

兖州煤业(600188.sh)

踞“澳”入“蒙”今胜昔，十年耕耘结硕果

陈亮 煤炭业 研究员
电话: 021-68824449
eMail: cl12@gf.com.cn

胡东健 研究助理

再造一个“兖煤”，成长性重现。赵楼煤矿于2009年12月投产，预计10年~12年产量分别为150万吨、250万吨和300万吨；莫拉本露天矿已于今年5月底投产，预计10年~12年产量分别为200万吨、700万吨和900万吨。预计10~12年，公司合计权益产量将达到4441万吨、4937万吨和5153万吨。

立足鄂尔多斯，受益内蒙发展规划。公司拟收购昊盛煤业51%的股权，从而获得石拉乌素区井田8.38亿吨权益资源，至此公司已在鄂尔多斯累计获得24亿吨煤炭资源，为公司可持续发展奠定了坚实基础，同时也将充分受益于即将出台的内蒙古发展规划和鄂尔多斯世界级新型煤化工基地建设。

澳元看涨，汇兑损益负面影响消除。公司中期汇兑损失高达1.87亿美元，严重拖累公司业绩，剔除汇兑损益影响，公司上半年利润增幅将超过80%。随着近期澳大利亚大选的结束和资源税新方案征税力度的大幅削弱，影响澳元走势的不利因素消除，年末汇兑收益有望大幅贡献业绩。

关注母公司新疆煤炭资源。除了上市公司煤炭资源外，兖矿集团还在新疆拥有136亿吨的煤炭资源，并计划在“十二五”期间形成煤炭2000万吨以上、化肥80万吨、煤制油300万到500万吨的煤化工基地，新疆优质煤炭资产未来是否注入值得期待。

盈利预测及投资建议 不考虑榆树湾项目和资源税影响，预计公司10~12年EPS分别为1.45、1.71和2.06元。考虑到公司未来产量稳定增长，鄂尔多斯和澳洲资源大大增加了公司的可持续发展能力，我们看好公司的发展前景。我们认为，在当前全球流动性泛滥，煤炭股资源属性重新被市场认识之际，2010年18倍PE有足够的边际安全，对应目标价为24元，给予公司“买入”评级。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	26,123.55	21,500.35	32,215.3	36,500.8	39,773.3
EBITDA(百万元)	10,290.26	6,938.95	11,716.7	14,380.7	16,979.4
净利润(百万元)	6,483.64	3,880.33	7,139.1	8,415.3	10,110.4
净利润增长率	140.73%	-40.15%	83.98%	17.88%	20.14%
每股收益(元)	1.318	0.789	1.451	1.711	2.056
市盈率	6.25	29.21	10.09	8.56	7.12
市净率	1.54	3.99	2.25	1.90	1.60
EV/EBITDA	3.03	17.82	6.35	4.53	3.22
每股红利(元)	0.40	0.25	0.44	0.52	0.62
股息率(%)	4.85	1.09	2.99	3.53	4.24

来源: 兖州煤业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	20.19
目标价格(元)	24.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	9.02%	20.94%	13.76%
沪深300	4.02%	15.00%	-3.78%

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

目录索引

以煤为主，多业并举	4
十年耕耘，丰收在即	5
资源瓶颈制约本部发展	5
再造一个“兖煤”，成长性再现	6
1. 菏泽能化进入收获期	7
2. 菲利克斯莫拉本煤矿投产，兖煤澳洲产量提升	7
3. 榆树湾煤矿——机会与风险并存	9
开疆拓土，扎根内蒙	9
鄂尔多斯能化配套煤炭资源有望获批	9
收购内蒙古昊盛煤业 51% 股权，为可持续发展奠定基础	10
受益于内蒙古振兴规划	10
1. 内蒙古发展规划有望年内出台	10
2. 能源战略是内蒙古的发展重点	10
3. 鄂尔多斯将成为能源深加工基地	11
汇兑损益，或变利好	12
汇兑损失拖累中期业绩	12
澳元看涨，未来业绩可能超预期	13
美元贬值、人民币升值降低公司利润，但影响有限	14
兖煤澳洲，升值获利	14
收购价估值较低	15
澳大利亚矿业公司股价上涨	15
2012 年重新上市，市值至少 60 亿澳元	16
澳洲税改，影响不大	17
塞翁失马，焉知非福？	18
集团资产，注入可期	19
集团在新疆拥有丰富煤炭资源	19
集团煤化工业务实力强大，不排除未来注入可能	19
近水楼台先得月	20
靠近消费市场，盈利水平高	20
现货煤比例高，业绩弹性大	22
盈利预测、估值与投资建议	23
预测假设	23
盈利预测及投资建议	24

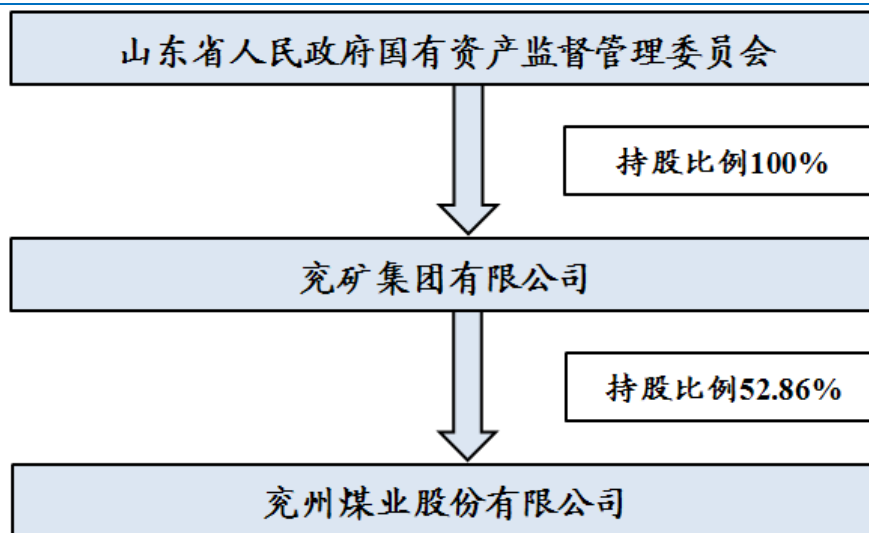
图表索引

图表 1: 兖州煤业与实际控制人之间的产权及控制关系	4
图表 2: 兖州煤业 2010 年中期主营业务分行业经营情况表	4
图表 3: 兖州煤业生产经营结构图	4
图表 4: 兖州煤业原煤产量(万吨)	6
图表 5: 兖州煤业本部煤矿情况	6
图表 6: 兖州煤业控股煤矿情况	7
图表 7: 兖州煤业各煤矿产量	7
图表 8: 兖煤澳洲股权关系	8
图表 9: 兖煤澳洲在产和在建煤矿情况	8
图表 10: 兖煤澳洲煤矿勘探项目情况	9
图表 11: 2009 年主要省市煤炭产量	11
图表 12: 内蒙古煤炭产量	11
图表 13: 内蒙古各地区煤炭储量	12
图表 14: 2009 年内蒙古各地区煤炭产量	12
图表 15: 澳元汇率走势(澳元/美元)	13
图表 16: 澳元汇率与大宗商品价格的关系	13
图表 17: 亚洲主要国家实际 GDP 同比增速	13
图表 18: 澳元/美元与澳大利亚动力煤现货价	14
图表 19: 人民币/澳元汇率走势	14
图表 20: 菲利克斯公司股价变化情况	15
图表 21: 菲利克斯公司市盈率变化情况	15
图表 22: 澳大利亚主要煤炭行业上市公司情况	15
图表 23: 澳大利亚主要煤炭行业上市公司股价	16
图表 24: 澳大利亚主要矿业公司股价	16
图表 25: 澳大利亚主要煤炭行业上市公司估值	16
图表 26: 资源超额利润税和矿产资源租赁税比较	17
图表 27: 新税法对公司影响测算	17
图表 28: 山东省七大煤炭集团情况	18
图表 29: 兖矿集团及兖州煤业各业务板块经营情况	19
图表 30: 2009 年集团煤化工主要产品产量及价格	20
图表 31: 长三角地区尿素价格走势	20
图表 32: 长三角地区甲醇价格走势	20
图表 33: 2009 年公司按地区分类的煤炭销售情况	21
图表 34: 2008 年中国各地区煤炭消费量	21
图表 35: 2008 年中国各地区煤炭净调入量	21
图表 36: 兖州当地煤价和其他主要产煤地区煤价比较	22
图表 37: 煤炭上市公司销售毛利率	22
图表 38: 三大煤炭上市公司现货销售比例	23
图表 39: 三大煤炭上市公司煤价涨幅比较	23
图表 40: 公司煤炭产销量预测(万吨)	23
图表 41: 公司煤炭销售价格假设(元/吨)	24

以煤为主，多业并举

兖州煤业是由兖矿集团于1997年以其四个大型经营煤矿及与煤炭经营业务有关单位的经营性资产独家发起设立的，1998年公司股票在纽约、香港和上海三地上市，是目前中国唯一一家在境内外三地同时上市的煤炭企业。

图表 1: 兖州煤业与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司2009年年报，广发证券发展研究中心

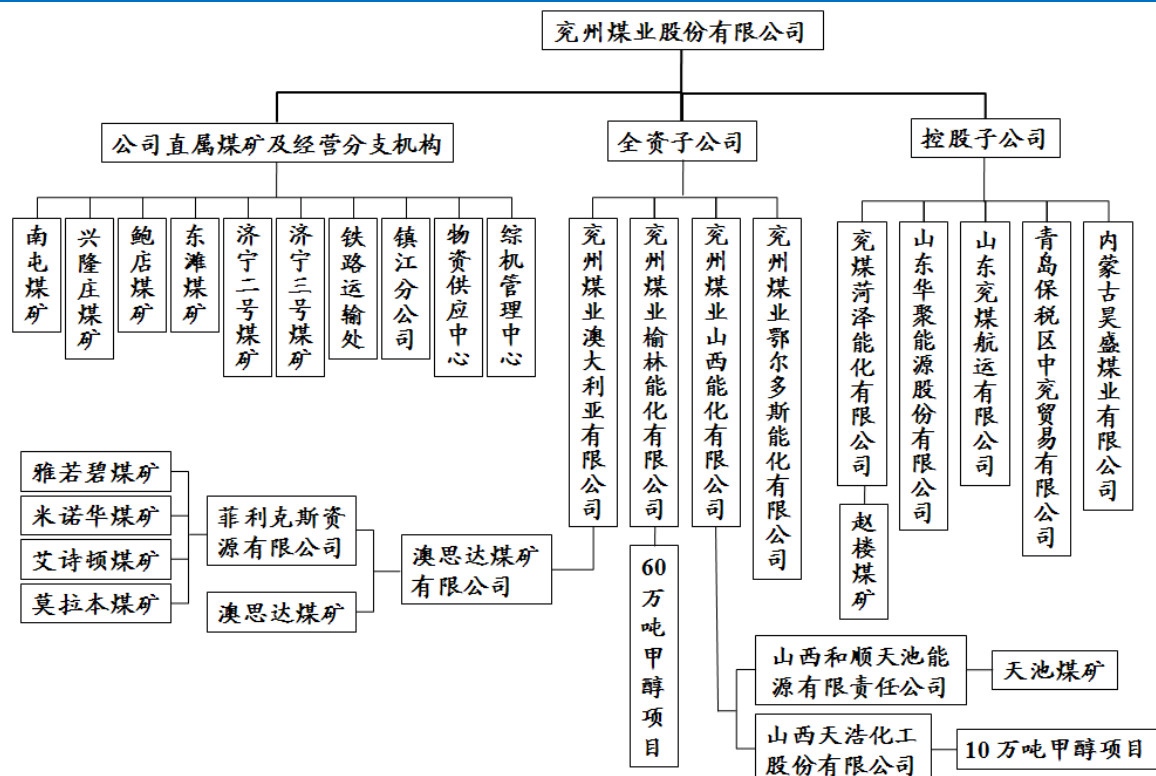
公司总部位于中国山东省境内，总部煤炭资源分布在济宁和兖州煤田，此外公司在陕西省、山东省菏泽市、山西省和内蒙古自治区以及澳大利亚拥有煤炭资源和煤炭深加工项目，是一个以煤为主、多业并举的国际化矿业集团。2010年中期，公司的煤炭业务贡献了94.95%的主营收入和98.42%的营业利润；非煤业务发展围绕煤炭业务展开，包括铁路、煤化工、电力和热力业务。

图表 2: 兖州煤业 2010 年中期主营业务分行业经营情况表

	营业收入 (千元)	营业成本 (千元)	营业利润 (千元)	毛利率 (%)	营业收入占比 (%)	营业利润占比 (%)
煤炭业务	14,450,757	7,257,948	7,192,809	49.77	94.95	98.42
铁路运输业务	258,250	141,584	116,666	45.18	1.70	1.60
煤化工业务	408,568	427,811	-19,243	-4.71	2.68	-0.26
电力业务	85,839	77,429	8,410	9.8	0.56	0.12
热力业务	15,274	5,484	9,790	64.1	0.10	0.13

数据来源：公司2010年半年报，广发证券发展研究中心

图表 3: 兖州煤业生产经营结构图



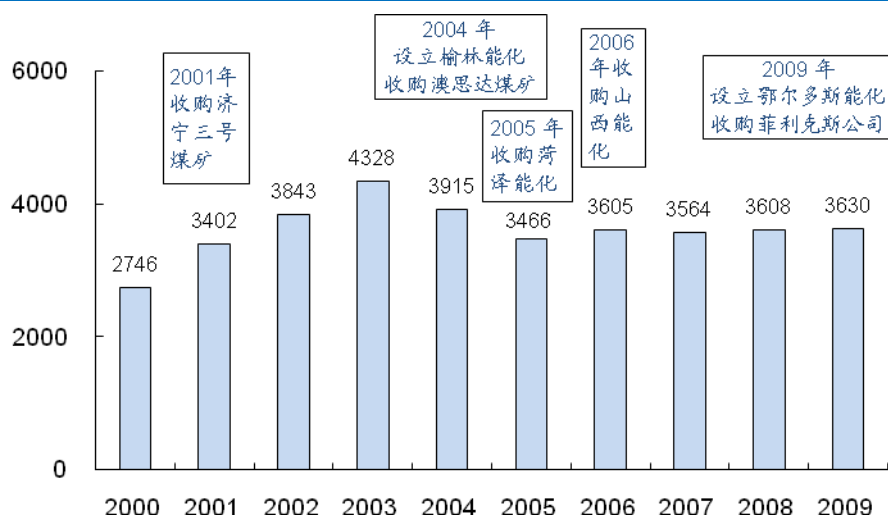
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

十年耕耘，丰收在即

资源瓶颈制约本部发展

2003年公司原煤产量达到4328万吨的历史高点，此后受压煤村庄的搬迁等因素的影响，2005年原煤产量下降到3500吨左右。近5年来，公司原煤产量一直稳定在3500吨左右，未有增长，相比于其他快速扩张的煤炭公司，资源瓶颈与成长性不足一度制约着公司的发展。

图表 4: 兖州煤业原煤产量(万吨)



数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

公司地处资源相对稀缺的华东地区, 省内的煤炭资源潜力非常有限, 公司本部辖有南屯煤矿、兴隆庄煤矿、鲍店煤矿、东滩煤矿、济宁二号煤矿和济宁三号煤矿等六座大型煤矿, 已探明及推定储量合计约18.66亿吨, 适用于长壁开采法的可采储量约为5.98亿吨。本部六矿均为开采时间较长的成熟矿井, 未来产量将基本稳定。

图表 5: 兖州煤业本部煤矿情况

本部煤矿	煤种	井田面积 (平方公里)	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	投产时间	2009年产量 (万吨)
南屯矿	气煤	35.2	1.2	0.3	1973	350
兴隆庄矿	气煤	59.8	3.3	1.1	1981	660
鲍店煤矿	气煤	36.4	2.9	0.8	1986	600
东滩煤矿	气煤	60.0	4.6	1.1	1989	700
济宁二号煤矿	气煤	87.1	4.2	1.7	1997	390
济宁三号煤矿	气煤	105.1	2.3	1.0	2000	610
本部小计		386.6	18.7	6.0	-	3310

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

再造一个“兖煤”, 成长性再现

省内煤炭资源储量不足是制约公司发展的关键问题, 但是兖州煤业早已看到发展道路上的瓶颈, 积极的实施“走出去”战略。近几年来, 公司先后在山西、陕西、内蒙古和澳大利亚获得大量煤炭资源, 采取“稳山东、扩国内、拓海外”的发展思路, 提升了企业的可持续发展能力。2009年, 本部原煤产量仍占公司总产量的90%左右, 但从今年开始公司将进入外延式发展的收获期, 预计10~12年, 公司合计权益产量将分别达到4441万吨、4937万吨和5153万吨。

图表 6: 兖州煤业控股煤矿情况

控股煤矿	煤种	井田面积 (平方公里)	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)
天池煤矿(81.31%)	贫煤、无烟煤	19.8	1.3	0.8
赵楼煤矿(98.33%)	1/3 焦和气煤	144.9	10.8	2.5
万福煤矿(98.33%)	1/3 焦和气煤	129.9	3.1	1.4
榆树湾煤矿(41%)	不粘煤、长焰煤	88.9	18.1	12.5
澳思达煤矿(100%)	半硬焦煤	63.0	1.4	0.5
菲利克斯公司(100%)	半软焦煤等		13.8	3.9
鄂尔多斯能化配套资源(100%)			16.8	
吴盛煤业(51%)			16.4	

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

图表 7: 兖州煤业各煤矿产量

	2009 年	2010E	2011E	2012E
本部六矿	3300.0	3300.0	3300.0	3300.0
赵楼煤矿 (98.33%)	3.9	150.0	250.0	300.0
万福煤矿 (98.33%)	-	-	-	-
山西能化 (天池煤矿)	102.3	120.0	120.0	120.0
澳思达煤矿(100%)	160.5	180.0	200.0	200.0
菲利克斯				
雅若碧(100%)	-	160.0	170.0	170.0
艾诗顿(60%)	-	330.0	340.0	350.0
米诺华(51%)	-	260.0	260.0	260.0
莫拉本(80%)	-	250.0	700.0	900.0
上市公司原煤权益产量合计	3566.7	4440.6	4936.6	5152.6

数据来源: 广发证券发展研究中心

1. 菏泽能化进入收获期

菏泽能化(兖煤控股98.33%)下属赵楼煤矿于2009年12月投产, 预计2012年达产, 核定产能300万吨, 预计10年~12年产量分别为150万吨、250万吨和300万吨。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年上半年该矿综合煤价为741.39元/吨, 吨煤成本为598.80元/吨(尚未达到设计生产能力, 单位固定成本较高), 吨煤毛利140元/吨。预计随着产量的提升, 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。

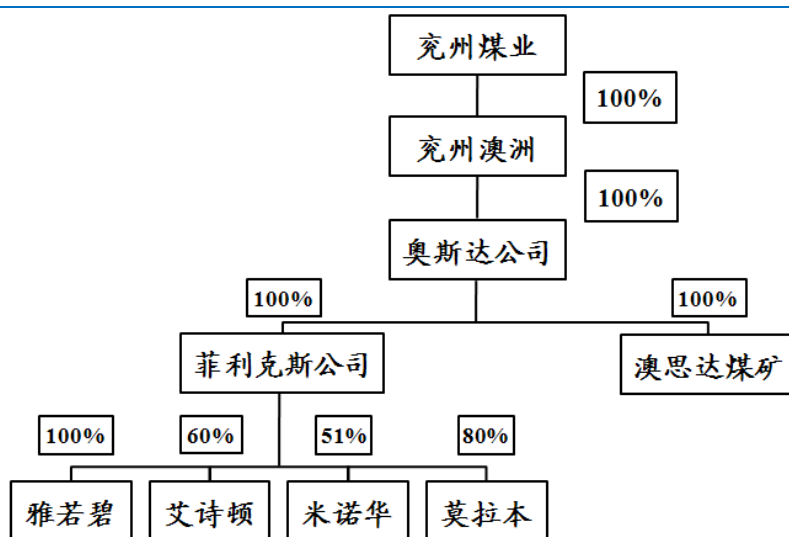
菏泽能化的万福煤矿还在审批中, 该矿计划产能180万吨, 公司计划2010年开工建设, 3年建设期, 2013年投产。

2. 菲利克斯莫拉本煤矿投产, 兖煤澳洲产量提升

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年公司又通过兖煤澳洲成功收购菲利克斯公司。

图表 8：兖煤澳洲股权关系



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

菲利克斯拥有较为丰富的煤炭储量和资源量，地质赋存条件良好，共包括5个运营中的煤矿、1个开发中的煤矿以及3个煤炭勘探项目，具有较大的发展潜力。此外，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量只有160万吨左右)。

菲利克斯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；在产和在建煤矿产能合计2130万吨，权益产能1593万吨。

图表 9：兖煤澳洲在产和在建煤矿情况

公司/煤矿	煤种	权益	资源量	储量	产能	2009	2010E	2011E	2012E
澳思达	焦煤	100%	140	50	200	161	180	180	180
菲利克斯									
雅若碧露天煤矿	喷吹煤	100%	117	28	170	151	160	170	170
艾诗顿露天煤矿	半软焦煤	60%	119	49	350	323	330	340	350
艾诗顿地下煤矿	半软焦煤	60%	323	47					
米诺华露天煤矿	动力煤	51%	79	29	260	257	260	260	260
莫拉本露天煤矿	动力煤	80%	407	278	1000	-	250	700	900
莫拉本地下煤矿	动力煤	80%	300	79	350	-	-	-	-
菲利克斯小计			1344	510	2130	731	1000	1470	1680
菲尼克斯权益			987	386	1593	476	691	1067	1233
兖煤澳洲合计			1484	560	2330	892	1180	1650	1860
兖煤澳洲权益			1127	1127	1793	636	871	1247	1413

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

菲尼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，增加了菲尼克斯公司的持续成长能力。

图表 10: 兖煤澳洲煤矿勘探项目情况

名称	权益	总资源量(亿吨)	煤种	备注
Athena 地下煤矿	51%	560	动力煤	煤质较米诺华相似甚至更佳
Harry-brandt 露天煤矿	100%	102.5	喷吹煤、动力煤	/
Wilpeena 露天煤矿	100%	-	喷吹煤	煤质与雅若碧类似，有望露天开采

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

艾诗顿煤矿和米诺华露天矿未来产能基本保持在现有水平，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。设计产能为1000万吨菲尼克斯莫拉本露天矿已经于今年5月底投产，预计10年~12年产量分别为200万吨、700万吨和900万吨；设计产能为350万吨莫拉本井工矿预计将于2012年开始建设，2013-2014年贡献产能。

综合来看，随着莫拉本煤矿的投产、达产，兖煤澳洲的煤炭产量快速增长，预计10年~12年兖煤澳洲原煤产量分别为1180万吨、1650万吨和1860万吨，权益产量分别为871万吨、1247万吨和1413万吨。

3. 榆树湾煤矿——机会与风险并存

榆树湾煤矿项目是2006年由兖州煤业、正大能源和榆神煤炭公司按41%、40%和19%的股权比例组建的中外合资公司开发建设的。榆树湾煤矿井田面积88.9平方公里，煤炭地质储量18.05亿吨，可采储量12.45亿吨，属低灰、低硫、低磷、高热量的不粘煤和长焰煤，热值在6500-7000大卡左右，是良好的动力用煤。榆树湾煤矿一期规划年产煤炭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2000万吨左右，三期将与曹家滩井田合并，产能约为4000万吨。

由于涉及外资问题及合同纠纷，该项目四年难产，目前榆树湾煤矿法人正在进行主体变更和资源评估，何时投产暂无时刻表。但是榆树湾煤矿运煤公路和进场公路工程已于2010年3月19日开始招标，现已开工建设，这预示着榆树湾煤矿设立问题有望得到突破性进展。榆树湾煤矿产能何时释放是公司面临的一个重要不确定因素，一旦问题得到解决，该项目随时可对公司业绩做出贡献。

开疆拓土，扎根内蒙

鄂尔多斯能化配套煤炭资源有望获批

继成功收购澳大利亚菲尼克斯后，兖州煤业又在国内煤炭资源最富集的地区内蒙古鄂尔多斯站稳了脚跟。公司于2009年12月18日在内蒙古鄂

鄂尔多斯市设立了全资子公司鄂尔多斯能化，作为公司在内蒙古自治区的运作主体和煤炭、煤化工、煤电项目的投资管理平台。

鄂尔多斯市政府为公司配备了16.8亿吨储量的煤炭资源发展煤化工项目，预计2010年下半年公司可获得相应配套煤炭资源。公司初步规划投资30亿元左右于2012年建成一期年产60万吨/年的煤制甲醇项目，同时投资20-30亿元建设产能1000万吨/年的配套煤矿，并将开展甲醇转100万吨/年烯烃项目和500万吨/年煤制油项目的前期准备工作，计划到2020年，形成集坑口化、大型化、集群化为一体的特大型煤电化产业基地。

收购内蒙古昊盛煤业 51%股权，为可持续发展奠定基础

兖州煤业于2010年9月6日公告，拟以人民币66.49亿元收购内蒙古昊盛煤业有限公司51%的股权。昊盛煤业目前拥有石拉乌素区井田16.44亿吨的煤炭资源，按照51%的权益占比，兖州煤业将新增权益煤炭资源量8.38亿吨，该矿区动力煤质量较好，平均发热量达到7000大卡左右。此次收购短期不能为公司盈利带来任何贡献，主要为储备资源考虑，公司目前已在内蒙古鄂尔多斯地区累计取得24亿吨优质动力煤，为公司的可持续发展奠定了坚实基础。

受益于内蒙古振兴规划

1. 内蒙古发展规划有望年内出台

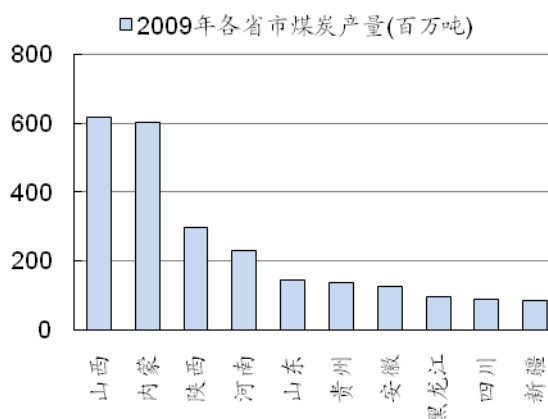
8月中旬，由国家发改委牵头、42个国家部委和单位联合组成的国家调研组抵达内蒙古，为国务院出台《关于促进内蒙古自治区经济社会又好又快发展若干意见》开展专题调研，这是内蒙古自治区历史上规模最大的一次国家级调研活动。

继新疆、西藏发展规划出台之后，内蒙古发展规划有望在年内出台。内蒙古将被定位为“三个基地、两个屏障和一个先导区”，即“国家能源重化工基地”、“国家绿色农畜产品生产加工基地”、“国家重要的稀土、新材料、有色金属深加工基地”、“我国北方重要的生态屏障”、“北疆安全稳定屏障”、“向北开放的先导区”，内蒙古发展规划的出台将助内蒙古踏上经济二次腾飞之路。

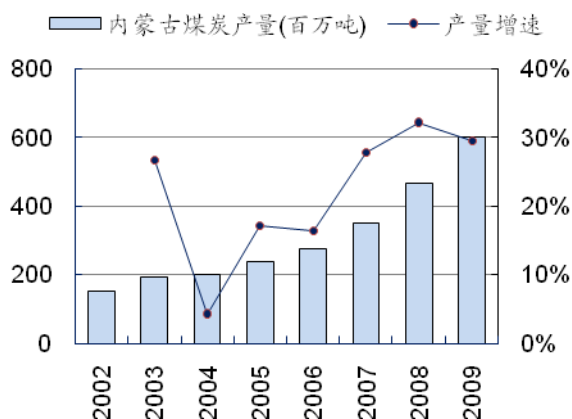
2. 能源战略是内蒙古的发展重点

作为中国能源储备最丰富的一个省份，内蒙古规划的重点自然是放在能源领域，而煤炭资源的开发利用更将是重中之重。从资源储备来看，内蒙古自治区的能源综合实力全国第一，在煤炭资源方面，内蒙古已探明煤炭储量达到7323亿吨，居全国第一位，远景储量12250亿吨，仅次于新疆；此外，内蒙的风能资源居全国之首，太阳能资源居全国第二位，油气资源也非常丰富。

图表 11: 2009 年主要省市煤炭产量



图表 12: 内蒙古煤炭产量



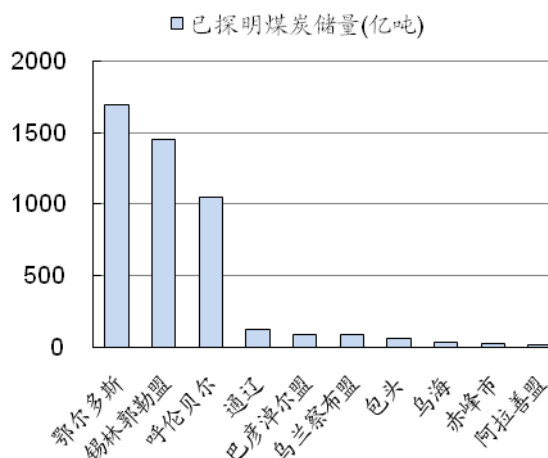
数据来源: 煤炭资源网, 广发证券发展研究中心

3. 鄂尔多斯将成为能源深加工基地

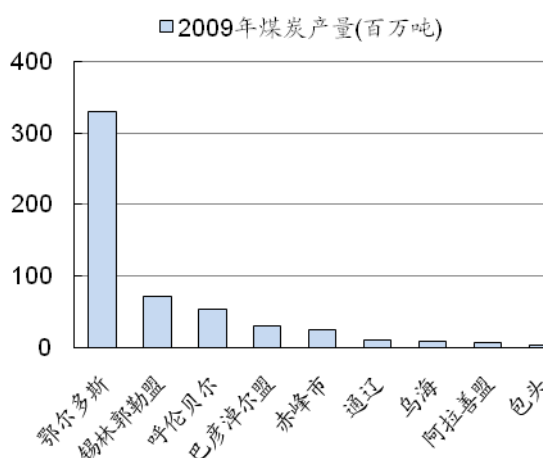
作为内蒙古最为发达和成熟的经济区,以呼和浩特、包头和鄂尔多斯构成的“金三角”都市圈将成为内蒙古未来发展的核心,“呼包鄂”经济圈还有可能上升到国家战略层面,得到国家政策的大力支持。其中,呼和浩特主打产业集群,以乳业、电子信息、电力等为支柱产业,包头的冶金、稀土高新技术产业和机械装备业成为发展的主导力量,而鄂尔多斯则依托资源发展能源深加工产业。

鄂尔多斯市是我国重要的煤炭资源地和生产基地,境内拥有准格尔、东胜和卓子山三大煤田。全市煤炭已探明储量达到1696亿吨,预测远景储量10000亿吨,2009年煤炭产量超过3亿吨,成为全国首个亿吨级现代化煤炭生产基地。近年来,鄂尔多斯市一直把煤炭工业的升级转型作为转变经济发展方式的战略重点,积极推动资源型产业向深加工和高端化转型,打造世界级新型煤化工基地。据报道,“十二五”期间煤化工行业将严格行业准入,加快结构调整,严格限制煤炭调入区发展煤化工,而鄂尔多斯作为世界少有的既富煤又较富水的区域,在当前煤化工产业“坑口化、大型化、集群化”的发展趋势下,煤化工发展优势将更加明显。

图表 13: 内蒙古各地区煤炭储量



图表 14: 2009 年内蒙古各地区煤炭产量



数据来源: 广发证券发展研究中心

此外,内蒙古煤炭运输瓶颈在未来几年有望得到有效解决。包西铁路将在年内通车,使内蒙煤炭外运瓶颈得到一定缓解,而集宁—张家口—唐山第三条“西煤东运”大通道已于2009年开工建设,预计将在2014年前后通车,届时将释放2亿吨左右的内蒙古煤炭产能。

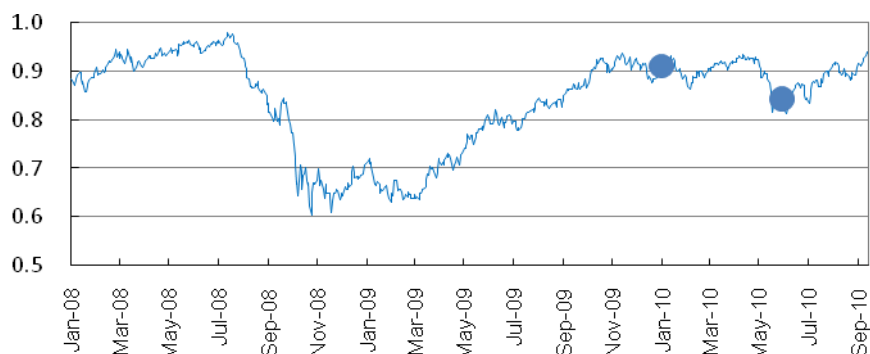
在鄂尔多斯站稳脚跟对兖州煤业具有重要的战略意义: 1.公司已在鄂尔多斯地区获得24亿吨煤炭资源,是本部煤炭储量的1.3倍,为公司的可持续发展奠定了资源基础; 2.公司将充分享受鄂尔多斯建设世界级新型煤化工基地带来的机会,公司凭借自身强大的资本运作能力以及集团母公司在煤化工领域的丰富经验,未来有望在资源丰富的鄂尔多斯地区获得更多的资源。

汇兑损益, 或变利好

汇兑损失拖累中期业绩

公司去年收购菲利克斯时,先后向银行贷款30.4亿美元,并以澳元为本位币核算美元债务。2010年6月30日,澳元兑美元的汇率为0.8523,而2009年12月31日澳元兑美元的汇率为0.8985,受澳元兑美元贬值的影响,兖煤澳洲的美元贷款账面汇兑损失为1.87亿澳元,折合人民币为11.14亿元,折合每股收益约为0.23元,对公司业绩产生较大拖累。公司上半年实现归属于母公司股东的净利润26.33亿元,对应的每股收益为0.535元,同比增长38.29%,中期业绩略低于市场预期,但若剔除汇兑损益的影响,公司上半年每股收益将达到0.71元,同比涨幅将超过80%。

图表 15: 澳元汇率走势(澳元/美元)



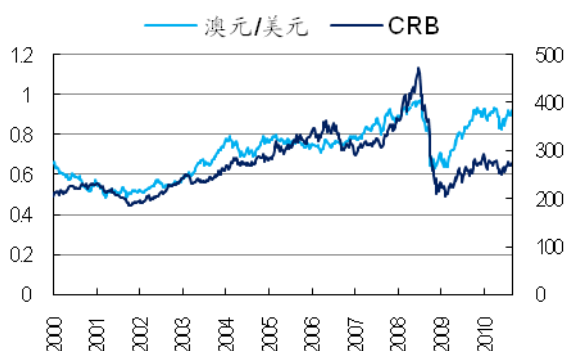
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

公司收购菲利克斯所需资金来源于中国银行悉尼分行、国家开发银行香港分行和中国建设银行香港分行所组银团提供的贷款, 贷款期限为5年, 贷款利率为LIBOR+0.75%, 第3年年末开始, 每年年末偿还一次本金。公司目前尚未对汇兑损益进行套期保值, 在未来几年汇兑损益都将对公司业绩造成较大影响, 目前的汇兑损益只是账面上的, 借款到期时汇兑损益才会兑现。

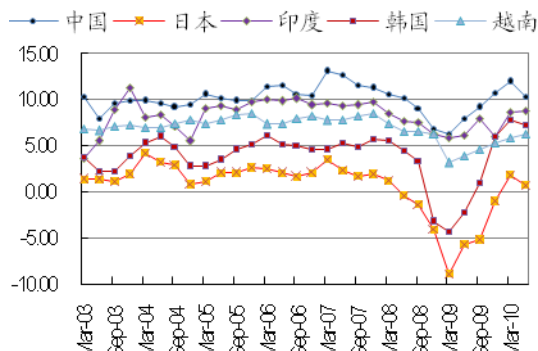
澳元看涨, 未来业绩可能超预期

澳大利亚是世界上最大的矿产资源出口国, 采矿业也是澳大利亚的支柱产业, 采矿业产值占GDP的8%左右, 矿产出口占总出口的比例超过50%, 因此澳元又被称为“商品货币”, 其汇率与金、铜、镍、煤炭、原油和羊毛等商品的价格存在紧密联系。另一方面, 亚洲国家是澳大利亚的主要出口国, 中国和亚洲其他国家的经济走势和政策直接影响到澳大利亚的出口以及澳元汇率走势。

图表 16: 澳元汇率与大宗商品价格的关系



图表 17: 亚洲主要国家实际 GDP 同比增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

5月以来澳元汇率的下跌, 主要是受税制改革以及国内政治形势不明了两方面的影响, 但随着资源税新方案征税力度的大幅削弱和澳大利亚大

选的结果，影响澳元走势的不确定因素消除。另一方面，尽管受世界经济复苏停滞和中国经济增长放缓的影响，大宗商品价格短期内承压，但是随着明年中国经济增速的反弹，印度、越南等国需求的持续旺盛以及欧美日的经济复苏，我们判断大宗商品价格在明年重现增长势头的可能性比较大，加之澳大利亚国内经济向好，澳元中期仍看涨。随着澳元的不断走强，汇兑损失拖累业绩的情况或将不复存在，未来汇兑损益还有贡献业绩的可能。

美元贬值、人民币升值降低公司利润，但影响有限

国际煤价以美元计价，兖煤澳洲的成本主要以澳元为单位，而最终的合并报表需要转换为人民币结算，因此美元、澳元和人民币的三方汇率都会影响公司的利润。在美元贬值、人民币升值的背景下，一方面受美元贬值影响，兖煤澳洲以澳元计价的收入和利润将下降；另一方面，人民币升值将进一步减少以人民币计价的利润。

但是我们认为三方汇率对公司的负面影响有限。一方面，澳大利亚作为全球最大的煤炭出口国，掌握国际煤炭的定价权。随着世界经济的复苏和印度需求的快速上升，未来2年国际煤炭供需形势偏紧，澳大利亚煤炭企业的话语权更加明显，澳洲煤企必然通过提高煤价转移美元贬值的影响；另一方面，尽管人民币兑美元汇率屡创新高，但澳元升值幅度更大，人民币相对于澳元仍在贬值。我们认为，人民币不存在短期内大幅升值的可能性，而澳元的走强可能使人民币对澳元汇率继续走低，人民币逐渐缓慢升值对公司利润影响有限。

图表 18: 澳元/美元与澳大利亚动力煤现货价



图表 19: 人民币/澳元汇率走势



数据来源：广发证券发展研究中心

兖煤澳洲，升值获利

2009年10月23日，澳大利亚联邦财政部有条件批准公司收购菲利普斯100%股份，并要求公司作出承诺：兖煤澳洲最迟于2012年底在澳大利亚证券交易所上市，届时公司在兖煤澳洲中的持股比例减少至不超过

70%；并且考虑到公司现有的若干煤矿是与第三方成立的合资企业所拥有，在兖煤澳洲上市后，公司在现有煤矿中的合计经济所有权将减少至不超过50%。兖煤澳洲在澳交所上市，一方面有利于实现资产的增值；同时上市筹集的资金也可用于偿还境外收购贷款，有利于缓解财务方面的压力，并为兖煤澳洲公司的后续发展提供强有力的支持。

收购价估值较低

根据2009年8月13日公司与菲利克斯签署的《安排执行协议》，交易价格为16.95澳元/股，相比2009年8月7日(公告前最后一个交易日)目标公司股票收盘价16.90澳元高出0.05澳元，在2009年8月7日前一个月目标公司的成交量加权平均价格16.34澳元的基础上有10.9%的溢价，收购价格溢价较低。菲利克斯股票价格在08年金融危机后下跌幅度明显，公司价值出现低估，尽管09年股价有所回升，但相对于公司2009财年1.36澳元的每股收益，收购价对应的市盈率仅为12.46，在历史处于较低水平。

图表 20: 菲利克斯公司股价变化情况



图表 21: 菲利克斯公司市盈率变化情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

澳大利亚矿业公司股价上涨

在菲利克斯退市前，澳大利亚主要有9家煤炭行业上市公司，菲利克斯按实际持股比例计算的2009财年煤炭产量、煤炭储量和资源量在9家公司中分别居于第四位、第三位和第五位。

图表 22: 澳大利亚主要煤炭行业上市公司情况

股票代码	公司名称	按持股比例计算的产量(百万吨)			按持股比例计算的 资源量(百万吨)	按持股比例计算的 储量(百万吨)
		2007 财年	2008 财年	2009 财年		
CNA	Coal & Allied	19.0	18.6	17.8	4503.7	1280.5
CEY	Centennial Coal	16.6	15.4	14.4	2096.4	378.5
NHC	New Hope Corp	3.8	4.5	5.1	874.0	516.0
FLX	Felix Resources	4.4	5.1	4.8	1375.4	385.5
MCC	Macarthur Coal	3.6	3.5	4.7	1258.5	87.4

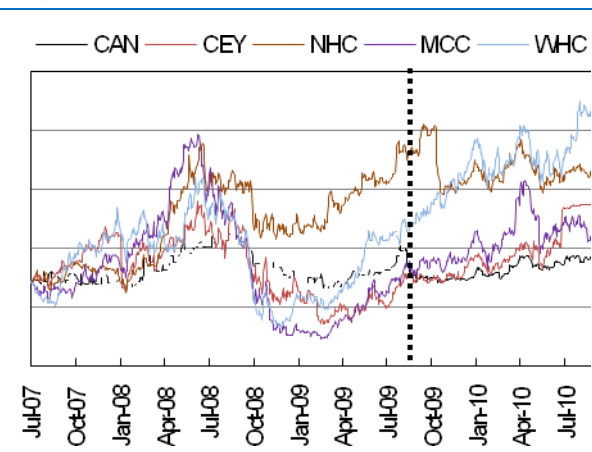
WHC	Whitehaven Coal	1.4	2.4	3.6	529.0	241.2
GCL	Gloucester Coal	2.2	1.8	1.7	208.8	38.0
RIV	Riversdale Mining	0.5	0.6	0.7	2653.1	188.7
AQA	Aquila Resources	0.3	0.6	0.6	1680.4	112.3

注: **截至到2010年9月13日

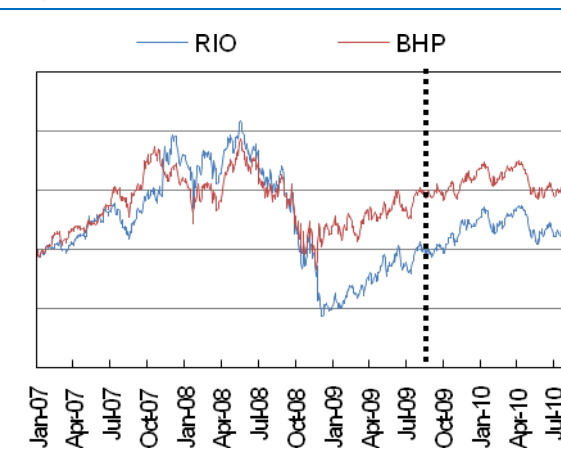
数据来源: 广发证券发展研究中心

尽管受资源税改革的影响,澳大利亚矿业公司的股价在5月大幅下跌,但截止到2010年9月13日,必和必拓和力拓两个矿业巨头以及澳大利亚主要煤炭上市公司的股价基本都高于2009年8月的水平。随着澳大利亚大选结束、政治不确定因素的消除、资源价格的长期看涨以及亚太经济和股市的复苏,澳大利亚矿业公司的股价仍有上涨动力。

图表 23: 澳大利亚主要煤炭行业上市公司股价



图表 24: 澳大利亚主要矿业公司股价



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图表 25: 澳大利亚主要煤炭行业上市公司估值

股票代码	2009年8月7日			2010年9月13日		
	股价	每股收益	市盈率	股价	每股收益	市盈率
CNA	104.50	8.77	11.91	101.21	7.46	13.57
CEY	2.95	0.14	21.53	6.08	0.39	15.79
NHC	5.18	0.30	17.56	4.95	0.23	21.52
MCC	7.77	0.50	15.51	11.18	1.01	11.05
WHC	3.15	0.25	12.70	6.09	0.23	26.71
GCL	5.77	0.36	16.03	12.40	0.77	16.06
RIV	6.22	0.00	-	9.84	0.08	129.47
AQA	5.39	-0.12	-	8.83	0.10	88.30

数据来源: 广发证券发展研究中心

2012 年重新上市, 市值至少 60 亿澳元

根据我们测算,2012年兖煤澳洲公司的净利润约为3.9亿澳元。澳大利亚主要煤炭上市公司估值的中枢15-20倍左右,我们认为,给予兖煤澳

洲15倍的PE有足够的安全边际。以此计算，兖煤澳洲公司在2012年重新上市时，市值至少为60亿澳元。相对于澳思达3200万澳元和菲利克斯33.33亿澳元的收购价，资产升值明显。

澳洲税改，影响不大

5月2日，澳大利亚前总理陆克文提出，从2012年7月1日起向资源企业征收40%的“资源超额利润税”(RSPT)，此举导致澳洲矿业公司股价狂跌，澳元汇率一路下行。吉拉德上台后，在7月2日宣布了修改后的“矿产资源租赁税”(MRRT)，大幅向矿业公司做出了让步，只对铁矿石和煤矿征收，税率从40%下降到30%，最低资本收益率由5%提高至12%。随着吉拉德在大选中胜出，我们认为新资源税实施的可能较大，但是新税法对兖煤澳洲利润影响有限。根据我们的测算，新税法将造成兖煤澳洲2012年净利润下降大约7%，将该影响纳入合并报表，新税法对兖州煤业2012年盈利影响约为2%。

图表 26：资源超额利润税和矿产资源租赁税比较

	资源超额利润税(RSPT)	矿产资源租赁税(MRRT)
征收范围	所有开采不可再生资源的资源企业	开采煤炭和铁矿石的企业
起征日	2012年7月1日	2012年7月1日
起征门槛	无	应税利润超过5000万美元
提取补贴	无	应税利润的25%
起征点	收益率超过LIBOR	收益率超过LIBOR加上7%
公司税	2013-2014为29%；2014-2015为28%	2013-2014降为29%
税率	40%	30%，减去补贴后修正税率为22.5%
有效税率（与所得税合并）	约54%-57%	42%-45%

数据来源：广发证券发展研究中心

图表 27：新税法对公司影响测算

	2012E 现行税法	2012E 新税法
营业收入——兖煤澳洲	9719.00	9719.00
营业利润——兖煤澳洲	3450.53	4130.86
减：所得税费用	(966.15)	(1156.64)
资源税税基	2484.38	2974.22
减：资源税		(669.20)
净利润——兖煤澳洲	2484.38	2305.02
每股收益		
基本每股收益(人民币元)——兖煤澳洲	0.51	0.47
变化(%)		-7%
基本每股收益(人民币元)——兖州煤业	2.04	2.00
变化(%)		-2%

数据来源：广发证券发展研究中心

塞翁失马，焉知非福？

目前，山东省国资委直管的煤炭企业包括：兖矿集团、枣矿集团、新矿集团、淄矿集团、肥矿集团、临矿集团和龙矿集团，总产量占全省的三分之二。自从山东省煤炭企业重组提上日程以来，市场就纷纷猜测山东规模最大且唯一拥有上市公司融资平台的兖矿集团有望成为整合龙头，山东煤炭整合将是由兖矿集团主导的“七变一”。

但是根据近期提出的山东煤炭整合初步方案，兖矿集团将不参与此次山东煤企重组，其他6家煤炭集团将重组整合为山东省能源集团有限公司，成为与兖矿集团并列的大型煤炭集团，整合给兖州煤业带来的利好预期落空。

图表 28：山东省七大煤炭集团情况

	2008 年产量(万吨)	2008 年营业收入(万元)	2008 年净利润(万元)	从业人数	省内探明储量(亿吨)	省外资源分布
兖矿集团	3888	3612917	229231	96114	10.7	陕西、内蒙、澳洲
新汶矿业	1121	2254845	38983	76136	5.5	陕西、安徽、新疆、内蒙古、宁夏
枣庄矿业	1797	2072288	84355	56118	3.1	云南、贵州、安徽、新疆、内蒙
淄博矿业	1348	1009028	35585	30091	1.9	陕西、贵州、云南、内蒙
龙口矿业	805	490389	17895	15618	1.4	山西、海底
肥城矿业	696	555075	10774	33315	2.0	贵州、河北、内蒙、山西、青海、河南
临沂矿业	628	551547	37108	14461	1.4	内蒙古

数据来源：广发证券发展研究中心

尽管整合预期落空，但我们认为这对兖州煤业股价影响不大，一方面由于利好预期在公司的前期股价中反映不大，另一方面在于山东煤炭企业整合难度较大，也会带来各种问题。

山东省其他六大煤炭企业均为老企业，企业负担较重，盈利能利都远远落后于兖矿。同时，各公司省内资源都面临着不同程度的枯竭问题，枣庄矿业等企业本部产量逐年下降。省外资源方面，7家煤炭企业在山西、陕西、贵州、云南、安徽、青海、内蒙、新疆、河北、河南和宁夏等省份拥有煤矿或探矿权，几家煤炭企业矿井如此分散，整合成本之高、难度之大可想而知，相反兖矿集团自身已经形成了良好政治生态和自我发展的支撑力。本次山东煤企整合完成后，山东将形成了两大煤炭集团的局面，兖矿集团的产量将只有新成立的山东能源集团的一半左右，但是兖矿集团作为山东国资委的龙头煤炭企业，以后有望得到山东国资委的更多支持。

集团资产，注入可期

集团在新疆拥有丰富煤炭资源

兖州煤业的母公司兖矿集团是以煤炭、煤化工、煤电铝及机电成套装备制造为主导产业的国有特大型企业。除了兖州煤业拥有的煤炭资源储量外，兖矿集团还在山西、新疆和贵州拥有已获采矿权的煤炭资源储量20亿吨，拥有已获探矿权的煤炭资源储量155亿吨，其中集团在新疆的煤炭资源最为丰富。

2007年7月12日，兖矿集团与新疆维吾尔自治区政府签订了《关于实施新疆煤电化综合开发框架协议》，并于同年8月4日成立了兖矿新疆能化有限公司，并已取得136亿吨的煤炭资源储量。根据兖矿集团与新疆维吾尔自治区签订的框架协议，集团将在“十一五”期间投资50亿至70亿元，形成煤炭产能500万到1000万吨，并建设煤化工生产装置；“十二五”期间，投资350亿到500亿元，形成煤炭产能2000万吨以上、化肥产能80万吨、煤制油产能300万到500万吨。在西部大开发和新疆振兴的大背景下，国内大型煤炭企业纷纷抢滩新疆，兖矿集团的新疆煤炭资源具有重要的战略意义，优质煤炭资产的注入值得期待。

集团煤化工业务实力强大，不排除未来注入可能

近几年，兖矿集团坚持“煤与非煤并重”的发展战略，延伸产业链，非煤产业收入逐年增长，2009年非煤产业营业收入占比到达46.5%。其中，煤化工是最主要的非煤产业，现已经成为集团的第二大产业，在公司的大力发展下，未来产值甚至可能超过煤炭业务。

图表 29：兖矿集团及兖州煤业各业务板块经营情况

	营业收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	其中：上市公司收入	上市公司占比
煤炭	238.1	53.49	41.28	199.5	83.8%
化工	56.57	12.71	-2.86	2.6	4.6%
电解铝	11.91	2.68	-5.04	-	-
电力	7.26	1.63	11.85	1.9	25.8%
机械	13.78	3.1	14.73	-	-
房地产	9.6	2.16	27.19	-	-
其他	107.89	24.24	-1.43	2.7	2.5%
合计	445.11	100	22.47	206.8	-

数据来源：广发证券发展研究中心

集团目前有4大煤化工基地：兖矿煤化、贵州能化、新疆能化和榆林能化，其中贵州能化、新疆能化和榆林能化目前尚在建设阶段。目前集团的主导产品为醋酸、尿素、甲醇和焦炭等，集团还在新疆、贵州和陕西建设煤制油项目。2009年由于煤化工产品价格大幅下跌，导致集团煤化工

板块亏损明显,预计随着产能提升和价格上涨,未来盈利状况将大幅改善。

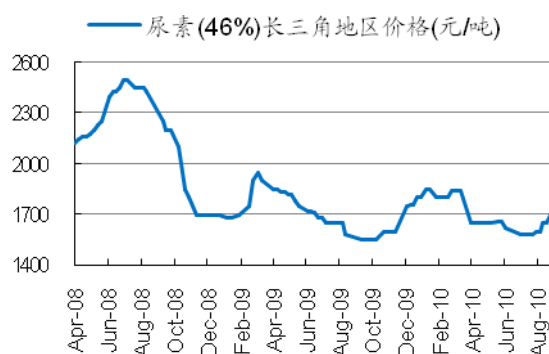
此外,兖矿集团拥有强大的自主创新能力和人才储备。目前,集团有七项具有自主知识产权的煤化工核心技术,在国内国际上都属于领先水平,包括气化技术、醋酸技术、煤制油和干燥粉气化技术等,多项技术打破外国垄断并超过国外水平。依托于这些先进的技术,兖矿集团在煤化工领域有着无可比拟的优势,未来集团还将继续延伸这个产业链,把煤化工板块继续做大做强。

图表 30: 2009 年集团煤化工主要产品产量及价格

产品名称	2009 年产量 (万吨)	2009 年单价 (元/吨; 含税)
甲醇	91.74	1605
醋酸	32.82	2417
尿素	114.38	1656
焦炭	138.96	1377

数据来源: 广发证券发展研究中心

图表 31: 长三角地区尿素价格走势



图表 32: 长三角地区甲醇价格走势



数据来源: 中国化工在线, 广发证券发展研究中心

集团一直在酝酿煤化工板块的上市,此前传言集团可能会将煤化工板块单独上市。但是兖州煤业作为目前集团旗下唯一的上市平台,也在大力开拓煤化工业务,因此不排除未来集团将煤化工板块注入上市公司的可能。

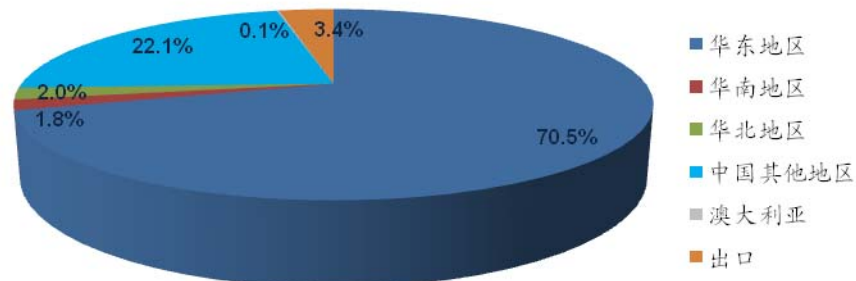
近水楼台先得月

靠近消费市场,盈利水平高

公司地处中国经济最发达的华东地区和北煤南调的前沿,又与世界主要煤炭进口国家日本、韩国毗邻,运输便捷。得天独厚的区位和交通优势使公司成为东北亚市场、中国华东、华南市场最具竞争力的大型煤炭企业之一。公司煤炭产品销售主要集中在华东地区,占公司销量的70%,其中

山东是公司最大的销售市场。

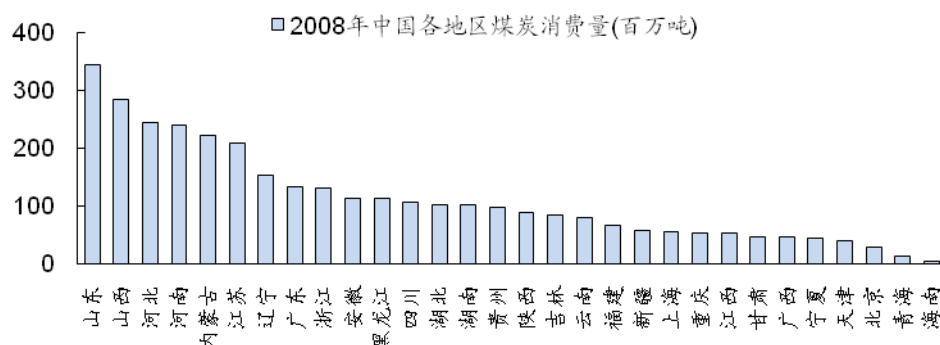
图表 33: 2009 年公司按地区分类的煤炭销售情况



数据来源: 中国能源统计年鉴2009, 广发证券发展研究中心

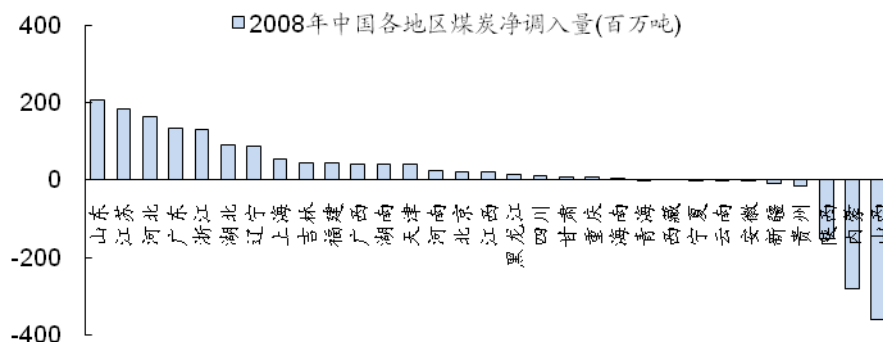
山东是国内最大的煤炭消费省, 也是煤炭调入量最大的省份, 江苏、浙江等华东地区其他省份也都是煤炭消费大省。

图表 34: 2008 年中国各地区煤炭消费量



数据来源: 中国能源统计年鉴2009, 广发证券发展研究中心

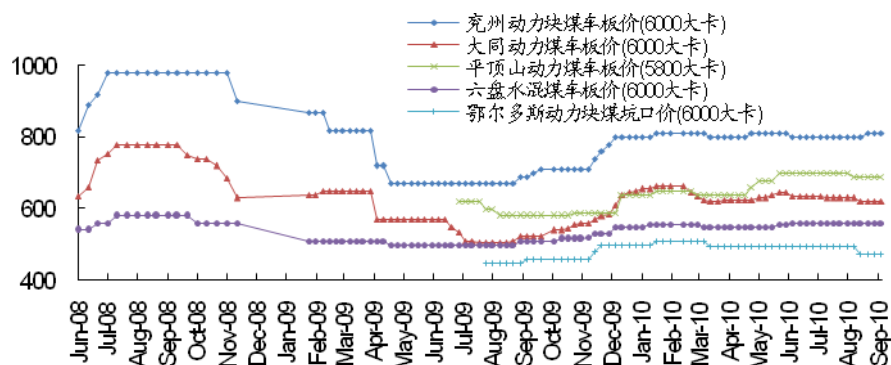
图表 35: 2008 年中国各地区煤炭净调入量



数据来源: 中国能源统计年鉴2009, 广发证券发展研究中心

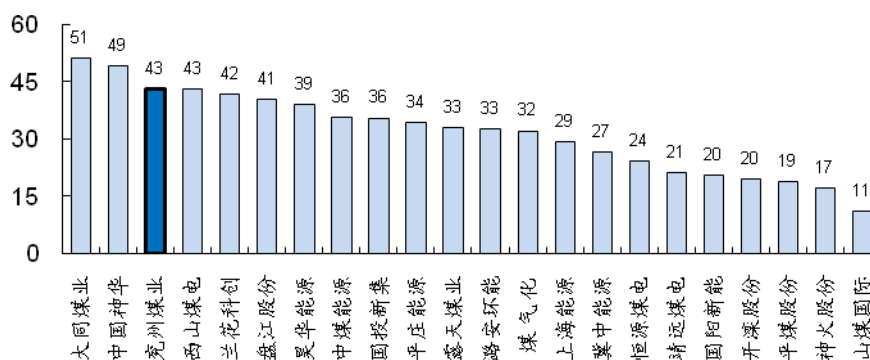
供需矛盾使得华东地区的煤价明显高于其他地区，同时由于公司靠近消费市场，运输距离短，成本低，公司煤炭业务的销售毛利率一直保持在50%左右，在煤炭上市公司中处于较高水平。

图表 36：兖州当地煤价和其他主要产煤地区煤价比较



数据来源：煤炭资源网，广发证券发展研究中心

图表 37：煤炭上市公司销售毛利率



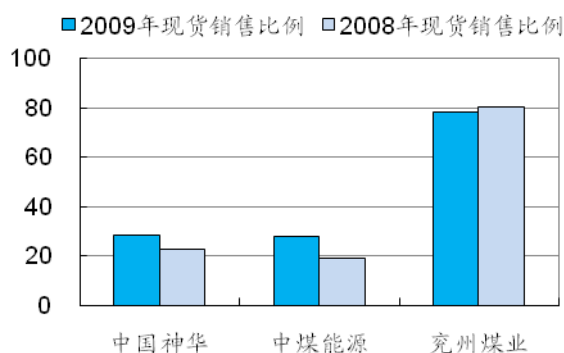
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：公司煤炭业务销售毛利率为47.5%，而中国神华毛利率高主要得益于铁路业务，神华煤炭业务的销售毛利率为36.7%。

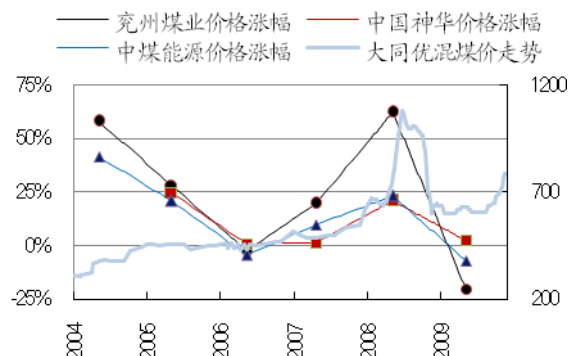
现货煤比例高，业绩弹性大

不同于其他几大煤炭上市公司，兖州煤业的煤炭销售以现货为主，现货销售占比在80%左右。较高的现货比例使得公司业绩弹性较大，在煤价上涨的年份，公司业绩和销售均价的涨幅要高于其他几大煤炭上市公司。

图表 38: 三大煤炭上市公司现货销售比例



图表 39: 三大煤炭上市公司煤价涨幅比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

我们认为, 今年下半年因“节能减排”而被抑制的投资冲动, 很可能在明年初释放。因“节能减排”、淘汰落后产能, 钢铁、水泥、化工、电解铝等煤炭下游行业的盈利有望恢复甚至超过正常水平。节能减排的风头一过, 在行业盈利恢复的市场环境下, 之前被停产的企业极可能复产。我们判断, 明年煤炭需求可能出现报复性反弹, 2011年煤价将再次步入上涨轨道, 公司将充分受益于煤价的上涨。

盈利预测、估值与投资建议

预测假设

图表 40: 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	3300.00	3300.00	3300.00	3300.00
1 号精煤销量	69.40	75.00	75.00	75.00
2 号精煤销量	836.20	830.00	830.00	830.00
3 号精煤	171.70	140.00	140.00	140.00
块煤	140.20	160.00	160.00	160.00
精煤合计	1217.50	1205.00	1205.00	1205.00
经筛选原煤	1710.00	1800.00	1800.00	1800.00
混煤及其他	405.50	350.00	350.00	350.00
本部商品煤销量	3333.00	3355.00	3355.00	3355.00
赵楼(98.33%)原煤产量	3.90	150.00	250.00	300.00
万福(98.33%)原煤产量	0.00	0.00	0.00	0.00
菏泽能化(98.33%)原煤产量	3.90	150.00	250.00	300.00
2 号精煤	0.50	70.00	120.00	140.00
经筛选原煤	0.20	30.00	40.00	60.00
混煤及其他	0.90	50.00	90.00	100.00
菏泽能化(98.33%)商品煤销量	1.60	150.00	250.00	300.00
山西能化(天池)原煤产量	102.30	120.00	120.00	120.00

山西能化(天池)商品煤销量	98.60	120.00	120.00	120.00
澳思达(100%)	160.50	180.00	200.00	200.00
雅若碧(100%)		160.00	170.00	170.00
艾诗顿(60%)		330.00	340.00	350.00
米诺华(51%)		260.00	260.00	260.00
莫拉本(80%)		250.00	700.00	900.00
兖煤澳洲权益产量	160.50	870.60	1266.60	1432.60
半硬焦煤	162.70	180.00	200.00	200.00
半软焦煤		120.00	120.00	120.00
喷吹煤		180.00	180.00	180.00
动力煤		390.00	760.00	930.00
兖煤澳洲商品煤销量	162.70	870.00	1260.00	1430.00
上市公司原煤产量合计	3566.70	4440.60	4936.60	5152.60
外购煤销量	205.80	300.00	200.00	200.00
上市公司商品煤销量合计	3801.70	4795.00	5185.00	5405.00

图表 41: 公司煤炭销售价格假设(元/吨)

	2009 年	2010E	2011E	2012E
1 号精煤	758.93	950.00	1000.00	1050.00
2 号精煤	767.10	960.00	1010.00	1060.00
3 号精煤	673.49	827.14	900.00	950.00
块煤	739.68	930.00	980.00	1030.00
精煤	750.28	939.96	992.61	1042.61
经筛选原煤	430.40	480.00	500.00	520.00
混煤及其他	249.84	280.00	300.00	320.00
本部商品煤	525.27	624.34	656.07	686.84
2 号精煤	950.46	1120.00	1170.00	1220.00
经筛选原煤	656.42	520.00	550.00	580.00
混煤及其他	251.57	350.00	370.00	390.00
菏泽能化	528.48	743.33	782.80	815.33
山西能化	293.52	360.00	380.00	400.00
半硬焦煤	737.21	720.00	770.00	820.00
半软焦煤		725.00	775.00	825.00
喷吹煤		790.00	840.00	890.00
动力煤		510.00	550.00	590.00
兖煤澳洲	737.21	641.03	647.78	679.65
外购商品煤	540.67	720.00	760.00	800.00
商品煤均价	529.16	630.46	657.78	689.89

盈利预测及投资建议

不考虑榆树湾项目和资源税的影响,预计公司2010~2012年每股收益分别为1.45元、1.71元和2.06元。考虑到公司未来煤炭产量稳定增长,鄂尔多斯和澳大利亚的煤炭资源大大增加了公司的资源储量和可持续发展

能力，我们看好公司的发展前景。

我们认为，在当前全球流动性泛滥，煤炭股资源属性重新被市场认识之际，2010年18倍PE有足够的¹安全边际，对应目标价为24元，给予公司“买入”评级。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	12293	19507	29722	41267	
应收账款	437	644	730	795	
预付款项	76	110	119	121	
应收利息	3.36	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	295	295	295	295	
存货	886	1281	1380	1406	
流动资产合计	20885	30184	41450	53743	
长期股权投资	972	1017	1062	1106	
固定资产	17080	16579	17265	19765	
在建工程	1181	2235	2018	209	
无形资产	19336	18369	17402	16435	
长期待摊费用	16	16	16	16	
递延所得税资产	1612	1612	1612	1612	
非流动资产合计	41367	40935	40481	40250	
资产总计	62252	71120	81931	93993	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据	128	185	199	203	
应付账款	1307	1766	1903	1938	
预收款项	1664	3919	6475	9259	
应付职工薪酬	584	7	8	8	
应交税费	719	966	1095	1193	
应付利息	17	17	17	17	
应付股利	0	2156	2542	3054	
其他应付款	3312	4963	5623	6127	
流动负债合计	10941	15569	19450	23387	
长期借款	20912	21912	22912	23912	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	12	12	12	11	
预计负债	0	1	2	3	
递延所得税负债	1791	0	0	0	
非流动负债合计	33793	37629	42510	47447	
负债合计	33793	37629	42510	47447	
股本	4918	4918	4918	4918	
资本公积	4548	4548	4548	4548	
盈余公积	3241	4319	5590	7117	
未分配利润	14168	18073	22676	28206	
少数股东权益	102	150	207	275	
负债股东权益总计	60789	69656	80467	92529	
每股净资产(元)	5.49	6.51	7.72	9.17	

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	32215	36501	39773	
营业成本	12220	17662	19030	19378	
营业税金及附加	428	529	591	636	
销售费用	578	1289	1460	1591	
管理费用	3156	3544	3650	3977	
财务费用	(162)	(541)	276	360	
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	112	112	112	
营业利润	5406	9846	11606	13943	
营业外收入	44	0	0	0	
营业外支出	39	0	0	0	
利润总额	5411	9846	11606	13943	
所得税费用	1505	2658	3134	3765	
净利润	3907	7187	8472	10179	
归属于母公司净利润	3880	7139	8415	10110	
少数股东损益	26	48	57	68	
EPS(元)	0.79	1.45	1.71	2.06	

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	6172	11340	13988	16315	
投资活动现金流量	(24494)	(1890)	(1955)	(2355)	
筹资活动现金流量	18499	(2236)	(1818)	(2414)	
现金及现金等价物净增加额	0	7214	10215	11545	
期末现金余额	0	19507	29722	41267	
每股经营活动现金流(元)	1.25	2.31	2.84	3.32	

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	-18%	50%	13%	9%	
营业利润增长率	25%	31%	32%	35%	
毛利率	43%	45%	48%	51%	
营业利润率	25%	31%	32%	35%	
净利率	18%	22%	23%	25%	
净资产收益率	14%	22%	22%	23%	
总资产收益率	6%	10%	10%	11%	
流动比率	191%	194%	213%	230%	
资产负债率	56%	54%	53%	51%	
所得税税率	28%	27%	27%	27%	

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

兖州煤业(600188.sh)_公司调研简报	林红垒	2010-05-12
兖州煤业(600188.sh)_中报点评	林红垒	2009-08-25
兖州煤业(600188.sh)_年报点评	林红垒	2009-04-27

	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。