

2011/12/27

煤炭采掘行业

短期业绩贡献有限，关注公司未来扩张步伐

公司研究报告

兖州煤业（600188）：兖煤澳洲合并格罗斯特借壳上市点评

目前价格（元）： 20.98

公司概况

所属板块	煤炭开采
总股本（百万股）	4918
总市值（亿元）	1018
流通市值（亿元）	74.52
流通市值占比	7.3%
大股东：	
兖矿集团有限公司	
大股东占比：	52.86%



市场表现	1M	6M	1Y
兖州煤业	-21%	-39%	-25%
沪深300	-10%	-24%	-27%
12个月最高/最低价格（元）	39.5/20.4		

煤炭采掘行业研究小组

张帆

证书编号 S0120511030001

联系人：

张亦博

8621-68761616-8678

zhangyb@tebon.com.cn

曹敏

8621-68761616-8098

caomin@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

公司点评报告

评级：增持 首次评级

事件：

公司 12 月 23 日发布公告，其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订合并协议，并替代其在澳交所上市。本次合并后，兖州煤业持有兖煤澳洲 77% 股权、格罗斯特原股东持有 23% 股权（须经尽职调查进一步确认）。

点评：

我们认为本次兖煤澳洲借壳上市具有三点利好：第一，本次交易的定价基本合理，资源量和产量基本在 2 倍左右，因此 77%：23% 的股权占比基本是双赢的结果；第二，公司实现澳洲上市为以后进一步的收购澳洲煤炭资源做好了基础；第三，两家公司同处新南威尔士州和昆士兰州，其中格罗斯特公司的最大优势在于其在其手中持有 11.6% 的纽卡斯尔港集团的股权，本次合并后达到 27%，缓解了公司港口运输的压力。

我们认为本次收购对公司的短期业绩提升空间有限。首先，产量增长将被煤价下行吞噬。我们预测 2012 年兖煤澳洲的合计煤炭产量在 1920 万吨，权益产量为 1712 万吨，本次合并后产量将提高到 2520 万吨，兖州煤业的权益产量为 1782.6 万吨，权益增长 4%，较 2011 年的增长 43% 左右；但是如果明年不发生特大洪水，预计一季度整体澳洲煤炭供应较 2011 年将会出现较大幅度的增长，同时全球经济增速放缓带来的需求下滑使一季度的动力煤和焦煤价格将出现一定程度的下行，因此从短期看，此次合并的业绩贡献不大；其次，格罗斯特将拉低公司利润率。兖煤澳洲的原煤产量为格罗斯特的 2.23 倍、销售量为 2.78 倍，但净利润却达到 15 倍（统一澳大利亚 2011 财年计算，澳洲汇率假设为 6.4285），说明格罗斯特公司的整体煤质低于兖煤澳洲，因此其利润率较低，合并后公司利润率将被拉低。

但长期分析，兖煤澳洲的在澳洲的成功上市为集团到 2015 年产量达到 1.5 亿吨起到了良好的平台作用，我们预计兖煤澳洲到 2015 年产量将达到 6830 万吨，较目前增长 3 倍以上，因此长期的确定性的业绩增长和强大的海外资源扩张能力是值得关注的。未来 3 年可以重点关注其在澳洲的资源扩张。

投资建议：我们下调对 2012 年澳洲动力煤及焦煤价格的预测为 720 元/吨和 1450 元/吨，预计 2011-2013 年 EPS 为 1.80、1.94、2.33，对应的 PE 为 11.5、10.7、8.87 倍，短期给予公司“增持”评级。

风险提示：1. 全球经济下行风险加大导致国际煤价大幅走弱；2. 汇兑损失加大；3. 新矿投产低于预期；4. 成本压力快速上升导致利润率严重下滑。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	21,500	34,844	42,310	46,723	56,796
同比%	-18%	62%	21%	10%	22%
经营利润（百万）	5,118	9,848	12,025	12,590	15,367
同比%	-43%	92%	22%	5%	22%
净利润（百万）	3,880	9,009	8,849	9,525	11,472
同比%	-40%	132%	-2%	8%	20%
EPS（元）	0.79	1.83	1.80	1.94	2.33
PE	26.2	11.3	11.5	10.7	8.9

2011/12/27

表 1：两家公司基本情况对比（澳元汇率假设为 6.4285）

兖煤澳洲（截止日 2011.6.30）		格罗斯特公司(截止日 2011.6.30)		双方比例
原煤产量（单位：万吨）	1333.6	原煤产量（单位：万吨）	600	2.23
商品煤产量(单位：万吨)	1112.5	商品煤产量(单位：万吨)	400	2.78
煤炭资源量（单位：亿吨）	32.52	煤炭资源量（单位：亿吨）	18.64	1.74
权益资源量（单位：亿吨）	27.08	权益资源量（单位：亿吨）	18.03	1.50
煤炭储量（单位：亿吨）	9.4	煤炭储量（单位：亿吨）	3.24	2.90
权益储量（单位：亿吨）	8.69	权益储量（单位：亿吨）	2.76	3.15
净利润（亿元、人民币）	52.34	净利润（亿元、人民币）	3.5	14.95
净资产（亿元、人民币）	57.44	净资产（亿元、人民币）	65.25	0.88

(资料来源：公司公告、德邦证券研究所)

表 2：兖州煤业煤炭产量预测（单位：万吨）

公司本部煤炭产量预测				实际产量						
本部	股权占比	可采储量（亿吨）	煤种	设计产量	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
南屯	100%	1.14	气煤	240	380	380	380	380	380	380
兴隆庄	100%	3.19	气煤	300	680	680	690	690	690	690
鲍店	100%	2.82	气煤	300	610	620	620	625	625	625
东滩	100%	4.51	气煤	400	740	750	760	750	750	750
济宁 2 号	100%	4.09	气煤	400	420	440	430	440	440	440
济宁 3 号	100%	2.22	气煤	500	620	620	620	620	620	620
本部合计	100%	17.97	气煤	2140	3430	3490	3500	3505	3505	3505
洗出商品煤合计					3415	3465.57	3475.50	3480.47	3480.47	3480.47
公司国内参控股公司产量预测										
地区	股权占比	可采储量（亿吨）	煤种	设计产量	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
菏泽能化	98.33%									
赵楼煤矿		1.05	1/3 焦煤	300	163	280	300	300	330	330
万福煤矿		1.44	1/3 焦煤、肥煤	180			90	180	180	200
菏泽能化合计				480	163	280	390	480	510	530
权益产量合计					160.28	275.32	383.49	471.98	501.48	521.15
山西能化										
天池煤矿	81.30%	0.267	动力煤	120	146.2	170	170	170	170	170
山西地区权益产量合计					118.86	138.21	138.21	138.21	138.21	138.21
内蒙古地区										
安源煤矿	100%	0.2	不黏煤	120		260	260	260	260	260

2011/12/27

吴盛煤矿	51%	8.38	动力煤	1000		400	700	1000
转龙湾煤矿	100%	5.48	不黏煤	500		200	400	600
营盘壕煤矿	100%		动力煤	1000		400	700	1000
鄂尔多斯能化权益产量合计				260	260	1064	1717	2370
陕西榆林								
榆树湾煤矿	41%	18.1	不黏煤	800		400	800	1200
金鸡滩煤矿	25%	10.1		800		400	800	1000
陕西榆林合计				1600		400	1200	1800
权益产量合计						164	428	610
国内参控股公司产量合计				309.2	710	1220	3110	4540
国内参控股公司权益产量合计				279.14	673.53	945.70	2102.19	3226.69

兖煤澳洲产量预测										
地区	股权占比	可采储量 (亿吨)	煤种	设计产量	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
澳思达	77%	0.51	半硬焦煤	360	170	200	260	300	360	360
新泰克	77%	7.23	动力煤	200		140	140	160	180	220
新泰克 2	77%		动力煤	1600				700	1000	1200
Yarrabee	77%	0.6	喷吹煤	300	230	260	300	320	320	320
Minerva	39%	0.239	动力煤	280	140					
Ashton	69%	0.61	半软焦煤	520	270	320	360	440	520	550
Moolarben	62%	3.51	动力煤	1600	390	520	860	1200	1600	2000
Athena	62%		动力煤						400	400
Eertrybrandt	62%		无烟煤						400	400
Wilpeena	62%		喷吹煤						400	400
格罗斯特	77%						600	980	980	980
兖煤澳洲产量合计		12.699			1200	1440	2520	4100	6160	6830
兖煤澳洲权益产量合计					1026.4	1304	1782	2403	3512	3641.7
权益产量增速							43.88%	35%	46%	8.5%
兖州煤业产量合计					4939.2	5640	7240	10715	14205	16095
兖州煤业权益产量合计					4735.54	5468	6228	8010	10243	11348
YOY(%)						14.19%	28.37%	48.00%	32.57%	13.31%

(资料来源：公司公告、德邦证券研究所)

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。