

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

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

执业证书编号： S0490510120019

兖煤澳洲拟合并格罗斯特，并在澳洲上市

事件描述

兖州煤业今日发布关于兖煤澳洲与格罗斯特煤炭公司提议合并的公告，其主要内容为：

- 公司与澳大利亚格罗斯特煤炭有限公司签署《合并提案协议》，计划将兖煤澳洲与格罗斯特合并，并取代格罗斯特在澳大利亚交易所上市；
- 本次交易仍需双方在完成尽职调查后，最终确认双方合并资产的价值以及合并比例。

事件评论

第一，本次交易完成后，兖州煤业持有兖州澳洲 77%股权（合并比例待尽职调查后确定），兖煤澳洲取代格罗斯特在澳洲上市

12月22日兖州煤业、兖煤澳洲和格罗斯特签署《合并提案协议》，协议约定，兖煤澳洲将换股合并格罗斯特全部股份（扣除格罗斯特将向其合并前向登记在册的股东实施现金分配 7 亿澳元的元现金价值），格罗斯特股东还可以选择获得兖州煤业对其所持合并后公司股份提供一定程度的价值保障。

协议初步确定，本次合并交易完成后，兖州煤业将持有兖煤澳洲的 77%股份，格罗斯特现有股东将持有兖煤澳洲的 23%股份，最终股权比例确认需待尽职调查完成之后确定，交易完成后兖煤澳洲将取代格罗斯特在澳交所上市交易。

本次交易将实现公司于 2009 年收购菲利克斯时向澳大利亚外商投资委员会 FIRB 的承诺（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%）。

双方拟合并资产：

- **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（兖煤澳洲拥有这些资产的优先购买权）。
- **格罗斯特：**资产包括 5 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。根据公告，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。

表 1：兖煤澳洲拟参与合并煤炭资产概况

	权益	产能	资源量	可采储量	煤种	10 产量
澳思达	100%	360	1.67	0.51	半硬焦煤	170
亚拉比	100%	300	1.71	0.60	喷吹煤	230
艾诗顿	90%	520	4.37	0.61	半软焦煤	270
莫拉本	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

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

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：格罗斯特拟参与合并煤炭资产概况

	状态	储量	已验证和推断资源量	已验证、推断和推测的资源量	煤种	备注
Gloucester Basin	在产矿	0.75	1.82	2.79	焦煤和动力煤（2 个在产矿）	2011 财年产量约 600 万吨，销量约 400 万吨
Donaldson	在产矿	1.52	7.63	8.85	焦煤和动力煤（3 个在产矿）	
Middlemount	在建矿	0.48	0.6	0.61	半硬焦煤 65-70% 低挥发性喷吹煤 30-35%	预计 12 年 1 月投产，产量 380 万吨
Monash	在建矿	-	0.99	5.77	半软焦煤 58% 动力煤 42%	勘探初期

根据公告，格罗斯特 5 个在产矿和 2 个在建矿符合 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，另外还包括纽卡斯尔港基础设施有限公司 11.6% 股权

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，通过净资产、净利润、资源量和储量口径进行对比，本次合并交易定价基本合理，其中兖煤澳洲在资源量和储量方面占优势

根据初步方案，兖州煤业在合并后的兖煤澳洲持股 77%，格罗斯特原股东持股 23%，双方股权比例为 3.35:1，通过净资产、净利润、资源量和储量口径进行对比，本次合并交易双方股权比例确认定价基本合理。

表 3：本次合并兖煤澳洲与格罗斯特资产对比

	兖煤澳洲 包含部分未置入资产	兖煤澳洲 扣除未置入资产估算	格罗斯特 扣除现金分红	比例（兖煤澳洲包含部分未 置入资产与格罗斯特比）
净资产(11H-亿元)	57.4		20.0	2.87
净利润（11 财年）	12.37（估算）		3.46	3.58
资源量	32.52	19	18.64	1.74
权益资源量	28.08	16	18.03	1.56
储量	9.4	5	3.24	2.90

权益储量	8.69	4.3	2.76	3.15
产量	1203		600	2

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，格罗斯特现有矿井盈利能力一般，合并完成后基本没有增厚，看好长期资产运营特别是铁路港口方面的协同效应

格罗斯特公司主要煤炭产品为炼焦煤和动力煤，2011 财年生产原煤约 600 万吨，商品煤约 400 万吨，净利润 5456.2 万澳元，吨煤净利润约人民币 87 元/吨，盈利能力较兖煤澳洲稍差。根据 11 财年净利润数据，简单测算合并成功后，归属于兖州煤业股东净利润为 $77\% \times (12.37 + 3.46) = 12.19$ 亿元，相对于原 11 财年归属于兖州煤业股东净利润 12.37 亿元（均扣除汇兑损益）略有减少，短期业绩增厚不明显，但公司将长期受益于合并交易完成后将带来协同效应，特别是包括纽卡斯尔港基础设施有限公司 11.6% 股权将于兖煤澳洲 15.4% 的股权合并，铁路、港口等基础设施将受益。

表 4：11 财年兖煤澳洲与格罗斯特盈利能力对比(单位:万吨/亿元)

	原煤产量	商品煤	净利润	吨煤净利
兖煤澳洲（扣汇兑损益）	1,203	877	12.37	141
格罗斯特	600	400	3.46	87

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，按照目前股价兖煤澳洲上市资产 PE 为 24.6 倍，估值水平基本合理

根据格罗斯特现有股价及合并计划简单模拟，兖煤澳洲拟并入资产的 PE 估值水平约 10.01 倍（不扣除汇兑损益利润），扣除汇兑损益估值水平约 24.61 倍，与格罗斯特目前估值水平 26.21 倍以及澳洲主要煤炭上市公司估值水平比较，基本合理。

表 5：兖煤澳洲合并上市估值模拟

项目	
格罗斯特股本	2.03
停牌前股价	7.05
格罗斯特市值	14.3
格罗斯特估值水平 PE	26.21
预计合并后总股本/总市值（按照最新股价）	8.82/62.17
兖煤澳洲资产对应市值	47.87
兖煤澳洲资产对应市值（人民币）	304.44
兖煤澳洲 11 财年净利润	30.41
资产上市估值水平 PE	10.01
兖煤澳洲 11 财年净利润（扣除汇兑损益）	12.37
资产上市估值水平 PE	24.61

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 6：澳洲上市煤炭公司估值水平

	Price	EPS(ttm)	P/E	P/B
New Hope Corp. Ltd	5.68	0.606	9.31	1.99
WHITEHAVEN FPO	5.44	0.020	272	2.59
AQUILA RES BNS DEF	6.21	-0.163	-	6.96
COAL & ALLIED IND	94.09	8.130	11.57	9.76

资料来源：彭博，长江证券研究部

第五，十二五期间实现“双倍增长”，兖煤澳洲上市打开澳洲基地增长空间

公司成长性较好，明确提出“十二五”期间“双倍增长”规划目标，计划煤炭产销量增长两倍至 1.5 亿吨，销售收入增长两倍到千亿，根据规划产量年复合增长率达到 25%。

- 11-12 年公司煤炭产量增长主要增量来源于：兖煤澳洲莫拉本煤矿（1600 万吨）和新泰克一期（200 万吨）、鄂尔多斯能化安源煤矿（240 万吨）、文玉煤矿（300 万吨）和普力马项目（500 万吨）；
- 公司远期的成长性来源于内蒙陕西后备项目，以及澳洲新泰克二期（1600 万吨），预计 2013-2015 年逐步投产。

第六，预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.77 元、1.79 元和 2.11 元，对应 PE 为 12.0 倍、11.9 倍和 10.1 倍，继续看好公司未来成长性和资源获取能力，维持“推荐”评级。其中 4 季度由于澳元兑美元升值，预计汇兑收益对公司业绩的正面影响约 0.13 元（前三季度为-0.03 元）。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	34844	44042	49020	55552	货币资金	10790	16550	25064	34472
营业成本	18906	24733	28068	31418	交易性金融资产	239	239	239	239
毛利	15938	19309	20952	24134	应收账款	4030	5007	5573	6316
% 营业收入	45.7%	43.8%	42.7%	43.4%	存货	1646	1979	2247	2515
营业税金及附加	517	654	727	824	预付账款	243	241	273	306
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	2116	2728	2999	3399
销售费用	1774	2334	2500	2833	流动资产合计	29475	39957	51102	63912
% 营业收入	5.1%	5.3%	5.1%	5.1%	可供出售金融资产	194	194	194	194
管理费用	3798	4845	5392	6111	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	1106	1106	1106	1106
财务费用	-2217	-142	575	543	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-6.4%	-0.3%	1.2%	1.0%	固定资产合计	19476	18282	17067	15760
资产减值损失	93	0	0	0	无形资产	20119	19113	18157	17250
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	668	668	668	668
投资收益	131	0	0	0	递延所得税资产	1752	0	0	0
营业利润	12104	11618	11758	13823	其他非流动资产	39	39	39	39
% 营业收入	34.7%	26.4%	24.0%	24.9%	资产总计	72829	79358	88333	98929
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	625	0	0	0
利润总额	12114	11618	11758	13823	应付款项	1644	2220	2521	2820
% 营业收入	34.8%	26.4%	24.0%	24.9%	预收账款	1474	1762	1961	2222
所得税费用	3101	2904	2939	3456	应付职工薪酬	824	1084	1230	1377
净利润	9013	8713	8818	10367	应交税费	1347	1245	1283	1498
归属于母公司所有者					其他流动负债	4945	6252	7046	7908
的净利润	9008.6	8713.4	8818.2	10367.1	流动负债合计	10858	12562	14042	15825
少数股东损益	4	0	0	0	长期借款	21661	21661	21661	21661
EPS (元/股)	1.83	1.77	1.79	2.11	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	2581	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	921	921	921	921
经营活动现金流净额	6288	8390	11302	12362	负债合计	36021	35144	36624	38407
取得投资收益	5	0	0	0	归属于母公司	36722	44128	51624	60436
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	1148	0	0	0	少数股东权益	86	86	86	86
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	36808	44214	51709	60521
固定资产投资	-4797	-840	-890	-856	负债及股东权益	72829	79358	88333	98929
其他	-2724	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6374	-840	-890	-856		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.832	1.772	1.793	2.108
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.47	8.97	10.50	12.29
银行贷款增加 (减少)	617	-625	0	0	PE	11.62	12.01	11.87	10.10
筹资成本	1668	-1165	-1898	-2098	PEG	2.42	2.51	2.48	2.11
其他	-4043	0	0	0	PB	2.85	2.37	2.03	1.73
筹资活动现金流净额	-1759	-1790	-1898	-2098	EV/EBITDA	9.30	7.56	6.58	5.27
现金净流量	-1845	5759	8514	9408	ROE	24.5%	19.7%	17.1%	17.2%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。