

PDF-CASE2015002

兖州煤业海外收购菲利克斯公司： 步入“青云”还是走进“深渊”？¹

案例正文

摘要：总部位于山东省济宁市的兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”），与华北地区其他拥有丰富地方煤矿资源的企业相比，存在煤炭资源储备不足的问题。21 世纪初，兖州煤业提出“走出去”发展战略，通过产业运作与资本运营相结合，增强公司优质煤炭资源战略储备。2008 年以来，由美国次贷危机引发的全球金融危机导致包括煤炭在内的国际大宗商品价格大幅下跌。在此背景下，兖州煤业大举进军澳洲市场，通过债务融资以 189.51 亿元现金成功收购澳大利亚菲利克斯资源公司（以下简称“菲利克斯公司”），成为当时中国在澳大利亚历史上最大的收购交易之一。本案例从公司并购动机、支付方式以及经济后果等方面对兖州煤业海外收购主要过程进行了全景描述，期望能为更多中国企业就如何恰当把握市场时机，通过海外收购提升公司价值提供借鉴。

关键词：兖州煤业；并购类型；支付方式；经济后果

0. 引言

2010 年 1 月 6 日的悉尼，夜色正好。透过香格里拉酒店巨大的落地窗，不

-
1. 本案例由北京航空航天大学大学经济管理学院学院的邓路、徐睿阳撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

远处宏伟的悉尼歌剧院在深蓝的海天幕布下映入眼帘。歌剧院那如珍珠般的白色光辉在海面上宁静而安详地闪耀着，与兖州煤业收购菲利克斯公司庆典现场觥筹交错的喧闹形成鲜明对比。全程参与此次收购的兖州煤业董事长王信，不禁追忆起收购前期过程的始末：从对收购目标的选择、评估，到对收购安排的筹备、规划，与目标公司股东的协商、谈判，再到如今，菲利克斯公司于 2009 年 12 月 30 日按照协议在澳洲证券交易所顺利退市，此次收购交易的法律手续全部履行完成……看着眼前夜和海宁静的合奏，他不觉放松了自收购谈判以来一直紧张焦虑的心情，将头探出窗外，深深吸了一口悉尼夏夜温润的海风。

兖州煤业的此次海外收购能走到今天，实属不易。在全球金融危机的风暴下，兖州煤业管理层既见证了 2009 年中国公司强势进军海外的汹涌气势，也感受到了中国铝业注资力拓失败给这起海外收购热潮带来的阵阵寒意。中国公司在实施海外收购的过程中，不仅需要与目标公司股东和董事会就交易细节达成一致，还要获得来自当地政府相关部门的批准与许可。

本次海外收购菲利克斯公司是兖州煤业在澳大利亚进行的第二次收购，但不论是目标公司规模抑或是交易对价总额，在兖州煤业历史上都是前所未有的。况且，公司此前并无任何运营如此大规模境外资产的经验，考虑到收购后在对菲利克斯公司的业务整合上可能遭遇的各种困难和挑战，兖州煤业此次海外收购的风险不言而喻。尽管正在悉尼香格里拉酒店举办的庆典仪式，标志着此次海外收购前期工作的顺利完成，但王信内心此刻考虑更多的却是，这起中国在澳大利亚规模最大的海外收购能否真正实现公司价值的提升，经受住市场与时间的检验？

1. 穷则求变

1.1 先天不足——提出外延式发展战略

中国的能源储量结构具有“富煤、缺油、少气”的特点，这决定了煤炭在能源战略中的重要地位。作为传统的垄断竞争性行业，煤炭行业的竞争主要集中在大型国有控股企业间对煤炭资源的争夺。

由兖矿集团有限公司控股的兖州煤业，从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输、煤化工、电力等业务，早在 1998 年便分别在香港联交所、纽约证券交易所和上海证券交易所上市。但与华北地区其他拥有丰富地方煤矿资源的企

业相比，由于兖州煤业总部地处山东，煤炭资源相对紧缺，发展潜力有限。对于采掘类公司，矿产资源储备不足，将会制约公司持续稳定发展。兖州煤业历年财务数据显示，从 2002 年到 2008 年，公司的原煤生产量和商品煤生产量增幅极小，经营业绩的提升主要依赖于煤价上涨。因此，寻求优质煤炭资源，扩大煤炭资源储备成为兖州煤业谋求扩张发展的关键路径。

有道是，穷人家的孩子早当家。早在上世纪末，兖州煤业便意识到自身先天条件的不足，萌生危机意识。在内涵式发展的基础上，公司提出了外延式发展战略——走出山东，远赴省外甚至海外寻求优质煤炭资源，不断提升公司核心竞争能力。

1.2 如愿以偿——迈出走向澳洲第一步

在外延式发展战略的指导下，兖州煤业在海内外积极开拓煤炭资源。但与收购国内煤炭资产相比，兖州煤业首次对海外同类型企业的收购却遭受挫折。1999 年兖州煤业收购澳大利亚煤炭企业的计划因受到审批流程的阻碍而流产，错失了澳大利亚煤炭行业全面亏损的海外收购机会。此次筹划失败后，兖州煤业依托具有自主知识产权和国际先进水平的综采放顶煤技术，与澳大利亚联邦科学院联合开展了对该技术在澳大利亚煤矿条件下的应用研究，解决了当地厚煤层开采的技术难题，提高了煤炭资源回收率。与此同时，兖州煤业还与多家矿业公司和设备供应商建立了密切合作关系，并有意识地关注当地煤炭企业，对 10 多家当地煤矿进行了实地考察。

苦心人天不负。2003 年 12 月，澳大利亚南田煤矿因煤层自燃起火而被封井关闭。在澳大利亚蛰伏多年的兖州煤业此刻意识到，再次实施海外收购的机会来临了。南田煤矿是兖州煤业曾经考察过的当地煤矿之一，按照澳大利亚煤炭资源储量评估标准，南田煤矿当时拥有约 4100 万吨的有效可采储量。然而由于采煤技术水平有限，南田煤矿在开采深度超过 500 米时便会出现煤层自燃起火的问题。受此影响，南田煤矿曾九易其主、四度更名。而兖州煤业拥有自主知识产权的综采放顶煤专利技术不仅能够对煤层进行深度开采，还能有效解决南田煤矿自燃起火的问题，如果能够收购南田煤矿，将扩大公司煤炭资源储备，增强盈利能力，从而进一步提升兖州煤业在国际市场上的影响力。

自 2001 年以来，中国宏观经济持续向好，国内煤炭现实需求得到有力拉动。

但受制于煤炭资源勘探、开发滞后以及现有煤炭生产能力低下等多种因素，国内煤炭供给增长速度滞缓。为了满足国家经济发展需求，保证煤炭供给，中国政府对煤炭行业出口采取降低或取消出口退税等手段，实施限制性措施，阻碍煤炭企业的出口销售。随着煤炭价格的持续走高，国内煤炭类企业纷纷凭借自身资源优势争夺市场份额。与地处华北的其他省份相比，兖州煤业总部所在地山东此时还面临煤炭资源接续问题。与其继续观望坐以待毙，不如把握时机，大胆走出国门，放手一搏。

澳大利亚作为仅次于中国的世界第二产煤大国，黑煤、褐煤等煤炭资源丰富，且地质赋存条件好，煤炭质量、热量高，出口量始终位于世界前列。兖州煤业地处山东省，与日本、韩国等世界主要煤炭进口国家毗邻，又东临连云港、青岛港等各大港口，海上运输便捷。如果兖州煤业能够凭借其得天独厚的区位和交通优势，从澳大利亚进口煤炭资源，再转入国内或出口日韩，会给公司带来可观的收益。

但国际大宗商品市场环境瞬息万变，为了不再错失海外收购机会，兖州煤业迅速和南田煤矿展开收购谈判。2004年10月5日，兖州煤业以3200万澳元的交易对价收购南田煤矿全部资产，并将其更名为澳思达煤矿有限公司，由兖州煤业旗下的兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）100%控股。这起海外收购，使兖州煤业成为中国煤炭企业实施“走出去”战略并取得成功的“排头兵”。

2. 咬住澳洲，再次出击

2.1 金融危机——又一次收购良机？

2008年，由美国次贷危机引发的全球金融危机不可避免地波及到了煤炭行业。受此影响，2008年下半年，动力煤和炼焦煤等煤炭产品价格经历上半年大幅攀升后急转直下，各类煤炭上市公司股票价格纷纷应声下跌，公司价值严重缩水。2009年初，全球经济形势趋于好转，但与原油、铜等大宗商品价格快速回升的强劲势头不同，煤炭价格的涨幅显得软弱无力。兖州煤业管理层判断，2009年下半年煤炭价格还将继续稳步回升，如果公司能够把握此次全球煤炭行业低迷的机会，收购海外优质煤炭企业，将以有利的价格快速实现自身煤炭资源储量扩

张。

此时的兖州煤业，一方面，面临着在全球金融危机下煤炭价格和煤炭企业价值持续走低带来的海外收购诱惑；另一方面，还遭受着大型国有控股煤炭企业之间煤炭资源储备竞争升级的巨大压力。自 2008 年以来，山西、河北、河南等地政府都加大了煤炭企业资源整合力度，区域性的大型煤炭集团呼之欲出。面对国内煤炭企业的同业竞争压力，兖州煤业决心迎接挑战，抓准时机，加速实现其海外扩张战略，提升公司竞争优势。

在 2004 年收购澳思达煤矿后，兖州煤业就一直没有放弃对海外优质资产的寻找。相比于初次海外收购时的稚嫩与经验不足，如今的兖州煤业更显成熟。在对澳思达煤矿的运营和管理中，公司增进了对澳大利亚政治体制、法律及人文环境的了解，积累了关于当地劳工关系管理、煤矿商务管理的实践经验。结合澳思达煤矿的实际情况，公司通过综采放顶煤专利技术增强了煤矿的安全性，提高了资源利用效率。经过公司管理层的共同努力，澳思达煤矿取得了良好的经营业绩，给公司带来了投资收益，也增强了公司对澳大利亚煤矿企业再次发起海外收购的信心。

在 2008 年煤炭行业剧烈震动的打击下，澳大利亚煤炭资源公司菲利克斯在澳大利亚证券交易所发出公告，宣布其主要股东有意出售股权，为公司寻求新的投资人。兖州煤业董事长王信在得知此消息后，迅速赶往澳大利亚，对菲利克斯公司进行初步了解和考察。

2.2 风帆再起——锁定海外收购目标

菲利克斯公司成立于 1970 年，主要从事煤炭开采和勘探业务，拥有较为丰富的煤炭储量和资源量，地质赋存条件良好，生产矿井设备完善，港口、铁路等交通运输条件便利。其主要产品包括动力煤、高炉喷吹煤和半软焦煤，主要客户为亚洲、欧洲、美洲和澳大利亚本土的钢铁制造商、发电企业和其他工业企业等。

公开资料显示，菲利克斯公司拥有的煤炭资产包括 4 个运营中的煤矿，2 个开发中的煤矿以及 4 个煤炭勘探项目。在澳大利亚矿产储量联合委员会（JORC）标准下，菲利克斯公司旗下煤矿的资源总量为 25.21 亿吨，探明及推定储量合计为 5.10 亿吨，具有较大的发展潜力和成长前景。除上述煤炭资产外，菲利克斯公司还掌握超洁净煤专利技术，并拥有纽卡斯尔港煤炭基础设施集团（NCIG）

15.4%的股权。超洁净煤专利技术主要用于生产高纯度化学精煤，不仅能够减少温室气体的排放，还能提高燃料发电的转换效能，具有较强的环保和经济潜力。而菲利克斯公司持有的 NCIG 集团部分股权，能够帮助其解决煤炭出口所需基础设施运力不足的问题，为部分项目的煤炭运输需求提供保障。

如果此次海外收购能够顺利完成，将进一步扩充兖州煤业的海外煤炭资源，帮助公司在未来拓展并完善其国际业务平台。不仅如此，兖州煤业还可通过菲利克斯公司的港口运力配额，实现其在澳大利亚的煤、港一体化运营，进一步巩固其在行业内的地位，为最终成为国际化、现代化跨国公司奠定发展基础。

面对菲利克斯公司这个“香饽饽”，2008年10月，董事长王信再次带领兖州煤业经营团队前往澳大利亚，与菲利克斯公司董事会和高层进行交流，并迅速组建了收购筹备团队，由其亲自挂帅。在精心挑选了一批业务骨干后，兖州煤业又聘请瑞银证券和普华永道中天会计师事务所分别担任兖州煤业海外收购的独立财务顾问和财务审计顾问，负责对菲利克斯公司进行专门研究，设计收购方案。这支由兖州煤业董事会主要成员和专业中介机构组成的收购团队，此刻正摩拳擦掌、跃跃欲试，决心一举“拿下”菲利克斯公司。

3. 排兵布阵，披荆斩棘

3.1 深思熟虑——收购资金从何而来？

2009年初，兖州煤业山东总部的一间会议室里，一场涉及公司海外收购的讨论正在进行。与会者不仅有董事长王信、董事会秘书张宝才等公司高管，还有来自此次海外收购团队的专业人士。面对这此规模空前的海外收购，与会者需要充分考虑各种现实情况，再三斟酌交易细节。会议已经持续了一段时间，随着讨论的逐渐深入，在座各方的表情也愈发严肃、凝重。

呈现在会议室投影屏幕上的是一张澳大利亚东部地区的煤炭资产分布图，公司此前收购的澳思达煤矿所在地和本次拟收购的菲利克斯公司煤矿所在地分别以不同颜色标识出来。分布图显示，澳思达煤矿所处的新南威尔士猎人谷地区与菲利克斯公司拥有的 Ashton 煤矿和 Moolarben 煤矿地理位置十分接近。一旦此次收购成功，会给兖州煤业计划在两地进行的整合与开发工作带来极大便利。然而，如果在收购完成后，兖州煤业不能实现对菲利克斯公司的全面控制，可能会

削弱收购协同效应。经过激烈讨论，与会者最终决定，为了更好地实施公司海外扩张战略，应该对菲利克斯公司采取 100% 股权收购。

既然选择收购菲利克斯公司 100% 股权，兖州煤业就需要为此支付大量资金。但这笔资金从哪里来？管理层再次展开了激烈讨论。

从兖州煤业近期的经营情况和财务状况看，得益于煤炭销量和价格的上涨，公司营业收入在 2006 年至 2008 年期间，取得了持续增长。2008 年，公司经营活动产生现金流量净额 72.04 亿元，实现净利润 64.82 亿元，且持有货币资金 96.91 亿元。因此，有人提出，此次收购可以利用公司自有资金完成。能够通过这种方式完成此次收购固然是好，但如果最终收购金额超过公司目前拥有的货币资金，单纯依赖自有资金显然无法完成此次收购，而且还会影响公司正常运营。这时，又有人建议，考虑到此前已经在澳大利亚设立了全资子公司兖煤澳洲，公司可以利用海外子公司兖煤澳洲作为贷款主体筹集收购资金。2008 年，兖州煤业短期借款为 0，资产负债率只有 17.75%，明显低于煤炭行业 38.87% 的整体水平，债务融资空间高，偿债风险小。而且澳大利亚的贷款利率不到 2%，不仅低于国内贷款利率，甚至低于国内存款利率。通过海外子公司进行债务融资，公司自有资金便可以更好地用于支持国内经营，这也许会对公司更为有利。但是，如果全部选择海外债务融资，是否会大幅增加公司资产负债率，进而加大公司财务风险？与会者对此各抒己见，直到会议临近结束时，也未能达成一致意见。董事长王信建议财务总监吴玉祥随后立即对公司的海外收购融资方式进行充分调查与论证，确保融资方案符合公司实际情况。

窗外，太阳已经西沉，只有斑斓的云朵还眷恋着天空。众人离开后，之前还热闹着的会议室，此时只剩下王信。虽然此次收购谈判的主要内容已经得到公司高管和中介机构的认可，但在他心中悬着的石头仍未落地——此次海外收购还有太多的细节需要再三斟酌、合理布置，菲利克斯公司是否会接受兖州煤业的收购要约？此次海外收购能否最终取得成功？王信不觉闭上早已疲惫的双眼，陷入深深的思虑。

3.2 棋逢对手——艰难应对菲利克斯老练股东

为了保护股东利益，菲利克斯公司在 2008 年发布股权出售公告后，便委托花旗环球金融澳大利亚私人有限公司(Citigroup Global Markets Australia Pty

Ltd) 和威尔逊财务有限公司 (Wilson HTM Corporate Finance Ltd) 协助其完成股权出售和控制权转移等事宜。同年 10 月 28 日, 菲利克斯公司在澳交所网站发布的公告声称, 已经有几家公司与菲利克斯公司就股权收购和控制权转移一事展开协商谈判。这些公司都试图收购菲利克斯公司 100% 股权, 并对如何具体实施控制权转移提供了各自方案。但考虑到金融危机给全球市场带来的风险与波动, 以及协商谈判的不确定性, 菲利克斯公司没有对公司控制权变更一事做出保证。此时的菲利克斯公司, 已然成为诸多公司争而食之的“肥肉”, 兖州煤业的加入, 使这场股权争夺战更加激烈。

2009 年 5 月初, 一场瓢泼大雨不期而至, 瞬间包裹住整个济宁城。王信此刻正端坐在办公桌前, 仔细研读由中介机构出具的尽职调查报告, 了解公司海外收购谈判的最新进展。

2008 年金融危机将全球煤炭价格从高峰打入低谷, 受此影响, 菲利克斯公司的股价也表现得曲折复杂。2008 年下半年, 菲利克斯公司股价从最高点 21.8 澳元/股一路跌至 4.61 澳元/股。但作为一家上市多年的公司, 菲利克斯公司主要股东凭借丰富的资本运作经验和老练的谈判技巧, 始终拒绝低价出售公司股权。

2009 年 4 月底, 菲利克斯公司在澳交所网站发布公告称, 考虑到世界经济环境变化, 公司可能不会在近期变更控制权。事实上, 这已不是菲利克斯公司第一次向市场对出售控制权做出消极回应。在此前对外发布的半年度财报中, 公司宣称当前重心聚焦在经营业务的发展和运营上, 并将通过寻求更多投资机会来增加股东价值。

菲利克斯公司在公开市场对收购协商的回应让兖州煤业高管倍感无奈。随着煤炭行业回暖, 菲利克斯公司股价一天天稳步回升。兖州煤业欲在菲利克斯公司股价较低时及时锁定交易价格的打算眼看就要落空, 公司该采取何种应对措施? 收购团队该对现有方案做出怎样的让步和调整? 这次对菲利克斯公司海外收购能达成一致协议吗?

王信放下手中的报告, 揉揉酸胀的眼睛, 起身离开办公桌, 想活动活动因久坐而疲惫的身体。这时的济宁城风雨初霁, 乌云退出天空的舞台让朗煦的阳光普照大地。王信摆摆手, 试图抛开纷杂思绪, 好好欣赏一下雨后初晴的美景, 放松

一下一直以来为海外收购忙碌焦虑的心情。但事与愿违，一声短促而尖锐地电话铃声从王信身后传来，他立刻意识到，商议海外收购进展的例会要开始了。“我马上到！”王信放下电话，又回头看了看窗外雨后的明澈，内心不禁问了自己一句：“兖州煤业的这次收购，何时才会拨云见日，雨过天晴呢？”

4. 乘风破浪

4.1 有惊无险——与澳大利亚政府积极沟通

经过漫长的博弈与谈判，兖州煤业与菲利克斯公司股东最终达成收购协议，于2009年8月签订了交易合同。兖州煤业将按照16.95澳元/股的价格，以现金收购菲利克斯公司100%的股权，交易总对价约合人民币189.51亿元，成为当时中国企业在澳大利亚规模最大的一宗收购案。

由于这笔交易采用的是澳大利亚公司规定的一种法定程序——“安排方案”，因此，虽然收购方和目标公司就交易商业条款达成一致并签署了《安排执行协议》，兖州煤业还需获得澳大利亚法院和目标公司股东大会的批准。然而这一关，并不好过。

2009年，在金融危机的背景下，一些中国大型企业看准了海外企业市值下跌的时机，实施“走出去”战略，引发海外收购热潮。作为中国最大的原铝、氧化铝生产商，中国铝业在2009年对其持股的澳大利亚矿业公司力拓集团提出了总价值195亿美元的收购交易方案。但在交易方案达成后不到半年的时间内，中国铝业对力拓的收购方案被强行撤销。这起受到海内外广泛关注的收购交易最终失败，引起一片哗然。这提醒了当时同样在澳大利亚进行海外收购谈判的兖州煤业，来自澳大利亚政府及商界对中国企业海外收购的影响不可忽视。

经过多次交涉，兖州煤业和菲利克斯公司最终签署了收购协议。考虑到这笔交易在后续进展中可能受到来自澳大利亚政府审批的障碍与阻难，此时的兖州煤业不敢有丝毫松懈。8月13日，兖州煤业向澳大利亚外国投资审查委员会（FIRB）递交了投资审查申请。随后，公司高管与澳大利亚政府展开了积极的沟通与交流，力求此次海外收购最终得到批准。

4.2 尘埃落定——最终抱得“美人归”

为了获得 FIRB 对此次海外收购交易的认可，兖州煤业对其收购交易审查申请内容进行了两次修改和完善。在三度递交收购交易审查申请后，兖州煤业在 2009 年 10 月 23 日得到了 FIRB 对于这次海外收购有条件通过。

依据兖州煤业对 FIRB 所做承诺，兖煤澳洲公司负责运营兖州煤业在澳大利亚的煤矿，并且兖煤澳洲公司部分董事会成员和主要管理人员由澳大利亚本地人担任。除此之外，FIRB 还要求兖煤澳洲公司最迟于 2012 年底在澳交所上市，届时兖州煤业在兖煤澳洲公司中的持股比例减少至 70% 以下；兖州煤业在澳大利亚煤矿所生产的全部煤炭产品，将参照国际市场价格，按照公平合理的原则进行销售，遵循市场化原则运作。

随后，兖州煤业陆续得到来自山东省国资委、国家发改委、中国证监会、澳大利亚联邦财政部、澳大利亚证券投资委员会等境内外政府机构对这起交易的批准。在澳大利亚联邦法院批准兖州煤业收购菲利克斯公司事项的决议后，兖州煤业海外收购安排方案正式生效。2009 年 12 月 23 日，兖州煤业支付给菲利克斯全体股东约合 189.51 亿元人民币的交易现金，澳思达公司获得菲利克斯公司全部股份，完成此次重大资产重组股权交割。至此，全部交易收购事项业已完成，董事长王信如释重负。

5. 财务绩效与股价表现

2009 年完成海外收购菲利克斯公司后，兖州煤业获得国内媒体的一致看好。2011 年兖州煤业又在澳大利亚相继收购了新泰克公司及普力马煤矿项目，进一步扩充了公司煤炭资产。2012 年，通过换股合并并在澳交所上市的古罗斯特公司，兖煤澳洲成功上市，兑现了 2009 年兖州煤业对 FIRB 做出的承诺。

然而，随着 2012 年煤炭价格持续走低，煤炭“黄金十年”结束，兖州煤业的经营风险和财务管理漏洞逐渐显露出来。2013 年上半年，兖州煤业出现历史性首次亏损，且 2013 年全年仅实现净利润 2.99 亿元，与 2012 年全年 55.84 亿元的净利润相比，下降约 95%。面对经营业绩如此巨幅的下滑，许多媒体一改往日对兖州煤业收购菲利克斯公司的积极报道，转而对海外收购后果和公司经营能力产生怀疑。

表 1 反映了从 2007 年到 2013 年兖州煤业海外收购前后主要财务指标变动情

况。兖州煤业 2009 年收购菲利克斯公司后，使得营业收入在 2010 年大幅提升，同比增长 62.07%，但随后营业收入增长趋缓，甚至在 2013 年出现负增长。受煤炭行业整体形势低迷和销售成本增加的影响，2011 年后公司销售毛利率大幅下滑，在 2012 和 2013 年均低于行业整体水平。2009 年兖煤澳洲为收购菲利克斯公司向以中国银行悉尼分行牵头的银团贷款 30.4 亿美元，由兖州煤业为其提供贷款保函保证，此事对兖州煤业资本结构和负债情况产生了重大影响，公司资产负债率在收购菲利克斯公司后激增至 54.28%，此后资产负债率一直居高不下。

表 1 兖州煤业海外收购前后主要财务指标变动情况

| 会计年度 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 165.96 | 261.24 | 215 | 348.44 | 487.68 | 596.74 | 587.27 |
| 销售毛利率（%） | 47.39 | 49.83 | 43.16 | 45.74 | 40.61 | 24.09 | 22.33 |
| 总资产收益率（%） | 11.24 | 22.57 | 8.28 | 13.34 | 10.15 | 5.1 | 0.24 |
| 净资产收益率（%） | 14.45 | 26.71 | 14.17 | 27.6 | 21.85 | 12.56 | 2.98 |
| 资产负债率（%） | 22.35 | 17.75 | 54.28 | 49.46 | 56.04 | 60.44 | 66.14 |

2009 年 8 月 13 日，兖州煤业发布收购菲利克斯公司公告，在 14 日复盘后，公司股价当天上涨 3.7%。但从宣告日后第 2 天起，日超额收益率急剧下降，在随后几天基本为负，公司宣告窗口期累计超额收益率也呈下降趋势，具体如错误！未找到引用源。所示。

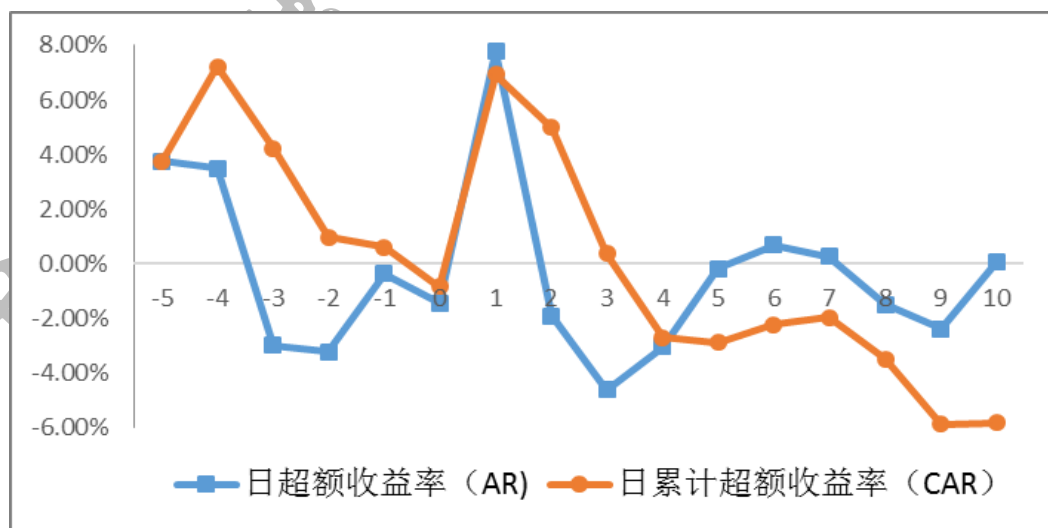


图 1 兖州煤业海外收购宣告效应

2009 年 12 月 23 日，兖州煤业完成收购菲利克斯全部交易事项，从 2010 年

初到 2013 年底，兖州煤业海外收购月累计超额收益率如**错误!未找到引用源。**所示。从 2011 年 6 月份开始，公司股价长期市场表现持续下跌，并在 2013 年末达到负值。

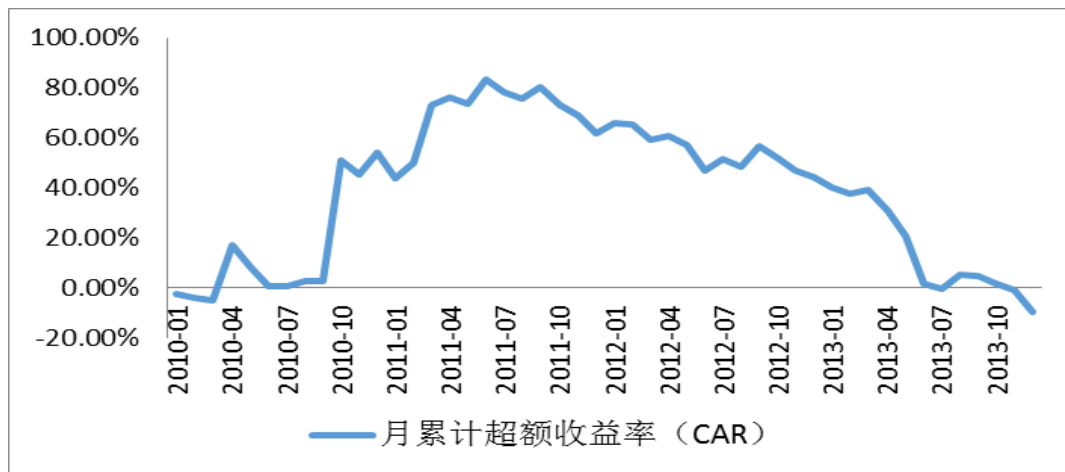


图 2 兖州煤业海外收购长期市场表现

2012 年，在 30.4 亿美元贷款起始还本日临近之际，兖煤澳洲分别与中国银行悉尼分行、建设银行香港分行签订展期合同，起始还本日推迟至 2017 年 12 月 16 日，兖州煤业继续为其提供保函保证。在 2009 年兖州煤业收购菲利克斯公司报告书的还款计划部分，公司针对 30.4 亿美元的巨额贷款提供四种还款方式，前面三种分别是通过经营现金流、兖煤澳洲上市融资、对兖煤澳洲引入战略投资者来偿还贷款，最后一种还款计划为在必要的情况下，由兖煤澳洲向银团申请贷款展期。

6. 结束语

海外收购是一项高风险的长期投资活动，前期收购工作的完成并不意味着收购的成功。虽然 2009 年公司成功收购菲利克斯公司时，舆论持续叫好，但随着事态的发展、宏观环境的变化，此次海外收购对公司造成的影响逐渐显露出来。兖州煤业从多年独占鳌头的“排头兵”、走向海外的“急先锋”，到后来在煤炭价格低迷时盈利能力下降、经营状况下滑，对公司股东利益产生了负面影响。

2013 年 7 月，兖州煤业原总董事长李位民和原副董事长王信由于工作调整原因，向董事会递交了辞职报告，不再担任公司董事会职务。不久，兖矿集团总

经理、党委副书记李希勇接位，担任兖州煤业第五届董事会董事长。

对于公司 2009 年收购菲利克斯公司的海外征程，是步入青云，还是走进深渊？兖州煤业新任董事长李希勇也许有了自己的答案。他该如何带领公司走出当前亏损的困境？又该如何确定下一阶段公司在澳大利亚的发展战略，引领并把握兖州煤业的未来？

夜已经很深了，兖州煤业现任董事长李希勇的办公室却依旧灯火明亮……

（案例正文字数：8,824）

中国金融专业学位案例中心

Yanzhou Coal Mining Co., Ltd. Overseas Acquiring

Felix Resources Ltd.: An Opportunity or a Trap?

Abstract: Compared with companies in the other provinces in northern China, Yanzhou Coal Mining Co., Ltd. (hereinafter referred to as "Yanzhou Coal"), whose headquarter is in Jining City, Shandong Province, is shortage of coal resources and reserves. At the beginning of 21st century, Yanzhou Coal proposed a "going out" strategy to enhance the strategic reserves of high quality coal resources through combining the industrial operation and capital operation. Since 2008, the global financial crisis triggered by the US subprime mortgage crisis has led to the international commodity prices, including coal, fell sharply. In this context, Yanzhou Coal pushed into the Australian market and successfully acquired Australia's Felix Resources Ltd. (hereinafter referred to as "Felix") in cash through debt financing to 18.951 billion yuan. And this case has become one of the largest acquisitions by Chinese companies in the history of Australia. This case provides a panoramic description of the Yanzhou Coal overseas acquisition process in the terms of mergers and acquisitions motivation, payment, and economic consequences, hoping to serve as a reference for more Chinese companies about how to use the market timing to enhance the company's market value through overseas acquisitions.

Key words: Yanzhou Coal; M&A Motivation; Payment; Economic Consequences