

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

澳洲增资+参股煤矿，继续看好未来成长性

事件描述

公司今日发布公告，主要内容如下：

- 拟对全资子公司兖煤澳洲公司增加股本投资 9.09 亿澳元，约合 59 亿元人民币，本次增资完成后，兖煤澳洲公司的股本投资从 6400 万澳元提高至 9.73 亿澳元；
- 兖煤澳洲公司全资附属公司拟出资 2.5 亿美元（约合人民币 16.64 亿元），收购新加坡万邦集团通过其澳大利亚全资附属公司所持有的艾诗顿煤矿合资企业 30% 股权，收购完成后，公司将持有艾诗顿煤矿合资企业 90% 权益；
- 兖煤澳洲公司全资附属公司拟出资 2.01 亿澳元（约人民币 13.22 亿元）向日本双日会社在澳大利亚的附属公司出售米诺华煤矿合资企业 51% 股权；
- 出资 13.5 亿元拟与兖矿集团有限公司等公司共同投资设立陕西未来能源化工有限公司，公司占比 25%，主要负责陕西省投资的煤制油项目和配套煤制油开发工作。

事件评论

第一，公司对兖煤澳洲增加股本投资，有利于降低财务费用，并为澳洲公司上市做好准备

兖煤澳洲公司于 2009 年 12 月收购了澳大利亚菲利克斯资源有限公司 100% 股权。目前，兖煤澳洲公司拥有 5 座生产运营中的煤矿和 3 个勘探项目。公司将以自有资金向兖煤澳洲公司增加股本投资 9.09 亿澳元（折合人民币约 59 亿元）。本次增资完成后，本公司对兖煤澳洲公司股本投资从 6400 万澳元提高至 9.73 亿澳元。对公司的影响主要是：

- 根据公司的测算，资产负债率将降至 72.34%，有息债务资产比例将降至 65.31%，有助于公司降低财务费用，优化公司资产负债结构；
- 根据 2009 年收购菲利克斯公司时的承诺，兖煤澳洲公司最迟于 2012 年底在澳大利亚。公司正在积极推动兖煤澳洲公司的上市工作。

表 1: Felix 煤矿资源量和产量

煤矿资产	状态	煤种	持股比例	资源量	储量	商品煤产能	09 财年产量
Yarrabee 露天煤矿	运营	高炉喷吹	100%	117.2	27.5	170	151
Ashton 露天煤矿	运营	半软焦煤	60%(至 90%)	118.9	49.1	350	323

Ashton 地下煤矿	运营	半软焦煤	60%(至 90%)	322.7	47.4		
Minerva 露天煤矿	运营	动力煤	51% (至 0%)	78.5	28.8	260	257
Moolarben 露天煤矿	在建	动力煤	80%	406.6	277.7	1000	-
Moolarben 地下煤矿	在建	动力煤	80%	299.8	79.1	350	-
Athena 地下煤矿	勘探		51%	560	-	-	-
Harry-brandt 露天煤矿	勘探		100%	102.5	-	-	-
Wilpeena 露天煤矿	勘探		100%	0	-	-	-
合计				2006.2	509.6	2130.0	731.0
权益合计				1375.4	385.5	1592.6	475.9

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：公司 2006A-2012E 各商品煤销量及预测

	2006A	2007A	2008A	2009Q1-3	2009A	2010Q1	2010H1	2010Q1-3	2010E	2011E	2012E
一、本部合计	3433	3249	3240	2444	3333	822.3	1649	2482	3310	3310	3310
1 号精煤：半软焦煤	87	71	36		69		43		70	70	70
2 号精煤：半软焦煤	557	726	743		836		413		840	840	840
3 号精煤：动力煤	1213	862	292		172		58		220	220	220
块煤	56	69	116		140		72		150	150	150
精煤小计	1912	1728	1187		1218		586		1280	1280	1280
经筛选原煤	1083	1136	1793		1710		877		1700	1700	1700
混煤及其它	438	385	260		406		187		330	330	330
二、山西能化	14	119	110	70	99	28.6	78	113	140	140	140
三、菏泽能化					2	31.1	49	66	140	220	300
四、兖煤澳洲	19	142	148	106	163	224.1	303	550	965	1141	1273
五、外购煤		78	258	129	206	17.7	207	377	350	350	350
本集团总计	3466	3589	3756	2749	3802	1106	2286	3588	4885	5161	5373

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司拟收购艾诗顿煤矿 30%股权至 90%，并全部出售米诺华煤矿 51%股权，完成后公司半软焦煤产量占比提升，权益产量略有下降

公司出资 2.5 亿美元（约合人民币 16.64 亿元），收购新加坡万邦集团通过其澳大利亚全资附属公司所持有的艾诗顿煤矿 30%股权，收购完成后，公司将持有 90%权益；同时，公司拟出资 2.01 亿澳元（约人民币 13.22 亿元）向日本双日会社在澳大利亚的附属公司出售米诺华煤矿全部 51%股权。收购完成后，公司的权益产量由 879 万吨，下降至 826 万吨。

表 3: 2010-2013 年 Felix 权益产量略有下降, 但煤种结构优化

煤矿名称	煤种	股权调整后持股 比例	股权调整后持股 比例	商品煤产能	2010E-调整前	2010E-调整后
Yarrabee	高炉喷吹	100%	100%	170	220	220
Ashton	半软焦煤	60%	90%	350	300	300
Minerva	动力煤	51%	0%	260	280	280
Moolarben	动力煤	80%	80%	1350	420	420
Felix 产量			-	2130	1220	1220
Felix 权益产量			-	1593	879	826

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第三, 拟参股陕西未来能源化工有限公司 25% 股权, 主要负责陕西省投资煤制油项目及配套煤矿的前期工作, 产能规模有望进一步扩大

公司拟与兖矿集团有限公司等公司共同投资设立陕西未来能源化工公司。兖州煤业以自有资金出资 13.5 亿元, 出资比例为 25%。未来能源公司将主要负责在陕西省投资的煤制油项目和配套煤矿 (陕西榆神矿区金鸡滩煤矿) 的筹备开发工作。

根据相关媒体报道, 榆神矿区金鸡滩煤矿属于陕西省 5 个重大煤矿项目, 设计生产能力可能达到 800 万吨/吨, 其他项目还包括榆横矿区小纪汗煤矿、神府矿区郭家湾煤矿、庙哈孤矿区安山煤矿、神府矿区青龙寺煤矿, 总规模为 3020 万吨/年。目前该项目已成功获得国家能源局“路条”, 同意开展项目前期工作。

公司参股陕西未来能源化工有限公司, 未来资源量和产能有望进一步扩张。

第四, 公司业绩增长主要来源于: 价格弹性 + 近期澳洲增量 + 远期陕西内蒙项目增量

公司我们认为公司具备长期价值:

- (1) 公司现货煤比例占总销量的 65% 左右, 将更充分的享受到煤价上涨带来的弹性;
- (2) Felix 的收购为公司提供了良好的成长性, 预计 2010-2012 年原煤产量分别为 4885 万吨, 5165 万吨和 5373 万吨;
- (3) 公司远期的成长性来源于榆树湾煤矿、鄂尔多斯能化和昊盛煤业:
 - 榆树湾煤矿年生产能力 800 万吨, 但由于股权问题未能解决, 年产量仅 250 万吨左右, 以维持榆林 60 万吨甲醇项目。煤种主要煤种是低灰、低硫、低磷、高热量的不粘煤和长焰煤, 目前不含税价格约 400 元/吨;
 - 鄂尔多斯能化是 2009 年 12 月 18 日出资设立的全资子公司, 负责建设年产 60 万吨甲醇项目, 内蒙古政府计划为公司配备了 16.8 亿吨的煤炭储量。该煤化工项目配套矿井的规划产量为 1000 万吨;
 - 公司拟收购的昊盛煤业下辖石拉乌素井田, 新增煤资源储量为 21.44 亿吨 (权益 8.384 亿吨), 矿区煤炭平均发热量在 7000 大卡左右, 属低灰份、低硫、特低磷、高热量的优质动力煤, 石拉乌素计划产能 1000 万吨/年。
 - 参股的陕西榆神矿区金鸡滩煤矿

表 4: 公司后备项目一览

煤矿	井田面积	储量	规划产能	煤种
鄂尔多斯能化	-	16.80	1000	优质动力煤
榆树湾煤矿	88.9	18.05	800	不粘煤、长焰煤
昊盛煤业	69	21.44	1000	优质动力煤
金鸡滩煤矿	-	-	800	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，预计 2010 年-2012 年 EPS 1.648、1.741 和 1.973 元，维持“推荐”评级

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.648 元，1.799 元和 2.035 元，对应估值为 16.51 倍，15.12 倍和 13.37 倍，看好公司成长性和提价预期，并且 4 季度澳元汇率大幅上涨，公司直接受益于澳元升值和国际煤价的上涨，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21500	35330	40216	43660	货币资金	12293	15421	22364	30706
营业成本	12220	17929	19364	20523	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	9280	17400	20852	23137	应收账款	732	1171	1333	1447
% 营业收入	43.2%	49.3%	51.9%	53.0%	存货	886	1274	1373	1454
营业税金及附加	428	704	801	870	预付账款	76	103	111	118
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	1907	3091	3519	3820
销售费用	578	1237	1408	1528	流动资产合计	20885	29187	37950	47588
% 营业收入	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	265	265	265	265
管理费用	3156	4946	5630	6112	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%	长期股权投资	972	972	972	972
财务费用	-162	-911	455	427	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.8%	-2.6%	1.1%	1.0%	固定资产合计	18272	20716	21986	23080
资产减值损失	-14	10	5	4	无形资产	19336	18369	17451	16578
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	777	777	777	777
投资收益	112	0	0	0	递延所得税资产	1612	3	1	1
营业利润	5406	11415	12553	14196	其他非流动资产	134	134	134	134
% 营业收入	25.1%	32.3%	31.2%	32.5%	资产总计	62252	70422	79536	89394
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	1620	0	0	0
利润总额	5411	11415	12553	14196	应付款项	1435	1824	1966	2081
% 营业收入	25.2%	32.3%	31.2%	32.5%	预收账款	1664	2826	3217	3493
所得税费用	1505	3196	3515	3975	应付职工薪酬	584	861	928	983
净利润	3907	8219	9038	10221	应交税费	719	1365	1511	1696
归属于母公司所有者					其他流动负债	4918	7023	7680	8188
的净利润	3880.3	8104.6	8850.1	10008.1	流动负债合计	10941	13899	15302	16440
少数股东损益	26	114	188	213	长期借款	20912	20912	20912	20912
EPS (元/股)	0.79	1.65	1.80	2.03	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1791	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	149	149	149	149
经营活动现金流净额	6172	9406	12127	13707	负债合计	33793	34960	36362	37501
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	28358	35247	42769	51276
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-20152	0	0	0	少数股东权益	102	216	404	617
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28459	35463	43173	51893
固定资产投资	-1730	-4353	-3402	-3437	负债及股东权益	62252	70422	79536	89394
其他	-2612	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-24494	-4353	-3402	-3437		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.789	1.648	1.799	2.035
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.77	7.17	8.70	10.43
银行贷款增加 (减少)	20532	-1620	0	0	PE	34.48	16.51	15.12	13.37
筹资成本	2033	-305	-1782	-1928	PEG	0.93	0.44	0.41	0.36
其他	-4066	0	0	0	PB	4.72	3.80	3.13	2.61
筹资活动现金流净额	18499	-1925	-1782	-1928	EV/EBITDA	20.77	10.41	8.24	6.95
现金净流量	176	3128	6943	8342	ROE	13.7%	23.0%	20.7%	19.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。