



公司报告

兖州煤业 (1171 HK) – 持有

2013年5月2日

首发报告

公司评级:

持有

目标价: 7.96 港元

主要数据

报告前收盘价 (港币)	8.08
距离目标价 (%)	(1.5)
52 周最高/最低价 (港币)	16.88/8.02
发行股份 (百万)	4,918
- H 股数量 (百万)	1,958
- A 股数量 (百万)	2,960
市值	
- H 股 (港币百万)	15,824
- A 股 (Rmb 百万)	44,903
近 3 月日均交投 (港币百万)	287
主要股东 (持股占比 %):	
兖矿集团	52.86%

2012 全年收入组成 (%)

煤炭销售	96.65
铁路运输服务收入	0.80
电产品销售	0.56
甲醇销售	1.92
热力销售	0.07
合计	100

来源: 公司

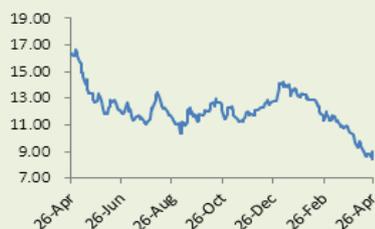
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(22.75)	(22.95)
3 个月	(39.06)	(29.07)
6 个月	(30.70)	(33.88)

*相对香港恒生国企指数

来源: 彭博

1 年期股价走势图



来源: 彭博

研究员

报告日期: 2013年5月2日

陈宜旻

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

兖煤急需控制成本, 期待市场复苏

受煤炭市场萧条及价格下跌影响, 兖州煤业 2013 年首季收入同比骤跌 25.2%, 净利润同比倒退 78.1%。我们认为公司今年面临如下挑战: 1、不断上扬的销售成本; 2、疲弱的电煤价格; 3、激烈的同业竞争。除非能有效控制成本, 且电煤需求强劲复苏, 否则公司盈利将面临挑战。兖煤 H 股近期连创 52 周新低, 部分反映了上述预期。现有股价略高于我们根据 2013 年预期盈利的估值水平, 因此首次覆盖赋予“持有”评级, 目标价 7.96 港元, 比报告前收盘价低 1.5%。

首季业绩倒退: 受市场需求及价格疲弱影响, 公司今年首季收入跌至 107.71 亿元(人民币, 下同); 同比倒退 25.2%; 当季实现股东纯利 4.81 亿元, 同比劲跌 78.1%。

控制成本压力较大: 兖煤公司本部今年首季吨煤销售成本同比降 3.34% 至 316.15 元, 但兖煤澳洲的对应成本劲升了 35.5%。管理层在季度分析会上表示, 年初提出的降低澳洲子公司吨煤成本 15% 的目标不变。

我们认为, 公司今年将面临如下的挑战:

- **电煤价格压力依旧:** 1) 国内煤炭产能进一步释放, 将平抑价格; 2) 进口煤持续压境, 国内煤价将受压。上述情况均对兖煤盈利构成挑战。
- **运输瓶颈持续, 成本上升:** 公司在山东以外的低成本煤受铁路运力制约无法跨省输出; 而要大幅削减澳洲子公司的吨煤销售成本仍有困难。
- **宏观经济复苏缓慢:** 1、中国不再强调经济高增长、持续进行地产调控均影响火电需求; 2、全球经济疲弱和全球能耗结构转变也将冲击兖煤。

估值与评级: 我们预计兖煤 H 股 FY13EPS 为 0.72 元, 基于 8.8x FY13 PER, 我们设定目标价为 HK\$7.96, 距报告前收盘价低 1.5%。有鉴于此, 我们首次评级为“持有”。

风险因素: 1) 成本上涨失控, 令公司毛利恶化; 2) 中国经济出现硬着陆; 3) 煤炭价格波动加剧; 4) 国家采取影响行业的重大政策。

业绩和估值

(截至 12 月 31 日)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(百万人民币)	33,944	47,066	58,146	50,627	57,410
收入同比变化 (%)	64.16	38.66	23.54	(12.93)	13.40
净利润(百万人民币)	9,281	8,928	6,219	3,531	4,348
净利润同比变化 (%)	125.42	(3.81)	(30.34)	(43.22)	23.12
每股盈利 (人民币元)	1.89	1.82	1.26	0.72	0.88
每股盈利同比变化 (%)	124.65	(3.81)	(30.34)	(43.22)	23.12
每股净资产 (人民币元)	7.59	8.67	9.32	9.55	9.89
每股净资产同比变化 (%)	28.06	14.20	7.49	2.53	3.56
市盈率 P/E (倍)			5.1	8.9	7.3
市净率 P/B (倍)			0.69	0.67	0.65
每股派息, 人民币元	0.59	0.57	0.36	0.22	0.27
股息收益率 (%)			5.6	3.5	4.3
平均净资产收益率 ROAE (%)	27.9	22.3	14.1	7.6	9.1
平均总资产收益率 ROAA (%)	13.7	10.5	5.7	3.0	3.7

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券预测 (*假设 1 人民币=1.26 港币)



公司投资要点摘录.....	3
正面因素.....	3
公司层面.....	3
宏观层面.....	3
负面因素.....	3
公司层面.....	3
宏观层面.....	3
公司业务分析.....	4
地理优势：拥有东部煤炭资源的重要动力煤供应商.....	4
主营业务：煤炭产销量保持增长.....	6
非主营业务：煤化工扭亏为盈，但尚待观察.....	8
国际业务：海外板块迅速扩张，但效率有待提升.....	10
公司全球四地挂牌，具备融资优势.....	13
重大挑战：销售成本上扬，主营业务毛利下行.....	14
中国动力煤行业市场特点概览.....	16
从近期看，动力煤价格将继续低位震荡.....	17
1、中国宏观经济增长放缓，电煤市场总体仍然供过于求.....	17
2、进口煤将继续抑制国内现货价上行空间.....	18
3、下游市场复苏缓慢.....	19
4、新定价机制下，煤电双方均避免现货价过度波动.....	22
从中长期看，煤炭仍是中国最重要的能耗资源.....	23
1、国家控制煤炭产能，大型煤矿将逐步占优.....	23
2、清洁能源相当长的时间内难以撼动电煤地位.....	24
公司估值分析.....	25
财务报表分析及预测.....	26
相关动力煤行业公司数据对比.....	30
风险因素.....	31
附录.....	32
附录 1. 《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》.....	32
附录 2. 《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》.....	34
权益披露.....	36
免责声明.....	36



公司投资要点摘录

正面因素

公司层面

- 公司本部煤炭资源集中华东重要市场，拥有地理优势；
- 煤炭产销稳定增长，海外资源开拓进展顺利；
- 煤化工业务于 2012 年成功扭亏为盈；
- 拥有全球四地挂牌资源，具备融资优势。

宏观层面

- 煤炭占中国能耗权重独大局面在相当长的时间内难以改变；
- 中国鼓励矿权合并和行业整合，将给大企业留更多发展空间。

负面因素

公司层面

- 公司缺乏低成本煤炭资源，近年吨煤生产销售成本持续上升；
- 缺乏跨省铁路货运能力，影响产品竞争力和市场份额的扩展；
- 电煤价格改革后行业竞争加剧，但公司缺乏定价优势；
- 兖煤澳洲的资源整合尚需时间，成本控制压力仍大；

宏观层面

- 中国经济增速放缓，国内火电需求增长速度下降；
- 中国能源结构改革长远看将会冲击动力煤需求；
- 全球经济疲弱，海外需求持续疲弱；
- 国内外电煤价格持续疲弱，电力生产商定价权增强；
- 美国煤炭供过于求将影响国际煤价，也冲击国内煤价。

我们的预测结果显示，2013 年上述负面因素将显著侵蚀兖煤的盈利增长，令其 2013 年盈利倒退，公司股价将因此承压。兖煤 H 股近三个月跌幅接近 40%，显示市场提前消化了上述负面因素。在现价水平基础上，H 股的下行空间有限，因此我们首次覆盖予以“持有”评级，目标价 7.96 港元，对应 8.8x/0.66x 的 2013 预测 PE 及预测 PB。



公司业务分析

地理优势：拥有东部煤炭资源的重要动力煤供应商

兖煤公司本部的煤炭资源集中于山东，是中国东部重要的煤炭生产企业，母公司山东兖矿集团按全年产量计，排中国煤炭集团前 10 强（2011 年、2012 年排名相同）。

根据中国《煤炭工业发展“十二五”规划》，至 2015 年，政府将把西部地区，特别是内蒙古、陕西、山西、甘肃、宁夏、新疆设为煤炭重点建设省（区），新开工规模占全国的 87%，而东部（含东北地区）的煤炭生产将严格控制。不过《规划》同时提出，**黑龙江和山东的产量将保持稳定**，而其他省（市）则降低产量。

我们认为，《规划》对兖煤有利，将有助于增强其区域性竞争力。

此外，华东及沿海地区也是中国最重要的经济发展区域。与其他港股动力煤公司相比，兖煤最靠近环渤海地区煤运港，也最接近京津唐沪等主要用电区；同时山东本身是经济大省和中国的钢铁生产基地之一，对兖煤的煤炭销售有支持作用。

2012 年，兖煤在华东的煤炭销量占其全国销量的 86.7%（2011：69.9%），从收入金额来看，有关比重达到 91.5%（2011：77.6%）

图：中国煤炭流向示意图



来源：中国发改委《煤炭工业发展“十二五”规划》



表：兖煤的前五大客户分布中，华东及钢铁相关行业占比较大

序号	客户名称	销售收入	收入的比例
1	华电国际电力股份有限公司	3,651,630	6.28%
2	永城煤电控股集团上海有限公司	3,207,538	5.51%
3	来宝矿产资源有限公司	1,945,730	3.35%
4	临沂烨华焦化有限公司	1,519,067	2.61%
5	宝山钢铁股份有限公司	929,536	1.60%

来源：公司

表：兖煤按地区分类的煤炭销售情况（2012年）

	2012年 销量 (百万吨)	2012年 销量占比 (%)	2012年 销售收入 (百万元)	2012年 销售占比 (%)
一、中国	77.857	82.7%	46800	82.9%
华东地区	67.496	71.7%	42835	75.9%
华南地区	0.109	0.1%	76	0.1%
华北地区	7.875	8.4%	2958	5.2%
其他地区	2.377	2.5%	931	1.6%
二、日本	2.220	2.4%	1770	3.1%
三、韩国	3.410	3.6%	2394	4.2%
四、澳大利亚	5.838	6.2%	2298	4.1%
五、其他	4.823	5.1%	3158	5.6%
六、本集团总计	94.148	100.0%	56420	100.0%

来源：公司



主营业务：煤炭产销量保持增长

表：2012 年各业务类型收入情况 (%)

业务类型	权重 (%)
煤炭销售	96.65
甲醇销售	1.92
铁路运输服务收入	0.80
电产品销售	0.56
热力销售	0.07
合计	100.00

来源：公司，农银国际证券

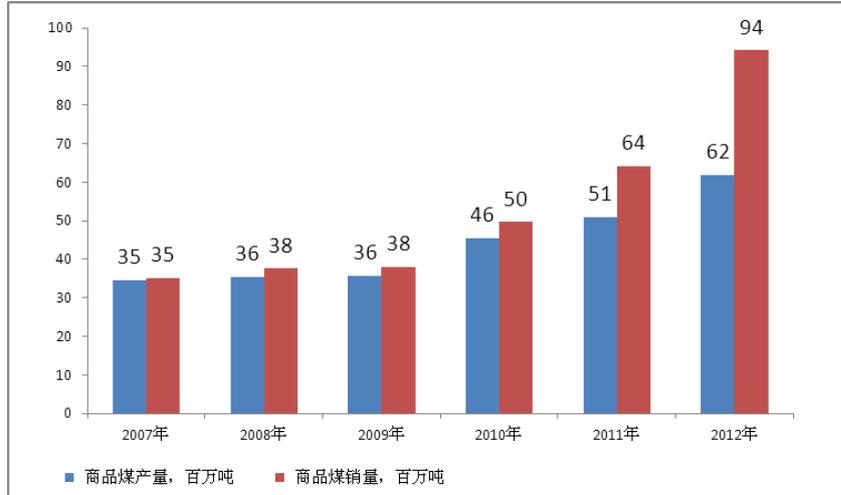
兗煤给自身的定位是“以煤炭、煤化工、电力和钾矿为一体的国际化矿业集团”。其业务板块主要分为：煤矿业务、煤炭铁路运输业务、甲醇业务、电力和热力销售业务。其中，煤矿业务比重超过 97%。

2012 年，公司完成原煤产量 6,781 万吨，同比增长 21.8%；商品煤产量 6,194 万吨，同比增长 21.7%；销售煤炭 9,415 万吨，同比增长 46.5%。在煤化工项目方面，兗煤生产甲醇 57 万吨，同比增长 7.5%；销售甲醇 57 万吨，同比增长 8.5%；实现销售收入 581.462 亿元（人民币，下同），同比增长 23.5%。

中国政府在十二·五期间将继续削减中小煤矿，这对兗煤有利。2013 年迄今，市场持续低迷，预计中小煤矿将会继续退出市场，**我们的渠道信息显示今年第一季度国内外煤炭供应商已有 20%出现了亏损**。这将为兗煤这样的大型生产商提供更多的市场空间。

根据公司的规划，未来三年内将会新增约 6500 万吨的产能，显示公司有较强的后续发展潜力。

表：兗煤商品煤产销售量稳步上扬（2007~2012）



来源：公司，农银国际证券



表：兖煤未来几年重点项目将新增产能约 6500 万吨

项目内容	持股比例	资源量 (亿吨)	规划产能 (万吨/年)	项目进展
转龙湾煤矿	100%	5.48	500	在建, 预计 2014 年投产
石拉乌素煤矿	75%	11.44	1000	在建, 预计 2015 年投产
营盘壕煤矿	100%	21.68	1200	在建, 预计 2015 年投产
万福煤矿	98%	2.91	180	在建, 预计“十三五”初投产
鄂尔多斯 60 万吨煤制甲醇项目	100%	-	60	在建, 预计 2013 年末试运营
煤洁净综合利用项目金鸡滩煤矿	25%	18.72	800	在建, 预计 2014 年投产
莫拉本煤矿	80%	12.22	1700	现开采矿区的年产能已获批准由 700 万吨提升至 800 万吨; 启动二期扩产方案, 规划将原煤产能提升至 1,700 万吨
艾诗顿煤矿	90%	3.23	520	东南露天矿开采已获澳洲规划部批准, 预计今年将举行环境评估听证会最终审批
中山煤矿	50%	1.23	540	煤矿产能由 180 万吨扩产至 540 万吨

来源：公司

表：兖煤现有各矿的储量及 2012 年产量数据 (单位：百万吨)

	探明及推定储量	可采储量	设计产能	2012 年产量
兖州煤业直属各煤矿有关资料-中国标准				
南屯	108.05	-	2.4	3.2
兴隆庄	304.08	-	3.0	7
鲍店	269.85	-	3.0	6.1
东滩	436.94	-	4.0	7.6
济宁二号	400.53	-	4.0	3.7
济宁三号	209.98	-	5.0	5.5
总计	1729.43	-	21.4	33.1
山西能化、菏泽能化所属各煤矿有关资料-中国标准				
天池 (2011 年数值)	41.14	25.70	1.2	1.4
赵楼 (2011 年数值)	165.15	102.20	3.0	2.7
总计 (2011 年数值)	206.29	127.90	4.2	4.1
鄂尔多斯能化所属各煤矿有关资料				
北宿—基础储量	-	30.39	1.00	1.0
杨村—基础储量	-	45.38	1.15	1.1
安源—基础储量	-	33.0	1.20	2.3
文玉—基础储量	-	41.6	3.00	4.6
总计—基础储量	-	150.4	6.35	9.0
兖煤澳洲所属各煤矿有关资料 (一) JORC 标准				
澳思达	-	49.7	3.6	1.7
雅若碧	-	61.4	3.0	3.2
艾诗顿	-	74.0	5.2	2.3
莫拉本	-	300.9	16.0	7.2
格罗斯特	-	69.4	3.8	1.8
唐纳森	-	148.3	3.0	2
中山	-	96	5.25	-
莫纳斯	-	-	-	-
总计	-	799.7	39.9	18.2
兖煤澳洲所属各煤矿有关资料 (二) JORC 标准				
坎贝唐斯	-	4.34	1.8	1.9
普力马	-	1.562	5.0	4.2
哈瑞布朗特	-	-	-	-
亚森纳	-	-	-	-
维尔皮纳	-	-	-	-
总计	-	5.902	6.8	6.1

-：公司未披露储量或尚未有产量

来源：公司，农银国际证券

非主营业务：煤化工扭亏为盈，但尚待观察

近年来，受煤炭现货价格下跌影响，兖煤的煤炭业务毛利率下降较快，但是非主营业务的毛利并没有出现恶化的情况。

表：兖煤的非主营业务毛利率近年出现改善

毛利率(%)	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
煤炭业务	51.84	48.12	49.45	43.83	25.98
铁路运输业务	4.69	5.61	36.14	27.28	29.56
煤化工业务	2.07	(36.34)	(13.91)	12.19	18.49
电力业务	(47.66)	(1.76)	(5.39)	(10.52)	(2.21)
热力业务	-	44.50	50.49	32.69	37.05

来源：公司，农银国际证券

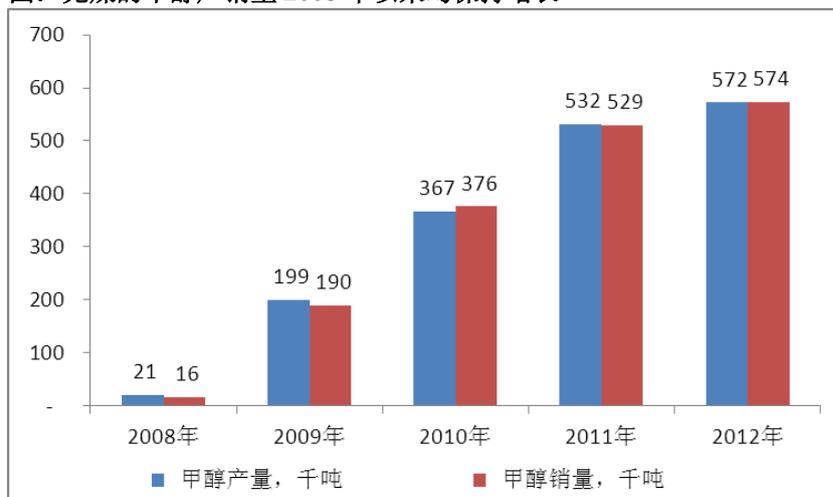
在非主营业务中，兖煤较为重视的是与煤炭业务直接相关的煤化工板块，其主要业务是甲醇生产与销售。该业务 2008 年投产，主要由山西能化所属的天浩化工（2008 年 9 月投产，生产规模 10 万吨）和榆林能化（2008 年 12 月投入试运转，产能 60 万吨）两个分公司进行。

由于初期投入成本较高，原料来源一直不稳定以及中国甲醇市场价格波动，过去几年该项目一直处于亏损。在 2012 年终于首次实现甲醇达产兼达效，令盈利能力增加。全公司煤化工产品在 2012 年同比增盈 1.2 亿元，实现盈利 8000 万元（2011 年：亏损 3200 万）。

兖煤在 2012 年 10 月将山西能化甲醇项目实施停产，并在鄂尔多斯继续兴建约 60 万吨的甲醇项目。

我们认为，兖煤的煤化工业务正逐步成熟，有助于改善盈利，但从盈利规模来看，对全公司的盈利贡献要构成重要贡献尚需时日。从过去几年公司的营运来看，公司在鄂尔多斯的甲醇项目要实现达产及盈利，还需一段时间。

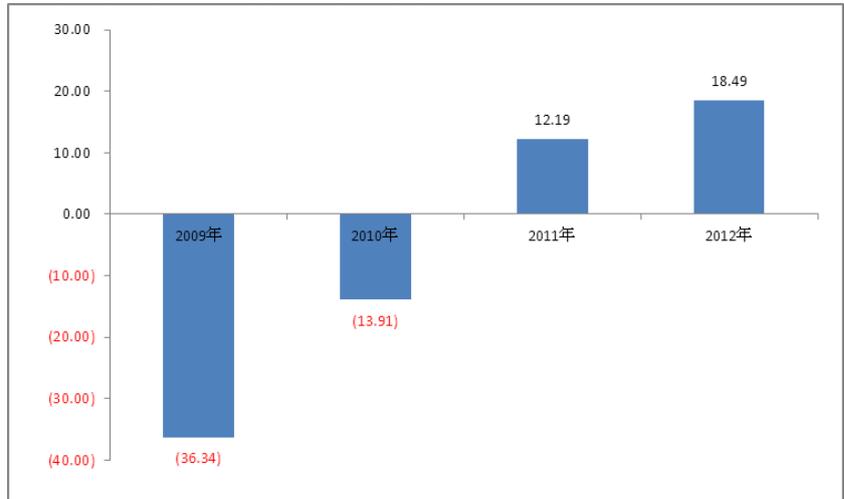
图：兖煤的甲醇产销量 2008 年以来均保持增长



来源：公司，农银国际证券

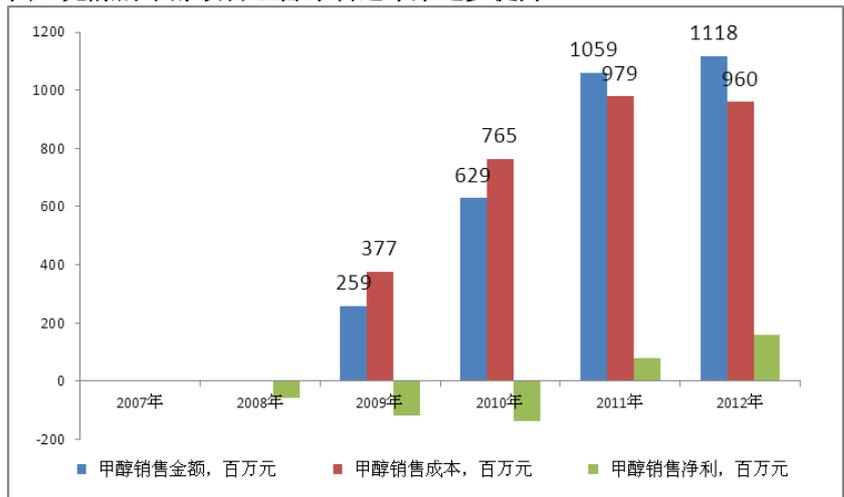


图：兖煤的煤化工业务毛利率逐年改善



来源：公司，农银国际证券

图：兖煤的甲醇项目经营净利近年来逐步提升



来源：公司，农银国际证券



国际业务：海外板块迅速扩张，但效率有待提升

兖煤集团总部虽然位于山东，但同时积极地在陕西、山西和内蒙古自治区以及海外（主要是澳大利亚）积极争取煤炭资源和煤加工项目。近年来，兖煤的国际化方面走在国内同行之前，以弥补它在中国“三西”（山西、陕西及内蒙西部）煤炭资源丰富的地区缺乏大储量煤田的缺陷。

早在 2004 年，兖煤便设立兖煤澳洲公司，并收购澳大利亚的澳斯达煤炭。截止 2012 年底，该硬焦煤矿的可采储量约 4970 万吨。

2011 年，兖煤设立兖煤国际公司，收购澳洲新泰克控股公司与新泰克 II 控股公司；同年收购了澳洲西农普力马煤矿有限公司，获得坎贝唐斯煤矿（2011 年 8 月）和普力马煤矿（2011 年 12 月）；2011 年，兖煤还以 2.6 亿美元收购加拿大萨斯喀彻温省 19 项钾矿资源。

2012 年 7 月，兖煤澳洲购入格罗斯特煤矿，并与后者合并上市，令公司在澳洲资源再添砖加瓦。截止当年底，兖煤在澳的煤炭资源量约 53 亿吨（其中兖煤澳洲 100% 拥有的资源量有 38.24 亿吨），设计年产能达 4665 万吨，产品覆盖动力煤，硬焦煤、半硬焦煤、喷吹煤等多个品种。公司披露，2012 年底实际可采储量约 8.9 亿吨，总计有 9 个矿区，6 个勘探项目，并拥有部分澳洲煤运港的股权，持有港口配额约 2860 万吨。

按兖煤的统计口径，截止 2012 年底，境外煤炭产量占比达 33.3%；境外煤炭资源量占比 36.1%；境外资产占比达到 39.8%，国际化成效显著。

另外，在加拿大的钾矿勘探于 2012 年出现重大突破：探到或有钾矿近 43.7 亿吨，是现有中国国内钾矿资源的 9.4 倍，是中国迄今在境外获得钾矿资源（约 33 亿吨）的 1.45 倍。有关钾矿品位达 33%~34%，属于富矿，最深处不超过 25 米。预计整个矿区完成勘探并投产后，将给公司带来新的盈利机会。

据了解，兖煤目前仍在积极寻找海外煤炭与资源投资项目。

对于兖煤的国际业务，我们认为：

1、国际煤价的疲弱和美国煤炭需求的锐减，有利于兖煤海外收购。若能以低成本收购境外煤炭，也将有助于弥补其在境内的资源和运力瓶颈。

2、兖煤的海外业务和经营需要进一步提高效率：

1) 兖煤澳洲盈利严重滑坡。

兖煤澳洲公司公告的税后利润为 4.03 亿澳元，同比上升 31.6%；但排除澳大利亚政府的退税优惠因素，实际兖煤澳洲的息税前盈利（EBIT）仅 1.61 亿澳元，比 2011 年倒退 63.3%。

管理层已认识到成本控制的重要性，提出 2013 年兖煤澳洲总部将削减开支 1200 万澳元（约 7800 万人民币，占去年全公司“销售，一般及行政费用”的 0.01%），且要降低兖煤澳洲吨煤销售成本 15% 的目标。如果吨煤销售成本能够成功降低，对于公司的盈利将有良好的刺激作用。

2) 海外并购的风险管控能力需要进一步增强

兖煤披露的坎贝唐斯和普力马煤炭储量在并购前后出现显著变化，导致



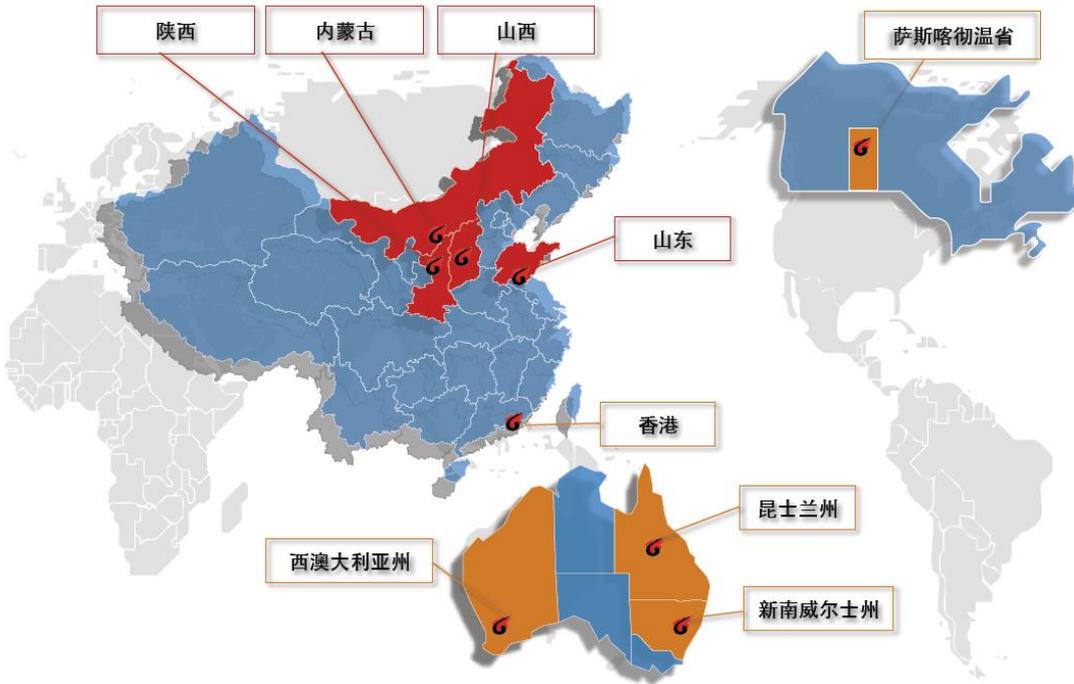
公司在 2012 年进行大量的资产减值和商誉减值。这反映公司在获取国际煤炭资源的过程中，需要更进一步关注项目基础信息的准确性，做好尽职调研。

3、加拿大钾矿项目近年内未必会有较大经济效益。一方面，目前尚处于勘探阶段，具体的产能与最终储量尚待确认；另一方面，与当前的钾肥市场相比，公司购入该矿时正值全球钾肥价格泡沫期，公司的出价反映的是当时的市价。如果未来勘探结束，最终确认的可采储量与开采成本不能有效配合公司的钾矿销售策略，将难以见到明显的经济效益。相反，如果兗煤能进一步控制经营成本，而且在钾矿投产时国际钾肥价格出现回暖，不排除该业务将成为公司的新盈利增长点。

图：兖煤的全球资产分布（截止 2012 年 12 月 31 日）

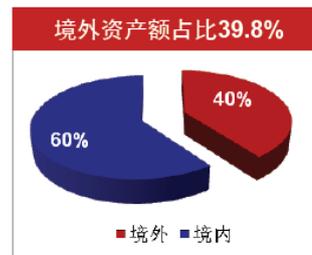
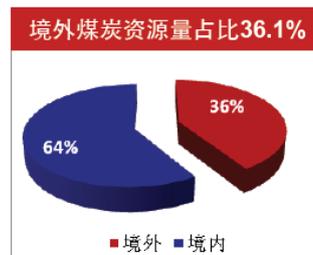
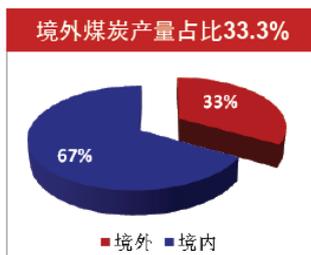
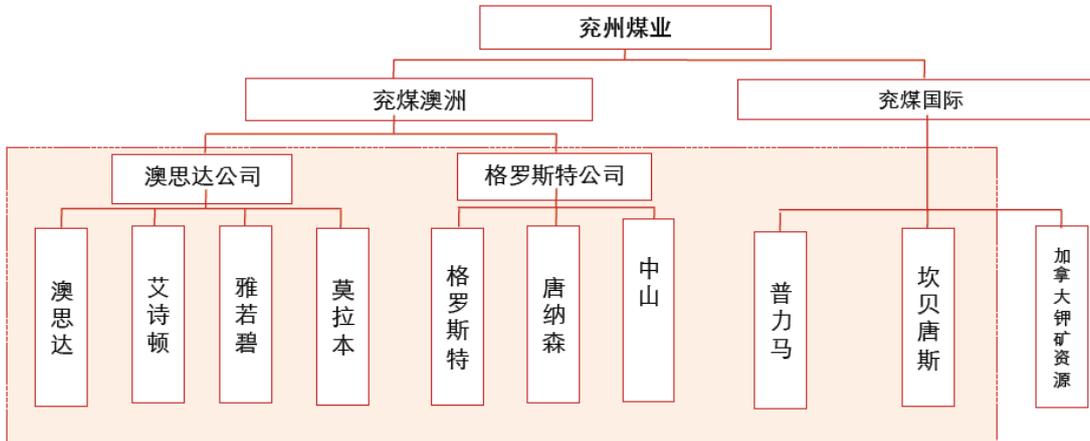


资产布局



来源：公司

图：兖煤在澳大利亚及全球的资源分布数据（截止 2012 年 12 月 31 日）



来源：公司



公司全球四地挂牌，具备融资优势

兖煤是目前中国唯一一家在境内外拥有四地上市平台（中国 A 股、香港 H 股、美国及澳大利亚）的煤炭企业。兖州煤业早在 1998 年便在纽约（YZC）、香港（1171 HK）和上海（600188 SH）三地上市，截止 2012 年底，共有 49.184 亿股。在 2012 年，兖煤又实现旗下兖煤澳洲与澳大利亚格罗斯特股权合并上市，成为澳洲最大的独立煤炭上市公司，增强了融资能力和境外市场认知程度。

在香港，兖煤 H 股占全集团股权比重为 39.71%，远高于中煤（30.97%）、神华（17.09%）及伊泰（10.02%）。较高的流通性有助于吸引更多国际大型机构投资者。

表：兖煤在全球四个市场均有上市平台

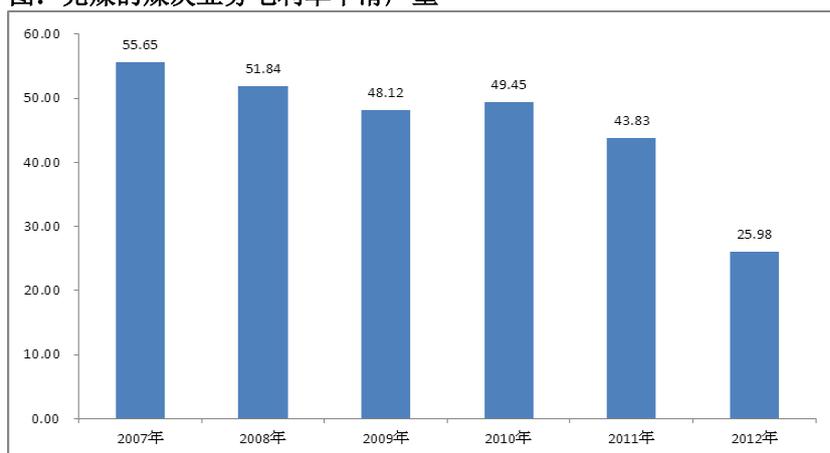
上市证券名称	股份代码	上市年份	上市地点
兖州煤业—A 股	600188.SH	1998 年	上海
兖州煤业—H 股	1171.HK	1998 年	香港
兖煤美国存托凭证	YZC.N	1998 年	纽约
兖煤澳洲	YAL.ASX	2012 年并购	澳大利亚

来源：公司，农银国际证券

重大挑战：销售成本上扬，主营业务毛利下行

尽管兖煤的主营业务收入一直保持增长，但是其煤炭业务的毛利水平近年来出现较大的滑坡（如图）。主要原因：1）2012年的煤炭现货价格的暴跌；2）中国宏观经济疲弱令高利润的冶金用煤价格受抑；3）兖煤澳洲的经营成本攀升；4）公司员工工资刚性上涨需求以及西部煤炭资源的开发令成本上升。

图：兖煤的煤炭业务毛利率下滑严重



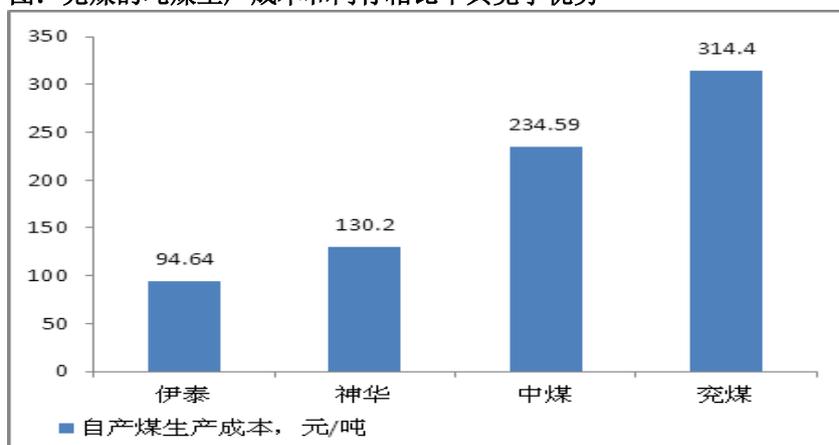
来源：公司，农银国际证券

进一步分析发现，与香港的其他三家动力煤公司相比，兖煤的吨煤销售成本已经不具备优势。

2012年，兖州煤业公司本部吨煤销售成本达314.40元（同比升9.0%）。在集团各分公司中，鄂尔多斯的吨煤销售成本最低，为168.34元人民币（同比升6.15%）。由于兖煤公司本部的煤炭大部分均不涉及运输成本，因此其吨煤销售成本与吨煤生产成本几近一致。

同期，神华（1088 HK）、中煤能源（1898 HK）及伊泰（3948 HK）的相关吨煤生产成本数值为130.2元、234.59元及94.64元，年同比变动率为9.7%、-1.1%及-4.9%。

图：兖煤的吨煤生产成本和同行相比不具竞争优势



来源：各公司2012年年报，农银国际证券



形成上述局面的主要原因是兖煤在煤储资源、铁路运力资源及人工成本方面不具优势。兖煤公司本部主要的煤炭资源集中于山东，经过多年的开采和运营，产能已经难再有大幅提升的空间，目前 6 个矿的 2012 年总产量已经超过总设计产能的 1.5 倍。

在运输资源方面，尽管兖煤在山东境内拥有煤运铁路资源，可将煤炭送至国铁主干线。但其在山西和内蒙古等地的煤矿却缺乏运力支持。例如兖煤鄂尔多斯的吨煤销售成本最低，却因为缺乏运力而大部分用于地销，无法运达港口下水交易。

我们认为，兖煤急需获得充分的铁路运力支持，才能将内蒙古的低成本煤炭运抵华东及华南；公司也可以依赖澳大利亚的港口资源，将澳洲煤运抵南方港口，但同样受制于澳洲吨煤生产成本高昂和海运价格的影响。

值得注意的是，在上述四家动力煤生产商中，仅神华拥有跨省区的铁路运输路线和煤炭海运船队，因此兖煤的吨煤生产成本和经营数据落于同行，不能完全归结于其缺乏铁路货运资源。

具体来看，同样在鄂尔多斯地区，伊泰的吨煤生产成本只有 96.64 元，而兖煤高达 168.34 元，这反映兖煤在煤矿资源质量和生产经营成本控制方面需要进一步提升。

我们认为：兖煤的生产成本高昂，同时缺乏跨省铁路运力支持，在目前动力煤价格低迷的市场情况下，对于公司的销售和市场拓展是个重大挑战。

1、高生产成本不利与电力生产商的谈判

特别是进入 2013 年，中国发改委取消了电煤价格双轨制，各大动力煤生产商将自主与电力生产公司谈判制订合同煤价格和现货煤价格——有别于以往的重点合同煤价格（基本上是政府指导定价，与现货价脱离甚远），当前的合同煤价格也大多与现货煤价格挂钩，这使得拥有低成本竞争优势的动力煤公司将会有机会在谈判中获得更多的利益。

2、缺乏运力支持将限制市场范围

兖煤在鄂尔多斯的煤炭成本较本部要低得多，但是鉴于公司缺乏内蒙古至环渤海地区的煤炭铁路运输资源，因此鄂尔多斯的煤炭大多只是通过地销，而无法接上国铁。

缺乏山东省外的铁路运力支持，使得兖煤大客户资源集中于华东一带。我们注意到，2012 年环渤海指数全年下跌 22%，山西及内蒙产区的煤炭跌幅严重，但兖煤在除中国华东以外的煤炭销售并没有明显增长；相反，华东地区的煤炭销量占全集团的比重从 59.8% 劲升至 71.7%。我们认为，这部分也反映出其煤运能力尚待提升。

尽管兖煤可以加大澳洲煤炭销往中国南方客户的量，但是兖煤澳洲 2012 年披露的吨煤生产成本也高达 438.12 元，和神华、伊泰及中煤的产品相比，缺乏竞争优势。



中国动力煤行业市场特点概览

我们认为，短期内，中国动力煤市场将呈现如下特点：

- ❖ 经济复苏乏力，下游需求增势减弱，令动力煤需求难以出现巨大反弹，对现货价无法构成强力支持；
- ❖ 国内煤炭市场阶段性过剩局面将持续一段时间，令动力煤现货价难以强力反弹，保持低位震荡；
- ❖ 煤炭进口量将持续增长，对国内煤价形成上限制约。
- ❖ 各大动力煤生产商近期盈利能否提升，很大程度上视销售量与成本控制效果而定。

从中长期来看，动力煤企业将同时面临利好与利空因素：

从利好因素来看：

- ❖ 未来数年，动力煤仍将是最大的能耗来源；清洁能源和页岩气不会构成严峻挑战；受制于煤炭资源分布差异与运力瓶颈，部分区域仍然需要国内电煤的支持；
- ❖ 电煤价格市场化改革令煤炭企业的效益更直接反映市场景气程度，一旦全球及中国经济出现明显复苏，煤企盈利反弹将甚于往年；
- ❖ 中小煤矿整治和行业整合的结果将有利于大型煤炭企业；
- ❖ 在蒙西铁路通车后，在“三西”区域拥有良好煤储资源的公司将会获益，届时铁路瓶颈有望得到缓解，有助于“北煤南运”；
- ❖ 政府对于煤制油等煤化工项目的有限度支持，将给部分拥有相关资源的煤炭企业带来新的盈利空间。

从利空的因素来看：

- ❖ 中国调降经济增长目标，并采取实际行动降低投资占 GDP 的比重，此举将会令整个动力煤行业增长率下调；
- ❖ 中国加大对清洁能源的支持力度，长远来看动力煤占能耗的比重将会逐步下降，煤炭企业需要寻找新的增长点；
- ❖ 美国页岩气革命降低对电煤的需求，同时也冲击国际煤炭价格；进口煤对中国国内市场的价格平抑作用将长期存在。



从近期看，动力煤价格将继续低位震荡

短期内，影响动力煤现货市场价格的主要因素包括电煤供求情况、交通运输以及合同谈判因素；近年来，随着国际动力煤价格的暴跌，中国电力企业向海外进口煤炭增加，因此海外动力煤价格（主要是澳大利亚及印尼现货价）对国内的动力煤现货价格也构成重要的影响。

自去年下半年以来，中国的动力煤价格一路震荡下行。截止 2013 年 4 月 24 日，中国环渤海动力煤价格指数已经跌至 613 元/吨的历史新低。我们认为，在需求未见大幅反弹的情况下，未来动力煤价格仍然有下行的空间，但是幅度有限；另一方面，考虑到目前市场仍然供过于求，动力煤现货价未必会在短期出现较大反弹，而主要会呈现低位震荡盘整的格局。

我们对今年动力煤市场的基本判断：

1、中国宏观经济增长放缓，电煤市场总体仍然供过于求

中国宏观经济增长放缓，一方面是中央主观调控，实施经济转型的结果，另一方面，也是受到全球经济、特别是欧美经济复苏乏力的冲击。

国家统计局于 2013 年 4 月披露，2013 年中国首季 GDP 增长率为 7.7%，尽管这是一个较快的增长率，但低于市场的普遍预期；而此前出炉的生产者物价指数继续为负值，显示中国的企业经营活动仍然未完全复苏至正常水平。

从电力需求来看，2012 年，受世界经济低迷和国内经济增速放缓影响，中国全社会用电量同比仅增长 5.5%，增速较 2011 年回落了 6.5 个百分点。特别是第二产业（尤其是高耗能行业）用电量增速回落幅度较大，导致全社会用电量增速回落。从全国来看，电力供需总体平衡，东北和西北地区电力供应能力甚至有一定富余。

根据中电联的预测，2013 年，随着中国经济继续趋稳回升，将会带动用电需求增速回升——预计 GDP 增长在 7.5%-9.0% 之间，相应地全社会用电量同比增长在 6.5%-8.5%。该会预计：**全年全国电力供需总体平衡，东北地区电力富余增加，西北地区仍有电力富余**，华东及华北地区的部分省份在部分高峰时段可能有少量电力缺口。

再从煤炭供应来看，“十一五”以来，中国煤炭采选业固定资产投资累计近 2.2 万亿元，经过大规模的资源整合和技术改造，煤矿产能大幅度提高。截至 2011 年末，中国煤炭产能已经接在 39 亿吨左右，在建规模 11 亿吨。我们预计，2013 年煤炭产能极可能突破 45 亿吨，将大幅超过发改委在《煤炭产业十二·五规划》中制订的到 2015 年底前控制在 41 亿吨的目标。

从上述情况来看，我们认为：**国内市场上煤炭供大于求的现象仍在较长一段时间内存在。现有煤运专线的改造和与升级，加上未来蒙西铁路的建设与开通，都会提升煤炭调运能力，令国内市场产能过剩的情况在近期成为常态。**



2、进口煤将继续抑制国内现货价上行空间

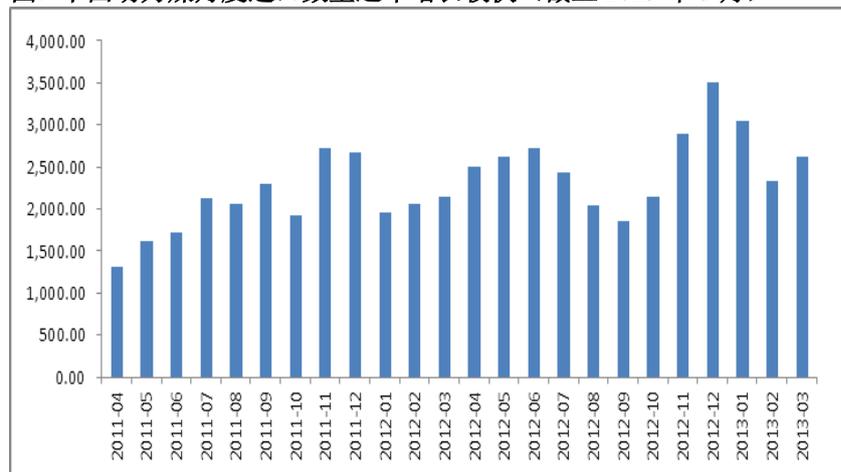
自 2011 年下半年开始，中国对进口动力煤的需求逐步上升。这一趋势自去年下半年以来尤其明显。2013 年第一季度，中国已经进口煤炭 8000 万吨，同比增长 30.1%。对于进口煤的形势，我们认为：

1、国际煤价低迷，将继续刺激进口需求。中国对进口煤的强劲需求与国际煤价弱势有关。今年以来，澳大利亚 BJ 现货煤价格仍然弱势，对中国缺乏铁路直达资源的南部用户有较大的吸引力。随着新的进口煤年度合同的签订，在第 2 至 4 季度，中国进口煤有望继续增加。

2、疲弱的全球经济以及能源结构调整将继续平抑国际动力煤价格。特别是美国页岩气革命令发达国家对动力煤需求锐减。这将平抑国际煤价，并进而平抑国内现货煤价格的上行空间。

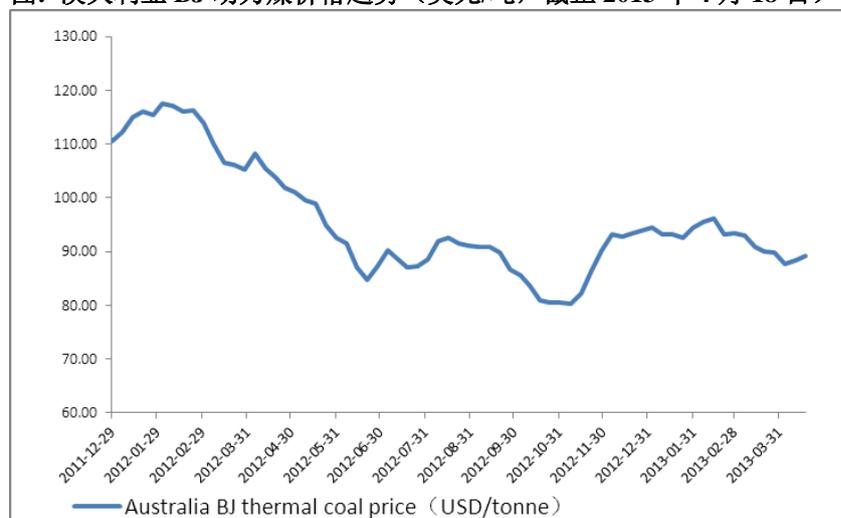
3、充分利用国际低价优质煤符合中国发展策略。预计中国政府未必会限制国际煤炭的进口，但是不排除会因环保考虑，要求提升进口煤的质量。

图：中国动力煤月度进口数量近年增长较快（截止 2013 年 3 月）



来源：Wind，农银国际证券

图：澳大利亚 BJ 动力煤价格趋势（美元/吨，截止 2013 年 4 月 18 日）



来源：Wind，农银国际证券

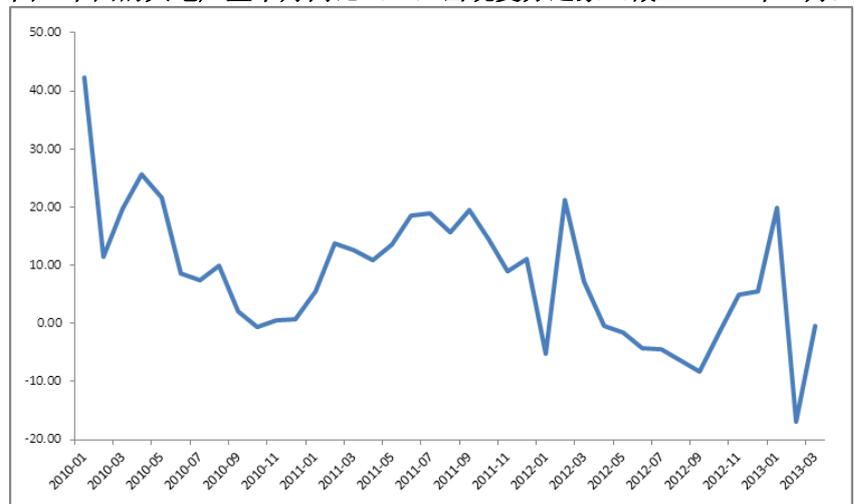


3、下游市场步复苏缓慢

中国动力煤主要用于火电、钢铁、水泥等领域，不过受制于宏观经济的疲弱，这些下游行业去年均经历了较大的调整。截止 2013 年第 1 季度，中国的 GDP 增长从去年 4 季度的 7.9% 放缓至 7.7%，最新的经济数据支持了我们之前对于中国经济尚处于温和复苏通道的判断。这也意味着动力煤下游行业的复苏步伐会保持较为缓慢的态势。

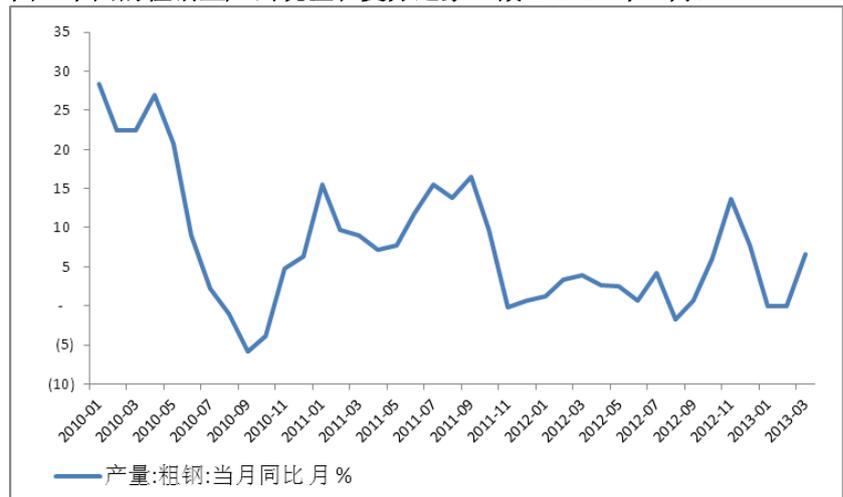
我们预计，2013 年余下的时间，中国的经济政策仍将以支持增长为主。同时，从第 2-3 季度开始，前期财政政策和投资、消费的积极效果将开始显现。因此，第 2 季度中国的 GDP 增长有望温和上升至 8.0%，届时动力煤下游行业也有望步出谷底。

图：中国的火电产量单月同比（%）出现复苏迹象（截止 2013 年 3 月）



来源：Wind，农银国际证券

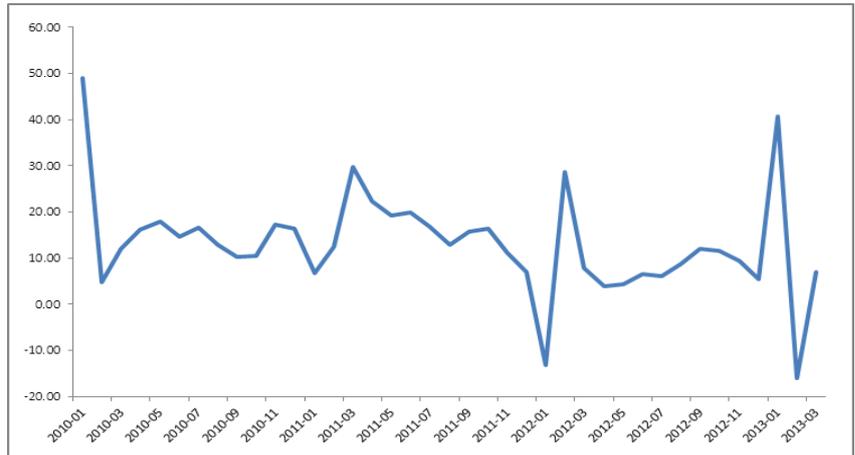
图：中国的粗钢生产出现温和复苏迹象（截止 2013 年 3 月）



来源：Wind，农银国际证券

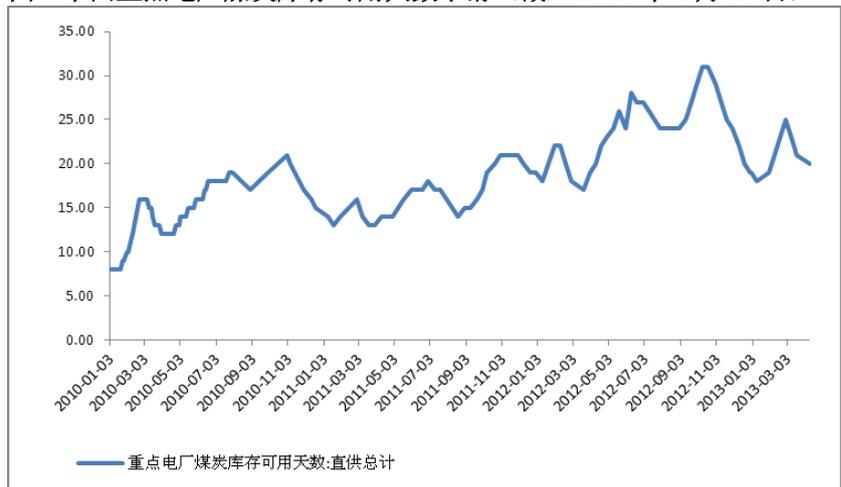


图：中国的水泥行业出现温和反弹（截止 2013 年 3 月）



来源：Wind，农银国际证券

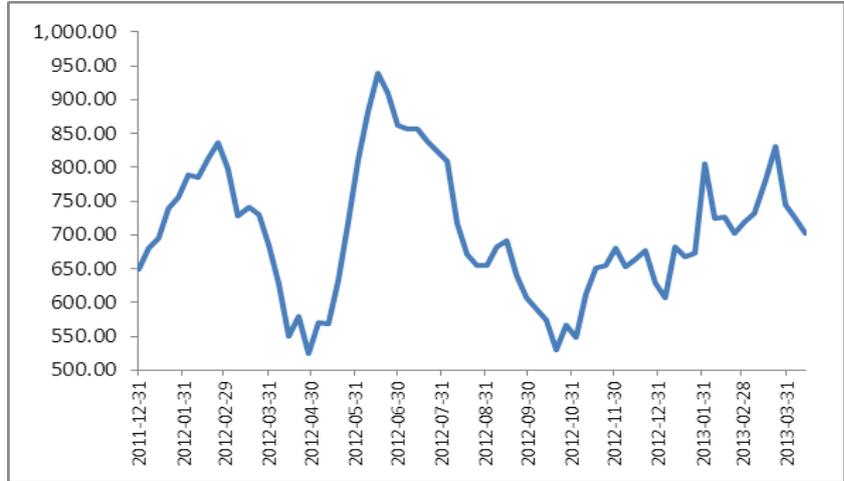
图：中国重点电厂煤炭库存可用天数下滑（截止 2013 年 4 月 20 日）



来源：Wind，农银国际证券



图表 2: 秦皇岛港煤炭库存(截至 2013/4/10)(单位: 万吨)



来源: Wind, 农银国际证券

表: 中国经济数据

	2012											2013		
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
实际国民生产总值增长 (同比%)	8.1	---	---	7.6	---	---	7.4	---	---	7.9	---	---	7.7	
出口增长 (同比%)	8.9	4.9	15.3	11.1	1	2.7	9.9	11.6	2.9	14.1	25.0	21.8	10.0	
进口增长 (同比%)	5.3	0.3	12.7	6.3	4.7	-2.6	2.4	2.4	0	6	28.8	-15.2	14.1	
贸易差额 (美元/十亿)	5.18	18.53	18.13	31.91	25.28	26.43	27.45	32.11	19.63	31.6	29.2	15.3	-0.9	
零售额 (同比%)	15.2	14.1	13.8	13.7	13.1	13.2	14.2	14.5	14.9	15.2	12.3		12.6	
工业增加值 (同比%)	11.9	9.3	9.6	9.5	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1	10.3	9.9		8.9	
制造业 PMI 指数 (%)	53.1	53.3	50.4	50.2	50.1	49.2	49.8	50.2	50.6	50.6	50.4	50.1	50.9	
非制造业 PMI 指数 (%)	58	56.1	55.2	56.7	55.6	56.3	53.7	55.5	55.6	56.1	56.2	54.5	55.6	
固定资产投资(年初累计值) (同比%)	20.9	20.2	20.1	20.4	20.4	20.2	20.5	20.7	20.7	20.6	21.2		20.9	
消费物价指数 (同比%)	3.6	3.4	3	2.2	1.8	2	1.9	1.7	2	2.4	2.0	3.2	2.1	
生产者物价指数 (同比%)	-0.3	-0.7	-1.4	-2.1	-2.9	-3.5	-3.6	-2.8	-2.2	-1.9	-1.6	-1.6	-1.9	
广义货币供应量 (同比%)	13.4	12.8	13.2	13.6	13.9	13.5	14.8	14.1	13.9	13.8	15.9	15.2	15.7	
新增贷款 (人民币/十亿)	1011.44	681.8	793.23	919.83	540.1	703.9	623.2	505.2	522.9	454.3	1070.0	620.0	1060.0	

来源: Wind, 农银国际证券



4、新定价机制下，煤电双方均避免现货价过度波动

在过往中国实施的电煤价格双轨制下，为保障电价平稳，发改委要求大型国有煤炭企业（如神华集团及中煤集团等）需要以优惠价格（即重点合同价）向国家重点电厂提供一定数量的电煤，国家铁道部为这些重点合同预置运力，其余的电煤按市场价（现货价）交易。在中国经济高速增长的时代，火电需求旺盛，现货价不断上扬，但由于大型煤炭企业仍然要执行重合同价，因此不会有过多动力去干预现货价。

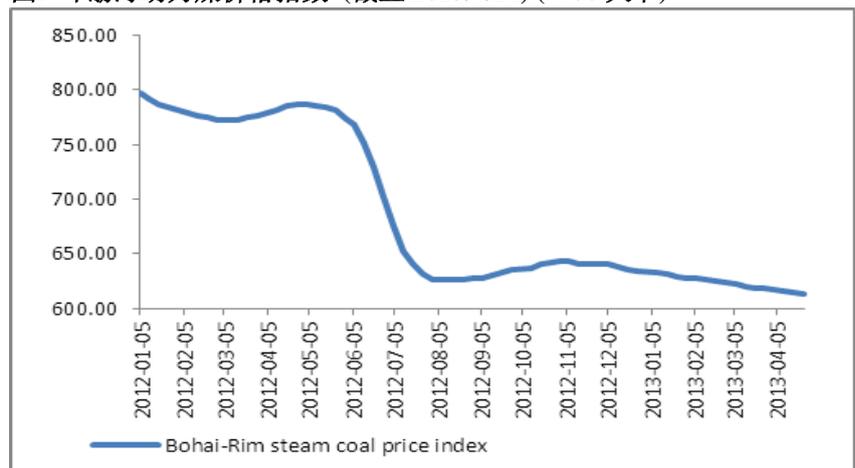
自 2013 年起，发改委取消电煤价格双轨制，不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架。煤炭企业和电力企业需要自主衔接签订合同，自主协商确定价格，政府只是鼓励双方签订中长期合同（参考附录 1）。

目前煤电双方仍然在探索新的定价机制。据我们的渠道信息，有关定价谈判自 2012 年底已经启动，但煤电双方有不少分歧，双方均力求在新定价机制上获得主动权。为了获得有利的谈判地位，电企在此期间大量增加进口煤，以降低对国内煤炭的需求。在宏观经济需求放缓背景之下，上述情况令 2012 年 11 月以来国内环渤海动力煤价格持续低迷，秦皇岛煤炭库存持续高企，而进口煤数量却飙升。

根据现有曝光的定价框架，大部分电煤企业选择以环渤海现货价为基准，每周/月根据波幅重估长协价。可见，在新机制下，环渤海动力煤价格成为最重要的订价依据。

我们认为，在电煤谈判基本完成后，为增加谈判筹码所采取的短期措施影响将会逐步减弱。在新的价格框架下，煤炭企业也较以往有更强的动力维持现货价格的平稳。预计国内市场的动力煤价格将逐步企稳。环渤海价格在 4 月跌幅已逐步减弱，但受到海外动力煤价格低迷的影响，预计该指数难有大幅度反弹，短期内将以低位震荡为主。

图：环渤海动力煤价格指数（截至 2013/4/24）(5500 大卡)



来源：Wind，农银国际证券



从中长期看，煤炭仍是中国最重要的能耗资源

尽管经历了 2012 年的价格暴跌，但是我们认为在未来相当长的时期来看，煤炭仍然是中国最重要的基础能源。在国务院制订的能源十二五规划中，煤炭产能被赋予 4.8% 的年化增长率，高于全国一次能源生产能力年化 4.3% 的增长目标。

我们认为，从中长期来看，中国的煤炭行业将呈现如下特点：

1、国家控制煤炭产能，大型煤矿将逐步占优

一直以来，煤炭占中国一次能源生产和消费的比重均较大，2012 年的比重约为 70%，其中用于发电的动力煤是煤炭消费的主体，占消费总量的一半以上。但过往大量中小煤矿分据了大量的市场份额，中国政府正逐步将这些中小产能剔除市场，这将会为大型煤矿提供更多的发展机会。

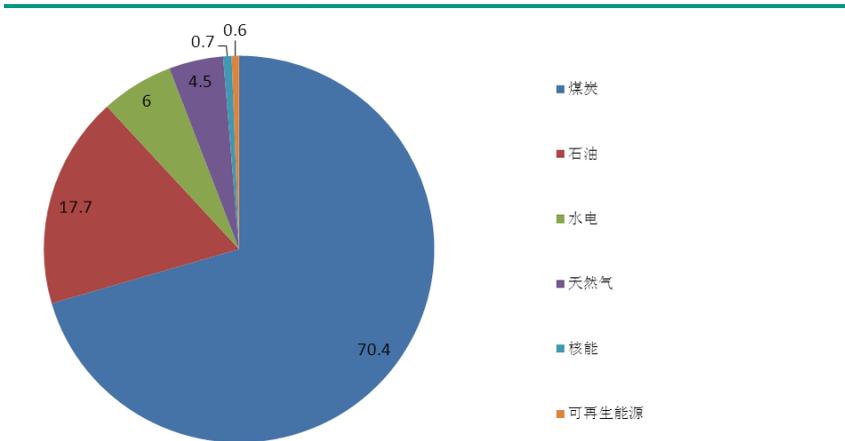
根据国家规划，到 2015 年，煤炭产能将控制在 41 亿吨/年，而其中大型煤矿将达到 26 亿吨/年，占总能力的 63%；年产能 30 万吨及以上中小型煤矿 9 亿吨/年，占总能力的 22%；年产能 30 万吨以下小煤矿控制在 6 亿吨/年以内，占总能力的 15%。同时全国的煤炭产量将会控制在 39 亿吨左右，原煤入选率 65% 以上。这预示着拥有较高的煤储资源，较先进洗选技术能力的煤炭生产商将会进一步扩大市场份额。

表：中国 2012 年能耗预测（单位：百万桶油当量）

能耗种类	能耗量（预估值） （单位：百万桶油当量）	占比 （%）
煤炭	1,839.4	70.4
石油	461.8	17.7
水电	157.0	6.0
天然气	117.6	4.5
核能	19.5	0.7
可再生能源	17.7	0.6
总计	2613	100

来源：BP 世界能源统计年鉴（2012.6），农银国际证券

图：中国 2012 年能耗分布情况（单位：百万吨油当量）



来源：BP 世界能源统计年鉴（2012.6），农银国际证券



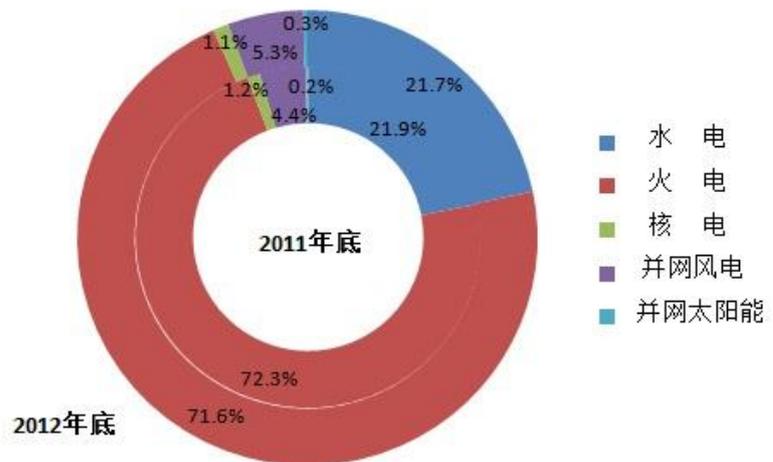
2、清洁能源相当长的时间内难以撼动电煤地位

根据国务院的规划，到 2015 年，煤炭消费占一次能源消费的比重需要从目前的 70% 水平降低到 65% 左右。2013 年以来，北京等地频繁暴发的“阴霾”天气，将会迫使政府逐步消减火电在能耗中的比重。

不过根据 BP《2030 世界能源展望》预计，今后 10 年，煤炭仍是全球发电燃料消费增长的主力军，占 39% 的份额。虽然非化石燃料将奋起直追。核电、水电和其他可再生能源电力在发电结构中的总份额将与煤炭持平，但是煤炭在能源中的地位削弱并非一蹴而就。

根据中电联的统计数据，目前中国发电设备中，火电设备仍然占据绝对权重。从 2011 年至 2012 年，这一权重仅下跌了 0.7 个百分点。可以预见的是，随着政府进一步调控煤炭在能耗中的比重，未来电力生产商需要提升规模效应，提升火电的效率，这将措施将对大型的煤矿生产商有利。

图：2011、2012 年底发电设备容量结构图



资料：中电联

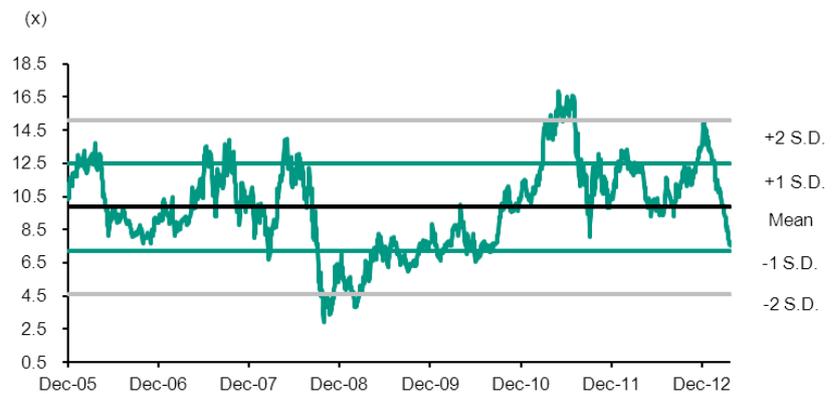


公司估值分析

我们认为受到市况不明的影响，加上中国新的电煤定价机制需要时间让市场双方适应，因此兖州煤业公司的未来几年盈利会较为波动。我们主要结合公司 2013 年的经营目标，进而结合市盈率和市净率的对比估值方式来评估该股。

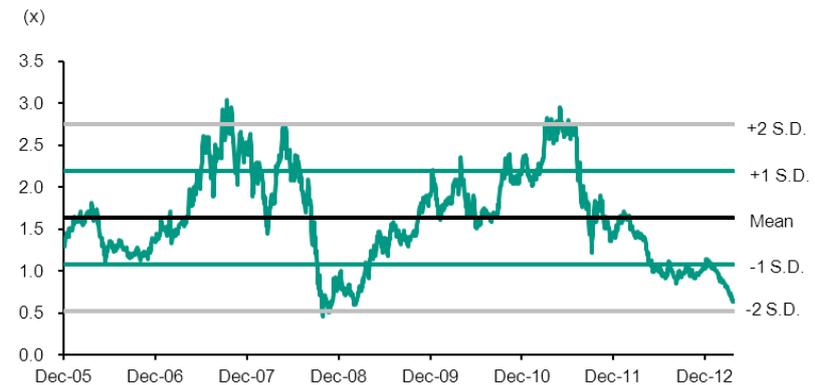
根据我们的预测，以兖煤 2013 年盈利预测值，设定兖煤 H 股目标价为 7.96 港元，对应 8.8 倍 2013E 市盈率和 0.66 倍市净率。而该股最新的收盘价为 8.08 港元，分别对应 2013E 的 P/E 和 P/B 值约 8.9 倍和 0.67 倍。我们的目标价比前期收盘价低约 1.5%。我们认为经过近三个月的调整之后，该股下行的空间已经有限，因此我们首发报告给予兖州煤业“持有”评级。

图：兖煤的 P/E 区间分布图（截止 2013 年 4 月 30 日）



来源：彭博，农银国际证券预测

图：兖煤的 P/B 区间分布图（截止 2013 年 4 月 30 日）



来源：彭博，农银国际证券预测



财务报表分析及预测

在兗煤的收入构成中，主营业务煤炭销售的收入超过 97%。自 2012 年下半年以来，公司业绩受到现货煤价格暴跌的影响。4 月 24 日，环渤海动力煤价格指数跌至 613 元的新低，同比下跌了 22%。因此我们预计兗煤 2013 年的煤炭业绩将会严重倒退。

兗煤管理层在 2013 年年初表示，会力争降低吨煤销售成本，特别是提出降低澳洲分公司吨煤成本 15%。从首季表现来看，虽然公司本部的吨煤销售成本同比降 3.34%，但兗煤澳洲的对应指标却劲升 35.5%（主要是区内统计对象变更以及销量下降导致固定成本分摊增加）。

我们认为，受制于成本的压力，加上现货煤价格的低迷，兗煤全年毛利难有较大幅度提升，预测全年毛利率提升不超过 3 个百分点至 25%，略高于 2012 年第四季度 24% 的水平。

我们预测兗煤的全年收入今年将下跌 12.93% 至 506.27 亿元，股东净利润则倒退 43.22% 至 35.31 亿元，全年每股盈利约 0.72 元人民币。

表：兗煤的主要经营参考指标假设

主要经营指标	2012 年 公司 实际值	2013 年 公司 目标值	变动 %	ABC 2013 年 预测值	ABC 预测 值与公司 目标差异
自产商品煤销量，百万吨	61.73	64.85	5.05	64.85	0%
煤炭销售总量，百万吨	94.15	89.85	-4.57	89.85	0%
资本支出预算，百万元	66.236	120.05	53.81	120.05	0%
公司本部煤炭售价变动，%	-9.5%	n.a	n.a	-15%	n.a
公司整体毛利率，%	22.04	n.a	n.a	25	n.a

来源：公司，农银国际证券预测

盈利预测及敏感度检验

我们假设兗煤本部的全年煤炭价格同比下跌 15%，在维持约 25% 毛利率的水平之下，则 2013 年的全年总利润约为 35.31 亿元。我们也针对自产煤销量、公司本部销售均价以及公司毛利率等关键变量进行敏感性检测：

假设其他因素不变，若公司本部自产商品煤销量变动 $\pm 5\%$ ，则对应的股东纯利变动为 $\pm 6\%$ ；

假设其他因素不变，若公司本部煤炭售价变化 $\pm 5\%$ ，则对应的股东纯利变动为 $\pm 6\%$ ；

假设其他因素不变，公司整体毛利变动 ± 1 个百分点，则对应股东纯利变动为 $\pm 11.4\%$ 。

表：对税后总利润的敏感度检测（单位：人民币百万元）

总利润原预测值=3,531 元	增/减前 2013E	增加/减少后 2013E	Chg %
假设公司本部自产煤销量变动 5%	3,531	3,746/3,317	6.0/(6.0)
假设公司本部煤炭价格变动 5%	3,531	3,746/3,317	6.0/(6.0)
假设公司的整体毛利变动 1 百分点	3,531	3,934/3,128	11.4/(11.4)

来源：农银国际证券预测



表：公司损益表及预测

截止 12 月 31 日止	2011A	2012A	2013E	2014E
收入合计	47,066	58,146	50,627	57,410
煤炭销售额	45,181	56,201	48,714	55,280
铁路运输服务收入	477	464	561	559
电产品销售额	328	324	304	355
甲醇销售额	1,059	1,118	1,017	1,183
热力销售额	20	40	31	33
煤炭运输成本	(1,248)	(2,104)	(1,762)	(1,999)
销售及铁路运输服务成本	(25,725)	(41,962)	(35,146)	(39,855)
电产品成本	(362)	(331)	(277)	(314)
甲醇成本	(930)	(911)	(763)	(865)
热力成本	(14)	(25)	(21)	(24)
毛利	18,786	12,813	12,657	14,352
销售、一般及行政费用	(6,570)	(7,988)	(8,786)	(9,665)
其它业务收益	305	1,521	566	914
除所得税前收益	12,521	6,346	4,436	5,602
所得税	(3,545)	(124)	(887)	(1,232)
净利润	8,976	6,222	3,549	4,369
非控制性权益	48	3	18	22
公司股东应占利润	8,928	6,219	3,531	4,348
每股收益, 基本	1.82	1.26	0.72	0.88
每股股息	0.57	0.36	0.22	0.27

来源：公司资料，农银国际证券预测



表：公司资产负债表及预测

截止 12 月 31 日止	2011A	2012A	2013E	2014E
物业、机器及设备净值	31,274	39,503	36,662	34,036
预付土地租赁款	713	696	712	707
无形资产	26,206	33,634	26,491	28,777
其他非流动资产	8,528	18,587	14,164	15,550
非流动资产合计	66,720	92,420	78,030	79,070
银行和现金存款	8,145	12,717	15,532	23,098
应收票据及应收账款	7,312	7,460	6,333	7,186
存货	1,391	1,566	1,461	1,658
预付账款及其它应收款	3,625	4,197	3,773	4,205
其他流动资产	9,958	4,343	5,944	6,778
流动资产	30,431	30,282	33,043	42,925
总资产	97,152	122,702	111,073	121,995
应付票据及应付账款	(2,241)	(6,812)	(5,846)	(6,667)
其它应付款及预提费用	(7,345)	(9,014)	(7,866)	(8,845)
借款, 一年内到期	(19,588)	(7,713)	(9,305)	(12,202)
其他短期流动负债	(5,547)	(5,085)	(5,065)	(4,973)
总流动负债	(34,721)	(28,623)	(28,082)	(32,687)
借款, 一年以上到期	(14,869)	(33,284)	(24,077)	(28,680)
递延税款负债	(3,895)	(7,730)	(5,813)	(6,771)
其他非流动负债	(340)	(3,975)	(2,769)	(1,730)
非流动负债合计	(19,105)	(44,988)	(32,658)	(37,181)
负债合计	(53,827)	(73,611)	(60,740)	(69,868)
总权益	43,325	49,091	50,333	52,126
非控制性权益	691	3,265	3,347	3,467
归属于公司股东之股东权益	42,634	45,826	46,985	48,660
每股净资产	8.67	9.32	9.55	9.89

来源：公司资料，农银国际证券预测



表：公司现金流量表及预测

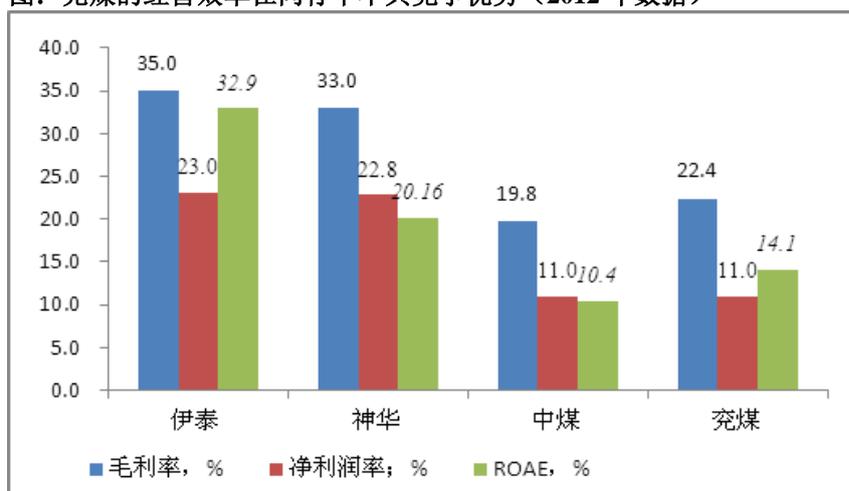
截止 12 月 31 日止	2011A	2012A	2013E	2014E
除所得税前收益	12,521	6,346	4,436	5,602
物业、机器及设备之折旧	2,266	2,819	2,637	2,438
利息费用	839	1,449	1,594	1,721
利息收入	(358)	(722)	(722)	(722)
存货的减少(增加)	403	(59)	104	(197)
应收票据及应收款减少(增加)	2,800	(93)	1,127	(854)
其他调整项	(495)	(3,236)	(5,530)	(2,554)
经营业务产生的现金	17,977	6,504	3,645	5,434
购买物业、机器及设备	(8,620)	(6,230)	(12,005)	(8,952)
其他投资项	(16,991)	3,043	141	(558)
投资业务使用的现金流量	(25,611)	(3,187)	(11,863)	(9,509)
银行贷款所得款项	16,712	12,282	16,564	17,837
发放股息	(2,902)	(2,803)	(1,771)	(1,095)
其他融资活动产生的现金流	(4,369)	(8,333)	(3,684)	(4,969)
融资业务产生(使用)现金流	9,441	1,145	11,109	11,773
现金和现金等值项净增(减少)	1,807	4,461	2,891	7,699
年初现金和现金等价物	6,771	8,145	12,717	15,532
汇率变动影响	(433)	111	(76)	(133)
年末现金与现金等价物金额	8,145	12,717	15,532	23,098

来源：公司资料，农银国际证券预测

相关动力煤行业公司数据对比

兖煤的吨煤生产成本高于同行，已经影响到公司的净利润率（如下图），在目前于香港上市的四大动力煤公司中，兖煤的毛利率低于伊泰、神华与中煤；而在净利润率方面和中煤持平，但均落后于伊泰和神华；而在平均净资产回报率指标上，兖煤仅仅高于中煤近 4 个百分点，却远远落后伊泰和神华。

图：兖煤的经营效率在同行中不具竞争优势（2012 年数据）



来源：各公司 2012 年年报，农银国际证券

表：香港四大动力煤上市公司的经营数据对比

截止 2012 年 12 月 31 日	中国神华	中煤能源	兖州煤业	伊泰煤泰
代码	1088 HK	1898 HK	1171 HK	3948 HK
商品煤产量, 百万吨	304	114.4	61.94	49.52
煤炭总销量, 百万吨	464.6	149.54	94.15	73.2
煤炭销售占总收入比重, %	66.3	82.2	96.7	94.8
煤炭储量, 亿吨	251.4	195.1	46.7	29.5
吨煤销售成本, 人民币/吨	130.2	234.6	314.4	94.6
总收入, 人民币百万元	250,260	87,292	58,146	31,584
当年收入同比增长	19.6%	-3.9%	23.5%	17.0%
当年股东纯利润, 人民币百万元	48,858	8,842	6,219	6,454
每股盈利 EPS, 人民币元	2.46	0.67	1.26	3.97
每股净资产 BVPS, 人民币元	12.90	6.50	9.32	12.11
每股股息, 人民币元	0.96	0.21	0.36	1.25
当年派息率, %	39.0	31.3	28.6	31.5
平均资产报酬率 ROAA, %	11.31	5.1	5.7	15.6
平均净资产报酬率 ROAE, %	20.16	10.4	14.1	32.9

来源：各公司 2012 年年报，农银国际证券据年报相关数据测算



风险因素

经济下行风险：中国首季经济增长低于预测值，火电增长也相应放缓。尽管我们认为中国将会采取措施提振经济，但我们并不预期会出现 U 型经济反弹。如果宏观经济持续疲弱，将对中国电煤需求构成下行风险，也会影响我们的预测结果。

外国进口煤冲击：海外进口煤对中国国内的电煤价格形成上限限制。越来越多的美国煤炭生产商把煤炭销售对象转向中国及印度市场，这可能会进一步加剧中国煤炭市场的供过于求状况。

动力煤行业面临政策限制：中国正在加大对清洁能源的政策倾斜，同时会进一步削减火电在能耗中的比重。不排除未来的政策措施或会进一步缩减火电需求空间。

兗煤作为国有的成本控制风险：和私营企业不同，兗煤作为国有企业，在劳工制度方面不如私营企业灵活，承担了大量的社会责任，并且需要听从于各级政府的指导，这很可能会对其削减成本构成一定阻力。中国通胀水平的持续上升，各地方政府对于最低工资收入的法规要求变更都有可能影响到兗煤的生产成本。

其他可能导致兗煤成本攀升超过我们预期的因素：

- 其新增的产能或需要更多的资金及资源投入，公司对这方面的估计如果不足将会导致未来的支出意外增加；
- 公司在国内进行同行业并购整合过程中，可能付出较高的代价；在海外的收购中也可能因为信息不对称或是尽职调查不利而导致支出意外增加；
- 兗煤公司在加拿大的钾肥资源勘探需要付出的成本可能高于预期，相关的时间有可能比预期要更久，这些也会影响到公司的整体成本支出；
- 中国政府的资源税改革有可能会令煤炭企业普遍面临税务方面的新增压力。



附录

附录 1. 《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》

国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见

国办发〔2012〕57号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

为深入贯彻落实党的十八大精神，加快完善社会主义市场经济体制，更大程度更广泛发挥市场在资源配置中的基础性作用，形成科学合理的电煤运行和调节机制，保障电煤稳定供应，促进经济持续健康发展，经国务院同意，现就深化电煤市场化改革提出以下指导意见：

一、抓住有利时机深化电煤市场化改革

煤炭是我国的基础能源，占一次能源生产和消费的70%左右。电煤是煤炭消费的主体，占消费总量的一半以上。深化电煤市场化改革，搞好产运需衔接，对保障电煤稳定供应和电力正常生产，满足经济发展和群众生活需求具有十分重要的意义。上世纪90年代以来，我国煤炭订货市场化改革不断推进，价格逐步放开，对纳入订货范围的电煤实行政府指导价和重点合同管理，对保障经济发展曾经发挥了积极的作用。但由于重点合同电煤与市场煤在资源供给、运力配置和价格水平上存在着明显差异，限制了市场机制作用的发挥，造成不公平竞争，合同签订时纠纷不断，执行中兑现率偏低，不利于煤炭的稳定供应，越来越不适应社会主义市场经济发展的要求，改革势在必行。今年以来，煤炭供需形势出现了近年来少有的宽松局面，重点合同电煤与市场煤价差明显缩小，一些地方还出现倒挂，电力企业经营状况有所改善，改革的条件基本成熟。为此，应抓住当前有利时机，坚定不移地推进改革。

二、主要任务

电煤市场化改革是能源领域的一项重要改革。要坚持市场化取向，充分发挥市场在配置煤炭资源中的基础性作用，以取消重点电煤合同、实施电煤价格并轨为核心，逐步形成合理的电煤运行和调节机制，实现煤炭、电力行业持续健康发展，保障经济社会发展和人民生活的能源需求。

（一）建立电煤产运需衔接新机制。自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，发展改革委不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架。煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格。鼓励双方签订中长期合同。地方各级人民政府对煤电企业正常经营活动不得干预。委托煤炭工业协会对合同的签订和执行情况进行汇总。运输部门要组织好运力衔接，对落实运力的合同由发展改革委、铁道部、交通运输部备案。

（二）加强煤炭市场建设。加快健全区域煤炭市场，逐步培育和建立全国煤炭交易市场，形成以全国煤炭交易中心为主体、区域煤炭市场为补充，与我国社会主义市场经济体制相适应的统一开放、竞争有序的煤炭交易市场体系，为实施电煤市场化改革提供比较完善的市场载体。煤炭工业协会在发展改革委指导下做好衔接协调，研究制定交易规则，培育和发展全国煤炭交易市场体系。

（三）完善煤电价格联动机制。继续实施并不断完善煤电价格联动机制，当电煤价格波动幅度超过5%时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由30%调整为10%。鉴于当前重点合同电煤与市场煤价格接近，此次电煤价格并轨后上网电价总体暂不作调整，对个别问题视情况个别解决。

（四）推进电煤运输市场化改革。铁道部、交通运输部要加强对有关铁路局、港航企业的指导，完善煤炭运力交易市场，依据煤炭供需双方签订的合同和运输能力，合理配置运力并保持相对稳定，对大中型煤电企业签订的中长期电煤合同适当优先保障运输。对签订虚假合同、造成运力浪费或不兑现运力、影响资源配置的行为要依法依规加大惩罚力度。铁道部要周密制定电煤铁路运输管理办法，进一步建立公开公平的运力配置机制。

（五）推进电力市场化改革。鼓励煤电联营，增强互保能力。改进发电调度方式，在坚持优先调度节能环保高效机组的基础上，逐步增加经济调度因素，同等条件下对发电价格低的机组优先安排上网，促进企业改善管理、降低能耗和提高技术水平，为实行竞价上网改革探索经验。

三、完善调控监管体系



依法加强和改善市场调控监管，创造公平公正的市场竞争环境。制定电煤价格异常波动的应对预案，在电煤价格出现非正常波动时，依据价格法有关规定采取临时干预措施。充分利用国内国外两个市场、两种资源，加强煤炭进出口调节，促进供需平衡。加强煤炭应急储备建设，完善供应保障应急预案。加强煤炭经营监管和电煤合同履行检查，规范流通秩序，进一步清理和取消不合理收费，严肃查处乱涨价、乱收费以及串通涨价等违法行为。煤炭、电力行业协会要加强与政府部门的沟通配合，加强企业诚信体系建设，做好行业自律工作。

四、切实加强组织协调

电煤市场化改革涉及重大利益调整，社会关注度高。各地区、各有关部门要统一思想，提高认识，增强大局观念，加强协调配合，形成工作合力。发展改革委要会同有关部门充分发挥煤电油气运保障工作部际协调机制作用，及时协调解决电煤市场化改革中的重大问题，指导做好煤炭产运需衔接工作。同时，继续加强对电价形成机制改革、电力体制改革、煤炭期货市场建设等重大问题研究。

国务院办公厅

2012年12月20日



附录 2. 《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》

以下摘录《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》中关于煤炭产业的内容：

- 1、**能源结构优化：**
 - 1) 非化石能源消费比重提高到 11.4%；
 - 2) 非化石能源发电装机比重达到 30%；
 - 3) 天然气占一次能源消费比重提高到 7.5%；
 - 4) 煤炭消费比重降低到 65%左右。
- 2、**国家综合能源基地建设：**
 - 1) 加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地。
 - 2) 到 2015 年，五大基地一次能源生产能力达到 26.6 亿吨标准煤，占全国 70%以上；
 - 3) 到 2015 年，五大基地向外输出 13.7 亿吨标准煤，占全国跨省区输送量的 90%。
- 3、**主要的煤炭相关政策（摘录）**

发展原则： 控制东部、稳定中部、发展西部；

建设规划： 稳步推进大型煤炭基地，以大型骨干企业为主体，重点建设大型现代化煤矿。

行业规划： 推进煤炭资源整合和煤矿企业兼并重组，优化产能结构，加快淘汰落后能力。

基地规划：
 - 1) 加快陕北、黄陇、神东、蒙东、宁东、新疆等煤炭基地建设；
 - 2) 优化开发晋北、晋中、晋东、河南、两淮和云贵煤炭基地资源；
 - 3) 控制冀中、鲁西煤炭基地开发规模和强度；
- 4、**2015 年全国性指标：**
 - 1) 煤炭产能从 2010 年的 32.4 亿吨升至 41 亿吨，2010~2015 年年化复合增长率 4.8%；
 - 2) 煤炭产量控制在 39 亿吨以内；
 - 3) 形成 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，产量占全国的 60%以上；
 - 4) 采煤机械化程度达到 75%以上；
 - 5) 安全高效煤矿产量 25 亿吨，占全国的 60%以上，比 2010 年增约 30 个百分点；
 - 6) 原煤百万吨死亡率下降 28%以上；
 - 7) 矿井水利用率达到 75%。
- 5、**“十二五”时期能源发展主要目标（见下表）**



表：“十二五”时期能源发展主要目标

类别	指标	单位	2010年	2015年	年均增长	属性
能源 消费 总量 与 效率	一次能源消费总量	亿吨标准煤	32.5	40	4.30%	预期性
	非化石能源消费比重	%	8.6	11.4	(2.8)	约束性
	全社会用电量	万亿千瓦时	4.2	6.15	8.00%	预期性
	单位国内生产总值能耗	吨标准煤/万元	0.81	0.68	(-16%)	约束性
	火电供电标准煤耗	克/千瓦时	333	323	-0.60%	预期性
	电网综合线损率	%	6.5	6.3	(-0.2)	预期性能源
能源 生产 与 供应	国内一次能源生产能力	亿吨标准煤	29.7	36.6	4.30%	预期性
	煤炭生产能力	亿吨	32.4	41	4.80%	预期性
	原油生产能力	亿吨	2	2	0	预期性
	天然气生产能力	亿立方米	948	1565	10.50%	预期性
	非化石能源生产能力	亿吨标准煤	2.8	4.7	10.90%	预期性
电力发展	电力装机容量	亿千瓦	9.7	14.9	9.00%	预期性
	其中：煤电	亿千瓦	6.6	9.6	7.80%	预期性
	水电	亿千瓦	2.2	2.9	5.70%	预期性
	核电	万千瓦	1082	4000	29.90%	预期性
	天然气发电	万千瓦	2642	5600	16.20%	预期性
	风电	万千瓦	3100	10000	26.40%	预期性
	太阳能发电	万千瓦	86	2100	89.50%	预期性
生态 环境 保护	单位国内生产总值二氧化碳排放下降				(-17%)	约束性
	煤电二氧化硫排放系数	克/千瓦时	2.9	1.5	-12.40%	约束性
	煤电氮氧化物排放系数	克/千瓦时	3.4	1.5	-15.10%	约束性
民生 改善	居民人均生活用电量	千瓦时	380	620	10.30%	预期性
	绿色能源示范县	个	108	200	13.10%	预期性
	使用天然气人口	亿	1.8	2.5	6.80%	预期性

资料来源：中国政府网



权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183