



## 方案概述：换股+现金

兖州煤业下属全资子公司兖煤澳洲，与澳大利亚上市公司格罗斯特（GLOUCESTER），按照 1 股对 1 股的比例进行换股合并。换股完成后，格罗斯特原有股东持有兖煤澳洲 23% 的股权，兖州煤业持有兖煤澳洲的比例从原来的 100% 下降至 77%，兖煤澳洲取代格罗斯特在澳大利亚的上市地位。

此外，格罗斯特将向其合并前登记在册的股东实施现金分配合计 7 亿澳元，格罗斯特股东还可以选择获得兖州煤业对其所持合并后公司股份提供一定程度的价值保障。

兖煤澳洲中的部分资产（普力马煤矿公司、新泰克资源公司、原菲利普斯下属尚处于勘探开发阶段的哈利布兰特、雅典娜和维尔皮纳项目、兖煤澳洲技术发展有限公司以及超洁净煤技术公司等权益）将不参加本次合并。这些资产将在合并前转由兖州煤业继续持有，兖煤澳洲将拥有这些资产的优先购买权。

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，包括五个在生产煤矿、两个开发中煤矿以及纽卡斯尔港基础设施集团有限公司 11.6% 的股权。根据最新的公开资料，格罗斯特符合 JORC 标准的煤炭资源量为 18.64 亿吨，权益资源量为 18.03 亿吨；符合 JORC 标准的煤炭储量为 3.24 亿吨，权益储量为 2.76 亿吨。包括 2011 年 7 月 14 日完成收购的唐纳森矿区在内，格罗斯特公司 2011 财年生产原煤约 600 万吨，商品煤约 400 万吨。

表 1：兖煤澳洲主要煤矿资产

	煤种	权益	产能（万吨）	2010 年产量	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）
澳思达	半硬焦煤	100%	360	170	1.67	0.51
Yarrabee	喷吹煤	100%	300	230	1.71	0.6
Ashton	半软焦煤	90%	520	270	4.37	0.61
Moolarben	动力煤	80%	1600	390	7.0	3.5
合计			2780	1060	14.8	5.2

数据来源：兖州煤业公告

## 并购意图：实现澳洲上市承诺，提升产能规模和协同效应

我们认为，兖州煤业实施此次并购，目的有四：实现澳洲上市承诺、提升产能规模、产生协同效应、缓解运力瓶颈。

首先，兖州煤业在 2009 年收购 felix 时曾向澳大利亚当局承诺，在 2012 年 12 月 31 日之前，将兖州煤业澳洲业务在澳交所上市，且兖州煤业对兖煤澳洲的所有权减至不超过 70%。此次交易完成后，有助于该承诺的实现。

此外，兖州煤业明确提出“十二五”末煤炭产量增长两倍至 1.5 亿吨的目标，其中计划澳洲分部在 2015 年实现 5000 万吨产量。而格罗斯特 2011 年财报披露，预计公司到 2015 年的煤炭产量将达到 1000 万吨。此次并购帮助兖煤澳洲向“5000 万吨”目标迈进一步。

再次，此次公司收购的格罗斯特，与兖煤澳洲的部分资产同处一地（Middlemount 矿位于昆士兰州 bowen 盆地，Donaldson 位于新南威尔士猎人谷），未来通过整合，在产品的洗选、运输、销售上有望出现协同效应。

最后，兖州煤业自 2009 年收购 felix 后，产能释放进度一直低于此前预期，很重要的原因是运力紧张，有产能但运不出。兖煤澳洲在完成收购后，持有 NCIG（纽卡斯尔港基础设施集团，港口吞吐能力 1200 万吨）的股权比例将从原来的 15.4% 上升至 27%，公司运力紧张的局面有望在一定程度上得到缓解。

## 收购有溢价，但吨资源、吨储量收购价较收购 Felix 低

根据我们估算，兖煤澳洲在合并前的价值为 45 亿澳元。截至公告前最后一个交易日，格罗斯特总市值 14.3 亿澳元。按合并后兖州煤业持有兖煤澳洲 77% 的权益，以及合并后兖州煤业将向格林斯特原有股东间接支付现金 5.75 亿澳元（7 亿澳元股利分配），因此兖州煤业公司合计支付对价约 19 亿澳元。

与前一次收购 felix 相比，此次收购的吨资源量、吨储量收购价分别为 6.7 元/吨和 44 元/吨，低于 2009 年收购 Felix 的 13.8 元/吨和 49 元/吨。

表 2：兖煤澳洲收购煤炭资源价格对比

收购主体	被收购主体	收购价款（亿元）	JORC 资源量（亿吨）	JORC 储量（亿吨）	吨资源量收购价格（元/吨）	吨储量收购价格（元/吨）
兖煤澳洲	Felix	189.5	13.75	3.86	13.8	49.1
兖煤澳洲	Gloucester	121.6	18.03	2.76	6.7	44.1

数据来源：兖州煤业公告，华泰联合证券研究所整理计算

## 短期不能直接增厚公司业绩

2011 上半年，格罗斯特生产 200 万吨，净利润 5256.2 澳元，吨煤净利折合人民币 198 元/吨，高于兖煤澳洲的 179 元/吨；按照 2011 年上半年数据测算，合并完成后归属于上市公司股东的净利润是 14 亿元，较合并前减少 3.4 亿元，影响兖州煤业 EPS-0.07 元，剔除汇兑损益影响，合并后权益净利润较合并前减少 1.4 亿元，影响 EPS-0.03 元。

表 3：兖煤澳洲和格罗斯特 2011 年 H1 煤炭盈利能力比较

	兖煤澳洲	格罗斯特
商品煤销量（万吨）	473	110
销售收入（万元）	475,935	117,339
销售成本（万元）	214,687	83,214
单位售价（元/吨）	1006	1067
单位成本（元/吨）	454	756
吨煤毛利（元/吨）	552	310
净利润（百万）	84646	21,793
吨煤净利（元/吨）	179	198

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 4：合并上市对兖州煤业 2011 年 H1 业绩影响测算

	合并前		合并后	合并后差额（亿元）	对兖州煤业 EPS 影响(元/股)
	兖煤澳洲	格罗斯特	兖煤澳洲（权益）		
净利润	17.09	2.18	13.6607	-3.4	-0.07
扣除汇兑损益净利润	8.46	2.18	7.0156	-1.4	-0.03

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 资源量、产量提升，运力瓶颈有望缓解

兖煤澳洲符合 JORC 标准的煤炭资源量为 32.52 亿吨，权益资源量为 27.08 亿吨；符合 JORC 标准的煤炭储量为 9.4 亿吨，权益储量为 8.69 亿吨（不含尚未交割的普力马煤矿公司）。格罗斯特符合 JORC 标准的煤炭资源量为 18.64 亿吨，权益资源量为 18.03 亿吨；符合 JORC 标准的煤炭储量为 3.24 亿吨，权益储量为 2.76 亿吨。

我们测算，合并完成后，归属于兖州煤业的权益资源量 34.72 亿吨，增长 28.27%；权益储量 8.82 亿吨，增长 1.46%。

表 5：合并前后兖州煤业拥有兖煤澳洲资源量变化

	合并前		合并后	增长率
	兖煤澳洲	格罗斯特		
权益资源量（亿吨）	27.08	18.03	34.73	28.27%
权益储量（亿吨）	8.69	2.76	8.82	1.46%
2010 年产量（万吨）	1200	600	1386	15.50%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

此外，兖州煤业将长期受益于合并完成后将带来协同效应，主要是 NCIG（纽卡斯尔港基础设施集团，港口吞吐能力 1200 万吨）11.6% 股权将与兖煤澳洲 15.4% 的股权合并，现在兖煤澳洲运力紧张不能充分释放产能（主要是澳斯达和莫拉本）的局面有望改观。

## 合并后（不考虑汇兑损益）兖煤澳洲 24 倍 PE

根据合并前格罗斯特股本 2.029 亿股，合并后格罗斯特持股 23% 测算，兖煤澳洲上市后总股本 8.82 亿股，格罗斯特停牌前股价 7.05 澳元，因此上市后总市值有望达到 62.2 亿澳元，2011 财年两家公司净利润约 2.6 亿澳元（剔除汇兑损益），则对应 PE24 倍。

表 6：合并后兖煤澳洲市盈率测算

事项	数值
合并前格罗斯特股本（亿股）	2.029
合并后格罗斯特股权占比（%）	23
合并后兖煤澳洲股本（亿股）	8.82
格罗斯特停牌前价格（澳元/股）	7.05
合并后兖煤澳洲市值（亿澳元）	62.19

格罗斯特 2011 财年净利润 (亿澳元)	0.55
兖煤澳洲 2011 财年净利润 (亿澳元) (剔除汇兑损益)	2.03
合并后 2011 财年净利润 (剔除汇兑损益)	2.57
合并后兖煤澳洲市盈率	24.18

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

**表 7: 澳洲资源类上市公司市盈率比较**

公司名称	PE
New Hope Corp. Ltd	9
COAL & ALLIED IND	11
Rio Tinto	7
BHP Billiton	8
兖煤澳洲	24

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

## 投资建议

### 核心假设

**表 8: 兖州煤业煤炭产量预测**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
本部煤炭产量 (千吨)	33359	34282	33822	34000	34000
山西能化产量 (千吨)	1023	1462	1244	1300	1300
菏泽能化产量 (千吨)	39	1630	2985	3200	3200
鄂尔多斯能化产量 (千吨)			4442	7500	9000
兖煤澳洲产量 (千吨)	1874	12029	12000	15000	18000
<b>合计</b>	<b>36295</b>	<b>49403</b>	<b>54493</b>	<b>61000</b>	<b>65500</b>

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

**表 9: 兖州煤业商品煤销量预测**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
本部煤炭销量 (千吨)	33330	33657	32800	33200	33200
山西能化销量 (千吨)	986	1498	1224	1287	1287
菏泽能化销量 (千吨)	16	1079	1948	2240	2240
鄂尔多斯能化销量 (千吨)			4271	7500	9000
兖煤澳洲销量 (千吨)	1627	8022	9336	11100	13320
外购煤炭销量 (千吨)	2058	5378	9576	9000	10000
<b>合计</b>	<b>38017</b>	<b>49634</b>	<b>59155</b>	<b>64327</b>	<b>69047</b>

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

**表 10：销售单价预测**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
本部煤炭单位售价（元/吨）	525	634	683	710	760
价格变动（%）		20.6%	7.8%	4.0%	7.0%
山西能化单位售价（元/吨）	294	382	461	470	503
价格变动（%）		30.1%	20.6%	2.0%	7.0%
菏泽能化单位售价（元/吨）	528	772	907	925	990
价格变动（%）		46.1%	17.5%	2.0%	7.0%
鄂尔多斯能化单位售价（元/吨）			285	299	320
价格变动（%）				5.0%	7.0%
兖煤澳洲单位售价（元/吨）	737	774	879	729	802
价格变动（%）		5.0%	13.5%	-17.0%	10.0%
外购煤炭销售单价（元/吨）	541	742	742	757	810
价格变动（%）		37.2%	0.1%	2.0%	7.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**表 11：销售成本预测**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
本部煤炭单位成本（元/吨）	264	261	293	311	329
成本变动（%）		-1.3%	12.4%	6.0%	6.0%
山西能化单位成本（元/吨）	258	263	331	351	372
成本变动（%）		2.2%	25.6%	6.0%	6.0%
菏泽能化单位成本（元/吨）	2345	685	632	569	603
成本变动（%）		-70.8%	-7.8%	-10.0%	6.0%
鄂尔多斯能化单位成本（元/吨）			169	179	189
成本变动（%）				6.0%	6.0%
兖煤澳洲单位成本（元/吨）	392	393	420	449	463
成本变动（%）		0.2%	6.8%	7.0%	3.0%
外购煤炭单位成本（元/吨）	524	736	736	751	803
成本变动（%）		40.5%	0.1%	2.0%	7.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 投资建议

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.7 元、1.64 元和 1.92 元，对应 PE 分别为 12.7 倍、13.2 倍和 11.2 倍，此次合并上市为兖煤澳洲未来资源量和产能增长打开了空间，继续维持对公司“买入”评级。

## 风险提示

收购仍需批准；澳大利亚 2012 年征收资源税；中国国内资源税按价定率征收。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	29475	33440	41954	51410	<b>营业收入</b>	34844	42987	45229	51848
现金	10790	11127	18423	24778	营业成本	18906	24664	27015	30822
应收账款	488	608	640	734	营业税金及附加	517	638	671	769
其他应收款	3543	4390	4619	5295	营业费用	1774	2149	2261	2592
预付账款	243	317	348	396	管理费用	3798	4299	4523	5185
存货	1646	2147	2352	2684	财务费用	-2217	239	162	26
其他流动资产	12765	14850	15572	17523	资产减值损失	93	0	0	0
<b>非流动资产</b>	43354	41113	38947	36672	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1106	1106	1106	1106	投资净收益	131	131	131	131
固定资产	18333	16674	14714	12602	<b>营业利润</b>	12104	11130	10727	12584
无形资产	20119	20119	20119	20119	营业外收入	75	60	68	64
其他非流动资产	3796	3213	3009	2845	营业外支出	65	52	59	56
<b>资产总计</b>	72829	74553	80902	88082	<b>利润总额</b>	12114	11137	10736	12592
<b>流动负债</b>	10858	10825	11812	12140	所得税	3101	2784	2684	3148
短期借款	295	295	295	295	<b>净利润</b>	9013	8353	8052	9444
应付账款	1517	2034	2428	2595	少数股东损益	4	4	4	5
其他流动负债	9045	8496	9088	9249	<b>归属于母公司净利润</b>	9009	8349	8048	9440
<b>非流动负债</b>	25163	21661	21661	21661	EBITDA	12491	13544	13111	14854
长期借款	21661	21661	21661	21661	EPS (元)	1.83	1.70	1.64	1.92
其他非流动负债	3502	0	0	0					
<b>负债合计</b>	36021	32486	33473	33801	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	86	90	94	99		2010	2011E	2012E	2013E
股本	4918	4918	4918	4918	<b>成长能力</b>				
资本公积	4502	4502	4502	4502	营业收入	62.1%	23.4%	5.2%	14.6%
留存收益	25188	32555	37914	44761	营业利润	123.9%	-8.1%	-3.6%	17.3%
归属于母公司股东权益	36722	41976	47335	54182	归属于母公司净利润	132.2%	-7.3%	-3.6%	17.3%
<b>负债和股东权益</b>	72829	74553	80902	88082	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	45.7%	42.6%	40.3%	40.6%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	25.9%	19.4%	17.8%	18.2%
					ROE(%)	24.5%	19.9%	17.0%	17.4%
					ROIC(%)	15.4%	17.0%	17.0%	19.4%
<b>经营活动现金流</b>	6288	3282	10038	8831	<b>偿债能力</b>				
净利润	9013	8353	8052	9444	资产负债率(%)	49.5%	43.6%	41.4%	38.4%
折旧摊销	2604	2176	2221	2244	净负债比率(%)	61.87%	68.60%	66.58%	65.93%
财务费用	-2217	239	162	26	流动比率	2.71	3.09	3.55	4.23
投资损失	-131	-131	-131	-131	速动比率	2.56	2.89	3.35	4.01
营运资金变动	-6860	-4614	-231	-2769	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	3878	-2741	-35	18	总资产周转率	0.52	0.58	0.58	0.61
<b>投资活动现金流</b>	-6374	365	107	143	应收账款周转率	75	78	72	75
资本支出	4831	0	0	0	应付账款周转率	13.39	13.89	12.11	12.27
长期投资	-2430	5	20	-15	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	-3972	370	127	127	每股收益(最新摊薄)	1.83	1.70	1.64	1.92
<b>筹资活动现金流</b>	-1759	-3311	-2849	-2619	每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	0.67	2.04	1.80
短期借款	295	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.47	8.53	9.62	11.02
长期借款	750	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	11.78	12.71	13.19	11.24
资本公积增加	-45	0	0	0	P/B	2.89	2.53	2.24	1.96
其他筹资现金流	-2759	-3311	-2849	-2619	EV/EBITDA	9	9	9	8
<b>现金净增加额</b>	-1751	336	7297	6355					

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。