

兖州煤业(600188)

资产收购一小步，海外扩张一大步

金润 杨立宏
 021-38676277 010-59312711
 jinrun@gtjas.com yanglihong@gtjas.com

本报告导读：

- 兖州煤业收购澳洲菲利克斯更改融资方案，由自有资金和银行借款融资，改为完全依靠银行借款完成收购。

事件：

- 兖州煤业公布购买澳大利亚菲利克斯公司报告书
- 2009年8月13日，公司和设立于澳大利亚并且于澳大利亚证券交易所上市的公司 Felix Resources Limited (“目标公司”) 签署了《安排执行协议》，公司的全资子公司兖州煤业澳大利亚有限公司 (“兖煤澳洲公司”) 将通过安排方案的方式，由其全资子公司澳思达煤矿有限公司 (“澳思达公司”) 以 16.95 澳元/股 (约合人民币 96.38 元/股) 的现金对价收购目标公司的全部股份。截至本报告书签署日，目标公司已发行 196,455,038 份普通股和 170,000 份股票期权；若 170,000 份股票期权全部行权，目标公司的股份总数将达到 196,625,038 股。如果公司成功收购目标公司 100% 股份，需为本次收购支付总金额约为 33.33 亿澳元 (约合人民币 189.51 亿元) 现金的对价。
- 2009年9月11日，公司第四届董事会第十次会议调整后的融资方案如下：通过银行贷款的方式筹措本次收购所需全部资金。具体而言，中国银行悉尼分行或由其为牵头行组成的银团将向兖煤澳洲公司以银行贷款的方式提供支付本次收购所需的全部资金，兖煤澳洲公司将向澳思达公司提供资金以支付本次收购对价。

评论：

- 兖州煤业本次公布收购澳洲菲利克斯公司报告书主要的内容在于融资方案的细化。不同于8月公布的预案中由公司的自有资金和银行贷款来进行收购，而是改为完全由银行借款解决。9月11日公司董事会决议将融资方案调整为由兖煤澳洲公司向中国银行悉尼分行或其牵头的银团借款等值于 200 亿人民币的美元或澳元来进行收购。如果公司成功按照此方案完成收购计划，那么将成为资本市场上又一次完美运用财务杠杆为股东创造企业价值的经典案例。
- 此次收购澳洲菲利克斯公司总价款为 33.3 亿澳元，折合人民币 189.51 亿，收购权益探明储量为 1.32 亿吨，权益探明及推定储量为 3.86 亿吨，权益产能 1593 万吨，吨产能收购价格为 1190 元/吨。菲利克斯截止 2009 年 6 月 30 日净资产为 7.12 亿澳元，本次收购 PB 为 4.68。按照国内收购煤矿的价格对比，本次收购价格明显偏贵，但考虑到国内煤炭资源市场争夺激烈，地方保护主义及区位优势，公司及兖煤集团在贵州、陕西等地区收购资源屡屡受挫，海外高价收购也是公司发展不得已而求其次的选择，也为公司今后持续海外资源扩张积累经验。
- 根据公告，本次收购菲利克斯的资产主要包括 4 个运营中的煤矿、2 个开发中的煤矿以及 3 个煤炭勘探项目，根据 2 个开发中煤矿的投产进度测算，目标资产 09 至 13 年的产能复合增长为 29.56%，增长较快，公司在澳洲市场估值方面享有一定的溢价也在情理之中。
- 根据我们测算，预计目标资产 2010 年净利润为 20.4 亿元。由于收购资产新增 200 亿借款，借款利息将大幅增加，200 亿借款的新增利息为 12 亿元(假设借款年利率 6%)，若扣除税盾影响，税后新增利息费用为

评级：谨慎增持

上次评级：

目标价格：¥ 22.00

上次预测：

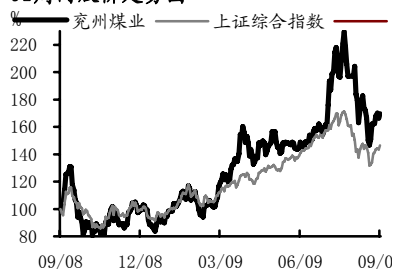
当前价格：¥ 19.21

2009.09.16

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.60 ~ 23.70
总市值 (百万元)	84,892
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,918/2,318
流通 B 股/H 股	
流通股比例	47.1%
日均成交量 (百万股)	19.7
日均成交值 (百万元)	278.1

52 周内股价走势图



9 亿元（假设税率为 25%）。此外，收购方实际控制人兖州煤业商誉也将大幅上升，约增加 26.18 亿澳元（折合人民币约 153.8 亿），但新会计准则规定商誉不再进行摊销，仅在年末做减值测试，所以一般情况下商誉不影响盈利。那么本次收购对兖州煤业 10 年、11 年净利润分别贡献约为 11.4 和 15.4 亿元，增厚 10 年、11 年 EPS 约 0.23 元和 0.31 元，假设收购成功，我们对兖州煤业的 09-11 年每股盈利预测调整为 0.78 元、1.1 元和 1.18 元。届时公司因资源扩张缓慢而引发的估值折价将重新考量，参考主流动力煤企业的估值水平和成长性，给予公司 10 年 20 倍 PE，目标价格 22 元，谨慎增持。

- 煤炭资产盈利良好，也容易从银行借款获得借款。虽然借款增加，其财务风险也往往不大，目标公司 08、09 年税后净利润分别高达 41.7% 和 35.4%，完全能够覆盖财务利息增加的影响。本次融资方案的好处在于公司不必像股权融资那样摊薄业绩，也不必花费自有资金，完全利用财务杠杆为股东创造企业价值。
- 风险提示：公司本次交易尚需获得境内外多个官方机构的核准或审批，境内包括得到山东国资委、国家发改委、中国证监会核准或批准，以及报山东商务厅备案，但主要的不确定性在于外方，包括需要目标公司股东大会通过、澳大利亚法院两次听证，需要获得澳大利亚外国投资审查委员会审批、澳大利亚联邦财政部长无异议通知或许可以及澳大利亚证券投资委员会无异议函。此外，公司煤炭销售以市场销售为主，对煤价波动相对敏感，若煤价出现意外下滑，则公司业绩可能低于我们预期。

表 1：兖州煤业收购澳洲菲利克斯公司煤矿资产一览

煤矿名称	持股比例	煤种	评估日期	总资源量(亿吨)	探明储量(万吨)	推定储量(万吨)	产能(万吨)	状况
Yarrabee 露天煤矿	100%	高炉喷吹煤，少量动力煤	Dec-08	1.172	2,610	140	170	运营
Ashton 露天煤矿	60%	半软焦煤，少量低灰动力煤	Dec-08	1.19	2,920	1,990	350	运营
Ashton 地下煤矿	60%	半软焦煤	Dec-08	3.23	2,350	2,390		运营
Minerva 露天煤矿	51%	低灰分动力煤	Jun-08	0.785	1,360	1,520	260	运营
Moolarben 露天煤矿	80%	动力煤	Jun-08	4.07	4,040	23,730	1,000	2010 年 3 月投产
Moolarben 地下煤矿	80%	低灰分动力煤	Jun-08	3	4,410	3,500	350	2013 年投产
Athena 地下煤矿	51%	动力煤	Oct-04	5.6				勘探期
Harrybrand 露天煤矿	100%	高炉喷吹煤和低灰动力煤	May-08	1.025				勘探期
Wilpeena 露天煤矿	100%	高炉喷吹煤						勘探期
储量及产量合计				20.07	17,690	33,270	2,130	
权益储量及产量合计				13.76	13,226	25,327	1,593	

数据来源：公司公告，国泰君安证券整理

表 2: 收购菲利克斯目标资产后的简单盈利预测

产量 (万吨)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
喷吹煤	158.5	164.2	150.6	170	170	170	170	170
半软焦煤	185.2	288.1	323.4	330	350	350	350	350
动力煤	196.4	259.5	257.1	860	1160	1260	1540	1610
合计	540.1	711.8	731.1	1360	1680	1780	2060	2130
价格假设 (美元/吨)								
喷吹煤	56	74	121	100	100	100	100	100
半软焦煤	54	104	187	160	160	160	160	160
动力煤	52	67	85	65	65	65	65	65
价格假设 (人民币元/吨)								
喷吹煤	427	505	823	683	683	683	683	683
半软焦煤	414	711	1274	1093	1093	1093	1093	1093
动力煤	395	462	582	444	444	444	444	444
收入				858,531	1,013,572	1,057,967	1,182,273	1,213,350
税前利润率				45%	45%	45%	45%	45%
税前利润				386,339	456,107	476,085	532,023	546,007
所得税率				25%	25%	25%	25%	25%
税后利润				289,754	342,081	357,064	399,017	409,505
少数股东占比				29.60%	28.56%	28.20%	30.39%	30.86%
归属于母公司的净利润				204,001	244,387	256,374	277,770	283,119
新增借款税后利息费用				90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
新增合并报表净利润				114,001	154,387	166,374	187,770	193,119
兖州煤业总股本 (万股)				491,840	491,840	491,840	491,840	491,840
新增 EPS				0.23	0.31	0.34	0.38	0.39

数据来源: 国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com