

兖州煤业（600188）：实现兖煤澳洲借壳上市，合并后协同效应明显 推荐（首次）
煤炭行业

当前股价：21.28 元

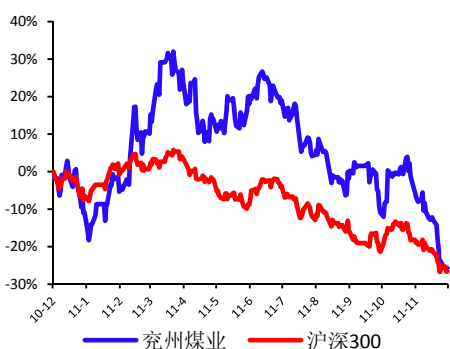
报告日期：2011 年 12 月 23 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	34,844	41,346	50,152	57,486
(+/-)	62.06%	18.66%	21.30%	14.62%
营业利润	12,104	11,140	12,308	13,263
(+/-)	123.91%	-7.96%	10.48%	7.76%
归属于母公司所有者的净利润	9,009	8,355	9,231	9,948
(+/-)	132.16%	-7.25%	10.48%	7.76%
每股收益(元)	1.83	1.70	1.88	2.02
市盈率(倍)	12	13	11	10

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	49.18/23.18
流通市值（亿元）	77.25
每股净资产（元）	8.01
资产负债率（%）	55.52

股价表现（最近一年）


煤炭行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793721

qiuzx@cfsc.com.cn

- 合并协议的主要内容：**公司22日公告称，公司及全资子公司兖煤澳洲公司与澳大利亚格罗斯特签署了《合并提案协议》，将兖煤澳洲和格罗斯特公司合并，并取代格罗斯特在澳大利亚证交所上市。根据合并协议，本次交易完成后公司持有兖煤澳洲的股权比例下降为77%，格罗斯特现有股东持有兖煤澳洲23%的股权。格罗斯特在合并前将对现有股东现金分配7亿澳元。兖煤澳洲参与本次合并的资产主要为在产的4座煤矿资产以及纽卡斯尔港基础设施集团有限公司15.4%的股权，不包括其在普力马煤矿公司（尚未完成交割）、新泰克资源公司、原菲利克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。
- 收购后煤炭资源储量大幅增加。**格罗斯特公司生产的煤炭品种主要为焦煤和动力煤。主要资产包括五个在产煤矿、两个开发中的煤矿及纽卡斯尔港基础设施集团11.6%的股权。目前格罗斯特拥有的煤炭资源量为18.64亿吨，权益资源量为18.03亿吨。我们预计将增加兖煤澳洲煤炭资源储量幅度为57%。对公司资源储量增长可观，有利于保障公司煤炭业务的发展。
- 收购价格较为合理。**根据协议，合并后兖州煤业持有兖煤澳洲77%的股权，格罗斯特原股东持有剩余23%的股权，股权比例为3.35:1。根据合并后的资源量及储量对比，我们认为，此次收购的价格较为合理。
- 格罗斯特煤炭盈利能力较低，但合并后协同效应明显。**格罗斯特预计今年生产原煤600万吨，商品煤约400万吨，净利润预计为5456.2万澳元，吨煤贡献净利润约为87元，盈利能力较兖煤澳洲差。由于格罗斯特公司与兖煤澳洲公司均处昆士兰州且持有纽卡斯尔港设施集团合计27%的股权，合并后将带来明显的协同效应。
- 盈利预测。**我们预计公司2011-2013年净利润分别为83.5、92.3和99.5亿元，公司EPS分别为1.70、1.88和2.02元。对应最新股价的PE分别为13、11和10倍。虽然本次收购对公司盈利贡献较低，但考虑到收购后协同效应明显并且公司在澳洲煤矿的进一步整合及估值优势，我们给予公司“推荐”的评级。
- 风险提示。**重组风险、汇率风险和煤炭价格波动风险。

一、此次收购后公司煤炭资源储量可大幅增加

此次合并后，兖州煤业持有的兖煤澳洲公司的股权比例下降至 77%，而格罗斯特公司原股东持有剩余的 23% 的股权。兖州煤业于 2009 年收购菲利克斯时，向 FIRB 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%。

格罗斯特公司生产的煤种主要是焦煤和动力煤，目前市值约为 14.3 亿元，发行的普通股为 2.029 亿股。公司拥有的资产包括五个在产煤矿、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。资料显示，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。

兖煤澳洲公司参与本次合并的资产未在产的 4 座矿山及纽卡斯尔港基础设施集团有限公司的 15.4% 的股权，不包括其在普力马煤矿公司（尚未完成交割）、新泰克资源公司、原菲利克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。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）。

若本次合并通过，预计可增加兖煤澳洲煤炭资源储量达到 57%，资源储量增幅明显。

图表 1 参与合并的兖煤澳洲公司煤炭资源情况

名称	权益	产能 (万吨/年)	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	煤种	10 年产量 (万吨)
澳思达	100%	360	1.67	0.51	半硬焦煤	170
felix100%-雅若碧 100%	100%	300	1.71	0.6	喷吹煤	230
felix100%-艾诗顿 90%	90%	520	4.37	0.61	半软焦煤	270
felix100%-莫拉本 80%	80%	1600	7.01	3.52	动力煤	390
合计		2780	14.76	5.24		1060
权益合计		2408	12.921	4.475		955

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2 格罗斯特公司煤炭资源情况

单位：（百万吨）	储量	已验证和推 断资源量	已验证、推断和 推测的资源量	备注
Gloucester Basin	75	182	279	2 个在产矿井（Duralie、Stratford）
Middlemount (50% basis)	48	60	61	预计 12 年 1 月投产，产量 380 万吨
Donaldson	152	763	885	
Monash	-	99	577	勘探初期
Combined	275	1,104	1,802	
合计	550	2208	3604	

资料来源：格罗斯特公司网站，华鑫证券研发部

二、收购价格较为合理

根据目前的预案，兖州煤业与格罗斯特公司的股权比例为 3.35:1，格罗斯特公司当前市值为 14.3 亿澳元，若考虑收购溢价 50% 可得 21.4 亿澳元，再减去 7 亿元现金分红为 14.4 亿澳元，公司当时收购 Felix 和奥斯达煤矿价格为 33.5 亿澳元，考虑 50% 溢价后约为 50.5 亿澳元，50.5:14.4 基本可以得到 3.51:1 的对价，因此本次收购的资产与上次收购 Felix 公司溢价相当。并且由于兖煤澳洲参与本次合并的资产不包括刚收购的普力马煤矿、新泰克资源、以及原 Felix 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，所以交易对价中实际上还应扣除 Felix 下属的三个探矿权项目，再考虑节省的上市等相关费用，我们认为此对价对公司有利。

三、格罗斯特公司盈利能力较弱，但将发挥协同效应明显

根据预案，我们可以简单测算收购项目与兖煤澳洲公司盈利能力对比，格罗斯特公司 2011 年预计生产原煤 600 万吨，商品煤 400 万吨，净利润约为 3.46 亿元，吨煤净利润为 87 元；而兖煤澳洲公司 2010 生产原煤 1203 万吨，商品煤 877 万吨，实现净利润人民币 12.37 亿元，吨煤净利润 141 元。我们认为，格罗斯特公司目前的盈利能力比兖煤澳洲公司的盈利能力弱。

我们认为收购格罗斯特公司后，将充分发挥兖煤澳洲公司在当地的协同效应，这主要体现在以下两个方面：一是格罗斯特公司煤矿资源主要在澳大利亚新南威尔士州和昆士兰州，这与兖煤澳洲目前的主要生产经营所在地相同，因此预计未来两者在管理、运输等方面将发挥协同效应。二是格罗斯特公司持有纽卡斯尔港基础设施集团有限公司 11.6% 的股权，加上兖煤澳洲公司拥有的 15.4% 的股权，若成功合并后合计持有该公司的股权比例达到了 27%。按照纽卡斯尔港的规划，可以使兖煤澳洲拥有的纽卡斯尔港的权益年吞吐量达到 1458 万吨/年，使得公司煤炭出口运输瓶颈得以解决，协同效应明显。

图表 3 格罗斯特公司煤炭盈利能力较低（单位：万吨、亿元）

	原煤产量	商品煤	净利润	吨煤净利润
兖煤澳洲（扣汇兑损益）	1203	877	12.37	141
格罗斯特	600	400	3.46	87

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

四、公司盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 83.5、92.3 和 99.5 亿元，公司 EPS 分别为 1.70、1.88 和 2.02 元。对应最新股价的 PE 分别为 13、11 和 10 倍。虽然本次收购对公司盈利贡献较低，但考虑到收购后协同效应明显并且公司在澳洲煤矿的进一步整合及估值优势，我们给予公司“推荐”的评级。

图表 4 公司原煤单位成本预测

所属地区	公司	煤矿	持股比例	产能万吨/年	原煤产量预测（万吨）			
					2010	2011E	2012E	2013E
山东本部	山东本部	南屯煤矿	100%	360	360	360	360	360
		兴隆庄煤矿	100%	680	680	680	680	680
		鲍店煤矿	100%	610	610	610	610	610
		东滩煤矿	100%	740	740	740	740	740
		济宁二号煤矿	100%	420	420	420	420	420
		济宁三号煤矿	100%	620	620	620	620	620
小计			100%	3430	3430	3430	3430	3430
山东菏泽	菏泽能化（98.33%）	赵楼煤矿	98.33%	300	163	280	300	300
		万福煤矿	98.33%	180				100
小计				480	163	280	300	400
陕西	榆林能化	榆树湾煤矿		800				
	未来能源（25%）	金鸡滩煤矿	25%	800				
小计				1600				
山西和顺	山西能化（100%）	天池煤矿	81.31%	120	146	120	120	120
		小计		120	146	120	120	120
澳洲	澳斯达公司（100%）	澳思达煤矿	100%	200	170	200	200	200
		雅若碧	100%	300	230	250	250	300
		艾诗顿	90%	520	270	222	370	370
		莫拉本	80%	1550	390	750	925	1167
		坎贝唐斯煤矿一期	100%	200	0	100	200	200
		坎贝唐斯煤矿二期	100%	1600	0	0	0	0
		米诺华	51%	0	140	0	0	0
		格罗斯特	100%	600		600	700	900
小计				4970	1200	2122	2645	3137
鄂尔多斯	鄂尔多斯能化（100%）	安源煤矿	100%	240		240	240	240
		文玉煤矿	80%	500		167	500	500
		转龙湾井田	100%	500				200
		营盘壕矿	100%	1000				
	昊盛煤业	石拉乌素区井田	61%	800				
小计				3040	0	407	740	940
总计					4940	5759	6535	7127

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

五、风险提示

1、重组风险，本次合并需要经过中国和澳大利亚及相关部门的批准同意，因此面临着一定的重组风险；

2、汇率风险；

3、煤炭价格大幅波动风险。

图表 5 公司盈利预测表

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,484,439	4,134,570	5,015,248	5,748,600
增长率 (%)	62.06%	18.66%	21.30%	14.62%
减：营业成本	1,890,596	2,304,994	2,848,034	3,474,521
毛利率 (%)	45.74%	44.25%	43.21%	39.56%
营业税金及附加	51,712	61,360	74,430	85,314
销售费用	177,444	210,551	255,399	292,745
管理费用	379,839	398,000	435,000	457,000
财务费用	-221,730	107,000	246,000	198,000
费用合计	335,553	715,551	936,399	947,745
期间费用率 (%)	9.63%	17.31%	18.67%	16.49%
资产减值损失	9,267	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	13,100	0	0	0
营业利润	1,210,411	1,114,024	1,230,815	1,326,334
增长率 (%)	123.91%	-7.96%	10.48%	7.76%
营业利润率 (%)	34.74%	26.94%	24.54%	23.07%
加：营业外收入	7,522	0	0	0
减：营业外支出	6,550	0	0	0
利润总额	1,211,383	1,114,024	1,230,815	1,326,334
增长率 (%)	123.87%	-8.04%	10.48%	7.76%
利润率 (%)	34.77%	26.94%	24.54%	23.07%
减：所得税费用	310,076	278,506	307,704	331,583
所得税率 (%)	25.60%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	901,307	835,518	923,111	994,750
增长率 (%)	130.72%	-7.30%	10.48%	7.76%
净利润率 (%)	25.87%	20.21%	18.41%	17.30%
归属于母公司所有者的净利润	900,862	835,518	923,111	994,750
增长率 (%)	132.16%	-7.25%	10.48%	7.76%
少数股东损益	445	0	0	0
总股本	491,840	491,840	491,840	491,840
摊薄每股收益(元)	1.83	1.70	1.88	2.02

资料来源：华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：华鑫证券有色金属行业研究员。经济学士、经济学硕士；
主要研究和跟踪领域：有色金属行业研究。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>