

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

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

执业证书编号： S0490510120019

12 年签订动力煤合同量下跌，价格基本符合预期

事件描述

兖州煤业今日发布 2012 年度省内电煤合同签订情况公告，其主要内容为：

- 截至 1 月末，公司已签订 2012 年度省内电煤销售合同 772 万吨，比 2011 年度省内电煤销售合同量，减少了 127.5 万吨或 14.2%；平均含税基准价为 589.09 元/吨，比 2011 年度省内电煤销售合同约定的平均含税基准价，上涨了 17.80 元/吨或 3.1%。

事件评论

第一，合同煤总量同比减少 14.2%，综合售价上涨 3.1%，签订的国家重点电煤销售合同占比上升导致综合售价涨幅低于 5%

在已签订的 772 万吨省内电煤销售合同中，各类合同价格涨幅均约 5% 左右，符合预期。但由于售价较低的国家重点电煤合同占比提高，综合涨幅为 3.1%。

- 国家重点电煤销售合同：为 429 万吨，较 2011 年持平；平均含税基准价为 529.05 元/吨，较 2011 年上涨了 25.19 元/吨或 5.0%。
- 省补重点电煤销售合同：为 325 万吨，较 2011 年减少了 38 万吨或 10.5%；平均含税基准价为 663.76 元/吨，较 2011 年上涨了 33.13 元/吨或 5.3%。
- 追加电煤销售合同：为 18 万吨，较 2011 年减少了 89.5 万吨或 83.3%；平均含税基准价为 672 元/吨，较 2011 年上涨了 32 元/吨或 5.0%。

表 1：2010-2012 合同煤销售构成

	2010 年			2011 年			2012 年		
	价格	销量	销量占比	价格	销量	销量占比	价格	销量	销量占比
国家合同	503.86	429	42.86%	503.86	429	47.69%	529.05	429	55.57%
省补合同	630.63	345	34.47%	630.63	363	40.36%	663.76	325	42.10%
追加合同	640.00	227	22.68%	640.00	107.5	11.95%	672.00	18	2.33%
合计	578.42	1001	100%	571.29	899.5	100%	589.09	772	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，综合考虑合同煤比例的下降和售价的上涨，实际均价涨幅达到 5.6%，高于平均 5% 的涨幅，偏利好

本次签订的 2012 年度省内电煤销售合同量为 772 万吨，较 2011 年减少了 127.5 万吨。按照市场煤和合同煤约 100 元/吨的价差，综合考虑合同煤比例的下降和售价的上涨，相当于在 2011 年签订的合同煤基础上涨价 5.6%，高于市场一致预期 5%，总体偏利好。

具体来看，电煤合同签订对 12 年 EPS 贡献约 0.037 元，其中合同煤比例的下降和售价的上涨分别贡献约 0.019 元和 0.018 元。

第三，公司未来增长主要来源于澳洲和内蒙煤矿项目

公司成长性较好，明确提出“十二五”期间“双倍增长”规划目标，计划煤炭产销量增长两倍至 1.5 亿吨，销售收入增长两倍到千亿，根据规划产量年复合增长率达到 25%。

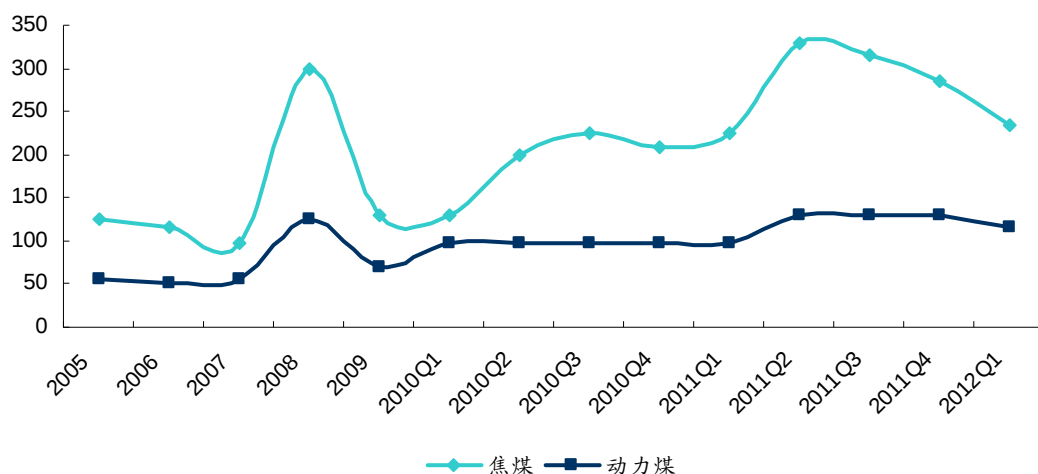
- 公司近两年煤炭产量增长主要增量来源于：兖煤澳洲莫拉本煤矿（1600 万吨）和新泰克一期（200 万吨）、鄂尔多斯能化安源煤矿（240 万吨）、文玉煤矿（300 万吨）和普力马项目（500 万吨）；
- 公司远期的成长性来源于内蒙陕西后备项目，以及澳洲新泰克二期（1600 万吨），预计 2013-2015 年逐步投产。

第四，公司 2012 年业绩取决于国际煤价和汇兑收益

2012 年一季度日澳长协炼焦煤和动力煤价格分别为 235 美元/吨和 115 美元/吨，较 11 年 4 季度分别下跌 50 美元/吨和 15 美元/吨，较 11 年 1 季度上涨 10 美元/吨和 18 美元/吨。11 年 3 季度以来，受国际经济形势低迷影响，国际现货煤价格持续走低，不过近期由于油价等大宗商品的上涨，国际煤价逐步企稳，预计将对公司澳洲煤炭销售价格形成支撑。

汇兑损益方面，预计 11 年公司汇兑损益基本为 0，（10 年末和 11 年末澳元兑美元汇率分别为 1.0228 和 1.0206，12 年以来上升至 1.0617，预计对公司业绩贡献约 0.1 元。

图 1：日澳历年谈判价格



资料来源：长江证券研究部。

第五，预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.723 元、1.794 元和 2.024 元，对应 PE 为 14.03 倍、13.47 倍和 11.94 倍，公司主要风险在于 12 年国际煤价的下跌，看好公司未来成长性和资源获取能力，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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	34844	44351	50581	55776	货币资金	10790	16138	24493	33899
营业成本	18906	24512	29242	32039	交易性金融资产	239	239	239	239
毛利	15938	19839	21338	23737	应收账款	4030	5043	5751	6342
% 营业收入	45.7%	44.7%	42.2%	42.6%	存货	1646	1961	2342	2565
营业税金及附加	517	658	751	828	预付账款	243	239	285	312
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	2116	2747	3133	3455
销售费用	1774	2351	2681	2956	流动资产合计	29475	39672	51417	63545
% 营业收入	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	可供出售金融资产	194	194	194	194
管理费用	3798	4879	5564	6135	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	1106	1106	1106	1106
财务费用	-2217	651	577	545	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-6.4%	1.5%	1.1%	1.0%	固定资产合计	19476	18285	17085	15779
资产减值损失	93	0	0	0	无形资产	20119	19113	18157	17250
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	668	668	668	668
投资收益	131	0	0	0	递延所得税资产	1752	0	0	0
营业利润	12104	11300	11766	13273	其他非流动资产	39	39	39	39
% 营业收入	34.7%	25.5%	23.3%	23.8%	资产总计	72829	79076	88666	98581
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	625	0	0	0
利润总额	12114	11300	11766	13273	应付款项	1644	2199	2627	2877
% 营业收入	34.8%	25.5%	23.3%	23.8%	预收账款	1474	1774	2023	2231
所得税费用	3101	2825	2942	3318	应付职工薪酬	824	1073	1282	1404
净利润	9013	8475	8825	9955	应交税费	1347	1219	1292	1451
归属于母公司所有者					其他流动负债	4945	6217	7347	8061
的净利润	9008.6	8475.1	8824.7	9954.9	流动负债合计	10858	12482	14572	16025
少数股东损益	4	0	0	0	长期借款	21661	21661	21661	21661
EPS (元/股)	1.83	1.72	1.79	2.02	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	2581	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	921	921	921	921
经营活动现金流净额	6288	8738	11161	12302	负债合计	36021	35065	37154	38607
取得投资收益	5	0	0	0	归属于母公司	36722	43926	51427	59888
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	1148	0	0	0	少数股东权益	86	86	86	86
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	36808	44011	51512	59974
固定资产投资	-4797	-844	-906	-858	负债及股东权益	72829	79076	88666	98581
其他	-2724	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6374	-844	-906	-858		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.832	1.723	1.794	2.024
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	8.93	10.46	12.18
银行贷款增加 (减少)	617	-625	0	0	PE	13.20	14.03	13.47	11.94
筹资成本	1668	-1922	-1900	-2038	PEG	3.90	4.14	3.98	3.53
其他	-4043	0	0	0	PB	3.24	2.71	2.31	1.98
筹资活动现金流净额	-1759	-2547	-1900	-2038	EV/EBITDA	10.44	8.30	7.53	6.31
现金净流量	-1845	5348	8355	9407	ROE	24.5%	19.3%	17.2%	16.6%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。