

兖州煤业(600188)跟踪研究报告

——合并格罗斯特有三重积极意义

能源/煤炭

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 26 日

投资要点：

- 兖州煤业发布公告，称兖州煤业澳洲分公司将吸收合并并在澳大利亚上市的格罗斯特 (Gloucester Coal Ltd)，并取代格罗斯特在澳大利亚上市。截至 12 月 23 日，格罗斯特在澳交所股价为 8.44 澳元。
- 兖煤澳洲给出的交易方案中带有价值保障，对格罗斯特原有股东利益进行了程度相当高的保护。格罗斯特原股东有意愿进行换股，大股东来宝集团为显示其对合并后公司的信心，有可能选取直接换股，不需价值保障的方法参与合并。新公司中，兖州煤业占其股权 77%，格罗斯特原股东占 23%。
- 格罗斯特公司的主要资产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。煤炭储量 3.24 亿吨，权益储量 2.76 亿吨。公司在澳大利亚已发行普通股 2.029 亿股。格罗斯特今年收购唐纳森公司，将公司的原煤生产能力提升到 600 万吨/年。2011 财年，格罗斯特营业收入达到 3.06 亿澳元，净利润 5456 万澳元。
- 此次合并有三方面积极意义：1、毋庸置疑的，兖煤澳洲资产规模、资源储量和生产能力得到了提升；2、兑现承诺，兖煤澳洲在澳大利亚上市；3、拓展出口通路。兖煤澳洲未来产量增加明显，原有的港口配额捉襟见肘，吸收合并后，新公司持有纽卡基础设施集团股权比例增加至 27%，对增加公司港口使用配额大有裨益。
- 预计兖州煤业 2011-2013 年每股收益分别为 1.74 元、1.99 元和 2.49 元，分别对应 12.43X、10.82X 和 8.67X 动态市盈率，估值水平位于行业中游。短期内，公司受到澳元汇率变动、明年可能增加的澳洲碳税等负面预期影响，可能导致公司估值难以迅速提高，考虑到兖煤近 3 年来资源储量和后续产能持续增长，我们仍然看好公司的长期发展，故维持公司“推荐”评级。

业绩预测：

	主营业收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	34844.39	62%	9008.62	132%	1.83		11.78	
2011E	43903.93	26%	8540.07	-5%	1.74		12.43	
2012E	52245.67	19%	9805.27	15%	1.99		10.82	
2013E	63217.27	21%	12246.59	25%	2.49		8.67	

走势图



市场数据

2011/12/25

收盘价：	21.58 元
52 周最高价：	38.91 元
52 周最低价：	20.39 元
平均持仓成本：	28.36 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股)：	491,840
流通 A 股 (万股)：	296,000
每股收益 (元)：	1.25
每股净资产 (元)：	8.01
每股经营现金流 (元)：	3.36
市净率：	2.69

分析师：王师

执业证书编号：S0550511030001

TEL: (8621)6336 7000 248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

事件:

兖州煤业发布公告,称兖州煤业澳洲分公司将吸收合并并在澳大利亚上市的格罗斯特 (Gloucester Coal Ltd),并取代格罗斯特在澳大利亚上市。

点评

1、交易背景:

兖州煤业在 2009 年收购 Felix 时曾对澳大利亚外商投资委员会作出过承诺:兖煤澳洲将于 2012 年 12 月 31 日前在澳大利亚交易所上市,并且兖州煤业对兖煤澳洲的所有权不超过 70%。

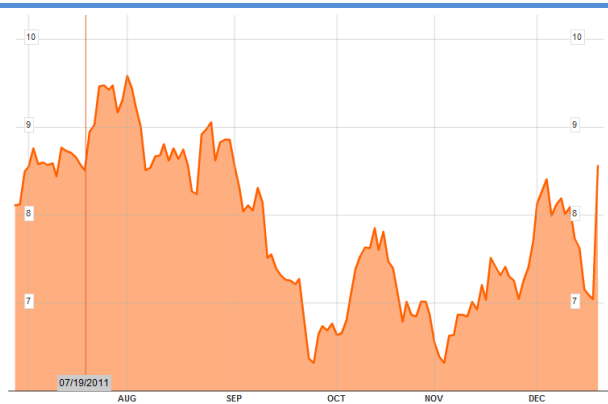
此次兖州煤业吸收合并格罗斯特,一方面是兑现 09 年的澳洲业务上市承诺,更重要的目的是扩充其在澳洲的资源储备\生产\出口能力,为兖煤澳洲在澳大利亚的进一步扩张铺路。

2、交易内容

此次交易中,兖州煤业全资子公司兖煤澳洲通过向格罗斯特原股东发行股票,将格罗斯特进行吸收合并。合并方案为格罗斯特首先向原有股东进行现金分配(7 亿澳元),然后兖煤澳洲将换股合并全部格罗斯特股权。

换股过程中,格罗斯特原股东可进行两种选择:1、1 股格罗斯特换一股合并后的新公司;2、1 股格罗斯特股权换一股合并后新公司股权,并带有 1 份价值保障。价值保障内容为,此次合并 18 个月后,如果兖煤澳洲股价低于 6.96 澳元,则兖州煤业对其股价补足至 6.96 澳元,但最多不超过 3 澳元/股。截至 12 月 23 日,格罗斯特在澳交所股价为 8.44 澳元。

图 1: 格罗斯特 (gloucester, GLC, AU) 股价变动



资料来源: 彭博资讯 东北证券

从兖煤澳洲给出的交易方案来看,对格罗斯特原有股东利益进行了程度相当高的保

护。兖煤澳洲目前生产规模明显大于格罗斯特，格罗斯特原股东有意愿进行换股。格罗斯特原大股东来宝集团为显示其对合并后公司的信心，有可能选取直接换股，不需价值保障的方法参与合并。

在合并后的新公司中，兖州煤业占其股权 77%，格罗斯特原股东占 23%。兖州煤业在 09 年收购 Felix 时曾做出承诺，未来将兖煤澳洲重新在澳大利亚上市，而且兖煤占上市公司股权不超过 70%。兖煤澳洲吸收格罗斯特后的新公司中，兖州煤业 77% 的持股比例超出既有承诺，因此公司未来可能采取发行新股或减持股票的方式降低持股比例。

在组建后的新公司中，将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。兖煤澳洲的放顶煤技术、洁净煤技术也不参与其中。这些资产将在合并前转由兖州煤业继续持有，兖煤澳洲（新公司）将拥有这些资产的优先购买权。

3、交易双方简介

➤ 兖煤澳洲

兖煤澳洲是兖州煤业的全资子公司，主要资产位于澳大利亚新南威尔士州和昆士兰州，包括五座在产煤矿，八个煤矿资源勘探项目，超洁净煤技术以及纽卡斯尔港基础设施集团有限公司 15.4% 的股权等。兖煤澳洲的煤炭储量为 9.4 亿吨（不含尚未交割的普力马煤矿。）

2010 年度，兖煤澳洲公司生产原煤 1,203 万吨，生产商品煤 876 万吨；实现净利润人民币 26.64 亿元。2011 年 1~6 月，兖煤澳洲公司生产原煤 577 万吨，生产商品煤 439 万吨；实现净利润人民币 17.09 亿。

表 1 兖煤澳洲部分主力在产矿和勘察项目一览

	股权比例	矿井类型	煤种	原煤年产能 万吨	洗选能力 万吨	资源量 万吨
在产煤矿						
Yarrabee	100%	露天	喷吹煤(90%) 动力煤(10%)	180	250	14650
Minerva	//	露天	动力煤	260		7460
Ashton	90%	露天、井工	半软焦煤（85%） 动力煤（15%）	560	540	43720
Moolarben	80%	露天、井工	动力煤	一期 1200(二期井工矿 400)		70640
勘探项目						
Athena	51%	井工				56000
Harry-brandt	100%	露天				9600
wilpeena	100%	露天				2720

资料来源：公司公告 东北证券

➤ 格罗斯特

格罗斯特公司的主要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。格罗斯特煤炭储量为 3.24 亿吨，权益储量 2.76 亿吨。公司在澳大利亚上市多年，已发行普通股 2.029 亿股，其中大股东来宝集团持有 64.5%。截至 12 月 23 日，公司股价为 8.44 澳元。

今年 7 月，格罗斯特收购唐纳森公司，将公司的原煤生产能力提升到 600 万吨/年，商品煤产能 400 万吨/年。相比兖煤澳洲，格罗斯特焦煤占比较大，优质主焦煤赋存条件非常好，硫分灰分较低；公司的优质动力煤平均发热量可达 6000 大卡以上，部分可达 7500 大卡。2011 财年，格罗斯特营业收入达到 3.06 亿澳元，净利润 5456 万澳元。

4、投资建议

兖州煤业是国内煤炭企业全球化战略最为清晰和成功的公司。公司在澳大利亚布局多年，已对当地资源情况、行业规则、政策走向和进出口路径相当熟稔。兖煤澳洲吸收格罗斯特公司，对兖州煤业在澳大利亚的进一步发展提供了良好补充。

对格罗斯特的合并，我们认为主要有三方面积极意义：第一，毋庸置疑的，兖煤澳洲资产规模、资源储量和生产能力得到了提升。对整个兖州煤业在十二五期间的总产量达到 5000 万吨提供助力；2、兑现承诺，兖煤澳洲在澳大利亚上市；3、拓展出口通路。兖煤澳洲持有纽卡斯尔港基础设施集团 15.4% 股权，格罗斯特持有该集团股权 11.6%，吸收合并后，兖煤澳洲新公司持有纽卡基础设施集团 27% 的股权。由于兖煤澳洲现有产能本身较大，莫拉本矿未来产量又增加明显，原有的港口配额捉襟见肘，吸收港口建设集团股权对增加公司港口使用配额大有裨益。

预计兖州煤业 2011-13 年每股收益分别为 1.74 元、1.99 元和 2.49 元，分别对应 12.43X、10.82X 和 8.67X 动态市盈率，估值水平位于行业中游。短期内，公司受到澳元汇率变动、明年可能增加的澳洲碳税等负面预期影响，可能导致公司估值难以迅速提高。考虑到兖煤近 3 年来资源储量和后续产能持续增长，我们仍然看好公司的长期发展，故维持公司“推荐”评级。

5、风险提示：

澳元汇率大幅下跌；澳大利亚碳税征收额超出市场预期。

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34844	43904	52246	63217
营业成本	18906	24199	29179	35153
营业税金及附加	517	726	834	1021
营业费用	1774	1884	2381	2825
管理费用	3798	3951	4702	5690
财务费用	-2217	1599	1924	1977
资产减值损失	93	57	69	65
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	131	125	127	126
营业利润	12104	11612	13282	16612
营业外收入	75	54	58	62
营业外支出	65	44	49	53
利润总额	12114	11622	13291	16622
所得税	3101	3061	3467	4350
净利润	9013	8562	9823	12272
少数股东损益	4	22	18	25
归属母公司净利润	9009	8540	9805	12247
EBITDA	12491	15659	17734	21128
EPS (元)	1.83	1.74	1.99	2.49

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。