

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

78 亿收购东胜采矿权，内蒙资源持续扩张

事件描述

兖州煤业今日发布对外投资公告：公司全资子公司鄂尔多斯能化于 2011 年 1 月 28 日以自有资金 78 亿元，通过竞标方式取得内蒙古鄂尔多斯东胜煤田转龙湾井田采矿权，并与内蒙古自治区国土资源厅签署了《成交确认书》。

事件评论

第一，内蒙东胜收购采矿权，新增资源 5.48 亿吨，矿井规划产能 500 万吨，外部扩张能力再次得到证明

公司全资子公司鄂尔多斯能化通过竞标方式取得内蒙古鄂尔多斯东胜煤田转龙湾井田采矿权，井田总面积 43.507 km²，总资源储量 5.48 亿吨，矿井规划设计生产能力 500 万吨/年。

公司近几年持续扩展后备资源，收购澳洲 Felix 之后，公司先后在内蒙古和陕西等地进行投资，本次收购再次彰显了公司资源扩张的能力。

- 09 年 12 月公司设立全资子公司鄂尔多斯能化，负责年产 60 万吨甲醇项目，内蒙古政府为公司配备了 16.8 亿吨的煤炭储量，规划产能为 1000 万吨；
- 10 年 9 月拟收购的昊盛煤业下辖石拉乌素井田，新增煤资源储量为 16.44 亿吨（权益 8.384 亿吨），矿区煤炭平均发热量在 7000 大卡左右，属低灰份、低硫、特低磷、高发热量的优质动力煤，石拉乌素计划产能 1000 万吨/年；
- 10 年 12 月公司与兖矿集团共同设立（公司参股 25%）陕西未来能源化工公司，负责在陕西省投资的煤制油项目和配套煤矿（陕西榆神矿区金鸡滩煤矿）的筹备开发工作，配套煤矿设计建设规模为 800 万吨/年，设计资源量 13.43 亿吨，可采储量 10.10 亿吨；
- 11 年 1 月（本次）收购内蒙古鄂尔多斯东胜煤田转龙湾井田采矿权。

表 1：公司陕西内蒙后备项目一览

煤矿	股权比例	井田面积	储量	可采储量	规划产能	煤种
鄂尔多斯甲醇配套	100%	-	16.80	-	1000	优质动力煤
榆树湾煤矿	41%	88.9	18.05	-	800	不粘煤、长焰煤
昊盛煤业	51%	69.0	16.44	-	1000	优质动力煤
陕西金鸡滩煤矿	25%	-	13.43	10.1	800	优质动力煤

东胜转龙湾井田	100%	43.5	5.48	-	500	优质动力煤
---------	------	------	------	---	-----	-------

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司新增资源为鄂尔多斯东胜煤田不粘结煤，收购价格为 14.23 元/吨，作价基本合理

公司以 78 亿收购东胜煤田转龙湾井田采矿权，控制资源 5.48 亿吨，吨储量收购价格为 14.23 元/吨。由于公司后期不需要支付采矿权价款，且不必为竞得的采矿权配套煤炭资源转化项目，我们认为收购价格基本合理。公司后期将进一步申办项目核准、环保、安全生产等各项前置审批程序。

转龙湾井田主要煤种是低灰、低硫、高热量的不粘煤，目前市场价格在 380 元/吨左右，假设吨煤盈利达到 100 元/吨，达产后的净利润约为 5 亿元，业绩贡献约 0.1 元。尽管短期业绩贡献并不明显，但为公司在鄂尔多斯地区持续扩张提供了潜力。

表 2：鄂尔多斯及周边收购煤矿价格

公司	煤矿	收购价格	权益比例	储量	设计产能	吨储量价格	吨产能价格
兖州煤业	转龙湾井田	78	100%	5.48	500	14.23	1560
兖州煤业	石拉乌素	66.5	51%	16.44	1000	7.93	1304
昊华能源	红庆梁煤田	7.4	60%	10.8	600	1.14	206
华电国际	福城矿业	4.98	35%	2.379	240	5.98	593
华电国际	长城煤矿	1.8	25%	1.114	60	6.46	1200
华电国际	芒哈图	2.7	20%	2.16	120	6.25	1125
华电国际	黑梁煤矿	5.7	35%	1.99	180	8.18	905
华电国际	沙章图煤矿	9.39	35%	3.27	300	8.20	894

资料来源：各公司公告，长江证券研究部

第三，公司业绩增长主要来源于：价格弹性 + 近期澳洲增量 + 远期陕西内蒙项目增量

我们认为公司具备长期价值：

- 公司现货煤比例占总销量的 70% 左右，2011 年公司省内电煤销售合同 899.5 万吨，较 2010 年减少了 10.1%，将更充分的享受到煤价上涨带来的弹性；
- Felix 的收购为公司提供了良好的成长性，近两年主要增量来源于 Moolarben 矿，预计 2010 年-2013 年 Felix 权益产量将分别达到 776 万吨，1250 万吨，1348 万吨和 1588 万吨；另外公司投资菏泽能化赵楼煤矿，于 2009 年 12 月正式投产，产能为 300 万吨，预计 2010 年和 2011 年产量分别为 140 万吨和 300 万吨；
- 公司远期的成长性来源于内蒙陕西后备项目，预计 2013-2014 年逐步投产。新增总产能 4100 万吨，权益产能 2520 万吨。

表 3：Felix 煤矿资源量和产量

煤矿资产	状态	煤种	持股比例	资源量	储量	商品煤产能	09 财年产量
Yarrabee 露天煤矿	运营	高炉喷吹	100%	117.2	27.5	170	151
Ashton 露天煤矿	运营	半软焦煤	90%	118.9	49.1	350	323

Ashton 地下煤矿	运营	半软焦煤	90%	322.7	47.4		
Moolarben 露天煤矿	在建	动力煤	80%	406.6	277.7	1000	-
Moolarben 地下煤矿	在建	动力煤	80%	299.8	79.1	350	-
Athena 地下煤矿	勘探		51%	560	-	-	-
Harry-brandt 露天煤矿	勘探		100%	102.5	-	-	-
Wilpeena 露天煤矿	勘探		100%	0	-	-	-

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第四，预计 2010 年-2012 年 EPS 分别 1.858 元，1.948 元和 2.121 元，维持“推荐”评级

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.858 元，1.948 元和 2.121 元，其中 2010 年汇兑收益贡献 EPS 约 0.41 元，目前股价对应 2011 年 PE 为 12.65 倍。看好兖煤澳洲的成长性以及资源获取的能力，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21500	36536	45382	47710	货币资金	12293	16487	23975	32680
营业成本	12220	18748	22490	23190	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9280	17788	22892	24520	应收账款	732	1211	1505	1582
% 营业收入	43.2%	48.7%	50.4%	51.4%	存货	886	1333	1597	1645
营业税金及附加	428	728	904	950	预付账款	76	108	130	133
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	1907	3197	3971	4175
销售费用	578	1279	1588	1670	流动资产合计	20885	30739	41614	51189
% 营业收入	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	265	265	265	265
管理费用	3156	5115	6354	6679	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%	长期股权投资	972	972	972	972
财务费用	-162	-2213	450	421	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.8%	-6.1%	1.0%	0.9%	固定资产合计	18272	20728	22048	23179
资产减值损失	-14	11	9	2	无形资产	19336	18369	17451	16578
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	777	777	777	777
投资收益	112	0	0	0	递延所得税资产	1612	3	3	1
营业利润	5406	12868	13587	14797	其他非流动资产	134	134	134	134
% 营业收入	25.1%	35.2%	29.9%	31.0%	资产总计	62252	71987	83263	93093
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	1620	0	0	0
利润总额	5411	12868	13587	14797	应付款项	1435	1908	2286	2355
% 营业收入	25.2%	35.2%	29.9%	31.0%	预收账款	1664	2923	3631	3817
所得税费用	1505	3603	3804	4143	应付职工薪酬	584	901	1079	1112
净利润	3907	9265	9783	10654	应交税费	719	1516	1648	1783
归属于母公司所有者					其他流动负债	4918	7324	8858	9177
的净利润	3880.3	9136.5	9579.2	10431.8	流动负债合计	10941	14572	17502	18243
少数股东损益	26	129	204	222	长期借款	20912	20912	20912	20912
EPS (元/股)	0.79	1.86	1.95	2.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1791	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	149	149	149	149
经营活动现金流净额	6172	9337	12829	14168	负债合计	33793	35633	38563	39304
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	28358	36124	44266	53133
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-20152	0	0	0	少数股东权益	102	230	434	656
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28459	36354	44700	53789
固定资产投资	-1730	-4365	-3454	-3477	负债及股东权益	62252	71987	83263	93093
其他	-2612	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-24494	-4365	-3454	-3477		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.789	1.858	1.948	2.121
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.77	7.34	9.00	10.80
银行贷款增加 (减少)	20532	-1620	0	0	PE	31.22	13.26	12.65	11.61
筹资成本	2033	842	-1887	-1986	PEG	0.80	0.34	0.32	0.30
其他	-4066	0	0	0	PB	4.27	3.35	2.74	2.28
筹资活动现金流净额	18499	-778	-1887	-1986	EV/EBITDA	18.95	9.28	6.91	5.93
现金净流量	176	4194	7488	8706	ROE	13.7%	25.3%	21.6%	19.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。