

兖州煤业 (600188. SH)

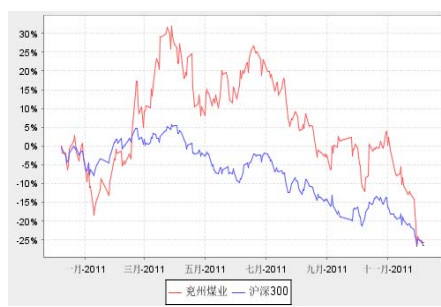
澳洲上市取得实质性进展，扩张步伐坚定

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): 24.27-26.75
 分析师: 刘昭亮 分析师: 龚云华
 S0740510120026 S0740510120014
 021-20315150 021-20315156
 liuzl@r.qlzq.com.cn gongyh@r.qlzq.com.cn
 2011 年 12 月 23 日

基本状况

总股本(百万股)	4918.40
流通股本(百万股)	360.00
市价(元)	21.28
市值(百万元)	104663.55
流通市值(百万元)	7660.80

股价与行业-市场走势对比



业绩预测 (盈利预测中不包含汇兑损益)

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	21,500.3	34,844.3	41,986.0	43,220.1	49,925.3
营业收入增速	-18.41%	62.06%	20.50%	2.94%	15.51%
净利润增长率	-38.64%	132.16%	-11.65%	-8.19%	20.26%
摊薄每股收益(元)	0.79	1.83	1.62	1.49	1.79
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	29.20	15.50	13.15	14.32	11.91
PEG	—	0.12	—	—	0.59
每股净资产(元)	5.77	7.47	8.49	9.98	11.77
每股现金流量	1.25	1.28	4.03	2.36	2.51
净资产收益率	13.68%	24.53%	19.05%	14.89%	15.18%
市净率	4.00	3.80	2.51	2.13	1.81
总股本(百万股)	4,918.40	4,918.40	4,918.40	4,918.40	4,918.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011 年 12 月 22 日，公司发布公告：兖煤以及全资子公司“兖煤澳洲”与“澳大利亚格罗斯特煤炭有限公司”签署《合并提案协议》，将“兖煤澳洲”与“格罗斯特”合并。交易完成后，兖州煤业持有兖煤澳洲的 77% 股份，格罗斯特现有股东将持有兖煤澳洲的 23%，兖煤澳洲将取代格罗斯特实现在澳大利亚证券交易所上市 (Australia Securities Exchange)。
- 本次交易的大背景主要为以下两方面：首先，本次交易是公司实现全球战略扩张的重要一步，意义重大。本次合并除了将增加权益煤炭储量 2.76 亿吨，未来公司将利用“兖煤澳洲”的资本运作平台，更加积极、便捷地参与澳洲矿产资源的收购和兼并，为兖煤扫除资源瓶颈障碍、实现做大做强关键战略性举措。二是兑现承诺。公司曾于 2009 年收购菲利克斯时，向澳洲外国投资审查委员会 (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%。因此，若本次交易顺利完成，公司可能在后续将采用增发的方式进一步降低对兖煤澳洲的持股比例至 70%，而募集资金则可能用于继续对第三方煤矿的收购以及现有项目的建设。
- 格罗斯特公司的主要资产以及背景：与目前兖煤澳洲的情况相似，格罗斯特公司的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。格罗斯特公司的煤炭储量为 3.24 亿吨，权益储量为 2.76 亿吨。煤种主要为焦煤和动力煤。2011 财年原煤产量约 600 万吨，商品煤产量约 400 万吨。其股票自 1985 年起在澳交所上市交易，总股本为 2.029 亿股，其中来宝集团持有 64.5%。截至 2011 年 12 月 16 日总市值约为 14.3 亿澳元。即目前股价为 7.05 澳元。
- 本次交易对价对兖煤而言各有取舍。从净资产角度而言，兖煤是占优的；从利润角度而言则对方占优。

- 盈利能力差距较大。根据我们的粗略测算，格罗斯特公司 2011 财年煤炭销售价格约为 490 元/吨，吨煤净利润 58 元/吨，利润率 12%；目前兖煤澳洲煤矿资产的盈利较好，销售均价 774 元/吨，吨煤净利润 221 元/吨，利润率 28%。其主要原因是煤质上的显著差异：目前兖煤澳洲煤炭销售结构中有 56% 为冶金煤，销售均价明显较高。因此，根据合并公司中兖煤股权占比 77% 计算的资源储量和产量虽然高于合并之前的水平，但利润占比是下降的。
- 从资产角度：格罗斯特公司扣除 7 亿澳元的现金分配之后，净资产为 20 亿澳元。合并公司净资产为应为 78 亿澳元，按兖煤 77% 的股权占比，合并前后净资产将从 57 亿澳元上升至 60 亿澳元。其主要原因是两个公司的资产负债率的巨大差异——兖煤澳洲资产负债率为 84%，格罗斯特公司为 24.5%。
- 综合角度看，公司实现了上市，且资产之间将有显著的协同效应：持有纽卡斯尔港股权从原来的 15.4% 上升至 27%。铁路港口设施的话语权提升进一步增强了公司在澳洲煤炭销售的可控性，保障未来煤矿产能的顺利释放。
- “价值保障机制”存在一定的风险。根据《合并协议》：在本次合并完成 18 个月后，如果兖煤澳洲的股份（最后三月的成交量加权均价）低于 6.96 澳元/股时，兖州煤业将以现金或股票形式将其持股价值补足至 6.96 澳元/股，但保障上限为 3 澳元/股。格罗斯特现有股东所持股份中至少有 1.3 亿股不能获得该保障机制。此协议体现了兖煤对澳洲业务的发展具备十足的信心，但不排除全球经济系统性风险有可能导致股价长期低迷，虽然概率较小，但也存在被动执行该条款的可能性。
- 总体而言，我们看好公司本次合并上市的战略性举措具有重大意义，同时也再次强调公司优秀的管理团队所具有积极进取精神将持续改善兖煤的成长预期。虽然本次交易并不能增厚公司业绩，但明显增厚公司的资源储量和产能，铁路和港口设施所带来的协同效应，以及未来澳洲公司扩张所具备的优厚环境。基于目前全球煤炭需求放缓以及澳大利亚煤价下跌的现实背景，我们下调公司 2012 年盈利预测，同时不考虑汇兑损益情况：预测 2011~2013 年每股收益为 1.62 元、1.49 元、1.79 元。鉴于公司未来持续的扩张预期，我们维持公司“买入”评级。合理价格区间 24.27~26.75 元。
- 风险提示：本次交易仍需两国政府机构部门以及交易对方股东的通过；宏观经济系统性风险。

图表 1：兖煤澳洲 与格罗斯特公司合并前后比较分析与预测

	合并单元	持股比例	资源量 (亿吨)	权益资源 量(亿 吨)	资源储量 (亿吨)	权益资源储 量(亿吨)	2010年(格罗斯特为2011财年)				
							原煤产量 (万吨)	商品煤产量 (万吨)	销售价格 (元/吨)	利润(万 澳元)	吨煤利润 (元/吨)
合并前	兖煤澳洲		32.52	27.08	9.40	8.69	1203	876	774	26707	221
	格罗斯特		18.64	18.03	3.24	2.76	600	400	490	5456	58
	合计		51.16	45.11	12.64	11.45	1803	1276		32164	
合并后	兖州煤业	77%	39.39	34.73	9.73	8.82	1388	983		24766	
	格罗斯特	23%	11.77	10.38	2.91	2.63	415	293		7398	
合并前	兖煤澳洲		总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债 率	股本(亿 股)	市值(亿澳 元)				
	格罗斯特		357	57	83.93%						
	合计		41	20	24.46%	2.029	14.3				
合并后	兖州煤业	77%	398	78	80.51%						
	格罗斯特	23%	306	60		PE估值 (亿澳元)	PB估值 (亿澳元)				
国际估值 指标	Description		Market Cap	P/E	ROE %	Div. Yield %	Debt to Equity	Price to Book			
	Basic Materials		116337.4 2B	14.875	18.152	2.851	43.801	3.674			
	Industrial Metals & Minerals		32069.60 B	14.9	24.6	2.622	27.829	4.47			

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	26,353	21,500	34,844	41,986	43,220	49,925
增长率	58.79%	-18.4%	62.1%	20.5%	2.9%	15.5%
营业成本	-13,491	-12,220	-18,906	-22,517	-24,755	-28,229
% 销售收入	51.2%	56.8%	54.3%	53.6%	57.3%	56.5%
毛利	12,862	9,280	15,938	19,470	18,465	21,696
% 销售收入	48.8%	43.2%	45.7%	46.4%	42.7%	43.5%
营业税金及附加	-397	-428	-517	-596	-614	-709
% 销售收入	1.5%	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-687	-578	-1,774	-2,393	-2,464	-2,846
% 销售收入	2.6%	2.7%	5.1%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-2,967	-3,156	-3,798	-4,409	-4,538	-5,242
% 销售收入	11.3%	14.7%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	8,811	5,118	9,848	12,072	10,849	12,899
% 销售收入	33.4%	23.8%	28.3%	28.8%	25.1%	25.8%
财务费用	-246	162	2,217	-1,083	-902	-912
% 销售收入	0.9%	-0.8%	-6.4%	2.6%	2.1%	1.8%
资产减值损失	4	14	-93	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	75	112	131	81	100	106
% 税前利润	0.9%	2.1%	1.1%	0.7%	1.0%	0.9%
营业利润	8,644	5,406	12,104	11,069	10,047	12,093
营业利润率	32.8%	25.1%	34.7%	26.4%	23.2%	24.2%
营业外收支	15	5	10	-78	-12	-19
税前利润	8,660	5,411	12,114	10,991	10,035	12,075
利润率	32.9%	25.2%	34.8%	26.2%	23.2%	24.2%
所得税	-2,322	-1,505	-3,101	-3,008	-2,699	-3,250
所得税率	26.8%	27.8%	25.6%	27.4%	26.9%	26.9%
净利润	6,337	3,907	9,013	7,983	7,336	8,824
少数股东损益	13	26	4	24	29	37
归属于母公司的净利润	6,324	3,880	9,009	7,959	7,307	8,788
净利率	24.0%	18.0%	25.9%	19.0%	16.9%	17.6%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6,337	3,907	9,013	7,983	7,336	8,824
少数股东损益	0	0	0	24	29	37
非现金支出	1,299	1,679	2,697	2,931	3,377	3,746
非经营收益	-147	-420	827	1,246	1,153	1,154
营运资金变动	-71	1,007	-6,249	7,640	-256	-1,391
经营活动现金净流	7,419	6,172	6,288	19,823	11,639	12,370
资本开支	3,104	1,730	4,797	6,718	8,225	9,825
投资	654	-20,383	-1,282	0	0	0
其他	-1,051	-2,381	-295	81	100	106
投资活动现金净流	-3,501	-24,494	-6,374	-6,638	-8,126	-9,719
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-280	20,532	617	-462	0	0
其他	-929	-2,131	-2,281	-1,250	-4,143	-1,241
筹资活动现金净流	-1,209	18,401	-1,665	-1,711	-4,143	-1,241
现金净流量	2,709	78	-1,751	11,474	-629	1,410
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	9,695	12,293	10,790	22,240	21,583	22,956
应收款项	3,382	5,723	14,439	9,924	10,717	13,913
存货	823	886	1,646	1,434	1,568	1,883
其他流动资产	1,488	1,983	2,599	2,550	2,578	2,615
流动资产	15,389	20,885	29,475	36,149	36,445	41,367
% 总资产	46.7%	33.5%	40.5%	43.4%	41.3%	41.6%
长期投资	1,000	1,237	1,300	1,300	1,300	1,300
固定资产	14,245	18,272	19,378	19,042	18,281	17,413
% 总资产	43.2%	29.4%	26.6%	22.9%	20.7%	17.5%
无形资产	1,577	20,129	20,805	24,851	30,447	37,375
非流动资产	17,552	41,367	43,354	47,062	51,898	57,958
% 总资产	53.3%	66.5%	59.5%	56.6%	58.7%	58.4%
资产总计	32,941	62,252	72,829	83,211	88,344	99,326
短期借款	215	1,620	625	329	329	329
应付款项	4,023	6,412	5,584	8,488	8,896	10,586
其他流动负债	1,674	2,909	4,649	7,342	4,731	5,199
流动负债	5,912	10,941	10,858	16,160	13,956	16,114
长期贷款	176	20,912	21,661	21,661	21,661	21,661
其他长期负债	88	1,940	3,502	3,502	3,502	3,502
负债	6,177	33,793	36,021	41,323	39,119	41,277
普通股股东权益	26,565	28,358	36,722	41,779	49,086	57,874
少数股东权益	200	102	86	109	138	175
负债股东权益合计	32,941	62,252	72,829	83,211	88,344	99,326
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.286	0.789	1.832	1.618	1.486	1.787
每股净资产 (元)	5.401	5.766	7.466	8.494	9.980	11.767
每股经营现金净流 (元)	1.508	1.255	1.278	4.026	2.361	2.508
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.590	0.590	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.81%	13.68%	24.53%	19.05%	14.89%	15.18%
总资产收益率	19.20%	6.23%	12.37%	9.56%	8.27%	8.85%
投入资本收益率	38.99%	9.42%	14.85%	20.54%	15.65%	16.22%
增长率						
营业总收入增长率	58.79%	-18.41%	62.06%	20.50%	2.94%	15.51%
EBIT 增长率	83.22%	-41.92%	92.43%	22.57%	-10.13%	18.90%
净利润增长率	96.47%	-38.64%	132.16%	-11.65%	-8.19%	20.26%
总资产增长率	27.06%	88.98%	16.99%	14.26%	6.17%	12.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	7.2	4.8	4.9	5.1	5.5
存货周转天数	17.1	25.5	24.4	22.4	22.4	23.7
应付账款周转天数	19.1	32.3	27.3	25.9	26.3	26.2
固定资产周转天数	126.3	224.7	185.5	159.2	155.0	136.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.76%	35.94%	31.03%	-1.17%	0.34%	-2.08%
EBIT 利息保障倍数	35.9	-31.6	-4.4	11.1	12.0	14.1
资产负债率	18.75%	54.28%	49.46%	49.66%	44.28%	41.56%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308