

兖州煤业 (600188)

外埠资源积极扩张，未来成长空间巨大

强烈推荐 (维持)

现价：29.82 元

主要数据

行业	煤炭开采
公司网址	www.yanzhoucoal.com.cn
大股东/持股	兖矿集团/52.86%
实际控制人/持股	山东省国资委/52.86%
总股本(百万股)	4,918
流通 A 股(百万股)	360
流通 B/H 股(百万股)	1,958
总市值(亿元)	1664.88
流通 A 股市值(亿元)	121.86
每股净资产(元)	7.47
资产负债率(%)	49.5

行情走势图



相关研究报告

2011.3.28 年报点评-兖州煤业 (600188) : 澳洲业务发力，未来增长有保障 (强烈推荐)

证券分析师

张顺 S1150209110154
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司发布 2011 年中报，报告期内实现营业收入 207.6 亿元，同比增长 33.1%，归属于母公司的净利润为 50.4 亿元，同比增长 91.0%，每股收益 1.02 元，基本符合预期。

■ 业绩增长源于煤炭业务量价齐增

上半年商品煤产量 2,359 万吨，同比增长 9.4%，销售煤炭 2666 万吨，同比增长 16.6%，其中兖煤澳洲、鄂尔多斯是增量贡献来源，兖煤澳洲商品煤产量 43.9 万吨，同比增长 31.2%，产量受洪灾影响略低于预期，兖煤鄂尔多斯能化开始贡献产量，上半年产煤 130.8 万吨。

国际煤炭业务占比位居行业首位，充分受益于上半年国际煤价的上涨。国际煤炭市场受澳洲洪灾影响，价格涨幅较大。上半年综合煤价为 728.9 元/吨，同比增长 14.5%，其中兖煤澳洲综合煤价为 1006.1 元/吨，同比增长 49.3%。

■ 澳元走强，汇兑收益使得 EPS 增加会计利润约 0.25 元

公司因收购澳洲 Felix 而背负 30.4 亿美元的贷款，上半年澳元走强，产生 12.3 亿元的汇兑收益，大幅增厚了会计利润，增厚 EPS 约 0.25 元，扣除汇兑收益后，EPS 为 0.87 元。

■ 积极向外“走出去”，外埠业务步入收获阶段

公司实施“二次创业”战略，从山东本部矿区成功“走出去”，积极布局“澳大利亚、陕西、内蒙古、山西及山东菏泽”资源版图。目前外埠业务迎来收获阶段，煤炭产销量已占到总量的 40%以上，未来“境外”、“新矿区”将是主要的增长点。

■ 不断收购外埠资源，成长空间巨大，十二五末煤炭产量翻两倍

公司“十二五”规划提出“双倍增长”目标，将争取实现煤炭产量增长两倍至 1.5 亿吨，销售收入增长两倍超千亿元。公司战略布局已逐步成熟，在建项目较多，且仍在不断获取资源，未来成长空间巨大。

■ 维持盈利预测，维持“强烈推荐”评级

考虑澳元的短期见顶，以及兖煤澳洲产量略低于预期，小幅下调 2011 年、2012 年 EPS 为 1.89 元、2.20 元，当前股价对应市盈率为 15.8 倍和 13.6 倍，公司资源版图优势显现，成长空间巨大，是最具成长潜力的煤炭公司，维持“强烈推荐”评级，未来 6 个月目标价为目标价 40.0 元。

■ 风险因素：宏观经济减速超出预期

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	26,123.6	21,500.4	34,844.4	42,784.5	52,809.9
YoY(%)	57.4%	-17.7%	62.1%	22.8%	23.4%
净利润(百万元)	6,483.6	3,880.3	9,008.6	9,292.6	10,804.8
YoY(%)	140.7%	-40.2%	132.2%	3.2%	16.3%
毛利率(%)	49.8%	43.2%	45.7%	45.8%	46.6%
净利率(%)	24.8%	18.0%	25.9%	21.7%	20.5%
ROE(%)	24.5%	13.6%	24.5%	21.6%	21.2%
EPS(摊薄/元)	1.32	0.79	1.83	1.89	2.20
P/E(倍)	22.6	37.8	16.3	15.8	13.6
P/B(倍)	5.6	5.2	4.0	3.4	2.9

图表1 公司煤炭产销量分部预测

单位：万吨	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
集团销售总量	3,510.6	3,756.3	3,801.7	5,009.5	5,300.00	6,165.00
增长率	1.3%	7.0%	1.2%	31.8%	5.2%	16.3%
山西能化(天池煤矿(83.31%))						
商品煤销量	119.3	109.9	98.6	146.2	120.0	145.0
兖煤澳洲						
澳思达煤矿						
商品煤销量	142.3	148.5	162.7	150.0	160.0	160.0
Felix 煤矿						
商品煤销售总量	540.1	711.8	731.0	679.7	970.0	1,750.0
其中：半软焦煤销量				120.0	120.0	120.0
喷吹煤销量				204.6	250.0	250.0
动力煤销量				355.1	600.0	1,400.0
菏泽能化						
商品煤产量			3.1	107.9	150.0	175.0
2号精煤销量			0.5	54.6	90.00	105.00
经筛选原煤销量			0.2	11.9	4.50	5.25
混煤及其他销量			0.9	41.4	55.50	64.75
商品煤销售总量			1.6	80.9	150.0	175.0
外购煤						
销量(万吨)		257.7	205.8	537.7	600.0	600.0

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司煤炭销售价格分部预测

单位：元/吨	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
本部煤炭销售价格	437.1	651.0	515.0	630.0	670.0	700.0
山西能化(天池煤矿)	208.7	271.8	293.5	365.0	456.0	470.0
兖煤澳洲						
澳思达煤炭售价						
	522.8	1,102.1	737.2	750.0	1,125.0	1,250.0
Felix 煤矿						
半软焦煤销售价格				940.0	1245.0	1500.0
喷吹煤销售价格				925.7	1400.0	1650.0
动力煤销售价格				583.0	670.0	700.0
商品煤综合销售价格				749.3	929.3	901.9
菏泽能化						
2号精煤销售价格			950.5	1,105.8	1175.0	1400.0
经筛选原煤销售价格			656.4	525.0	525.0	550.0
混煤及其他销售价格			251.6	345.0	400.0	420.0

单位：元/吨	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
商品煤综合销售价格			520.6	999.7	868.75	1,011.9
外购煤						
外购煤销售价格		741.1	540.7	741.9	750.0	770.0

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司澳洲各煤矿煤炭分布及产量预测

煤矿资产	股权比例	探明及推定储量(Mt)	煤矿分布	煤种	产能	2008A	2009A		2010A	2011E
						商品煤销量	商品煤产量	商品煤销量	商品煤销量	商品煤销量
Felix 公司资产										
Yarrabee 露天煤矿	100%	27.5	昆士兰州中部博文盆地	主产高炉喷吹煤, 少量动力煤	180	164.2	151	160	160	160
Ashton 露天煤矿	90%	49.1	新南威尔士州猎人谷地区	半软焦煤、少量低灰动力煤	350	288.1	323	314	320	320
Ashton 地下煤矿	90%	47.4		均为半软焦煤						
Moolarben 露天煤矿	80%	277.7	新南威尔士州猎人谷地区	动力煤	1,200				600	1000
Moolarben 地下煤矿	80%	79.1		动力煤	400					
南田煤矿										
澳思达煤矿	100%	50	新南威尔士州猎人谷地区	炼焦煤	150	148.45	160.5	162.7	150	160
合计						860.25	891.5	887.7	1480	1640

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
流动资产	20885.1	29474.7	28887.1	32660.1	
现金	12292.9	10790.2	10531.9	10585.5	
应收账款	436.6	487.8	598.9	740.9	
其他应收款	295.5	3542.6	4349.9	5381.2	
预付账款	76.4	243.2	254.8	268.9	
存货	886.4	1646.1	1715.5	2094.1	
其他流动资产	1903.1	2113.4	2113.4	2113.4	
非流动资产	41367.3	43339.5	51258.5	57471.8	
长期投资	971.9	1105.9	1105.9	1105.9	
固定资产	17079.5	18333.2	22890.4	28515.2	
无形资产	19335.8	20119.0	19244.4	18336.5	
其他非流动资产	117.9	117.9	121.9	127.0	
资产总计	62252.3	72814.3	80145.6	90131.8	
流动负债	10940.7	10857.7	11084.9	12237.0	
短期借款	0.0	295.4	0.0	230.3	
应付账款	1306.9	1516.9	1779.2	2171.8	
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动负债	22852.1	25163.2	26064.3	26865.6	
长期借款	21661.5	22561.5	23361.5	24161.5	
其他非流动负债	14.1	15.9	17.0	18.4	
负债合计	33792.9	36020.9	37149.2	39102.6	
少数股东权益	101.7	85.9	90.6	96.2	
股本	4918.4	4918.4	4918.4	4918.4	
资本公积	4547.7	4502.4	4502.4	4502.4	
留存收益	17409.0	25188.1	31578.8	39606.1	
归属母公司股东权益	28357.8	36707.5	42905.8	50933.0	
负债和股东权益	62252.3	72814.3	80145.6	90131.8	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
经营活动现金流	6171.8	6287.6	15507.7	13153.8	
净利润	3906.5	9013.1	9297.4	10820.6	
折旧摊销	1692.7	2604.0	3833.1	4291.8	
财务费用	-11.0	316.2	-359.8	872.7	
投资损失	-112.1	-131.0	-30.0	-30.0	
营运资金变动	924.3	-9106.5	1018.0	-2797.5	
其他经营现金流	-2.3	35.9	17.5	0.0	
投资活动现金流	-24494.1	-6374.0	-13470.0	-10470.0	
资本支出	-4122.8	-1106.2	-13500.0	-10500.0	
长期投资	112.1	131.0	30.0	30.0	
其他投资现金流	-20483.3	-5398.8	0.0	0.0	
筹资活动现金流	18498.7	-1758.7	-2296.1	-2630.2	
短期借款	0.0	295.4	0.0	230.3	
长期借款	20911.7	21661.5	22561.5	23361.5	
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	
资本公积增加	-181.8	-45.3	0.0	0.0	
其他筹资现金流	-2231.3	-23670.3	-24857.6	-26222.0	
现金净增加额	176.4	-1845.1	-258.4	53.6	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
营业收入	21500.4	34844.4	42784.5	52927.4	
营业成本	12220.2	18906.0	23169.1	28282.6	
营业税金及附加	428.3	517.1	635.0	785.5	
营业费用	577.8	1774.4	2178.8	2695.3	
管理费用	3156.2	3798.4	4278.5	5292.7	
财务费用				872.7	
资产减值损失		92.7	0.0	0.0	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资净收益	112.1	131.0	30.0	30.0	
营业利润	5405.8	12104.1	12913.0	15028.6	
营业外收入	44.4	75.2	0.0	0.0	
营业外支出	39.0	65.5	0.0	0.0	
利润总额	5411.2	12113.8	12913.0	15028.6	
所得税	1504.6	3100.8	3615.6	4208.0	
净利润	3906.5	9013.1	9297.4	10820.6	
少数股东损益	26.2	4.5	4.7	5.5	
归属母公司净利润	3880.3	9008.6	9292.6	10815.1	
EBITDA	6810.6	12452.4	16356.3	20163.1	
EPS (元)	0.79	1.83	1.89	2.20	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
成长能力					
营业收入		62.1%	22.8%	23.7%	
营业利润		123.9%	6.7%	16.4%	
归属母公司股东权益		29.4%	16.9%	18.7%	
获利能力					
毛利率(%)	49.8%	43.2%	45.7%	45.8%	
净利率(%)	24.8%	18.0%	25.9%	21.7%	
ROE(%)	24.5%	13.6%	24.5%	21.6%	
ROIC(%)	24.7%	7.0%	11.7%	13.0%	
偿债能力					
资产负债率(%)	54.3%	49.5%	46.4%	43.4%	
净负债比率(%)	30.3%	29.7%	27.4%	25.0%	
流动比率	190.9%	271.5%	260.6%	266.9%	
速动比率	182.8%	256.3%	245.1%	249.8%	
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	
应收账款周转率	50.7	75.4	78.7	79.0	
应付账款周转率	11.7	13.4	14.1	14.3	
每股指标(元)					
每股收益	0.79	1.83	1.89	2.20	
每股经营现金流	1.3	1.3	3.2	2.7	
每股净资产	5.4	5.8	7.5	8.7	
估值比率					
P/E	37.8	16.3	15.8	13.6	
P/B	5.2	4.0	3.4	2.9	
EV/EBITDA	23.1	12.7	9.7	7.9	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257