

强烈推荐-A (维持)

兖州煤业 600188.SH

目标估值: 42 元
当前股价: 34.17 元
2011 年 6 月 26 日

十二五规划双倍增长，业绩渐入快速成长期

基础数据

上证综指	2746
总股本(万股)	491840
已上市流通股(万股)	36000
总市值(亿元)	1681
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	23.8
资产负债率	48.0%
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	8	21	91
相对表现	7	26	81



相关报告

- 1、《兖州煤业(600188)——量增价涨推动业绩提升、半年报业绩预增80%》2011/4/27
- 2、《兖州煤业(600188)——关注未来汇率波动对业绩的影响》2011/3/28

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

公司未来成长性较好，通过收购资源新建煤矿，十二五期间煤炭产量从目前的5000万吨扩张到1.5亿吨，目前估值基本合理，业绩增长主要体现在14-15年，值得长期持有，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **十二五规划煤炭产量双倍增长。**上市公司十二五规划“双倍增长”，努力争取实现煤炭产量增长两倍至1.5亿吨（10年煤炭产量为4940万吨），销售收入增长两倍过千亿元（10年收入为348亿元）。“五年规划两步走”，前三年将重点抓好现有项目的生产建设，同时运用资本运营手段，继续寻找收购机会，为后两年的快速发展打下基础。
- **公司煤炭产量年度复合增速25%：**维持山东本部产量稳定，通过收购资源新建煤矿大力发展其他矿区。2015年山东矿区，内蒙矿区和澳洲矿区产量皆达到4000万吨，陕西矿区产量预计达3000万吨。预计2011-2015年煤炭产量分别为5430万吨、6690万吨、7320万吨、10320万吨和15120万吨，同比增长10%、23%、9%、41%和47%，年度复合增速25%。权益产量分别为5249万吨、6129万吨、6520万吨、8412万吨和12022万吨，同比增长9%、17%、6%、29%和43%，权益产量年度复合增速20%。
- **兖煤澳洲单独上市推动澳洲达产4000万吨。**公司承诺兖煤澳洲最迟于2012年底在澳大利亚上市（公司在澳洲公司中的持股比例减少至不超过70%）。公司正在积极推动兖煤澳洲公司的上市工作，公司拟上市融资在澳洲继续收购煤矿。规划十二五在澳洲煤矿产能达4000万吨。
- **盈利预测及投资评级：**我们预测，11-15年每股收益分别为2.1元、2.21元、2.36元、2.79元和3.62元。同比分别增长15%、5%、7%、18%和30%。公司的业绩增长主要在14-15年。目前股价下对应11年动态P/E为16倍。中报业绩可能超预期：理论测算可达1.1元，同比增长105%（公司业绩预增80%以上）。公司通过收购资源新建煤矿，未来产能扩张较大，可以按照11年20倍P/E估值，目标价42元。维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示：**收购资源和煤矿投产进度低于预期，宏观经济下滑影响估值。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	21500	34844	45057	53919	58656
同比增长	-18%	62%	29%	20%	9%
营业利润(百万元)	5406	12104	14569	18058	20203
同比增长	-39%	124%	20%	24%	12%
净利润(百万元)	3880	9009	10353	10855	11616
同比增长	-40%	132%	15%	5%	7%
每股收益(元)	0.79	1.83	2.10	2.21	2.36
PE	43.3	18.7	16.2	15.5	14.5
PB	5.9	4.6	3.9	3.3	2.9

资料来源：招商证券

正文目录

一、十二五规划煤炭产量双倍增长	3
1、十二五规划煤炭产量双倍增长	3
2、十二五双倍增长实现路径	4
二、兖煤澳洲单独上市推动澳洲达产 4000 万吨	7
1、兖煤澳洲扩产至 4000 万吨	7
2、兖煤澳洲盈利测算	7
3、澳洲资源租赁税对业绩的影响	10
三、盈利预测及投资评级	12
1、盈利预测	12
2、投资评级	13

图表目录

表 1: 煤炭产量及收入增长	3
表 2: 母公司兖矿集团十二五规划的确保目标和力争目标	3
表 3: 公司煤炭产量矿区规划	4
表 4: 公司煤炭产量预测	6
表 5: 兖煤澳洲煤矿情况	7
表 6: 兖煤澳洲盈利预测	8
表 7: 兖煤澳洲煤矿扩产情况	8
表 8: 兖煤澳洲产销量及价格预测	9
表 9: 日澳煤炭价格签订情况	9
表 10: 兖煤澳洲煤炭销售成本	9
表 11: 汇兑损益测算	10
表 12: 10 年汇兑损益及 11 年预测	10
表 13: 澳洲资源租赁税影响测算	11
表 14: 盈利预测主要假设	12
表 15: 山东本部销售结构	13
表 16: 煤炭上市公司 AH 股价格比较	13
表 17: 煤炭上市公司估值比较	14
图 1: 澳元兑美元汇率	10
图 2: 兖州煤业历史 PEBand	14
图 3: 兖州煤业历史 PBBand	14
附: 财务预测表	15

一、十二五规划煤炭产量双倍增长

1、十二五规划煤炭产量双倍增长

上市公司十二五规划“双倍增长”，努力争取实现煤炭产量增长两倍至 1.5 亿吨（上市公司 10 年煤炭产量为 4940 万吨），销售收入增长两倍过千亿元（2010 年收入为 348 亿元）。

“五年规划两步走”，为了实现“十二五”规划目标，公司制定了前三年、后两年的阶段性目标和具体实施措施：前三年将重点抓好现有项目的生产建设，同时运用资本运营手段，继续寻找收购机会，为后两年的快速发展打下基础。

按照公司十二五规划：

- 2015 年煤炭产量 1.5 亿吨，较 2010 年增长 204%，年度复合增速 25%。
- 2015 年规划收入 1200 亿元，较 2010 年增长 244%，年度复合增速 28%。

表1：煤炭产量及收入增长

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2015E
煤炭产量（万吨）	3402	3843	4328	3915	3466	3605	3564	3608	3802	4940	15000
产量同比增长		13%	13%	-10%	-11%	4%	-1%	1%	5%	30%	25%
收入（亿元）	65	81	87	122	127	145	166	264	215	348	1200
收入同比增长		25%	8%	41%	4%	14%	15%	59%	-18%	62%	28%

资料来源：公司公告，招商研发整理。注 1，2015 年产量同比增长和收入同比增长为未来五年复合增速。

附 1：母公司兖矿集团规划

- 确保实现“151232”目标。即煤炭产量 1.5 亿吨，总资产 1500 亿元；总投资 1000 亿元；煤化工产品产量 1200 万吨，电解铝系列产品 120 万吨，销售收入 1200 亿元；利税总额 320 亿元。
- 力争实现“2123618”目标。即煤炭产量 2 亿吨，企业总资产 2000 亿元，总投资 1200 亿元；煤化工产品产量 1200 万吨，电解铝系列产品 120 万吨；销售收入 1800 亿元；利税总额 360 亿元。
- 2011 年工作目标。根据“十二五”规划，兖矿新团队确定了 2011 年利润总额 110 亿元，原煤产量 8000 万吨，销售收入 800 亿元，煤化工产品产量 400 万吨。

表2：母公司兖矿集团十二五规划的确保目标和力争目标

	2010	2015 年确保目标	确保目标较 10 年增长	2015 年力争目标	力争目标较 10 年增长
产量（万吨）	6008	15000	150%	20000	233%
资产（亿元）	1100	1500	36%	2000	82%
收入（亿元）	600	1200	100%	1800	200%
利润（亿元）	87	320	268%	360	314%

资料来源：公司公告，招商研发整理。

2、十二五双倍增长实现路径

公司煤炭产量主要分为五个矿区：山东矿区、内蒙矿区、澳洲矿区、陕西矿区、山西矿区。其中：2015 年山东矿区，内蒙矿区和澳洲矿区产量皆达到 4000 万吨，陕西矿区产量预计达到 3000 万吨，山西矿区只有产量 150 万吨。

我们预计，

- 公司 2011-2015 年煤炭产量分别 5430 万吨、6690 万吨、7320 万吨、10320 万吨和 15120 万吨，同比分别增长 10%、23%、9%、41%和 47%。复合增速 25%。
- 公司 2011-2015 年煤炭权益产量分别 5249 万吨、6129 万吨、6520 万吨、8412 万吨和 12022 万吨，同比分别增长 9%、17%、6%、29%和 43%。权益产量复合增速 20%。

表3：公司煤炭产量矿区规划

单位：万吨	2010 年产量	2015 年规划产量	15 年较 10 年增长
山东矿区	3593	3910	9%
内蒙矿区	0	4040	
澳洲矿区	1200	4220	252%
陕西矿区	0	2800	
山西矿区	146	150	3%
合计	4939	15120	206%

资料来源：公司公告，招商研发整理。

- **山东矿区：本部产量稳定，增量在于菏泽能化建成投产。山东矿区预计产量达到 4000 万吨左右。**
 - 本部六个煤矿产量稳定在 3400 万吨左右。
 - 持股 98.33%的菏泽能化下辖赵楼（设计产能 300 万吨，预计 12 年达产）、万福煤矿（设计产能 180 万吨，预计 13 年投产），合计产能 480 万吨。
- **内蒙矿区：增资鄂尔多斯能化注册资金到 31 亿元，大量收购煤炭资源，预计鄂尔多斯能化（100%）未来产量达到 4000 万吨。**
 - 安源煤矿预计 11 年达产 240 万吨。
 - 转龙湾煤矿设计产能 800 万吨，11 年下半年开工建设，预计 14 年投产
 - 昊盛煤业石拉乌素煤矿（61%）设计产能 1000 万吨，拥有探矿权，预计 14 年投产。
 - 拟收购的营盘壕煤矿设计产能 1000 万吨，预计 15 年投产。
 - 公司增加鄂尔多斯能化资本金至 31 亿吨，规划收购其他煤矿产能大约 1000 万吨。
- **澳洲矿区：既有煤矿扩产，上市融资进一步收购煤矿，预计产量达到 4000 万吨。**
 - 澳思达煤矿预计 11 年达产，产量 200 万吨，
 - 菲尼克斯目前拥有三个煤矿，及大量的后备资源，雅若比（100%）设计产能 300 万吨，预计 13 年达产。艾诗顿煤矿（90%）设计产能 520 万吨，预计 12 年达产。莫拉本煤矿（80%）设计产能 1200 万吨，预计 12 年达产。后备资源拟建煤矿产

能大约 600 万吨，兖煤澳洲拟在澳洲上市融资收购产能 1500 万吨左右。

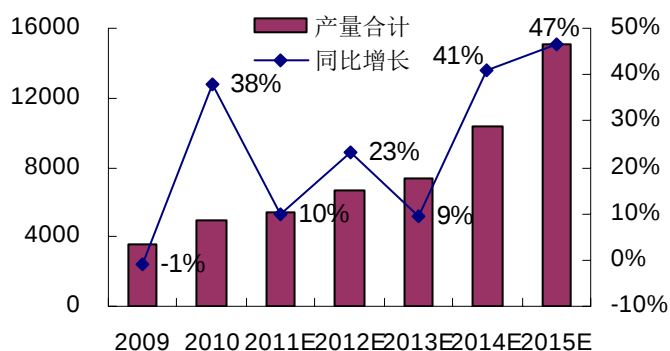
■ 陕西矿区：参股公司，煤化工配套煤矿，预计产量接近 3000 万吨。

- 陕西榆树湾煤矿（41%）：设计产能 800 万吨，作为 60 万吨甲醇的配套项目，目前煤矿建设基本完毕，而股权仍在纷争中，未来产能拟 3 扩张至 2000 万吨。
- 未来能源公司金鸡滩煤矿（25%）：作为未来煤炭液化的配套资源，其设计产能 800 万吨，预计 14 年投产。

■ 山西矿区：产量较小，基本无增长

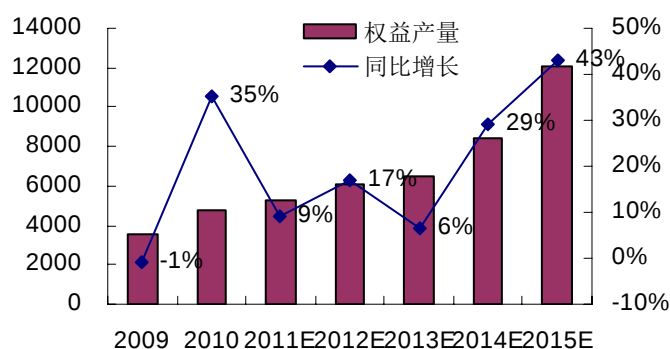
- 山西天池煤矿（81.31%）设计产能 120 万吨，实际产量接近 150 万吨。

图2：公司煤炭产量及增速预测



资料来源：公司公告，招商研发整理

图3：公司煤炭权益产量及增速预测



资料来源：公司公告，招商研发整理

表4: 公司煤炭产量预测

	煤种	已探明及推定 储量 (亿吨)	设计能力 (万吨)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
山东本部煤矿									
南屯	气煤	1.15	240	360	360	360	360	360	360
兴隆庄	气煤	3.39	300	680	680	680	680	680	680
鲍店	气煤	2.82	300	610	610	610	610	610	610
东滩	气煤	4.51	400	740	740	740	740	740	740
济宁二号	气煤	4.09	400	420	420	420	420	420	420
济宁三号	气肥煤	2.22	800	620	620	620	620	620	620
小计		18.17	2440	3430	3430	3430	3430	3430	3430
山东菏泽能化 (98.33%)									
赵楼煤矿	1/3 焦煤 肥煤、1/3 焦煤	2.08	300	163	240	300	300	300	300
万福煤矿			180				180	180	180
菏泽能华小计		2.08	480	163	240	300	480	480	480
山东小计		20.3	2920	3593	3670	3730	3910	3910	3910
陕西榆树湾煤矿 (41%)	不粘煤	18.1	800			400	800	1500	2000
未来能源金鸡滩煤矿 (25%)			800					400	800
陕西合计		18.05	1600			400	800	1900	2800
兖煤澳洲									
澳思达煤矿有限公司									
1、澳思达煤矿	半硬焦煤	0.17	200	170	200	200	200	200	200
2、菲利克斯资源有限公司									
雅若比煤矿 (100%)	喷吹煤	1.71	300	230	250	250	300	300	300
艾诗顿煤矿 (90%)	半软焦煤	4.37	520	270	350	520	520	520	520
莫拉本煤矿 (80%)	动力煤	7.01	1200	390	600	1200	1200	1200	1200
米诺瓦煤矿 (51%)	动力煤	0.76	280	140					
其他在建矿 (80%)		1.78	600					300	600
其他收购矿 (80%)								700	1400
澳洲小计		15.81	2600	1200	1400	2170	2220	3220	4220
山西能化 (100%)									
天池煤矿 (81.31%)	贫煤、无 烟煤	0.2671	120	146	120	150	150	150	150
山西小计				146	120	150	150	150	150
兖煤鄂尔多斯能化 (100%)									
安源煤矿 (100%)			240		240	240	240	240	240
转龙湾煤矿 (100%)			800					400	800
昊盛石拉乌素煤矿 (61%)			1000					500	1000
营盘壕 (100%)			1000						1000
其他收购矿			1000						1000
内蒙小计			4040		240	240	240	1140	4040
产量合计		54	11160	4939	5430	6690	7320	10320	15120
同比增长				38.1%	9.9%	23.2%	9.4%	41.0%	46.5%
权益产量			9676	4804	5249	6129	6520	8412	12022
同比增长				35.1%	9.3%	16.8%	6.4%	29.0%	42.9%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

二、兖煤澳洲单独上市推动澳洲达产 4000 万吨

1、兖煤澳洲扩产至 4000 万吨

2004 年 12 月，兖煤澳洲公司收购澳思达煤矿；2009 年 12 月，澳思达煤矿有限公司作为直接收购主体，完成对澳大利亚菲利克斯资源有限公司 100% 股权收购。

目前，兖煤澳洲公司拥有四座生产运营中的煤矿（公司已经出售了米诺瓦，并增持艾诗顿股权 30% 至 90%）和 3 个勘探项目。既有煤矿产能可扩张至 2220 万吨，3 个勘探项目拟建设 600 万吨左右的煤矿，

- 兖煤澳洲注册资金增加：2010 年 10 月 30 日，公司对兖煤澳洲增资 9.09 亿澳元（约合人民币 59 亿元）。股本从 6400 澳元增加至 9.73 亿澳元。
- 根据 2009 年收购菲利克斯公司时澳大利亚财政部审批要求及兖煤澳洲公司做出的承诺，兖煤澳洲公司最迟于 2012 年底在澳大利亚证券交易所上市（公司在澳洲公司中的持股比例减少至不超过 70%；且在澳洲公司上市后，公司在菲利克斯现有煤矿中的合计经济所有权减少至不超过 50%；对于该项承诺，如果公司认为经济条件或其他因素潜在导致其无法履行，将寻求澳大利亚联邦财政部长的批准以对其进行修改）。公司正在积极推动兖煤澳洲公司的上市工作。公司拟上市融资在澳洲继续收购煤矿。

公司规划十二五在澳洲建设煤矿产能大约 4000 万吨（见表 4）。

表5：兖煤澳洲煤矿情况

单位：万吨	澳思达	雅若比煤矿 (100%)	艾诗顿煤矿 (90%)	莫拉本煤矿 (80%)	Athena	Harry-brandt	Wilpeena	总计
开始建造时间	1998	1981	2003	2009				
商业投产时间	2000	1982	2004	2010				
煤田面积 (km ²)	63	62.71	19.21	17.4	782.73	40.4	34.65	1020.1
资源量	16700	17116	43727	70130	5370	9720	2720	165483
可采储量	5090	6029	6080	35170				52369
煤种	半硬焦	喷吹煤	半软焦煤	动力煤	动力煤	无烟煤	喷吹煤	
原煤设计产量	200	300	520	1200				2220
设计洗选量	330	240	650	1600				2820
原煤产量								
2006	40							40
2007	160							160
2008	190							190
2009	190							190
2010	170	230	270	390				1060

资料来源：公司公告，招商研发整理

2、兖煤澳洲盈利测算

兖煤澳洲的盈利取决于两个方面，本身业务的盈利和汇兑损益。

我们测算，兖煤澳洲 11-13 年贡献每股收益分别为 0.53 元、0.48 元和 0.52 元。其中，11 年汇兑损益贡献每股收益 0.12 元，之后年份暂不假设汇兑损益有所贡献。

表 6: 兖煤澳洲盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产量 (万吨)	1200	1400	2170	2220	3220	4220
权益产量	1026	1245	1878	1928	2728	3528
销量 (万吨)	802	1067	1693	1737	2647	3557
价格 (元/吨)	774	1058	1006	1015	930	888
成本 (元/吨)	395	410	396	395	371	359
净利润 (万元)	265439	291097	414248	447878	619194	790511
归属母公司的兖煤澳洲净利润 (万元)	227039	258869	234231	254604	338826	423729
贡献每股收益 (元)	0.46	0.53	0.48	0.52	0.69	0.86
煤炭主业实现净利润 (万元)	38865	202133	234231	254604	338826	423729
煤炭业务贡献每股收益 (元)	0.08	0.41	0.48	0.52	0.69	0.86
汇兑损益 (万元)	268820	81051				
汇兑损益贡献净利润 (万元)	188174	56736				
汇兑收益贡献每股收益 (元)	0.38	0.12				
扣除汇兑损益后按产量算吨煤净利 (元/吨)	38	162	178	189	177	172

资料来源: 招商整理, 注 1: 12 年归属母公司净利润和每股收益下降为假设兖煤澳洲发行股本摊薄 30%。注 2, 其他假设见后面分析。

煤炭主业盈利预测

兖煤澳洲目前有四个在产煤矿。煤种分别为半硬焦煤 (澳思达)、半软焦煤 (艾诗顿煤矿)、喷吹煤 (雅若比煤矿) 和动力煤 (莫拉本煤矿)。未来扩产主要是动力煤。

我们预计兖煤澳洲 11-15 年煤炭产量分别为 1400 万吨、2170 万吨、2220 万吨、3220 万吨和 4220 万吨。

煤价假设维持目前现状, 但是由于动力煤增多, 综合煤价在 13 年后下降。

煤炭成本假设原煤开采成本为 295 元/吨, 洗选成本 30 元/吨。11-13 年煤炭综合销售成本分别为 410 元/吨, 396 元/吨和 395 元/吨 (成本下降主要是动力煤增多, 洗选成本下降, 洗出率增加所致)。

预计 11-13 年煤炭主业实现净利润 20 亿元、23 亿元和 25 亿元。贡献每股收益分别为 0.43 元、0.48 元和 0.52 元。

表 7: 兖煤澳洲煤矿扩产情况

单位: 万吨	煤种	可采储量 (亿吨)	设计能力	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
1、澳思达煤矿	半硬焦煤	0.17	200	170	200	200	200	200	200
2、菲利克斯资源公司		15.64	2400	1030	1200	1970	2020	2020	2020
雅若比煤矿 (100%)	喷吹煤	1.71	300	230	250	250	300	300	300
艾诗顿煤矿 (90%)	半软焦	4.37	520	270	350	520	520	520	520
莫拉本煤矿 (80%)	动力煤	7.01	1600	390	600	1200	1200	1200	1200
米诺瓦煤矿 (51%)	动力煤	0.76	280	140					
其他在建矿 (80%)		1.78	600					300	600
其他收购矿 (80%)								700	1400
澳洲小计		15.81	2600	1200	1400	2170	2220	3220	4220

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表8: 兖煤澳洲产销量及价格预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产量 (万吨)	160	1200	1400	2000	2220	3220	4220
其中: 半硬焦煤	160	170	200	200	200	200	200
半软焦煤		270	350	350	520	520	520
喷吹煤		230	250	250	300	300	300
动力煤		390	600	1200	1200	2200	3200
销量 (万吨)	163	802	1067	1613	1737	2647	3557
其中: 半硬焦煤	162.7	114.6	134	134	134	134	134
半软焦煤		127.9	165	165	244	244	244
喷吹煤		204.6	223	223	267	267	267
动力煤		355.1	546	1092	1092	2002	2912
价格 (元/吨)	737	774	1058	1006	1015	930	888
其中: 半硬焦煤	737	910	1407	1489	1489	1489	1489
半软焦煤		940	1407	1489	1489	1489	1489
喷吹煤		926	1381	1359	1359	1359	1359
动力煤		583	735	767	767	767	767
洗出率	102%	67%	76%	81%	78%	82%	84%
其中: 半硬焦煤	102%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
半软焦煤		47%	47%	47%	47%	47%	47%
喷吹煤		89%	89%	89%	89%	89%	89%
动力煤		91%	91%	91%	91%	91%	91%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理。注 1: 动力煤长协价格 11 年一季度为 97.75 美元/吨, 二季度后为 129.85 美元/吨, 2、半硬焦煤按照主焦煤价格的 80% 预测, 主焦煤 11 年二季度为 330 美元/吨, 三季度为 315 美元/吨。3、半软焦煤与半硬焦煤价格一致, 4、喷吹煤 11 年二季度价格为 275 美元/吨, 三季度下调为 230 美元/吨。5、12 年后的价格按照最新的价格预测。6、新增的煤矿主要为动力煤矿, 所以综合售价从 13 年后趋于下降。

表9: 日澳煤炭价格签订情况

单位: 美元/吨	日澳主焦煤价格	日澳动力煤价格	日澳喷吹煤价格
2011Q1	225	97.75	200
2011Q2	330	129.85	275
2011Q3	315	129.85	230

资料来源: 煤炭资源网, 招商研发整理。注、日澳动力煤为年度签订的长协价格, 炼焦煤和喷吹煤为季度签订价格。

表10: 兖煤澳洲煤炭销售成本

单位: 元/吨	2009	2010	2011Q1	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
兖煤澳洲销售成本	392	393	413	410	396	395	371	359

资料来源: 公司公告, 招商研发整理。注 1: 原煤开采成本 10 年为 246 元/吨, 11 年为假设为 295 元/吨, 洗选成本 30 元/吨。注 2: 成本下降主要是后面增加动力煤产量, 洗选成本减少, 洗出率提高。

汇兑损益测算

为了收购菲力克斯公司, 公司于 2009 年 10 月 16 日和 2009 年 12 月 9 日, 分别贷款 29 亿美元和 1.4 亿美元, 融资合计 30.4 亿美元。另外委托贷款 6550 万美元。

受澳元兑美元汇率变动影响, 10 年产生了 26.882 亿元账面汇兑收益, 贡献净利润 18.817 亿元。增厚每股收益 0.38 元。

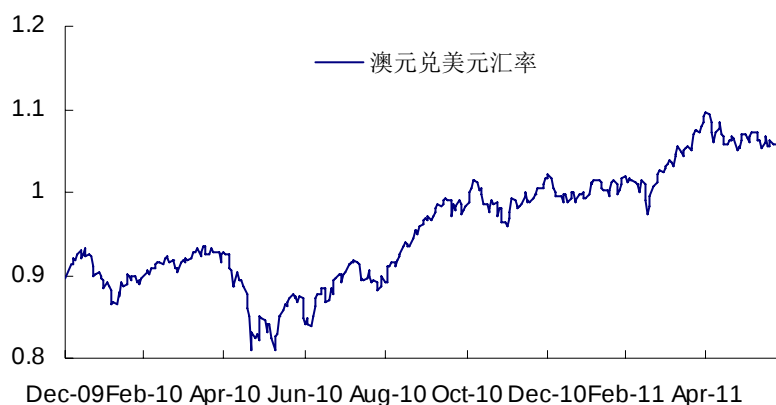
11 年, 由于澳元不断升值, 从年初的 1.0163 到目前的 1.0576, 我们测算产生的汇兑收益为 81051 万元, 增加公司每股收益 0.12 元。

表11: 汇兑损益测算

项目	本金(万美元)	澳元兑美元年初汇率	年初折算澳元(万澳元)	澳元兑美元目前汇率	目前折算澳元	汇兑收益(万澳元)	澳元兑人民币	汇兑收益(万人民币)	增加净利润(万人民币)	每股收益(元)
收购贷款	304000	1.0163	299124	1.0576	287443	11681	6.79	79341	55539	0.11
委托贷款	6550	1.0163	6445	1.0576	6193	252	6.79	1709	1197	0.00
合计	310550	1.0163	305569	1.0576	293637	11933	6.79	81051	56736	0.12

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

图1: 澳元兑美元汇率



资料来源: wind

表12: 10年汇兑损益及11年预测

	金额
澳元兑美元 10 年初汇率	0.8985
澳元兑美元 10 年底汇率	1.0163
澳元兑美元目前汇率	1.0576
10 年汇兑损益(万元)	268820
10 年增厚每股收益(元)	0.38
目前 11 年汇兑损益(万元)	81051
11 年增厚每股收益(元)	0.12

资料来源: 招商整理, 注, 汇兑损益扣除 30% 的所得税, 除以总股本为增厚的每股收益。

3、澳洲资源租赁税对业绩的影响

澳大利亚政府日前公布了酝酿已久的矿产资源租赁税(MRRT)草案, 草案提议对澳大利亚境内铁矿和煤矿所产生的利润征收 30% 的税收。如获得通过, 该方案预计于 2012 年 7 月 1 日起实施。

澳洲资源租赁税主要内容如下:

- **征收门槛:** 年利润额在 5000 万澳元及以上的铁矿和煤矿企业征收。投资回报率高于 12% 的企业才征收 (10 年期公债利率 (目前约为 5%) 加上 7% 计算, 企业甚至还可以选择账面价值或市场价值作为计算准许回报率的基准)。

- **抵扣项目：**新投资项目将通过即时冲减的形式享受优待，而非在数年中计入折旧，亦即新投资项目可即刻获得税收减免收益，只在获取相当收益以至于收回前期投资后才会缴纳这项新税收。矿产企业向州政府缴纳的“开采使用费”（大约 2-10%）将通过联邦退税等方式获得税收抵免，以避免联邦和地方双重征税。

根据上述规定：我们按照兖煤澳洲公司 11 年一季度数据，扣除特许开采税率 8%，按照利润的 30%征收资源租赁税，然后征收 30%的所得税（暂不考虑新投资项目的即时冲减影响）。

我们测算：资源租赁税征收对澳洲公司的净利润影响幅度大约 9%。吨煤净利从原来的 171 元/吨下降为 155 元/吨。

表13：澳洲资源租赁税影响测算

单位：元	不征收资源租赁税的盈利	征收 30%资源租赁税后的盈利	影响幅度
价格	907	907	0%
税金及附加	91	18	-80%
成本	413	413	0%
三项费用	159	159	0%
利润	245	317	30%
矿产资源租赁税	0	95	
所得税	73	67	-9%
税后净利	171	155	-9%
特许开采税率	8%	0%	
所得税率	30%	30%	
矿产资源租赁税率	0%	30%	

资料来源：招商整理。注，价格成本按照 11 年一季度实现数据测算，三项费率假设 17.5%，税金及附加率假设 2%，特许开采税率假设 8%。资源租赁税按 30%。

三、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

我们预测，11-15 年每股收益分别为 2.1 元、2.21 元、2.36 元、2.79 元和 3.62 元。同比分别增长 15%、5%、7%、18%和 30%。公司的业绩增长主要在 14-15 年。

中报业绩可能超预期：暂不考虑成本费用增长，二季度业绩较一季度增长 0.1 元，增长 20%。则中报业绩可达 1.1 元，同比增长 105%（公司业绩预增 80%以上）。

- 公司国内动力煤销售量 2111 万吨（10 年数据），其中的 899.5 万吨价格基本锁定，跟随现货价格上涨的大约只有 1210 万吨（季度销量 300 万吨）。二季度以来秦皇岛现货煤价上涨了 80 元/吨（二季度按照均价上涨 40 元/吨测算），不考虑成本费用等上涨，二季度动力煤现货价格上涨可增厚 EPS 约 0.02 元。
- 兖煤澳洲的价格上涨较多，一季度销量 272 万吨，价格 907 元/吨，二季度国际煤价大幅度上涨，我们测算综合售价大约 1168 元/吨，较一季度上涨 261 元/吨，按照一季度销量测算可增厚 EPS 约 0.08 元。

表14：盈利预测主要假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量（万吨）	3802	4940	5430	6690	7320
同比增长	5%	30%	10%	23%	9%
其中：1、本部	3310	3430	3430	3430	3430
2、菏泽能化	4	163	240	300	480
3、山西能化	102	146	120	150	150
4、鄂尔多斯能化	0	0	240	240	240
5、兖煤澳洲	186	160	1200	1400	2170
煤炭价格（元/吨）	529	634			
其中：1、本部	525	634	692	714	714
2、菏泽能化	0	0	807	807	807
3、山西能化	294	382	446	446	446
4、鄂尔多斯能化	0	0	393	393	393
5、兖煤澳洲	737	774	1058	1006	1015
煤炭成本（元/吨）	275	335			
其中：1、本部	264	261	294	294	294
2、菏泽能化	2345	685	344	344	344
3、山西能化	258	263	339	339	339
4、鄂尔多斯能化			200	200	200
5、兖煤澳洲	392	393	410	396	395

资料来源：招商整理。

表15: 山东本部销售结构

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
1号精煤	87	71	36	69	69	69
2号精煤	557	726	743	836	900	900
3号精煤	1213	862	292	172	156	156
块煤	56	69	116	140	130	130
精煤小计	1912	1728	1187	1218	1255	1255
经筛选原煤	1083	1136	1794	1710	1673	1673
混煤及其他	438	385	260	406	438	438
合计	3433	3249	3241	3333	3366	3366
各煤种比例						
1号精煤	3%	2%	1%	2%	2%	2%
2号精煤	16%	22%	23%	25%	27%	27%
3号精煤	35%	27%	9%	5%	5%	5%
块煤	2%	2%	4%	4%	4%	4%
精煤	56%	53%	37%	37%	37%	37%
经筛选原煤	32%	35%	55%	51%	50%	50%
混煤及其他	13%	12%	8%	12%	13%	13%
省内电煤销售合同(万吨)				826	1001	900
动力煤现货(万吨)				1289	1110	1211
动力煤现货占比				39%	33%	36%

资料来源: 公司公告, 招商整理。

2、投资评级

目前股价下对应 11 年动态 P/E 为 16 倍, 目前估值基本合理。公司大量收购资源新建煤矿, 未来产能扩张较大, 但业绩增长在 14-15 年。以反应公司未来较好的成长性, 可以按照 11 年 20 倍 P/E 估值, 目标价 42 元。公司是值得长期持有的投资品种。维持对公司强烈推荐投资评级。

表16: 煤炭上市公司AH股价格比较

	A 股价格(元)	H 股价格(港元)	汇率(港元/元)	H 股价格(元)	A 股/H 股溢价
中国神华	29.63	36.00	0.84	31.68	-6%
中煤能源	9.88	10.36	0.84	9.12	8%
兖州煤业	34.17	30.15	0.84	26.53	29%

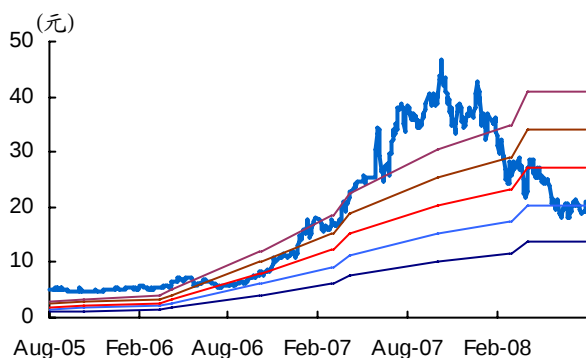
资料来源: 招商整理。

表17: 煤炭上市公司估值比较

	股价（元）	EPS（元）			P/E（×）			11-14 年 复合增速	PEG	每股净资产 （元）	P/B（×）
		10A	11E	12E	10A	11E	12E				
炼焦煤类											
西山煤电	23.99	0.84	1.31	1.71	28.6	18.3	14.0	13%	2.3	4.5	5.4
盘江股份	33.26	1.22	1.50	1.85	27.3	22.2	18.0	22%	1.2	6.2	5.3
冀中能源	25.47	1.04	1.42	1.71	24.6	17.9	14.9	7%	3.7	5.5	4.6
平煤股份	13.92	0.78	0.86	0.89	17.7	16.1	15.7	1%	16.3	4.3	3.2
永泰能源	16.60	0.22	0.77	1.26	73.8	21.5	13.2	18%	4.2	8.7	1.9
平均	22.65	0.82	1.17	1.48	34.4	19.2	15.1	12%	5.5	5.8	4.1
喷吹煤类											
国阳新能	24.09	1.00	1.30	1.35	24.1	18.6	17.8	3%	7.9	4.0	6.1
潞安环能	62.93	2.99	3.78	3.92	21.1	16.7	16.1	9%	2.3	11.6	5.4
平均	43.51	1.99	2.54	2.63	22.6	17.6	17.0	6%	5	7.8	5.8
动力煤类											
中国神华	29.63	1.87	2.30	2.68	15.8	12.9	11.0	8%	2.0	10.3	2.9
国投新集	12.16	0.68	0.78	1.02	17.9	15.5	12.0	15%	1.2	4.0	3.0
恒源煤电	39.41	2.17	2.56	2.61	18.2	15.4	15.1	1%	18.3	13.3	3.0
中煤能源	9.88	0.52	0.64	0.71	19.0	15.4	13.8	9%	2.1	5.8	1.7
兖州煤业	34.17	1.83	2.10	2.21	18.7	16.2	15.5	10%	1.9	8.0	4.3
大同煤业	16.81	0.77	0.81	0.87	21.8	20.9	19.2	19%	1.1	5.8	2.9
山煤国际	29.64	0.76	0.97	1.96	39.0	30.6	15.2	43%	0.9	4.7	6.4
昊华能源	58.81	1.92	2.90	3.24	30.6	20.3	18.2	6%	4.8	12.7	4.6
大有能源	30.93	1.73	2.14	2.30	17.8	14.4	13.5	2%	7.6	10.3	3.0
平均	29.0	1.4	1.7	2.0	22.1	18.0	14.8	14%	4.4	8.3	3.5
一体化公司											
神火股份	14.80	0.69	1.00	1.40	21.5	14.8	10.6	18%	1.2	2.8	5.3
兰花科创	39.17	2.30	2.85	3.69	17.0	13.7	10.6	17%	1.0	12.1	3.2
开滦股份	15.80	0.70	0.76	0.88	22.5	20.9	17.9	11%	2.0	4.9	3.2
煤气化	24.83	0.46	0.46	0.82	54.0	54.1	30.2	55%	1.0	5.8	4.3
平均	23.65	1.04	1.27	1.70	28.7	25.9	13.9	15%	1.4	6.6	3.9
总平均	27.82	1.22	1.56	1.85	22.7	17.8	15.0	14%	4.2	7.3	4.0
中值	25.2	0.9	1.3	1.7	21.7	17.3	15.1	11%	2.0	5.8	3.7

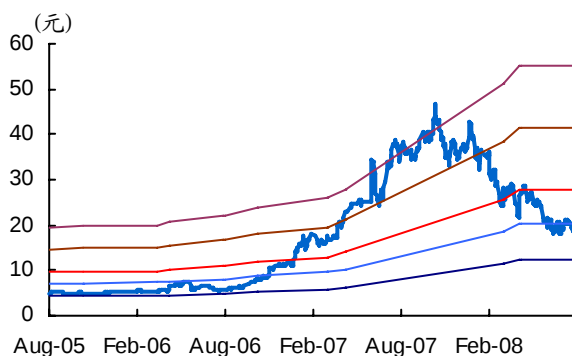
资料来源: 招商整理。

图 2: 兖州煤业历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 3: 兖州煤业历史 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20885	29475	33676	40353	49900
现金	12293	10790	12008	13737	21211
交易性投资	0	239	0	0	0
应收票据	4991	10409	12459	15309	16509
应收款项	437	488	725	830	917
其它应收款	295	3543	179	224	235
存货	886	1646	1888	2215	2414
其他	1983	2360	6417	8038	8614
非流动资产	41367	43354	47050	50597	51997
长期股权投资	972	1106	1061	1076	1071
固定资产	17080	18333	20138	23325	25357
无形资产	19336	20119	19448	18800	18173
其他	3980	3796	6403	7397	7395
资产总计	62252	72829	80727	90950	101897
流动负债	10941	10858	12158	13023	13926
短期借款	0	295	50	50	50
应付账款	1307	1517	2047	2276	2526
预收账款	1664	1474	2236	2401	2696
其他	7969	7572	7825	8296	8654
长期负债	22852	25163	24643	24816	24758
长期借款	20912	21662	21662	21662	21662
其他	1940	3502	2981	3155	3097
负债合计	33793	36021	36800	37839	38684
股本	4918	4918	4918	4918	4918
资本公积金	4548	4502	4502	4502	4502
留存收益	18892	27301	34031	41086	48637
少数股东权益	102	86	475	2604	5156
母公司所有者权益	28358	36722	43451	50507	58057
负债及权益合计	62252	72829	80727	90950	101897

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6172	6288	10760	11338	15438
净利润	3880	9009	10353	10855	11616
折旧摊销	0	0	1830	1958	2092
财务费用	0	0	(127)	567	542
投资收益	0	0	(160)	(167)	(174)
营运资金变动	0	0	(1349)	(4082)	(1170)
其它	0	0	213	2208	2531
投资活动现金流	(24494)	(6374)	(5374)	(5496)	(3501)
资本支出	0	0	(5600)	(5500)	(3500)
其他投资	0	0	226	4	(1)
筹资活动现金流	18499	(1759)	(4168)	(4114)	(4463)
借款变动	0	0	(575)	0	0
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	(3624)	(3799)	(4066)
其他	0	0	30	(315)	(397)
现金净增加额	176	(1845)	1218	1729	7474

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21500	34844	45057	53919	58656
营业成本	12220	18906	22962	26415	28976
营业税金及附加	428	517	1639	1588	986
营业费用	578	1774	2016	2462	2712
管理费用	3156	3798	4158	4996	5412
财务费用	(162)	(2217)	(127)	567	542
资产减值损失	(14)	93	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	112	131	160	167	174
营业利润	5406	12104	14569	18058	20203
营业外收入	44	75	20	20	20
营业外支出	39	66	20	20	20
利润总额	5411	12114	14569	18058	20203
所得税	1505	3101	3827	5073	6035
净利润	3907	9013	10742	12984	14167
少数股东损益	26	4	389	2129	2551
母公司所有者净利润	3880	9009	10353	10855	11616
EPS (元)	0.79	1.83	2.10	2.21	2.36

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-18%	62%	29%	20%	9%
营业利润	-39%	124%	20%	24%	12%
净利润	-40%	132%	15%	5%	7%
获利能力					
毛利率	43.2%	45.7%	49.0%	51.0%	50.6%
净利率	18.0%	25.9%	23.0%	20.1%	19.8%
ROE	13.7%	24.5%	23.8%	21.5%	20.0%
ROIC	7.4%	12.4%	16.2%	17.9%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	49.5%	45.6%	41.6%	38.0%
净负债比率	36.2%	30.6%	26.9%	23.9%	21.3%
流动比率	1.9	2.7	2.8	3.1	3.6
速动比率	1.8	2.6	2.6	2.9	3.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	25.2	27.5	25.5	26.3	25.3
应收帐款周转率	50.7	75.4	74.3	69.3	67.1
应付帐款周转率	2.9	3.3	3.2	3.1	3.0
每股资料(元)					
每股收益	0.79	1.83	2.10	2.21	2.36
每股经营现金	1.25	1.28	2.19	2.31	3.14
每股净资产	5.77	7.47	8.83	10.27	11.80
每股股利	0.40	0.40	0.74	0.77	0.83
估值比率					
PE	43.3	18.7	16.2	15.5	14.5
PB	5.9	4.6	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	24.3	13.8	10.3	8.1	7.3

分析师承诺

负责本研究报告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。

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至2010年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010年度首届最佳分析师金牛奖。

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月加入招商证券。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。