

兖州煤业 (600188.sh)

Felix 业绩增厚明显, 2010 年亮点多

陈亮 研究员
电话: 021-68817656
eMail: cl12@gf.com.cn

林红垒 研究助理
电话: 010-68058790
eMail: lhl10@gf.com.cn

收购 Felix, 业绩明显增厚 公司原有煤炭可采储量约 32 亿吨左右, 产量 3629 万吨, 收购菲利克斯之后储量增加 31%、产量增长 30%。预计 2010—2012 年分别增厚业绩 0.21 元、0.30 元和 0.31 元, 业绩贡献明显。

菏泽能化进入收获期 赵楼煤矿 2009 年底投产, 今年有 150—160 万吨的产量, 2011 年有望达产。2010 年 1 季度吨煤毛利 98 元/吨, 随着产能的提升, 吨煤成本将回落至不到 300 元/吨, 吨煤净利有望达到 200 元/吨左右。预计该矿 2010 年—2012 年为公司贡献 0.07 元、0.16 元和 0.17 元。

甲醇业务盈利明显好转 2009 年公司榆林能化和山西能化两个甲醇分公司由于甲醇价格大幅下滑, 合计亏损 4.35 亿元, 2010 年随着产能的提升以及甲醇价格上涨, 盈利将大为改善, 恢复至盈亏平衡或略微亏损的水平。

鄂尔多斯能化配套资源有望获批 预计 2010 年下半年该公司可以获得配套的 170 亿吨左右的煤炭资源, 公司初步规划投资 20—30 亿元建设 1000 万吨/年产能的煤矿和投资 30 亿元左右建设 60 万吨/年甲醇项目。

2010 年榆树湾煤矿设立问题有望得到突破性进展 该矿井资源储量近 20 亿吨, 采用斜井开采, 采深 300—400 米, 成本较低。煤炭热值在 6500—7000 大卡左右, 煤质优良。总规划产能 2000 万吨以上。久而未决的设立问题今年预计将获突破性进展。目前公司正在聘请相关中介公司做相关评估报告, 根据科研结论确定资源价格等问题。

盈利预测及投资建议 不考虑榆树湾煤矿, 预计公司 2010—2012 年每股收益分别为 1.40 元、1.75 元和 1.88 元, 估值水平与行业相当。随着菏泽能化投产、Felix 产能提升、鄂尔多斯能化资源获批以及榆树湾煤矿的设立, 未来几年公司将进入高速成长期, 我们看好公司发展前景, 给予买入评级。

公司评级

买入

当前价格(元)	19.75
目标价格(元)	25.20
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.08%	-2.28%	31.20%
沪深 300	-16.05%	-11.74%	1.71%

股票数据

总股本(万股)	491,840.0
	0
流通 A 股(万股)	36,000.00
主要股东:	
	兖矿集团有限公司
主要股东持股比例	52.86%
流通 A 股比例	7.32%

财务比率

ROE	13.68%
ROA	11.12%
资产负债率	54.28%
每股净资产(元)	5.77
2009 年报数据.	

收购菲利克斯，业绩明显增厚

公司于2004年成功在澳洲收购澳思达煤矿，在澳思达煤矿成功管理的基础上，2009年公司又通过充煤澳洲成功收购菲利克斯公司。

菲利克斯拥有丰富的煤炭储量和资源量，地质赋存条件良好，共包括4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，发展前景广阔。并且菲利克斯公司持有澳大利亚纽卡斯尔港第三码头15.4%的权益，不仅自身运输条件便利，还有望解决澳思达煤矿煤炭的运输瓶颈，进一步发挥该矿的产能（因运输的限制，设计产能200万吨/年的澳思达煤矿每年产能只有160万吨左右）。

表 1：充煤澳洲目前煤炭资产简况

公司/煤矿		权益	设计产能	09 年产量	煤种	资源储量
澳思达		100%	200	160.5	焦煤	1.40
菲利克斯	雅若碧	100%	180	151	喷吹煤	1.17
	艾诗顿	60%	350	323	半软焦煤	4.42
	米诺华	51%	260	257	动力	0.79
	莫拉本	80%	1350	0	动力	7.07
菲利克斯小计			2140	731	/	13.45
充煤澳洲合计			2340	891.5	/	14.85

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

其中：

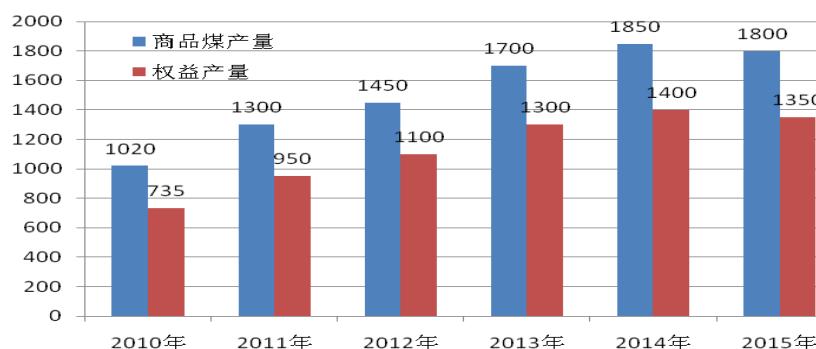
雅若碧露天矿产能仍有提升空间，预计到2012年该矿技改之后产能将提升到230—240万吨/年，由于剥采比较高，达到1:11左右，因而该矿成本较高，2010年一季度该矿吨煤毛利约100元。

艾诗顿煤矿分露天和井工矿。2010年一季度吨煤毛利约205元

米诺华露天矿未来产能基本保持在现有水平，2010年一季度吨煤毛利约180元/吨。

莫拉本矿分为露天和井工矿。其中露天矿产能1000万吨，预计2010年5月份投产，今年产量约320万吨，剥采比约1:4，因此成本要低于雅若碧露天矿。2013年井工矿投产，将增加350万吨产能。

图1：菲利克斯四矿产量计划（万吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

菲利克斯公司除以上在产、在建煤矿外，还有3个处于勘探阶段的煤

矿项目，增加了菲利克斯公司的持续成长能力。

表2: 菲利克斯其他煤炭勘探项目

名称	权益	总资源量 (亿吨)	煤种	备注
Athena项目	51%	5.60	动力煤	煤质较米诺华相似甚至更佳
Harrybrandt项目	100%	1.03	喷吹煤、动力煤	/
Wilpeena项目	100%	尚未评估	喷吹煤	煤质与雅若碧类似，有望露天开采

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司原有煤炭可采储量约32亿吨左右，收购菲利克斯之后公司可采煤炭储量将增加9.88亿吨或31%。2009年公司煤炭产量为3629.5万吨，预计2010年菲利克斯将使公司煤炭产量增长约30%。

收购菲利克斯公司，公司无论储量和产能都有迅速提升。预计2010—2012年分别增厚业绩0.21元、0.30元和0.31元。

2010年亮点较多

菏泽能化进入收获期

菏泽能化下属赵楼煤矿于2009年底投产，预计今年将有150—160万吨的产量贡献，2011年有望达到300万吨的规划产能。该矿煤质优良，所产煤炭为1/3焦煤和气煤，煤质优于本部的1号及2号精煤。产品主要为2号精煤、经筛选原煤和混煤，2010年1季度该矿综合煤价为752.44元/吨，吨煤成本为655元左右，吨煤毛利98元/吨。预计随着产能的提升，吨煤成本将回落至不到300元/吨，大致与本部吨煤成本相当，吨煤净利有望达到200元/吨以上。预计该矿2010年—2012年为公司贡献0.07元、0.16元和0.17元。

表 3: 菏泽能化煤炭业务情况

	储量 (亿吨)	股权	煤种	设计年能 (百万吨)	2009 年产量 (万吨)
赵楼	1.06	96.67%	1/3焦煤	3.0	3.9
万福	1.44	96.67%	1/3焦煤、气煤	1.8	0.0

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

菏泽能化的万福煤矿还在发改委审批中，预计产量贡献在2013年前后。

甲醇业务盈利明显好转

2009年公司榆林能化和山西能化两个甲醇分公司由于甲醇价格大幅下滑亏损明显。

表4: 2009年公司甲醇业务经营情况

公司	产量 (万吨)	销量 (万吨)	单价 (元/吨)	成本 (元/吨)	净利润 (亿元)
榆林能化	19	17.8	1346.24	1951.63	-2.69
山西能化	0.9	1.2	1603.33	2725.00	-1.66

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

由于榆林能化2009年甲醇销售大多走2008年底、2009年初的合同，所以甲醇全年销售均价只有1346元/吨，随着甲醇价格的持续回升，2010

年一季度甲醇价格达到1705.74元/吨，随着产能的提高，甲醇成本下降至1653.30元/吨。

表5: 2010年1季度甲醇业务运营情况

公司	产量 (万吨)	销量 (万吨)	售价 (元/吨)	成本 (元/吨)
榆林能化	11.6	11.5	1705.74	1653.30
山西能化	1.5	1.5	1833.47	2064.8

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

榆林能化甲醇产能60万吨，预计2010年甲醇产量50万吨左右，所用原料为榆树湾煤矿所产原煤。随着甲醇价格的不断回升，保守预计该公司2010年可以实现扭亏。

山西能化甲醇产能为10万吨，预计2010年甲醇产量约5万吨。该公司所用原料为孝义当地焦化厂的焦炉尾气，因为目前焦化企业普遍限产，所以原料供应不足，产能无法充分利用，只是单位成本过高，预计2010年该公司仍将微亏。

图2: 上海甲醇价格走势 (元/吨)



数据来源: wind、百川资讯

图3: 国际甲醇价格 (元/吨)



综合两个甲醇公司的经营情况，2009年合计亏损4.35亿元，2010年随着产能的提升以及甲醇价格上涨，盈利将大为改善，恢复至盈亏平衡或略微亏损的水平。

鄂尔多斯能化配套资源有望获批

2009年12月，公司出资5亿元，在内蒙古鄂尔多斯市设立全资子公司鄂尔多斯能化，作为公司在内蒙古自治区运作主体和煤炭、煤化工、煤电项目的投资管理平台。

预计2010年下半年该公司可以获得配套的170亿吨左右的煤炭资源，公司初步规划投资20—30元建设1000万吨/年产能的煤矿和投资30亿元左右建设60万吨/年甲醇项目。

2010年榆树湾煤矿设立问题有望得到突破性进展

榆林能化控股41%（其他股东为榆神公司19%、正大公司40%）的榆树湾煤矿久而未决的设立问题今年应当会获得突破性进展。目前公司正在聘请相关中介公司做相关评估报告，根据科研结论确定资源价格等问题。

该矿井资源储量近20亿吨，采用斜井开采，采深300—400米，成本较低。煤炭热值在6500—7000大卡左右，煤质优良。初步设计产能为800万吨，核定产能将达到1000万吨左右，未来增加采掘系统，二期产能将达到2000万吨/年左右。

盈利预测及投资建议

1、预测假设

表 6：公司煤炭产销量预测（万吨）

	2009 年	2010E	2011E	2012E
本部六矿原煤产量合计	3,336.00	3,340.00	3,340.00	3,340.00
1 号精煤销量	69.40	70.00	70.00	70.00
2 号精煤销量	836.20	840.00	840.00	840.00
3 号精煤	171.70	170.00	170.00	170.00
块煤	140.20	140.00	140.00	140.00
精煤合计	1,217.50	1,220.00	1,220.00	1,220.00
经筛选原煤	1,710.00	1,710.00	1,710.00	1,710.00
混煤及其他	405.50	400.00	400.00	400.00
本部商品煤销量	3,333.00	3,330.00	3,330.00	3,330.00
赵楼（96.67%）原煤产量	3.90	160.00	300.00	300.00
万福（96.67%）原煤产量	0.00	0.00	0.00	0.00
菏泽能化（96.67%）原煤产量	3.90	160.00	300.00	300.00
菏泽能化（96.67%）商品煤销量	1.60	160.00	300.00	300.00
其中：2 号精煤	0.50	72.00	135.00	135.00
经筛选原煤	0.20	16.00	30.00	30.00
混煤及其他	0.90	72.00	135.00	135.00
山西能化（天池）原煤产量	102.30	120.00	120.00	120.00
山西能化商品煤销量(100%)	98.60	110.00	110.00	110.00
兖煤澳洲原煤产量	187.40	1,220.00	1,740.00	1,950.00
其中：澳思达（100%）		160.00	170.00	180.00
雅若碧（100%）		180.00	180.00	180.00
艾诗顿（60%）		300.00	330.00	330.00
莫拉本（80%）		320.00	800.00	1,000.00
米诺华（51%）		260.00	260.00	260.00
兖煤澳洲商品煤销量	162.70	1,061.40	1,513.80	1,696.50
上市公司原煤产量合计	3,629.60	4,840.00	5,500.00	5,710.00
外购煤销量	205.80	200.00	200.00	200.00
上市公司商品煤销量合计	3,801.70	4,861.40	5,453.80	5,636.50

表 7：公司煤炭销售价格假设（元/吨）

	2009 年	2010E	2011E	2012E
1 号精煤	758.93	940.00	1,000.00	1,050.00
2 号精煤	767.10	950.00	1,050.00	1,100.00

3 号精煤	673.49	770.00	800.00	850.00
块煤	739.68	815.00	850.00	850.00
精煤	750.28	908.85	989.34	1,033.61
经筛选原煤	430.40	500.00	520.00	550.00
混煤及其他	249.84	260.00	280.00	300.00
本部商品煤	525.28	620.96	663.12	697.15
菏泽能化	528.48	746.00	797.50	823.00
其中：2 号精煤	950.46	1,200.00	1,300.00	1,340.00
经筛选原煤	656.42	800.00	820.00	850.00
混煤及其他	251.57	280.00	290.00	300.00
山西能化	300.00	380.00	400.00	420.00
兖煤澳洲	737.21	709.67	720.00	708.62
其中：澳思达（100%）		850.00	900.00	900.00
雅若碧（100%）		800.00	890.00	890.00
艾诗顿（60%）		870.00	920.00	920.00
莫拉本（80%）		560.00	600.00	600.00
米诺华（51%）		560.00	600.00	600.00
外购商品煤	540.67	700.00	720.00	720.00
商品煤均价	529.16	642.24	683.08	702.70

2、盈利预测及投资建议

不考虑榆树湾煤矿，预计公司2010—2012年每股收益分别为1.40元、1.75元和1.88元。对应2010—2011年的市盈率分别为14.61倍、11.69倍，估值水平与行业相当，但随着2010年鄂尔多斯能化资源的获批以及榆树湾煤矿的设立，将彻底消除市场之前对公司成长性不足、储备资源少的担忧，未来5年公司将进入高速成长期，我们看好公司发展前景，给予买入评级。

表 8：重点跟踪上市公司估值比较

	PE			EPS			投资评级
	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年	
国阳新能	21.46	16.31	14.56	1.90	2.50	2.8	买入
神火股份	34.34	12.54	8.80	0.80	2.19	3.12	买入
大同煤业	17.59	15.35	13.51	1.92	2.2	2.5	买入
山煤国际	26.12	18.15	10.82	0.82	1.18	1.98	买入
兖州煤业	25.89	14.61	11.69	0.79	1.40	1.75	买入
盘江股份	20.05	14.89	12.26	1.04	1.40	1.7	持有
西山煤电	26.24	14.68	11.66	1.08	1.93	2.43	持有
兰花科创	13.68	10.30	8.04	2.22	2.95	3.78	持有
国投新集	26.18	15.50	10.61	0.45	0.76	1.11	持有
开滦股份	26.24	16.13	10.72	0.67	1.09	1.64	持有
平煤股份	20.70	14.04	10.72	1.01	1.49	1.95	持有
平均	23.70	14.62	10.88				

风险提示

- 1、甲醇价格下滑将拖累公司业绩。
- 2、国际原油价格波动将影响公司股价走势。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	10797	20751	30663	43202	
应收账款	5427	4376	7326	5078	
预付款项	76	188	120	206	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	295	644	477	711	
存货	886	1064	1207	1196	
流动资产合计	19386	28926	41696	52296	
长期股权投资	972	972	972	972	
固定资产	17080	15165	12058	8950	
在建工程	1193	0	0	0	
无形资产	19336	17376	15417	13458	
长期待摊费用	16	8	0	0	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	39755	34681	29606	24539	
资产总计	59141	63607	71302	76836	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据	0	1	2	3	
应付账款	1435	1312	1886	1498	
预收款项	1664	1315	2241	1528	
应付职工薪酬	0	0	0	0	
应交税费	0	0	0	0	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	3312	3312	3312	3312	
流动负债合计	9621	9149	10649	9548	
长期借款	12	12	12	12	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	12	12	12	12	
预计负债	123	123	123	123	
递延所得税负债	14	14	14	14	
非流动负债合计	21061	21061	21061	21061	
负债合计	30681	30209	31710	30608	
股本	4918	4918	4918	4918	
资本公积	4548	4548	4548	4548	
盈余公积	16720	18892	23480	29209	
未分配利润	1913	4588	5729	6170	
少数股东权益	102	451	917	1382	
负债股东权益总计	59141	63607	71302	76836	
每股净资产(元)	5.79	6.79	8.05	9.40	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	21500	32880	39246	41600	
营业成本	12220	16989	19779	20926	
营业税金及附加	428	580	692	734	
销售费用	578	884	1055	1118	
管理费用	3156	4530	5407	5732	
财务费用	-162	250	226	124	
资产减值损失	-14	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	112	0	0	0	
营业利润	5406	9648	12087	12967	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	5411	9648	12087	12967	
所得税费用	1505	2412	3022	3242	
净利润	3907	7236	9065	9725	
归属于母公司净利润	3880	6886	8599	9261	
少数股东损益	26	349	466	465	
EPS(元)	0.79	1.40	1.75	1.88	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	6166	13102	13409	16003	
投资活动现金流量	-24494	0	0	0	
筹资活动现金流量	18499	-3148	-3496	-3464	
现金及现金等价物净增加额	72	9954	9913	12539	
期末现金余额	10797	20751	30663	43202	
每股经营活动现金流(元)	1.25	2.66	2.73	3.25	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-17.70%	52.93%	19.36%	6.00%	
营业利润增长率	-39.73%	85.22%	25.28%	7.28%	
毛利率	43.16%	48.33%	49.60%	49.70%	
营业利润率	25.14%	29.34%	30.80%	31.17%	
净利率	18.17%	22.01%	23.10%	23.38%	
净资产收益率	13.68%	20.90%	22.23%	20.65%	
总资产收益率	8.89%	16.50%	17.83%	17.36%	
流动比率	201.50%	316.17%	391.55%	547.74%	
资产负债率	51.88%	47.49%	44.47%	39.84%	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

兖州煤业(600188)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。