



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源:煤业

刘志成,CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

兖州煤业子公司兖煤澳洲 拟与澳洲格罗斯特煤炭公 司合并

兖州煤业(1171.HK/港币 15.70; 600188.SS/人民币 21.28, 持有)的全资子公司兖煤澳洲已提出与澳洲格罗斯特煤炭公司(GCL.AU/澳元 7.03, 未有评级)进行吸收合并。根据《合并提案协议》约定, 格罗斯特将向其现有股东派发3.2澳元/股的现金, 其中0.56澳元/股为特殊股息, 总额不超过7亿澳元。之后, 格罗斯特所有已发行股份将以1对1的比例替换为兖煤澳洲股份。进行股权互换后, 兖州煤业对兖煤澳洲的持股比例将由目前的100%下降至77%左右, 而格罗斯特现股东将持有另23%股权。兖煤澳洲将取代格罗斯特在澳洲证交所上市。

兖州煤业将向格罗斯特现有股东所持合并后兖煤澳洲股份的价值提供保障。本次合并完成18个月后, 如果兖煤澳洲的股价低于6.96澳元/股时, 兖州煤业将以现金或股票形式将其持股价值补足至6.96澳元/股, 保障上限为3澳元/股。但至少要有1.3亿股格罗斯特股份(为大股东来宝集团持有)放弃享受上述保障机制。另一方面, 如果本次合并后兖煤澳洲的股价在连续25个交易日中有20个交易日达到6.96澳元/股或以上, 兖州煤业可以几乎为零的成本解除该价值保障。如果澳交所200指数在相关期间比交割日时的指数低20%以上, 兖州煤业有权将价值保障机制期限延期一年, 最多可以延长两次。

交易仍需满足以下条件: 中国和澳大利亚相关监管部门的审批; 格罗斯特股东的通过; 以及合计至少1.3亿股格罗斯特股份放弃价值保障。双方力争于2012年5月完成本次交易, 最终期限为2012年6月30日。

格罗斯特公司已发行普通股为2.029亿股, 中来宝集团持有64.5%。截至停牌前最后一个交易日2011年12月20日, 格罗斯特总市值约为14.3亿澳元。格罗斯特公司的主要资产位于澳大利亚新南威尔士州和昆士兰州, 包括五个在产煤矿和两个开发中煤矿。产品主要为动力煤和炼焦煤。根据最新的公开资料, 格罗斯特符合JORC标准的权益资源量为18.03亿吨; 权益储量为2.75亿吨。包括2011年7月完成收购的唐纳森矿区在内, 格罗斯特公司2011财年(截至6月)生产原煤约600万吨, 商品煤约400万吨。公司还持有纽卡斯尔港基础设施集团有限公司(纽卡斯尔港一个新的煤炭出口码头)11.6%的股权。2010和2011财年, 格罗斯特公司的净利润分别为3,270万澳元和5,460万澳元。

图表 1. 格罗斯特公司的主要经营数据

	2010 财年	2011 财年
原煤产量(百万吨)	3.10	2.94
商品煤产量(百万吨)	1.92	1.81
经营收入(澳元百万)	229.3	306.6
净利润(澳元百万)	32.7	54.6
期末净资产(澳元百万)	181.2	1,014.7

注释: 未包括唐纳森矿区的贡献

资料来源: 格罗斯特公司

兖煤澳洲在新南威尔士州和昆士兰州拥有五座在产煤矿和八个煤矿资源勘探项目。公司还拥有兖煤澳洲技术发展有限公司、超洁净煤技术公司以及纽卡斯尔港基础设施集团有限公司 15.4% 的股权等。不包括尚未完成收购的普力马煤矿公司，兖煤澳洲符合 JORC 标准的煤炭权益资源量为 27.08 亿吨；权益储量为 8.69 亿吨。

图表 2. 兖煤澳洲的主要经营数据

	2010	11 年上半年
原煤产量(百万吨)	12.03	5.77
商品煤产量(百万吨)	8.76	4.39
经营收入(人民币 百万)	6,210	4,777
净利润(人民币 百万)	2,664	1,709
期末净资产(人民币 百万)	3,768	5,743

资料来源：兖州煤业集团

兖煤澳洲参与本次合并的资产将不包括其在普力马煤矿公司、新泰克资源公司、原菲利克斯下属尚处于勘探开发阶段的三个项目和两家技术公司的权益。因此将与格罗斯特合并的四座煤矿的总煤炭储量为 4.29 亿吨。合并后的兖煤澳洲享有上述资产的优先购买权。

假设所有格罗斯特股份都可享受价值保障，按照兖煤澳洲的价值保障价格和扩大后总股本以及给予股东的现金补偿，格罗斯特的总价值在 21.1 亿澳元左右。根据彭博市场盈利预期，交易价格对应的 2012 和 2013 财年市盈率分别为 30.7 倍和 21.1 倍。从每吨企业价值的角度来看，不包含非煤炭资产的价值，交易价格对应的每吨企业价值约为 7.67 澳元，低于收购菲利克斯资源公司时的 8.21 澳元/吨。

由于约 64% 的格罗斯特股份放弃享受价值保障机制，因此格罗斯特的实际交易价格还要比上述估算低得多。如果用最后一个交易日的收盘价来为另 64% 无法享受价值保障的股份估值，那么格罗斯特的价值约为 16.7 亿澳元，交易价格对应的 2012 和 2013 财年市盈率将分别降至 24.3 倍和 16.7 倍，每股企业价值也将降至 6.07 澳元。

格罗斯特是一家正在快速成长的公司，公司资产中包括几个正在开发中的煤矿。此次合并不仅能扩大兖州煤业的产量和储量，还能帮助其澳洲业务成功上市。公司收购菲利克斯资源公司时的承诺之一就是 2012 年底前，兖煤澳洲至少 30% 的资产上市。采用股权互换的方式合并也可以减少现金负担。我们预计，短期内对公司盈利的影响很小。

从经营层面来看，合并将产生一定的协同效应。合并后的兖煤澳洲总煤炭资源量和储量将分别达到 34 亿吨和 7.04 亿吨。预计到 2016 年，公司的商品煤产量有望在当前的基础上翻一番，达到 2,500 万吨。合并后共计持有的纽卡斯尔港基础设施集团有限公司 27% 股权也将为公司的煤炭运输提供保障。

由于此项交易仍有待于一系列条件的满足，因此目前我们暂维持盈利预测和持有评级不变。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371