

王志磊

执业证书编号: S0730512040003

021-50588666-8026

wangz11@ccnew.com

增收不增利

——兖州煤业（600188）2012 年半年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期: 2012 年 8 月 29 日

报告关键要素:

兖州煤业（600188）上半年增收不增利。公司以量补价，均价同比下降11.02%的同时，销量同比增长56.5%。毛利率同比下降18.4个百分点，需加强成本控制。未来业绩增长在于公司在内蒙、澳洲等地收购的煤炭资源。预计2012年和2013年公司每股收益分别为1.43元和1.30元，对应的市盈率分别为13倍和14倍，公司具有较强资源获取能力，短期业绩虽然承压，但长期成长可期，给予“增持”评级。

事件:

- 2012年8月28日，我们参加了兖州煤业（600188）业绩说明会，就公司上半年业绩与公司进行了交流。

点评:

- **上半年增收不增利。**2012年上半年公司实现营业收入292.08亿元，同比增长40.71%；利润总额49.56亿元，同比减少29.63%；归属于母公司所有者的净利润49.06亿元，同比减少2.53%；基本每股收益0.9975元；从第二季度单季情况看，实现营业收入148.13亿元，同比增长29.74%；利润总额27.14亿元，同比增长6.11%；归属于母公司所有者的净利润27.14亿元，同比增长6.11%。
- **煤炭产量保持增长。**上半年生产原煤3242万吨，同比增加21.2%；生产商品煤3033万吨，同比增加23.3%。产量增加主要由于鄂尔多斯能化收购文玉煤矿而增加煤炭产量；此外兖煤澳洲因2011年收购新泰克和普力马煤矿而增加产量。

图表 1: 公司产量

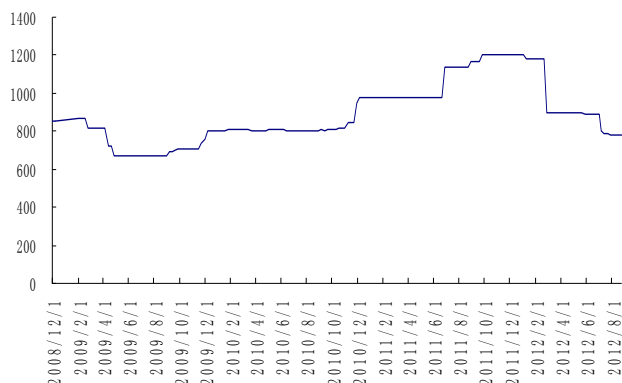
(单位: 万吨)

	2012H	2011H	增减	增减幅(%)
一、原煤产量	32417	26745	5672	21.21
1、公司	18018	17720	298	1.68
2、山西能化	662	577	85	14.73
3、菏泽能化	1461	1371	90	6.56
4、鄂尔多斯能化	3452	1308	2144	163.91
5、兖煤澳洲	8595	5769	2826	48.99
6、兖煤国际	229	—	229	—
二、商品煤产量	30330	24600	5730	23.29
1、公司	17975	17617	358	2.03
2、山西能化	652	566	86	15.19
3、菏泽能化	1229	717	512	71.41
4、鄂尔多斯能化	3452	1308	2144	163.91
5、兖煤澳洲	6811	4392	2419	55.08
6、兖煤国际	211	—	211	—

资料来源: 中原证券, 公司公告

- **以量补价。**公司煤炭销售基本为现货,受上半年价格影响较大。上半年公司综合均价644.75 元/吨,同比下降了79.87元,降幅11.02%;公司商品煤销量4331.7万吨,同比增长56.5%,主要由于外购煤销量增加330.6%。

图表 2: 山东兖州动力煤价格 (单位: 元/吨)



图表 3: 澳大利亚 BJ 动力煤价格 (单位: 元/吨)



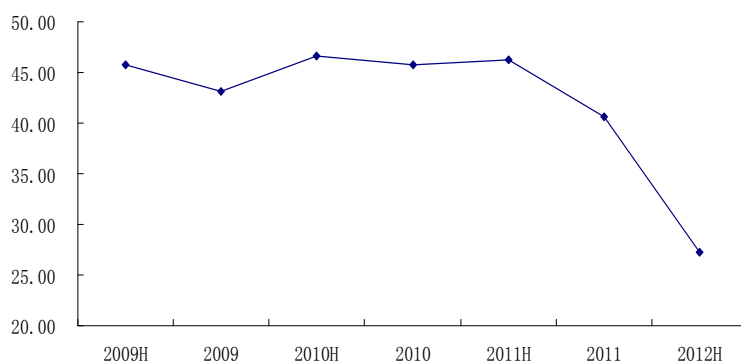
资料来源: 中原证券, 中国煤炭资源网

资料来源: 中原证券, 中国煤炭资源网

- **需强化成本控制。**上半年公司毛利率为27.2%, 同比下滑18.4个百分点; 公司煤炭业务毛利率29.50%, 同比减少了19.8个百分点。煤炭业务销售成本为57.64亿元, 同比增加13.5%; 吨煤销售成本为332.23元, 同比增加12.6%。主要是由于政策性成本及员工工资增加。其中安全生产费、采矿权有偿使用费预提标准、新增环境治理保证金摊销等政策性成本增加导致吨煤销售成本增加11.36元, 而员工工资增加使吨煤销售成本增加2.69元。扣除政策性增支因素后, 上半年公司吨煤销售成本为320.87元, 同比增加8.8%。

图表 4: 公司历年毛利率

(单位: %)

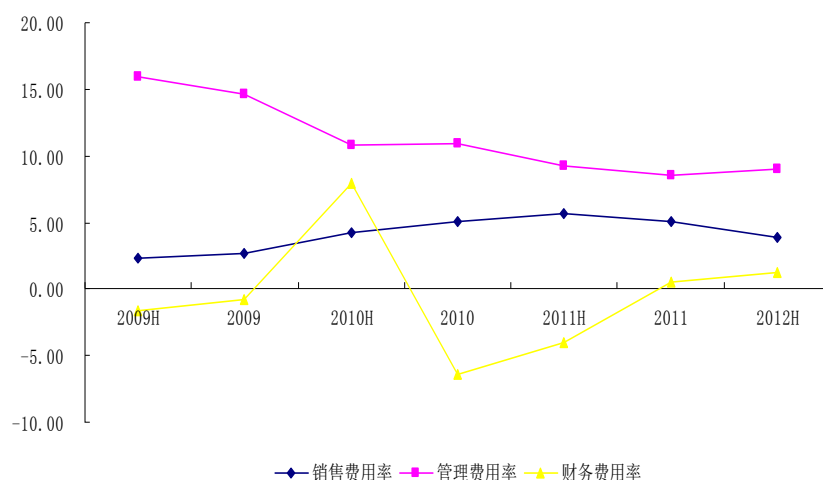


资料来源: 中原证券, 公司公告

- **非经常损益增加。**2012年6月, 兖煤澳洲合并格罗斯特煤炭公司, 因交易成本低于获得的净资产的公允价值, 产生13.91亿元收益。另外, 澳大利亚于2012年7月1日开始执行矿产资源租赁税 (MRRT), 由于勘探费用可以进行抵扣, 所以公司所得税费用同比减少10.83亿元。
- **汇兑损益增加财务费用。**公司汇兑收益同比减少10.615亿元, 使得公司财务费用率同比增加5个百分点, 为1.29%。

图表 5: 期间费用率

(单位: %)



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **“走出去”积极获取资源。**近年来公司通过国内外资源收购,在内蒙古及澳洲等地获取了大量的煤炭资源,建成了贵州、陕西、新疆、内蒙、澳洲五个能源基地。目前公司国内煤矿中,转龙湾煤矿预计2013年年底投产;万福煤矿已开工,预计2015年建成。兖煤澳洲所属煤矿中,艾诗顿矿2014年预计贡献业绩;莫拉本矿预计2014年投产;Athena矿预计2014或2015年投产;新泰克矿二期投产时间暂不确定。按照公司规划,“十二五”末公司原煤产量到达1.5亿吨,较2010年增长约两倍,中长期发展看好。

图表 6: 公司国内煤矿

(单位: 万吨)

煤矿		股权	煤种	储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能
天池煤矿		81.31%	贫煤、无烟煤	1.3	0.8	120
菏泽能化	赵楼煤矿	98.33%	1/3 焦煤、气煤	108	2.5	300
	万福煤矿	98.33%	1/3 焦煤、气煤	3.1	1.4	180
鄂尔多斯能化		100%	优质动力煤	16.8	—	1000
	转龙湾井田	100%	不粘煤	5.48	—	500
	安源煤矿	100%	不粘煤	0.41	0.2	120
内蒙昊盛煤业		61%	不粘煤、长焰煤	16.44	—	1000
陕西榆树湾煤矿		41%	不粘煤、长焰煤	18.05	12.5	800
陕西金鸡滩煤矿		25%	长焰煤	13.43	10.1	800
合计				183.01	27.5	4820

资料来源: 中原证券, 公司公告

图表 7: 公司澳洲控股煤矿

煤矿	股权	总资源量 (百万吨)	探明及推定 储量(百万吨)	核定产能 (万吨)
雅若碧	100%	117.2	27.5	170
艾诗顿	90%	441.6	96.5	350
莫拉本	80%	706.4	356.8	1350
Athena	51%	560.0		
Harry-brandt	100%	102.5		
新泰克	100%	1732		1600

资料来源：中原证券，公司公告

- **给予“增持”评级。**预计2012年和2013年公司每股收益分别为1.43元和1.30元，以8月28日收盘价18.03元计算，对应的市盈率分别为13倍和14倍，煤价下行导致公司业绩短期承压，但考虑到公司长期成长性，给以“增持”评级。
- **风险提示：**1. 宏观经济不确定性导致煤炭价格波动风险；2. 汇率波动风险。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	348.44	487.68	567.83	618.30
增长率(%)	62.06	39.96	16.43	8.88
净利润(亿元)	90.09	86.23	70.33	60.95
增长率(%)	132.16	-4.28	-18.43	-13.29
基本每股收益(元)	1.83	1.75	1.43	1.30
市盈率(倍)	16	13	13	14

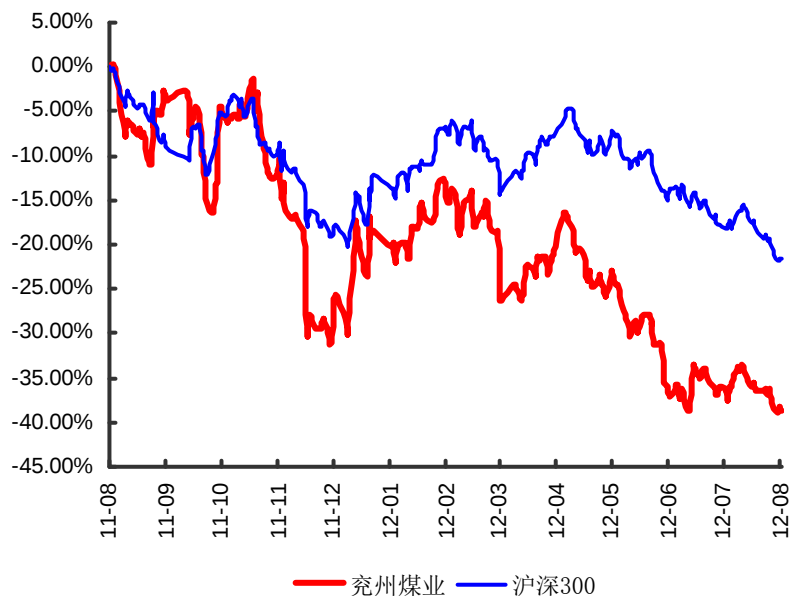
市场数据 (2012年8月28日)

收盘价(元)	18.03 (A) / 11.30 (H)
一年内最高/最低(元)	30.78/17.80
沪深300指数	2238.41
市净率(倍)	2.05
流通A股市值(亿元)	64.90

基础数据 (2012年6月30日)

每股净资产(元)	8.79
每股经营现金流(元)	1.57
毛利率(%)	27.24
净资产收益率(%)	11.35
资产负债率(%)	60.83
总股本/流通股(万股)	491840/231838
B股/H股(万股)	0/195840

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。