



煤炭/能源

兖州煤业 (600188)

长期高增长趋势确立, 短期走势受压于焦煤价格

兖州煤业收购格罗斯特公司点评报告

王峰 (参见尾页说明)

0755-23976228

wangfeng@gtjas.com

编号 S0880511010012

本报告导读:

兖煤澳洲以换股收购格罗斯特公司, 格罗斯特 12-15 年产量复合增长率达 15%。收购对 EPS 贡献微小, 11、12 年 EPS 分别为 1.82、1.84 元, 维持“谨慎增持”评级。

投资要点:

- **公司在澳洲再次出手收购。**兖州煤业全资子公司兖煤澳洲与澳大利亚格罗斯特煤炭公司签订合并协议, 交易完成后, 兖州煤业持有兖煤澳洲的 77% 股份, 格罗斯特现有股东将持有兖煤澳洲的 23% 股份, 兖煤澳洲取代格罗斯特在澳交所上市交易。此次交易兑现了兖州煤业 09 年收购菲利克斯时向澳洲政府所做的关于兖煤澳洲上市的承诺。
- **格罗斯特公司 12-15 年产量复合增长率达 15%。**格罗斯特公司原本是一家位于新南威尔士州的中小型煤炭公司, 原煤产能仅 300 万吨。11 年公司一举收购了 Middlemount 矿井 (80 万吨, 50% 权益) 和 Donaldson 矿区 (250 万吨)。未来三年, 格罗斯特公司本部及 Donaldson 矿区均有扩产空间, 预计 15 年格罗斯特公司产量将达到 1000 万吨。预计兖煤澳洲到 2013 年产量将达到 3300-3500 万吨, 有望超过公司本部产量。
- **收购将改善公司澳洲煤炭外运。**格罗斯特公司持有纽卡斯尔港 11.6% 的权益, 收购后兖煤澳洲对纽港的持有比例进一步上升, 15 年格罗斯特公司纽港外运份额将达到 1150 万吨, 这高于格罗斯特 15 年新南威尔 900 万吨的产量估计, 兖煤澳洲通过纽港的外运空间将得到改善。
- **格罗斯特盈利能力与菲利克斯相当, 收购对 EPS 贡献微小。**扣除掉汇兑损益的影响, 兖煤澳洲 11 年上半年实现净利约 8.4 亿元, 净利润率 17.5%, 格罗斯特 2011 财年净利润率为 17.7%。此次为换股收购, 由于收购标的盈利能力略高于兖煤澳洲, 故收购对 EPS 提升作用很小。
- **澳洲焦煤价格短期内仍有较大压力, 维持“谨慎增持”评级。**澳洲焦煤现货价格仍在下行通道之中, 这符合我们年度策略对澳洲焦煤价格走势的判断。2012 年一季度日澳焦煤合同价下调至 235 美元/吨, 较 11 年四季度下调 50 美元。我们对 12 年国际焦煤价格仍持谨慎态度, 国际焦煤价格的转向有赖于欧债问题的解决和中国经济的走势, 预计公司 11、12 年 EPS 分别为 1.82 元、1.84 元, 维持“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21,500	34,844	43,093	50,474	54,832
(+/-)%	-18%	62%	24%	17%	9%
经营利润 (EBIT)	5,118	9,848	13,010	14,387	15,791
(+/-)%	-43%	92%	32%	11%	10%
净利润	3,880	9,009	8,951	9,027	9,829
(+/-)%	-40%	132%	-1%	1%	9%
每股净收益 (元)	0.79	1.83	1.82	1.84	2.00
每股股利 (元)	0.59	0.59	0.60	0.72	0.80

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	23.8%	28.3%	30.2%	28.5%	28.8%
净资产收益率 (%)	14.4%	25.9%	22.0%	19.6%	18.9%
投入资本回报率 (%)	9.8%	15.5%	26.3%	24.5%	32.3%
EV/EBITDA	23.4	12.9	9.0	8.1	6.7
市盈率	38.4	16.5	16.6	16.5	15.1
股息率 (%)	1.9%	1.9%	2.0%	2.4%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 28.00

上次预测: 35.00

当前价格: 21.28

2011.12.25

交易数据

52 周内股价区间 (元)	20.39-39.50
总市值 (百万元)	104,664
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,918/360
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,958
流通股比例	47%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	220

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	39,382
每股净资产	8.01
市净率	2.7
净负债率	82%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.43	0.50
Q2	0.11	0.52
Q3	0.75	0.23
Q4	0.55	0.57
全年	1.83	1.82

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-21%	-24%	-24%
相对指数	-12%	-14%	-1%

相关报告

《赵楼矿步入正轨, 澳洲焦煤价格预期走...》	2011.10.24
《积极扩张保证增长潜力》	2011.08.22
《澳洲洪水积极影响二季度兑现》	2011.04.27
《业绩符合预期, 未来三年稳定增长》	2011.03.28
《资产收购一小步, 海外扩张一大步》	2009.09.16

模型更新时间: 2011.12.22

股票研究

能源

煤炭

兖州煤业 (600188)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **28.00**

上次预测: 35.00

当前价格: 21.28

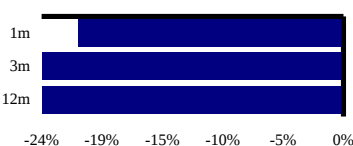
公司网址

www.yanzhoucoal.com.cn

公司简介

公司是华东地区最大的煤炭生产商和中国最大的煤炭出口企业之一,还是国内唯一一家境内外三地上市煤炭公司,在国内煤炭行业中处于龙头地位。公司本部目前拥有六座生产煤矿,分别是南屯煤矿、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,煤炭资源总储量达到 40 亿吨左右。公司斥巨资在陕西榆林地区建设国内最大甲醇生产基地,生产甲醇、醋酸等产品,积极向煤化工领域发展。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

20.39-39.50

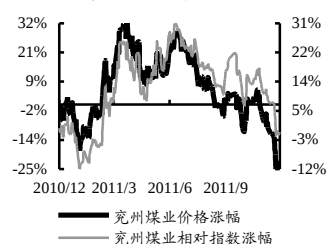
市值 (百万)

104,664

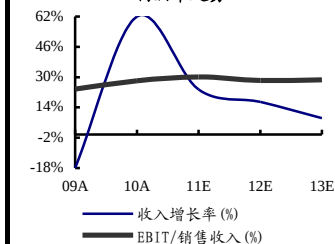
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	21,500	34,844	43,093	50,474	54,832
营业成本	12,220	18,906	23,044	28,112	30,432
税金及附加	428	517	646	1,009	1,042
销售费用	578	1,774	2,241	2,524	2,742
管理费用	3,156	3,798	3,792	4,442	4,825
EBIT	5,118	9,848	13,010	14,387	15,791
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	112	131	105	116	117
财务费用	-162	-2,217	870	820	846
营业利润	5,406	12,104	12,245	13,683	15,063
所得税	1,505	3,101	3,249	3,687	4,070
少数股东损益	26	4	37	961	1,156
净利润	3,880	9,009	8,951	9,027	9,829
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	12,293	11,030	26,428	25,014	39,174
其他流动资产	1,907	2,116	2,700	3,000	3,200
长期投资	1,237	1,300	3,563	4,967	4,967
固定资产合计	18,272	19,378	19,444	23,384	19,105
无形及其他资产	20,247	20,923	20,960	21,024	21,087
资产合计	62,252	72,829	84,962	94,947	102,446
流动负债	10,941	10,858	18,080	21,598	22,022
非流动负债	22,852	25,163	24,230	24,250	24,274
股东权益	26,894	34,801	40,609	46,095	51,989
投入资本(IC)	37,790	47,424	36,361	42,818	35,712
现金流量表					
NOPLAT	3,695	7,328	9,555	10,509	11,522
折旧与摊销	1,693	2,604	3,153	3,786	4,146
流动资金增量	524	-9,603	9,399	-2,763	2,676
资本支出	-1,730	-4,797	-3,263	-7,798	62
自由现金流	4,182	-4,469	18,843	3,733	18,407
经营现金流	6,172	6,288	21,127	11,036	17,931
投资现金流	-24,494	-6,374	-5,421	-9,086	179
融资现金流	18,499	-1,759	-307	-3,364	-3,951
现金流净增加额	176	-1,845	15,398	-1,414	14,160
财务指标					
成长性					
收入增长率	-17.7%	62.1%	23.7%	17.1%	8.6%
EBIT 增长率	-43.3%	92.4%	32.1%	10.6%	9.8%
净利润增长率	-40.2%	132.2%	-0.6%	0.8%	8.9%
利润率					
毛利率	43.2%	45.7%	45.7%	44.3%	44.5%
EBIT 率	23.8%	28.3%	30.2%	28.5%	28.8%
净利润率	18.0%	25.9%	20.8%	17.9%	17.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.4%	25.9%	22.0%	19.6%	18.9%
总资产收益率(ROA)	6.2%	12.4%	10.5%	9.5%	9.6%
投入资本回报率(ROIC)	9.8%	15.5%	26.3%	24.5%	32.3%
运营能力					
存货周转天数	25	24	20	20	20
应收账款周转天数	7	5	4	4	4
总资产周转天数	801	707	668	36	25
净利润现金含量	1.59	0.70	2.36	1.22	1.82
资本支出/收入	8%	14%	8%	15%	0%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	49.5%	49.8%	48.3%	45.2%
净负债率	38.1%	32.8%	-7.3%	-3.3%	-30.2%
估值比率					
PE	38.4	16.5	16.6	16.5	15.1
PB	5.5	4.3	3.7	3.2	2.9
EV/EBITDA	23.4	12.9	9.0	8.1	6.7
P/S	6.9	4.3	3.5	2.9	2.7
股息率	1.9%	1.9%	2.0%	2.4%	2.6%

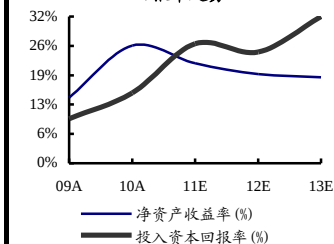
股票绝对涨幅和相对涨幅



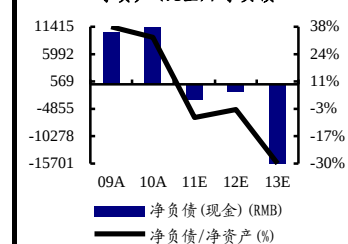
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**尹西龙（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110024

电话：010-59312713

邮箱：yinxilong008743@gtjas.com

王峰:

执业资格证书编号：S0880511010012

电话：0755-23976228

邮箱：wangfeng@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		