

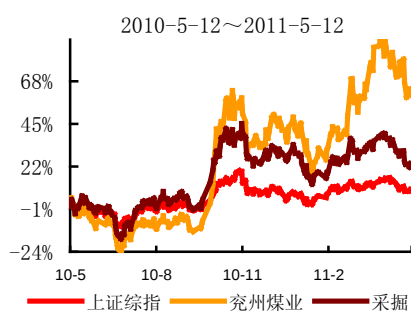
分析师：李晶
执业证书编号：S0050510120015
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

采掘**投资评级**

本次评级：	买入
跟踪评级：	未评级
目标价格：	40

市场数据

市价(元)	32.04
上市的流通A股(亿股)	3.60
总股本(亿股)	49.18
52周股价最高最低(元)	14.88-39.5
上证指数/深证成指	2883.42/12202.62
2010年股息率	2.52%

52周相对市场表现**相关研究****兖州煤业(600188.SH)****煤价市场化程度高 资源收购保障成长****投资要点**

● 1、煤炭产品市场化程度高，受益于煤价上涨预期。公司煤炭产品有精煤、块煤、经筛选原煤、混煤及其它、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤、动力煤，以现货销售为主，市场化程度高，充分受益于国际国内煤价上涨预期。公司主要客户有电力企业、冶金企业、化工企业及其他，占比分别为33%、12%、4%、53%，客户相对分散能够有效抵御市场波动风险。

● 2、“十二五”末公司规划原煤产量1.5亿吨，较2010年增两倍。近年来公司通过国内外资源收购，在鄂尔多斯及澳洲等地获取了大量的煤炭资源，突破了资源瓶颈，公司发展后劲充足。值得关注的是转龙湾项目进展好于预期，预计2014年可投产。目前拟在建项目众多，未来五年内将逐步投产释放产量，确保公司中长期可持续发展。公司规划2015年原煤产量争取达到1.5亿吨，较2010年增长两倍。

● 3、预计2011-2013年公司实现每股收益2.05、2.23、2.40元。考虑到公司经营稳健，国际化发展步伐加快，成长性突出，首次给予“买入”评级。风险提示：汇兑损益、煤价涨幅低于预期、海外资源收购进展低于预期等。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34844.39	43295.76	49573.60	53878.36
增长率(%)	62.06	24.25	14.50	8.68
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	9008.62	10060.66	10945.19	11895.63
增长率(%)	132.16	11.68	8.79	8.68
毛利率(%)	45.74	46.71	45.17	45.17
净资产收益率(%)	24.53	22.93	19.96	17.83
EPS(元)	1.83	2.05	2.23	2.42
P/E(倍)	17.49	15.66	14.40	13.25
P/B(倍)	4.29	3.59	2.87	2.36

来源：公司年报、民族证券

正文目录

公司煤炭产品结构丰富，市场化程度高，受益于煤价上涨预期.....	3
公司煤炭资源充足，成长性突出.....	4
盈利预测、催化剂因素及风险提示.....	5

图表目录

表 1：兖州煤业煤炭销售客户结构.....	3
表 2：兖州煤业煤炭销售区域结构.....	3
表 3：兖州煤业各分部煤价涨幅比较.....	3
表 4：兖州煤业煤矿项目（单位：万吨）.....	4
表 5：核心假设（单位：万吨）.....	5
表 6：盈利预测简表.....	5
附录：财务预测表.....	7

公司煤炭产品结构丰富，市场化程度高，受益于煤价上涨预期

公司业务包括煤炭、铁路运输、煤化工、电力、热力业务，2010 年煤炭、煤化工、铁路运输、电力热力业务分别贡献收入 94%、2%、1%、2%。公司主要产品有煤炭、甲醇、电力、热力等。

煤炭产品主要包括冶炼精煤（做冶金企业喷吹煤）、动力煤、建材化工用煤等。山东本部以外公司的煤炭销售价格随行就市，本部合同电煤销量每年约 1000 万吨，占本部煤炭总销量的 30%左右，占公司全部销量的 20%左右。由于公司煤炭产品市场化程度高，在通胀背景下能够充分受益煤价上涨预期。公司客户主要集中在电力、冶金、化工、及其他行业，2010 年占比分别为 33%、12%、3%、53%。分散的客户结构能够有效抵御市场波动风险。

分地区看，公司煤炭销售主要集中在中国、日本、韩国、澳洲及其他，2010 年商品煤销量占比分别为 86%、5%、7%、1%、1%。2010 年公司商品煤销量国际市场销售占 14%，贡献营收 18.5%，这部分商品煤主要来自兖煤澳洲。未来随着澳洲雅若碧煤矿、莫拉本煤矿的扩产、达产，商品煤海外市场销售量还将增加，营收贡献比还将提升。日本灾后重建将带动未来几年亚太地区煤炭需求，拉动国际煤价进入上行通道。受到量价双方面的提振，公司海外煤炭销售业务将受益未来几年国际煤炭市场高景气，提高公司业绩弹性。

表 1：兖州煤业煤炭销售客户结构

	销量占比		收入占比	
	2009	2010	2009	2010
电力	37.35%	32.52%	29.06%	22.76%
冶金	7.27%	11.94%	10.37%	15.79%
化工	9.84%	2.94%	13.74%	4.27%
其他	45.53%	52.61%	46.84%	57.18%

资料来源：公司公告整理 民族证券

表 2：兖州煤业煤炭销售区域结构

	销量占比		收入占比	
	2009	2010	2009	2010
中国	96.44%	86.35%	94.85%	83.87%
日本	1.36%	4.65%	2.39%	5.83%
韩国	0.93%	6.57%	1.17%	7.13%
澳洲	0.15%	1.27%	0.22%	1.46%
其他	1.11%	1.16%	1.37%	1.70%

资料来源：公司公告整理 民族证券

表 3：兖州煤业各分部煤价涨幅比较

	2007	2008	2009	2010	2011-1Q
公司	16%	49%	-19%	21%	11%
山西能化	31%	30%	8%	30%	19%
菏泽能化	-	-	-	46%	7%
兖煤澳洲	-12%	111%	-33%	5%	54%
鄂尔多斯能化	-	-	-	-	-
外购煤	-	-	-27%	37%	20%
本集团总计	15%	53%	-20%	25%	18%

资料来源：公司公告整理 民族证券

公司煤炭资源充足，成长性突出

公司 2010 年原煤产量 4940 万吨，同比增长 36%，增量主要来自山西能化天池煤矿、菏泽能化赵楼煤矿、兖煤澳洲菲利克斯公司。

目前公司在建煤矿项目主要有万福煤矿（菏泽能化），已投产逐步达产的煤矿有赵楼煤矿（菏泽能化），后备资源项目还有陕西榆林能化榆树湾煤矿、陕西金鸡滩煤矿项目、内蒙古东胜转龙湾井田（实际进展好于预期，预计 2014 年投产）、昊盛公司石拉乌素井田和澳洲菲利克斯煤矿下属的三个煤矿（正在进行前期勘探工作）。

公司 2010 年 12 月 30 日董事会审议通过了对兖煤澳洲公司增资的议案，拟增资 9.09 亿美元（合人民币约 59 亿元），增资后公司对兖煤澳洲公司的股份投资由 6400 万澳元增至 9.73 亿美元，意在优化资产负债结构，降低兖煤澳洲公司资产负债率（增资前负债率为 91.82%，增资后为 72.34%），偿还部分贷款，同时收购艾诗顿煤矿公司 30% 股权（收购后股权达到 90%），为兖煤澳洲上市做准备。

公司以兖煤澳洲和鄂尔多斯能化公司为主要资源整合平台，未来有望进一步获取更多资源。“十二五”期间公司将加大国际国内煤炭资源收购力度，做好现有项目的生产建设工作，2015 年原煤产量争取达到 1.5 亿吨，较 2010 年增 2 倍。公司海外资源收购起步较早，目前资源瓶颈已经解决，未来将逐步释放产量，保障公司中长期可持续发展。

表 4：兖州煤业煤矿项目（单位：万吨）

	股权	煤种	设计产能/规划 产能	备注
兴隆庄煤矿	100%	1、2 号精煤、动力煤	660	
鲍店煤矿	100%	2 号精煤、动力煤	640	
东滩煤矿	100%	2 号精煤、动力煤	750	
南屯煤矿	100%	2 号精煤、动力煤	400	
济宁二号煤矿	100%	2 号精煤、动力煤	500	
济宁三号煤矿	100%	优质气肥煤	700	
本部小计			3650	
山西天池煤矿	81.31%	动力煤	120	
山西能化	100.00%		120	
榆树湾煤矿	41.00%	动力煤	800	一期规划 800 万吨/年
榆林能化	100.00%		800	
陕西金鸡滩煤矿		动力煤	800	储量 20 亿吨，投资建设配套煤制油项目。
陕西未来能源化工有限公司	25%		800	兖矿集团持股 55%，陕西延长集团持股 20%
赵楼煤矿	98.33%	1/3 焦煤、气肥煤	300	2009 年 12 月投产，预计 2012 年达产
万福煤矿	98.33%	1/3 焦煤、气肥煤	180	2010 年开工建设
菏泽能化	98.33%		480	
安源煤矿	100.00%	动力煤	1000	2010 年 12 月鄂尔多斯能化接管，正在办理权证变更，规划产能 1000 万吨，申请配套资源 60 万吨甲醇项目
东胜转龙湾井田	100.00%	动力煤	500	目前正在申报矿权

鄂尔多斯能化	100.00%		1500	
石拉乌素井田	61.00%	动力煤	1000	获得探矿权, 2011 年底有望获得采矿权证书, 规划产能 1000 万吨
昊盛公司	61.00%		1000	2010 年和 2011 年 3 月分别收购 51%、10%的股权
澳思达煤矿	100.00%	半硬焦煤	200	
菲利克斯煤矿	100.00%			
Ashton(艾诗顿)	90.00%	喷吹煤	560	在产, 2011 年再收购 30%股权
Minerva 露天煤矿	0%		280	已出售
Yarrabee(雅若碧)	100%	半软焦煤	170	在产
Moolarben(莫拉本)	100%	动力煤	1600	在产
Athena	51%	动力煤		前期规划阶段
Harry-brandt	100%	喷吹煤		前期规划阶段
Wilpeena	100%	喷吹煤		前期规划阶段
菲利克斯小计			2330	
兖煤澳洲小计	100%		2530	
合计			10880	

资料来源: 公司公告整理 民族证券

盈利预测、催化剂因素及风险提示

预计 2011-2013 年公司 EPS 为 2.05、2.23、2.42 元/股, 对应 5 月 11 日收盘价 32.04 元的动态 PE 为 15.6 倍, 明显低于行业平均水平。考虑到公司稳健的经营风格、确定的高成长性、产品结构与客户结构特征、海外资源收购步伐加快、受益于国际市场高景气等因素, 首次给予“买入”评级, 6 个月内目标价 40 元。

风险提示: 澳洲煤矿业务带来汇兑损益风险、煤价涨幅低于预期、海外资源收购存在不确定性风险等。

催化剂因素: 国际国内煤价上涨、海外资源收购进展顺利、国际大宗商品价格上涨等。

表 5: 核心假设 (单位: 万吨)

	2011E	2012E	2013E
原煤产量	5053	5758	6258
商品煤产量	4750	5413	5883
商品煤销量	5400	5846	6353
煤炭价格涨幅	16%	8%	0%
煤炭成本涨幅	10%	10%	0%

资料来源: 公司公告整理 民族证券

表 6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	34,844	43,296	49,574	53,878
主营业务成本	18,906	23,071	27,182	29,543
主营业务税金及附加	517	649	744	808
主营业务利润	15,421	19,576	21,648	23,527

其他业务利润	131	0	0	0
营业费用	1,774	2,165	2,479	2,694
管理费用	3,798	4,763	5,453	5,927
财务费用	-2,217	-130	-149	-162
EPS（元）	1.83	2.05	2.23	2.42

资料来源：公司公告 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	29,475	25,426	34,279	44,506
现金	11,030	6,968	13,103	21,491
应收账款	13,013	15,154	17,351	18,857
其它应收款	3,543	1,779	2,037	2,214
预付账款	243	356	407	443
存货	1,646	1,169	1,381	1,501
其他	0	0	0	1
非流动资产	43,354	64,079	73,182	79,424
长期投资	1,106	1,106	1,106	1,106
固定资产	20,183	34,637	39,659	43,103
无形资产	20,119	25,977	29,744	32,327
其他	1,946	2,359	2,673	2,888
资产总计	72,829	89,505	107,461	123,930
流动负债	10,858	15,221	17,827	19,375
短期借款	295	216	248	269
应付账款	1,644	2,339	2,762	3,001
其他	8,918	12,666	14,818	16,104
非流动负债	25,163	30,307	34,702	37,715
长期借款	21,662	25,977	29,744	32,327
其他	3,502	4,330	4,957	5,388
负债合计	36,021	45,528	52,529	57,090
少数股东权益	86	96	107	119
股本	4,918	4,918	4,918	4,918
资本公积金	4,502	4,502	4,502	4,502
留存收益	25,188	28,206	31,490	35,059
归属母公司股东权益	36,721	43,880	54,825	66,721
负债和股东权益	72,828	89,504	107,461	123,930

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7,897	16,468	12,772	13,675
净利润	9,009	10,061	10,945	11,896
折旧摊销	2,604	1,732	1,983	2,155
财务费用	-2,217	-130	-149	-162
投资损失	-131	0	0	0
营运资金变动	-1,709	4,326	-207	-355
其它	342	480	199	141
投资活动现金流	-2,735	-22,044	-10,772	-8,182
资本支出	-2,859	-22,044	-10,772	-8,182
长期投资	124	0	0	0
其他	0	0	0	1
筹资活动现金流	-4,519	1,514	4,135	2,895
短期借款	295	-79	31	22
长期借款	750	4,316	3,767	2,583
普通股增加	-6,232	0	0	0
资本公积增加	-45	0	0	0
其他	712	-2,723	337	291
现金净增加额	644	-4,062	6,135	8,388

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34,844	43,296	49,574	53,878
营业成本	18,906	23,071	27,182	29,543
营业税金及附加	517	649	744	808
营业费用	1,774	2,165	2,479	2,694
管理费用	3,798	4,763	5,453	5,927
财务费用	-2,217	-130	-149	-162
资产减值损失	92.67	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	131	0	0	0
营业利润	12,104	12,778	13,865	15,069
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	12,104	12,778	13,865	15,069
所得税	3,101	3,357	3,652	3,969
净利润	9,013	10,071	10,956	11,908
少数股东损益	4	10	11	12
归属母公司净利润	9,009	10,061	10,945	11,896
EBITDA	12,452	15,030	16,442	17,870
EPS（元）	1.83	2.05	2.23	2.42

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	62.06%	24.25%	14.50%	8.68%
营业利润	123.91%	10.93%	8.79%	8.68%
归属母公司净利润	132.16%	11.68%	8.79%	8.68%
获利能力				
毛利率	45.74%	46.71%	45.17%	45.17%
净利率	25.85%	23.24%	22.08%	22.08%
ROE	24.53%	22.93%	19.96%	17.83%
ROIC	14.81%	13.83%	12.45%	11.59%
偿债能力				
资产负债率	49.46%	50.87%	48.88%	46.07%
净负债比率	31.87%	30.72%	29.29%	27.61%
流动比率	2.71	1.67	1.92	2.30
速动比率	2.56	1.59	1.85	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.48	0.46	0.43
应收帐款周转率	2.68	2.86	2.86	2.86
应付帐款周转率	36.81	40.00	40.00	40.00
每股指标(元)				
每股收益	1.83	2.05	2.23	2.42
每股经营现金	1.61	3.35	2.60	2.78
每股净资产	7.47	8.92	11.15	13.57
估值比率				
P/E	17.49	15.66	14.40	13.25
P/B	4.29	3.59	2.87	2.36
EV/EBITDA	14.53	12.32	11.51	10.74

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn