照 20 年直线摊销，每年摊销金额大约 8 亿元），11 年~13 年分别同比增长 20%、12% 和 21%。

三、兖煤澳洲上市后，兖煤 A 股严重低估

09 年 10 月 23 日，澳大利亚澳大利亚联邦财政部有条件批准公司收购菲利克斯 100% 股份，并要求本公司作出一系列承诺，其中包括“兖煤澳洲公司（其拥有的资产包括澳思达煤矿和菲利克斯公司）最迟于 2012 年底在澳大利亚证券交易所上市”。

我们分别用 PE 等几种方法对兖煤澳洲公司进行估值。

1、按照 PE 估值，市值约为 65.6 亿澳元（折合人民币 391 亿元）

澳大利亚上市有 9 家资源型上市公司，从产量、储量来看，其中 3 家与兖煤澳洲公司具有一定可比性，分别为 CEY、NHC 和 MCC 公司。

根据市场一致预期，按照 10 年业绩计算，四家公司平均 PE 为 23.3 倍。

根据我们测算，12 年，兖煤澳洲公司净利润约为 2.8 亿澳元（其中：澳思达煤矿 0.7 亿澳元，菲利克斯公司约为 2.1 亿澳元），按照可比公司均的 23.3 倍 PE 估值，兖煤澳洲公司市值约为 65.6 亿澳元（折合人民币 391 亿元）。

表4：澳大利亚可比公司产量、储量及估值

公司	09 年权益产量 (百万吨)	权益储量 (百万吨)	股本 (百万股)	股价 (澳元)	10 年 EPS (澳元)	PE
CEY	14.4	379	388	3.46	0.15	23.4
NHC	5.1	516	826	4.31	0.19	23.2
MCC	4.7	87	254	9.51	0.41	23.4
平均	7.0	306	489	5.44	0.22	23.3
兖煤澳洲	6.4	436				

资料来源：招商证券研发中心整理

2、按照储量、产量估值，市值大约 31~38 亿澳元（折合人民币 186~228 亿元）

09 年，兖煤澳洲公司权益产量 640 万吨，按照四家可比公司平均的吨产量市值 478 澳元/吨计算，公司市值为 31 亿澳元。

兖煤澳洲公司权益储量 4.36 亿吨，按照四家可比公司 8.7 澳元/吨的吨储量市值计算，公司市值为 38 亿澳元。

表5：澳大利亚可比公司吨储量、吨产量市值

公司	股本 (百万股)	股价 (澳元)	市值 (百万澳元)	09 年权益产 量 (百万吨)	权益储量 (百万吨)	吨产量市值 (澳元/吨)	吨储量市值 (澳元/吨)
CEY	388	3.46	1343	14.4	379	93	3.5
NHC	826	4.31	3561	5.1	516	698	6.9
MCC	254	9.51	2419	4.7	87	515	27.7
WHC	486	4.49	2183	3.6	241	606	9.1
平均	489	5.44	2660	7.0	306	478	8.7

资料来源：招商证券研发中心整理

3、考虑兖煤澳洲上市后，兖煤 A 股低估较多

考虑到公司尚有大量勘探中的资源，我们认为用在产及在建煤矿储量和产量进行估值较为保守，用可比公司 PE 估值的方法更为合理。假定兖煤澳洲 12 年上市，那么上市后市值大约 391 亿元，按照兖煤 A 股 49 亿股计，每股市值 8.7 元，按照 10%贴现两年到 10 年为 7.2 元。

兖州煤业 2 月 9 日收盘价 19.87 元，兖州煤业剔除兖煤澳洲每股市值 12.67 元。

根据我们测算，兖煤国内部分 10 年业绩约为 1.22 元，PE 仅为 10 倍，严重低于 A 股煤炭行业平均估值水平。

此外，公司收购菲利克斯所需的 200 亿元全部来自银团贷款。如果兖煤澳洲公司能在澳洲成功上市，将极大减轻贷款偿还压力。

四、关注山东省煤炭企业整合带来的投资机会

1、煤企整合重新提上日程

2008 年，山东省国资委出台《山东省省管企业改革发展和国资监管工作三年规划》，其中提出，“到 2010 年基本完成省管企业重组”。而在山东省国资委提出的重组名单中，山东钢铁集团、山东重工集团已组建完毕，只剩下煤炭集团尚未成立。

根据山东省国资委提交的论证方案，大煤炭集团组建后将通过产权关系的整合，逐步建立统一的销售、采购及资金运作平台，实现省内煤炭储备的统一规划和开采，同时将重点放在省外尤其是国外资源的整合开拓上，提升企业核心竞争力。

2009 年 12 月 30 日召开的“省管企业负责人会议”将煤炭企业整合及资本运作问题重新提上议事日程。国资委表示：

- ✓ 要积极稳妥地推进企业兼并、重组、合作，年内力争省管企业调整到 25 户以内，打造 10 户左右具有较强竞争力和较高知名度的大企业集团，并积极推动煤炭企业重组工作。
- ✓ 凡是省政府确定发展壮大企业，都要论证制定推进资本证券化的规划，明确目标任务，认真抓好实施。具备整体上市或主业整体上市条件的企业，要加快推进相关资产证券化。已有上市公司运营平台的，要通过定向增发、公开转让等方式将关联资产注入上市公司，实现资产证券化。

2、关注兖州煤业的潜在投资机会

山东省属煤炭企业共有 7 家，分别是兖矿集团、枣庄矿业、淄博矿业、新汶矿业、龙口矿业、肥城矿业、临沂矿业，合计产能过亿吨。

兖矿集团处于山东省煤企龙头地位，煤炭产量及收入均远远领先于其他六大煤炭企业，08 年兖矿集团原煤产量 3970 万吨，产量高于位居第二的枣矿集团 1.5 倍；营业收入 468 亿元，高于第二位的新汶矿业 40% 以上。

表6：山东省七大煤炭集团产量及收入

公司	08 年产量（万吨）	排名	08 年营业收入（亿元）	排名
兖矿集团	3970	11	468	8
新矿集团	1359	33	329	15
枣矿集团	1685	27	296	16
淄矿集团	1378	32	136	26
肥矿集团	700~800		84	35
临矿集团	610		63	42
龙矿集团	800	48	55	47
合计	10502		1431	

资料来源：招商证券研发中心整理

目前关于七大煤企整合的具体方案尚未确定，可能的方案是七大煤企以兖矿集团为主体进行整合，然后以兖州煤业为平台，进行资本运作。

08 年兖州煤业原煤产量 3607 万吨，七大煤企产量合计超过 1 亿吨，约为上市公司的 2.6 倍，若采用上述方案，即七大集团整合以兖煤为资本运作平台进行资产注入和融资，那么公司成长和估值空间巨大。

然而整合在操作层面仍面临诸多困难：

- ✓ 七大企业整合成一个煤炭集团，高层领导的人事安排是难题之一。
- ✓ 山东省推进煤企整合的重要目的是解决煤企资源瓶颈，提高其在省外、国外获取资源的能力和话语权，然而七大煤企矿井分散，企业管理水平和文化差异较大，整合后如何形成强有力的领导核心是关键，否则其获取资源的能力可能远远达不到预想的效果。

我们认为，整合方案的确定还需权衡各方利益和多种因素，尚存变数。然而无论出台怎样的方案，兖矿集团作为七大煤企龙头，必然成为整合的重要主体，兖州煤业作为旗下唯一的上市公司也将成为重要的资本运作平台。

五、维持强烈推荐投资评级

1、盈利预测

我们预计，09 年~11 年，公司 EPS 分别为 0.83 元、1.53 元和 1.68 元，同比增长-37%、84%和 10%，其中：

- ✓ 煤炭业务 EPS 分别为 0.85 元、1.5 元和 1.65 元；
- ✓ 非煤业务 EPS 分别为-0.02 元、0.03 元和 0.03 元。

煤价上涨和收购支撑 10 年煤炭业绩增长 77%，预计一季度业绩较好：

- ✓ 预计 10 年综合煤价涨幅较大。公司以现货销售为主，由于冬季市场需求旺盛，1 月份公司已经两次上调煤价。考虑到旺季煤价处于高位，未来煤价可能小幅回调，预计 10 年公司综合煤价大约 710 元/吨，高于 09 年中期煤价大约 200 元/吨。我们保守按照 10 年综合煤价上涨 150 元/吨即 660 元/吨测算，10 年煤炭业务 EPS 大约 1.5 元。
- ✓ 一季度公司煤价处于高位，1 月份公司煤价上调两次，目前综合煤价约为 730 元/吨，预计公司一季度业绩较好，约为 0.4 元。
- ✓ 收购菲利克斯 10 年、11 年分别贡献 EPS0.19 元和 0.23 元，占公司业绩的 12%和 13%。

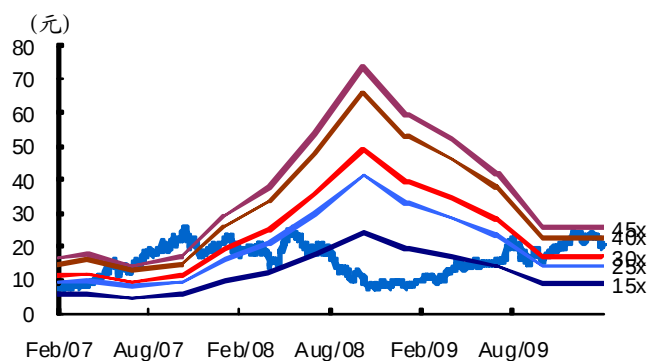
2、估值和投资评级

我们对兖州煤业国内及兖煤澳洲分开估值，合理价位 25.5 元。国内部分按照 10 年业 1.22 元，15 倍 PE 估值为 18.3 元；兖煤澳洲按照澳洲可比公司的 23.3 倍 PE 估值 7.2 元。

公司 2 月 9 日收盘价为 19.87 元，低于目标价 28%。

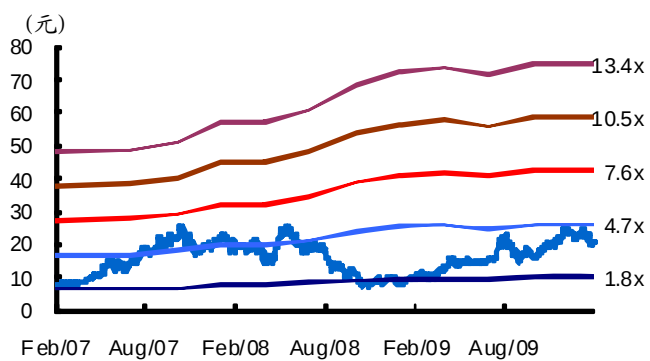
公司未来煤炭产量稳定增长，收购菲利克斯公司大大增加了后备资源，同时考虑到山东省资产整合即将拉开序幕，作为兖矿集团旗下上市公司，公司必然成为重要的资产整合和资本运作平台，未来成长性和估值空间优势较大，我们维持对公司强烈推荐投资评级。

图 2: 兖州煤业历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 兖州煤业历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	10099	15274	4615	7507	14572
现金	5780	9691	200	200	6221
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2732	2770	2410	3935	4537
应收款项	121	412	248	459	508
其它应收款	316	319	55	91	101
存货	440	820	608	947	1079
其他	711	1262	1093	1876	2127
非流动资产	15226	16844	35707	33863	32571
长期股权投资	898	831	853	846	848
固定资产	8243	9322	15277	16810	18737
无形资产	789	1531	1480	1431	1383
其他	5297	5160	18096	14777	11602
资产总计	25326	32118	40322	41370	47143
流动负债	4679	5512	10906	6806	6270
短期借款	0	0	5997	940	50
应付账款	559	789	639	966	1111
预收账款	983	795	811	1142	1346
其他	3137	3928	3459	3757	3763
长期负债	981	188	325	196	222
长期借款	258	176	76	26	26
其他	723	12	249	170	196
负债合计	5660	5700	11231	7002	6493
股本	4918	4918	4918	4918	4918
资本公积金	4943	4729	4729	4729	4729
留存收益	9754	16720	19382	24274	29640
少数股东权益	50	50	62	446	1362
母公司所有者权益	19616	26368	29029	33922	39288
负债及权益合计	25326	32118	40322	41370	47143

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	4581	7204	6583	10369	12257
净利润	2693	6484	4094	7527	8255
折旧摊销	0	0	2319	3762	3315
财务费用	0	0	(402)	662	482
投资收益	0	0	(66)	(72)	(79)
营运资金变动	0	0	561	(1886)	(639)
其它	0	0	76	376	924
投资活动现金流	(3683)	(3437)	(21218)	(1919)	(2027)
资本支出	0	0	(20975)	(2000)	(2000)
其他投资	0	0	(243)	81	(27)
筹资活动现金流	(1048)	(997)	5145	(8450)	(4209)
借款变动	0	0	5902	(5156)	(940)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(1433)	(2635)	(2889)
其他	0	0	676	(659)	(379)
现金净增加额	(151)	2770	(9491)	0	6021

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	16596	26124	19192	33047	37421
营业成本	8731	13107	10400	15822	18163
营业税金及附加	298	392	401	634	714
营业费用	686	687	561	948	1057
管理费用	2579	2904	2748	4329	4654
财务费用	(72)	234	(402)	662	482
资产减值损失	(4)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	72	66	72	79
营业利润	4384	8876	5550	10725	12430
营业外收入	29	19	10	10	10
营业外支出	373	26	20	20	20
利润总额	4039	8869	5540	10715	12420
所得税	1349	2387	1433	2803	3249
净利润	2691	6482	4106	7912	9171
少数股东损益	(2)	(2)	12	384	916
母公司所有者净利润	2693	6484	4094	7527	8255
EPS (元)	0.55	1.32	0.83	1.53	1.68

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	57%	-27%	72%	13%
营业利润	37%	102%	-37%	93%	16%
净利润	46%	141%	-37%	84%	10%
获利能力					
毛利率	47.4%	49.8%	45.8%	52.1%	51.5%
净利率	16.2%	24.8%	21.3%	22.8%	22.1%
ROE	13.7%	24.6%	14.1%	22.2%	21.0%
ROIC	14.1%	24.9%	10.8%	23.8%	23.4%
偿债能力					
资产负债率	22.4%	17.7%	27.9%	16.9%	13.8%
净负债比率	2.9%	0.8%	15.3%	2.5%	0.2%
流动比率	2.2	2.8	0.4	1.1	2.3
速动比率	2.1	2.6	0.4	1.0	2.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.5	0.8	0.8
存货周转率	32.6	41.5	26.9	42.5	37.0
应收帐款周转率	99.2	98.1	58.1	93.4	77.4
应付帐款周转率	3.6	4.9	3.6	4.9	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.55	1.32	0.83	1.53	1.68
每股经营现金	0.93	1.46	1.34	2.11	2.49
每股净资产	3.99	5.36	5.90	6.90	7.99
每股股利	0.14	1.14	0.29	0.54	0.59
估值比率					
PE	36.3	15.1	23.9	13.0	11.8
PB	5.0	3.7	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	14.2	7.5	10.3	5.3	4.9

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。