



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 8 月 11 日

煤炭行业

研究部

韩永 CFA

分析员

hanyong@cicc.com.cn

中性

兖州煤业(600188.CH/1171.HK)

可能收购澳洲 Felix 公司，扩展煤炭资源

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	16,596	26,124	19,705	21,360
(+/-)	14.8%	57.4%	-24.6%	8.4%
主营业务利润	8,073	12,624	7,943	7,647
(+/-)	30.5%	56.4%	-37.1%	-3.7%
营业利润	4,891	8,876	4,959	4,836
(+/-)	52.8%	81.5%	-44.1%	-2.5%
净利润	3,219	6,484	3,638	3,548
(+/-)	74.7%	101.4%	-43.9%	-2.5%
每股收益 (元)	0.65	1.32	0.74	0.72
市盈率 (x)	22.0	10.9	19.5	20.0
净资产收益率	15.3%	24.6%	12.7%	11.4%
投入资本回报率	22.3%	34.2%	16.3%	14.6%
每股分红 (元)	0.20	0.17	0.26	0.25
现金分红收益率	1.4%	1.2%	1.8%	1.7%

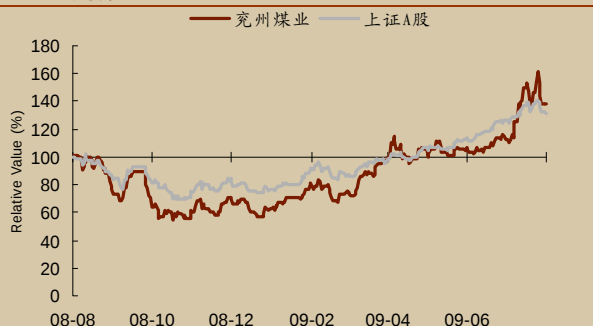
股票信息

H-Share		A-Share
1171 HK	股票代码	600188 CH
HK\$12.12	当前股价	人民币 19.98
0	目标价格	0
36.21	日成交量 (百万股)	17.65
HK\$13.78/2.98	52周最高价/最低价	人民币 23.7/7.6
4,918	发行股数 (百万股)	4,918
80,064	总市值 (百万元)	80,064
360	流通股 (百万股)	360
	主要股东 (持股比例)	兖煤集团 (52.86%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600188.SH]	-10.76	+22.35	+38.27	+142.48
[上证A股指数]	-6.16	+4.35	+25.96	+78.43
[中金煤炭指数]	-7.90	+7.16	+38.77	+174.97

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/24/2005 09 年上半年业绩报告

公司近况：

今日，据 Bloomberg 等媒体报道，兖州煤业与澳大利亚 Felix 公司基本达成了收购协议，兖州煤业将以大约 20 澳元/股的价格收购 Felix 股票。

评论：

收购 Felix 将使得公司煤炭资源和产量得到显著扩展。Felix 近几年煤炭销量和业绩较快增长，2008 年其煤炭销量 700 万吨，权益的可采储量 3.68 亿吨。

收购价格基本公允。如果和国内煤炭的几起海外收购相比，定价较高。当然，中国神华、开滦股份收购的为探矿权，并非建成的成熟煤矿；而 Felix 为已有的运营煤矿，因此其定价偏高有其合理性。如果将兖州收购 Felix 的作价与目前煤炭公司的交易价格相比，属于基本合理。

收购可能不需再融资。由于截至 09 年 1 季度末，兖州煤业手持 96.89 亿元人民币的现金，短期贷款为 0，长期借款仅为 1.76 亿元。因此，此次收购可能不需要再融资，可以利用自有资金和银行贷款来完成。

估值与建议：

对于收购还有许多不确定性及尚未被证实，我们维持 2009、2010 年的业绩预期，即国内企业会计准则下分别为 0.74 和 0.72 元，对应动态市盈率 27.0x、27.7x；香港国际企业财务报告制度下分别为 0.80 元和 0.77 元，对应动态市盈率为 13.4 倍和 14.3 倍。我们维持中性的投资评级。

风险：

中国企业去收购澳洲的煤炭企业，在审批过程中，是否会受到阻挠和障碍？

关于兖州煤业将要收购 Felix 的新闻

8 月 10 日晚，兖州煤业发布《重大资产重组事项暨停牌公告》，宣布公司正在筹划重大资产重组事项，从 8 月 10 日开始停牌，停牌时间不超过 30 天。在 30 天之内公司将披露重大资产重组预案，然后恢复交易；如果 30 天之内（9 月 9 日）不能通过重大资产重组预案，则将于 9 月 9 日恢复交易，并且 3 个月之内不再筹划重大资产重组项目。

在此则公告中，兖州煤业并没有公告重大资产重组的内容，也没有指明收购的对象以及主要的交易条款。

而根据 8 月 10 日 Bloomberg 等媒体报道，兖州煤业已经基本达成收购澳大利亚 Felix 的议案，计划以 20.0 澳元/股的价格收购 Felix，比 8 月 7 日的收盘价 16.9 澳元溢价约 18.3%。

Felix 公司的基本情况

Felix 近几年煤炭销量和业绩较快增长。其中煤炭销量从 2006 年的 378 万吨增加到 2008 年的 700 万吨，而 EPS 则从 0.17 澳元增加到 0.96 澳元。

图表 1: Felix 近几年的煤炭销量和业绩

(百万澳元)	2006A	2007A	2008A
主营业务收入	205.0	232.6	416.1
营业利润(亏损)	21.7	2.6	113.1
税前利润	30.0	49.8	254.3
非经常项前利润	30.1	47.2	188.5
净利润(亏损)	30.1	47.0	188.3
异常项目前基本每股收益	0.2	0.3	1.0
基本每股收益	0.2	0.3	1.0
摊薄每股收益	0.2	0.3	1.0
每股股利	0.0	0.1	0.5
净资产收益率	8.9	12.4	39.9
每股帐面价值	1.9	2.0	2.8
煤炭销量(千吨)	3779	5278	7005

资料来源：公司资料，中金公司研究部

目前，Felix 公司下属 6 个煤矿，这些煤矿的基本情况，包括煤种、储量、产能规模如下表所示。

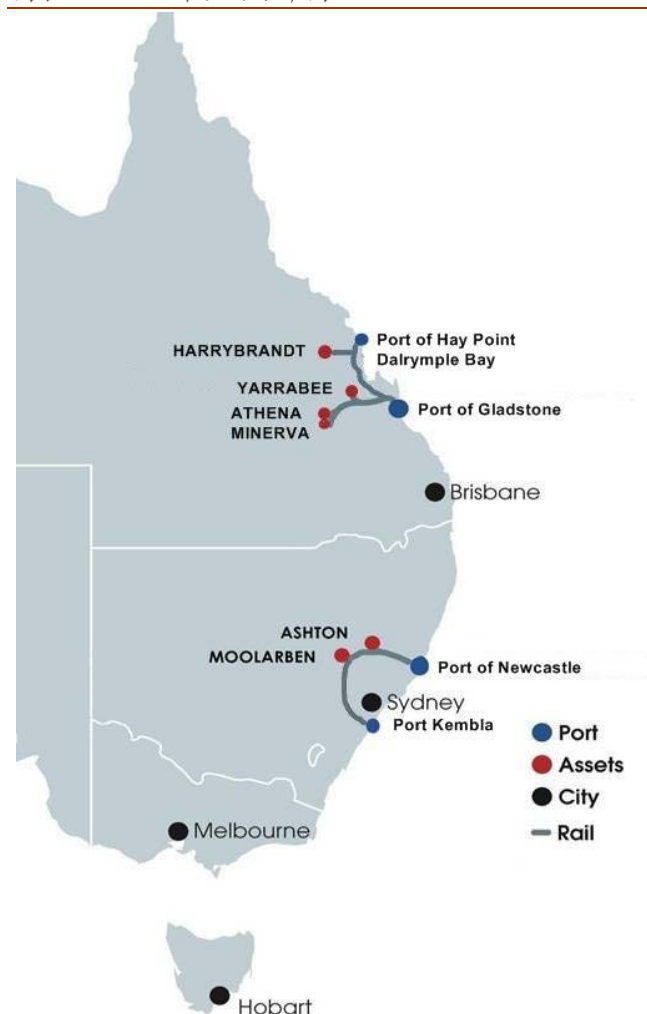
图表 2: Felix 下属煤矿的基本情况

(百万吨)		权益总资 源量	权益可 售储量	产能(百万 吨/年)	煤种
Athena	井工	51%	285.6		动力煤
Ashton	井工及露天	60%	271.2	43.6	焦煤
Moolarben	露天	80%	325.3	222.2	动力煤
Moolarben	井工	80%	239.8	63.3	动力煤
Harrybrandt	露天	100%	102.5		无烟煤
Yarrabee	露天	100%	100.8	24.8	动力煤
Minerva	露天	51%	40.0	14.7	动力煤
合计			1,365.3	368.5	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

Felix 下属煤矿的分布如下图所示。

图表 3: Felix 煤矿的分布图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

收购作价基本合理

根据报道，兖州煤业收购 Felix 的作价大约为每股 20.0 澳元，比停牌前 2009 年 8 月 7 日收盘价 16.90 澳元溢价 18%。对 Felix 的总作价为 37 亿澳元（约 31 亿美元），折合约 212 亿元人民币。

如果和国内煤炭公司的几起海外收购相比，其单位储量的定价较高。

当然，中国神华、开滦股份收购的为在海外的探矿权，并非建成的成熟煤矿；而 Felix 为已有的运营煤矿，因此其定价偏高有其合理性。

图表 4: 国内几起收购的对比

	勘探区域	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)
中国神华	澳大利亚沃特马克勘探区域	100,000	
开滦股份	加拿大盖森煤田	28,400	14,182
兖州煤业	澳大利亚南田煤矿		4,100
兖州煤业	Felix	136,530	36,850

	收购价款 (亿元)	资源量单位收购价 (元/吨)	可采储量单位收购价 (元/吨)
中国神华	21.8	2.2	
开滦股份	3.5	1.2	2.4
兖州煤业	1.9		4.6
兖州煤业	212.0	15.5	57.5

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

如果将兖州煤业收购 Felix 的作价与目前煤炭公司的交易价格相比, 属于基本合理。

图表 5: 收购作价与市场交易价格对比

	09 PE	09 PB
港股能源公司中值	18.9	2.0
国际综合能源公司中值	17.8	2.0
美国煤炭公司中值	25.7	2.4
Felix	14.3	5.4

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

收购可能不需再融资。由于截至 09 年 1 季度末, 兖州煤业手持 96.89 亿元人民币的现金, 短期贷款为 0, 长期借款仅为 1.76 亿元。因此, 此次收购可能不需要再融资, 可以利用自有资金和银行贷款来完成。

维持中性的投资评级

对于收购还有许多不确定性及尚未被证实, 我们维持 2009、2010 年的业绩预期, 即国内企业会计准则下分别为 0.74 和 0.72 元, 对应动态市盈率 27.0x、27.7x; 香港国际企业财务报告制度下分别为 0.80 元和 0.77 元, 对应动态市盈率为 13.4 倍和 14.3 倍。我们维持中性的投资评级。

风险

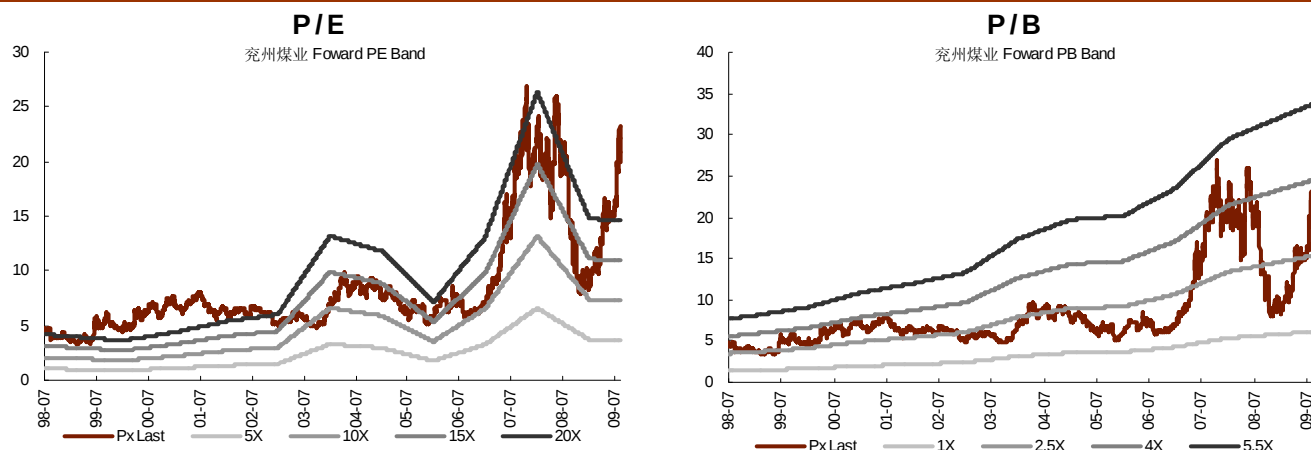
中国企业去收购澳洲的煤炭企业, 在审批过程中, 是否会受到阻挠和障碍?

图表 6：盈利预测主要假设变化

	2009E	2010E
本部煤炭产量 (万吨)	3,344	3,584
煤炭平均单价 (元/吨)	509	518
煤价涨幅		
精煤		
1号精煤	-24%	5%
2号精煤		
国内销售	-24%	5%
出口	-17%	-17%
3号精煤		
国内销售	-24%	0%
出口	-17%	-17%
块煤	-22%	0%
经筛选原煤	-20%	0%
混煤及其它	-10%	0%
宽煤出口合同煤价 (美元/吨)	\$77.00	\$77.00
出口煤均价 (元/吨)	¥646.64	¥538.81
澳洲出口煤价 (美元/吨)	\$70.00	\$70.00

资料来源：中金公司研究部

图表 7：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 8: 历史和预测的财务指标

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营收入	14,458	16,596	26,124	19,705	21,360
主营业务成本	7,990	8,224	13,107	11,409	12,468
主营业务利润	6,187	8,073	12,624	7,943	7,647
减: 营业费用	1,038	686	687	590	640
管理费用	2,007	2,579	2,904	2,636	2,624
财务费用	-33	-72	234	-242	-268
营业利润	3,201	4,891	8,876	4,959	4,836
利润总额	3,126	4,546	8,869	4,977	4,855
所得税	1,286	1,330	2,387	1,340	1,307
净利润	1,842	3,219	6,484	3,638	3,548
每股盈利 (元)	0.37	0.65	1.32	0.74	0.72
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.17	0.26	0.25
资产负债表					
货币资金	6,028	5,780	9,691	11,650	11,550
应收票据	2,062	2,732	2,770	2,090	2,265
应收账款	407	436	731	551	598
存货	580	440	820	713	780
其他流动资产	996	711	1,262	536	782
流动资产合计	10,072	10,099	15,274	15,541	15,974
长期投资	96	1,307	970	970	970
固定资产	11,058	13,362	14,149	15,232	17,277
无形资产及其他资产	1,315	1,158	1,724	1,863	1,846
资产合计	22,541	25,926	32,118	33,606	36,067
应付账款	663	559	789	677	740
预收账款	733	983	795	795	795
应交税金	356	229	711	711	711
其他应付款	1,760	1,909	2,040	2,040	2,040
其他流动负债	301	440	-1,943	257	331
流动负债合计	3,982	4,275	5,512	4,633	4,785
长期应付款	483	25	12	14	17
负债合计	4,807	4,841	5,700	4,823	4,978
少数股东权益	62	50	50	50	50
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备和未分配利润	12,754	16,117	21,450	23,814	26,121
股东权益合计	17,672	21,036	26,368	28,733	31,039
负债及股东权益合计	22,541	25,926	32,118	33,606	36,067
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	4,377	4,581	7,204	5,678	4,392
投资活动产生的现金流量	(4,373)	(3,683)	(3,437)	(2,660)	(3,521)
筹资活动产生的现金流量	(1,316)	(1,048)	(997)	(1,058)	(971)
主要财务比率					
增长					
收入	14%	15%	57%	-25%	8%
息税折旧摊销前利润	34%	81%	-41%	1%	0%
息税前利润	52%	89%	-48%	-3%	0%
税前利润	-20%	45%	95%	-44%	-2%
净利润	-26%	75%	101%	-44%	-2%
摊薄每股盈利	-26%	75%	101%	-44%	-2%
利润率					
毛利率	43%	49%	48%	40%	36%
息税折旧摊销前利润率	30%	35%	40%	31%	29%
息税前利润率	30%	35%	40%	31%	29%
税前利润率	22%	27%	34%	25%	23%
净利润率	13%	19%	25%	18%	17%
资产周转比率					
总资产周转率	0.64	0.64	0.81	0.59	0.59
固定资产周转率	1.31	1.24	1.85	1.29	1.24
流动性比率					
速动比率	2.38	2.26	2.62	3.20	3.18
流动比率	2.53	2.36	2.77	3.35	3.34
杠杆比率					
净债务权益比率	-0.32	-0.26	-0.36	-0.40	-0.37
资产负债率	0.21	0.19	0.18	0.14	0.14
息税前利润/净财务费用	-96.1	-66.5	39.0	-19.5	-17.0
杜邦分析					
净利润率	13%	19%	25%	18%	17%
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6
资产/股东权益	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
净资产回报率	10%	15%	25%	13%	11%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 9：可比公司估值

	Price	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
	2009-8-10	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
A/B股 煤炭公司	(Rmb)	(Rmb)											
焦煤公司													
西山煤电*	37.20	0.53	1.44	1.10	1.60	70.10	25.84	33.68	23.31	14.09	9.70	8.17	6.65
平煤股份*	33.01	1.38	2.48	1.12	1.37	23.90	13.33	29.40	24.11	4.99	3.83	4.38	3.95
开滦股份*	23.45	0.51	0.67	0.60	0.74	46.40	34.97	39.04	31.79	9.38	6.71	6.01	5.32
金牛能源	41.20	0.73	2.49	1.74	2.01	56.83	16.53	23.75	20.55	8.94	5.29	5.15	3.73
煤气化	23.00	0.68	1.33	0.81	1.08	33.97	17.27	28.40	21.36	5.09	4.68	3.89	3.51
盘江股份	29.97	0.32	1.08	1.35	1.68	94.25	27.85	22.27	17.80	12.27	n.a	n.a	n.a
中间值 - 焦煤						51.61	21.56	28.90	22.33	9.16	5.29	5.15	3.95
无烟煤公司													
兰花科创*	38.25	1.24	2.45	1.90	2.07	30.91	15.59	20.10	18.44	6.91	4.96	4.32	3.79
神火股份*	28.05	1.12	1.53	0.97	1.52	25.07	18.30	28.86	18.41	10.74	7.18	6.12	4.96
国阳新能	41.97	0.52	1.51	1.30	1.46	80.71	27.79	32.33	28.71	6.25	8.15	7.20	5.96
中间值 - 无烟煤						30.91	18.30	28.86	18.44	6.91	7.18	6.12	4.96
其他煤炭公司													
中国神华*	36.80	1.03	1.34	1.44	1.54	35.71	27.53	25.56	23.84	5.57	4.91	4.33	3.85
兖州煤业*	19.98	0.65	1.32	0.74	0.72	30.53	15.16	27.01	27.69	4.67	3.73	3.42	3.17
中煤能源*	14.45	0.49	0.51	0.51	0.58	29.30	28.13	28.51	25.13	5.09	3.02	2.81	2.60
大同煤业	42.74	0.89	2.40	2.03	2.27	48.02	17.81	21.05	18.82	9.30	5.19	5.07	3.67
上海能源	23.57	0.71	1.54	1.22	1.56	33.24	15.31	19.32	15.08	5.97	3.94	3.86	n.a
恒源煤电	33.20	1.07	1.35	1.50	1.61	31.09	24.59	22.19	20.58	5.54	4.43	3.92	3.40
潞安环能	46.68	1.53	2.48	1.99	2.20	30.51	18.82	23.48	21.21	6.60	6.28	6.07	n.a
露天煤业	28.31	0.74	0.65	0.77	0.81	38.26	43.30	36.96	34.78	8.96	11.55	n.a	n.a
郑州煤电	10.34	0.30	0.30	0.14	0.24	34.47	34.47	73.86	43.08	4.41	3.79	n.a	n.a
国投新集	18.08	0.27	0.65	0.70	0.94	66.00	27.82	26.01	19.21	7.89	5.59	4.89	n.a
中间值 - 其他煤						33.85	26.06	25.79	22.53	5.77	4.67	4.13	3.40
中间值						34.47	24.59	27.01	21.36	6.60	5.08	4.63	3.79
H股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	32.95	1.03	1.34	1.49	1.60	29.93	21.22	19.41	18.71	4.75	3.83	3.43	3.11
兖州煤业*	12.12	0.66	1.32	0.80	0.77	17.35	7.92	13.36	14.25	2.62	1.92	1.84	1.75
中煤能源*	10.98	0.51	0.54	0.62	0.69	20.12	17.58	15.56	14.51	4.32	2.14	1.98	1.85
福山能源*	5.60	-0.01	0.10	0.26	0.33	n.a	49.23	18.91	15.49	35.28	2.24	1.79	1.62
恒鼎实业	8.76	0.37	0.49	0.31	0.52	23.61	17.99	27.90	16.81	3.36	3.09	2.91	2.53
中间值						21.86	17.99	18.91	15.49	4.32	2.24	1.98	1.85
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合性公司													
Rio Tinto	49.22	5.69	2.26	2.64	2.98	10.30	25.92	22.22	19.68	3.03	4.62	2.98	2.90
BHP Billiton	31.74	2.29	2.75	1.77	1.54	16.49	13.72	21.32	24.58	7.21	5.42	5.22	4.82
Anglo American	31.42	5.58	4.34	1.32	1.87	3.38	4.35	14.27	10.11	1.13	1.01	1.01	0.81
XSTRATA	13.12	5.78	2.12	0.70	0.96	1.36	3.71	11.23	8.22	0.32	0.58	0.75	0.69
中间值						6.84	9.03	17.80	14.90	2.08	2.81	2.00	1.86
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.32	0.04	0.03	0.02	0.02	7.43	9.52	13.33	16.00	4.44	3.47	3.23	2.81
美国													
Peabody	35.65	1.00	3.55	1.38	2.28	35.65	10.04	25.81	15.66	3.82	2.66	2.65	2.29
Arch Coal	18.01	1.23	2.47	0.36	1.29	14.64	7.29	50.31	13.92	1.68	1.47	1.45	1.37
Consol	38.13	1.47	2.43	3.27	3.33	25.94	15.69	11.66	11.45	5.72	3.94	3.40	2.63
Massey	28.55	1.17	0.69	1.12	1.79	24.40	41.38	25.56	15.94	2.91	2.03	2.14	1.78
中间值						25.17	12.87	25.69	14.79	3.37	2.34	2.40	2.03
中间值						15.57	11.88	21.77	14.79	2.97	2.34	2.40	2.03
为中金公司预测值										其他为Bloomberg市场预测平均			

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。