

安源股份(600397.sh)

江西煤业整体上市，安源股份跻身煤炭新贵

陈亮 研究员

电话: 021-68817656

eMail: cl12@gf.com.cn

林红垒 研究员

电话: 010-68058790

eMail: lhl10@gf.com.cn

资产置换及增发预案简介

安源股份将其持有的安源玻璃有限公司 100%股权、安源客车制造有限公司 68.18%股权以及应收安源客车、安源玻璃债权与江煤集团持有的江西煤业集团有限责任公司 50.08%股权中的等值部分进行置换。以发行股份的方式购买江煤集团资产置换后的差额部分及中弘矿业投资有限公司、中国华融资产管理公司、中国信达资产管理股份有限公司持有的江西煤业合计 49.92%的股权。本次拟非公开发行股份数量合计不超 2.4 亿股，发行价为 11.63 元/股。

从 90 万吨到 727 万吨，安源股份跻身煤炭新贵

此次江西煤业将 19 个成熟煤矿的经营资产和采矿权注入上市公司，公司的资源量及产能增加至 34661.58 万吨和 727 万吨，分别增长 395%和 808%。

采矿权定价偏低，有利于上市公司

从近年采矿权评估比较来看，公司吨保有储量和吨可采储量分别为 1.91 元/吨和 4.17 元/吨，远低于 6.91 元/吨和 11.20 元/吨的平均水平。

公司资源无优势，但外延发展空间值得期待

若按公司目前股价及增发后的最大股份 5.09 亿股计算，公司的市值约 76.45 亿元，结合煤炭的权益储量及产能来看，与其他炼焦煤上市公司比较处于较低水平，吨储量市值以及吨产能市值仅高于冀中能源与开滦股份相当。但安源股份外延发展空间同样值得期待，后续注入预计较大的五个煤矿合计资源量 1.5 亿吨，产能 260 万吨，分别占上市公司的 43%和 36%。

优质煤种，保证未来盈利稳定增长

2010 年 1—7 月公司商品煤价格为 724.17 元/吨，较 2009 年全年均价 538.18 元/吨大幅提高 35%，吨煤净利也由 2009 年的 39.15 元/吨大幅增长 45%至 56.78 元/吨。注入的江西煤业主要煤种为炼焦煤和无烟煤，属优质稀缺煤种。全国焦炭、炼焦煤价格经过前段时间的调整，目前已经止跌，随着钢材价格反弹，以及钢厂煤炭库存的下降，我们判断四季度炼焦煤价格将继续步入上涨通道。未来几年随着钢铁行业的转暖以及国际煤价的走高，相对稀缺的炼焦煤价格将继续保持上涨态势。

盈利预测及投资建议

按集团对注入江西煤业盈利承诺保守计算，2010—2013 年公司每股收益分别为 0.87 元、0.93 元、1.06 元和 1.19 元。我们预计，公司 2010—2011 年每股收益为 1.10 元和 1.20 元，对应 2010、2011 年的 PE 分别为 13.65 倍和 12.52 倍，相对于行业平均估值偏低，给予“买入”评级，目标价 17.60 元，对应 16 倍的行业平均市盈率。

风险提示

重组方案审批的风险；钢铁行业景气度下降，焦煤价格下滑的风险。

资产置换及增发预案简介

重大资产置换

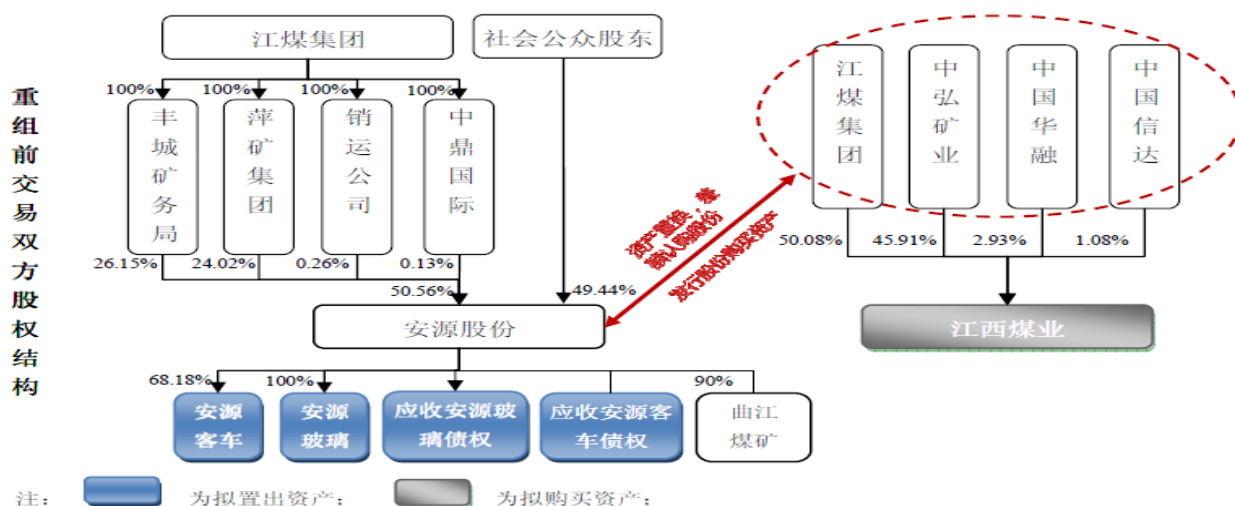
安源股份将其持有的安源玻璃有限公司100%股权、安源客车制造有限公司68.18%股权、拥有的截至2010年7月31日应收安源客车债权、应收安源玻璃债权与江煤集团持有的江西煤业集团有限责任公司50.08%股权中的等值部分进行置换。

发行股份购买资产

安源股份以发行股份的方式购买江煤集团持有的江西煤业50.08%股权与安源股份资产置换后的差额部分，以发行股份方式购买北京中弘矿业投资有限公司、中国华融资产管理公司、中国信达资产管理股份有限公司持有的江西煤业合计49.92%的股权。

本次拟非公开发行股份数量合计不超过2.4亿股，发行价为11.63元/股。

图1：重组方案示意图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

资产评估情况

截至2010年7月31日，拟购买标的公司江西煤业的净资产账面值约为31.53亿元，江西煤业100%股权的预估值不超过37.2亿元。截至2010年7月31日江西煤业滚存未分配利润约为3.16亿元，根据安源股份与江煤集团、中弘矿业、中国华融、中国信达签署的附条件生效的《框架协议》，拟购买资产江西煤业100%股权的交易作价将在评估值的基础上扣除上述未分配利润，预计不超过34.04亿元。

拟置出资产中，安源股份应收安源客车债权预估值为1.97亿元、应收安源玻璃债权预估值为2.47亿元；拟置出标的公司安源玻璃净资产账面值约1.55亿元，预估值约为2.7亿元；拟置出标的公司安源客车净资产账面值约-1.38亿元，预估值约为-0.67亿元。

江西煤业整体上市，公司变身煤炭新贵

置出资产盈利差

目前，安源股份业务主要有三块，煤炭采掘销售、浮法玻璃生产及深加工、客车制造，公司历年煤炭业务盈利稳定、可观，但玻璃及客车举步维艰，一直拖累公司业绩。

表 1：公司三大业务历年经营情况

	2010 H	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
营业收入					
煤炭(百万元)	344.7	517.65	475.2	405.78	105.54
建材(百万元)	125.4	256.12	353.21	433.32	556.78
客车及客车空调制造(百万元)	39.46	67.5	116.16	349.43	301.68
营业成本					
煤炭(百万元)	181.84	345.69	323.56	256.3	58.79
建材(百万元)	101.84	206.02	326.5	361.81	522.26
客车及客车空调制造(百万元)	39.5	69.09	121.72	340.48	287.35
营业利润					
煤炭(百万元)	162.86	171.96	151.64	149.48	46.75
建材(百万元)	23.56	50.1	26.71	71.51	34.52
客车及客车空调制造(百万元)	-0.04	-1.59	-5.56	8.95	14.33
毛利率					
煤炭(%)	47.25	33.22	31.91	36.84	44.29
建材(%)	18.79	19.56	7.56	16.5	6.2
客车及客车空调制造(%)	-0.11	-2.36	-4.79	2.56	4.75

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2010 年1-7 月安源玻璃实现净利润-3732.81 万元，安源客车实现净利润-2982.35 万元，继续亏损。

上半年，公司煤炭产品实现主营收入34470万元，同比增长30.34%，实现净利润8478万元，同比增长71.89%，成为公司盈利的主要来源。

原仅一对煤矿，产能较小

公司原控股丰城曲江煤炭开发有限责任公司90%股权，该公司下辖曲江煤矿。

曲江煤矿保有资源储量8772万吨，可采储量2906万吨，预可采储量为3497万吨，按设计产能90万吨计算，可采年限50年以上，煤种为优质主焦煤，产品结构为60%的主焦精煤和40%的混煤和末煤。

注入后，资源、产能迅速增加

此次江西煤业将19个成熟煤矿的经营资产和采矿权注入上市公司，公司的资源量及产能增加至34661.58万吨和727万吨，分别增长395%和808%。

表 2：集团注入煤矿情况

公司名称	煤种	保佑储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	服务年限 (年)	核定产能 (万吨)
萍乡巨源煤业	贫瘦煤	3576.12	1009.43	30	21
江西仙槎煤业	瘦煤	226.25	149.33	4.47	21
江西煤业高坑煤矿	1/3 焦煤	1,816.65	447.12	9.94	30
江西煤业安源煤矿	1/3 焦煤	2,358.50	789.61	7.23	78
江西煤业青山煤矿	无烟煤	1,164.29	671.7	13.25	39
江西煤业黄冲煤矿	无烟煤	325.46	209.06	13.94	10
江西煤业杨桥煤矿	无烟煤	929.75	355.13	9.47	25
江西煤业白源煤矿	主焦煤	782.34	312.03	6.75	33
江西煤业建新煤矿	主焦煤	1,168.27	742.84	7.05	81
江西煤业坪湖煤矿	主焦煤	1,616.42	1,043.78	15.74	51
江西煤业尚庄煤矿	贫瘦煤	1,910.09	1,318.80	28.18	36
江西煤业流舍煤矿	烟煤	1,820.55	865.42	29.44	21
江西煤业山西煤矿	烟煤	1,255.04	671.68	14.93	33
江西煤业东村煤矿	无烟煤	256.25	136.54	5.42	18
江西煤业桥二煤矿	烟煤	138.73	95.94	7.61	9
江西煤业伍家煤矿	贫瘦煤	182.07	86.21	10.26	6
江西煤业天河煤矿	烟煤	718.85	423.33	7.24	45
江西煤业沿沟煤矿	瘦煤	3,184.71	1,687.92	20.09	60
江西煤业涌山煤矿	无烟煤	2,459.24	840	30	20
合计		25889.58	11855.87	/	637

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

采矿权定价偏低，有利于上市公司

从近年采矿权评估比较来看，公司吨保有储量和吨可采储量分别为 1.91 元/吨和 4.17 元/吨，远低于 6.91 元/吨和 11.20 元/吨的平均水平。

表 3：采矿权评估比较

公司	煤矿	采矿权评估 (万元)	吨储量价格 (元/吨)	吨可采价格 (元/吨)	评估时间	位置	煤种
盘江股份	土城矿	32617	8.13	15.17	2008 年	六盘水	肥煤、焦煤
盘江股份	月亮田矿	15719	5.39	9.54	2008 年	六盘水	1/3 焦、肥煤
盘江股份	山脚树矿	21235	4.04	6.81	2008 年	六盘水	1/3 焦、肥煤
恒源煤电	任楼矿	25409	3.86	5.87	2008 年	宿州	气煤
恒源煤电	祁东矿	28825	1.85	3.65	2008 年	宿州	1/3 焦煤
恒源煤电	钱营孜矿	54468	1.80	4.50	2008 年	宿州	气煤
平煤股份	二矿	1922	2.47	4.56	2008 年	平顶山	1/3 焦、肥煤
平煤股份	三环公司	1303	1.17	4.16	2008 年	平顶山	1/3 焦煤
平煤股份	七星公司	3053	0.35	5.05	2008 年	平顶山	1/3 焦、肥煤
平煤股份	九矿公司	243	2.49	4.81	2008 年	平顶山	1/3 焦煤
平煤股份	天力公司	977	0.00	0.01	2008 年	平顶山	1/3 焦、肥煤
山煤国际	经坊煤业	28336	4.45	8.75	2008 年	长治	贫瘦煤
山煤国际	凌志达	8348	4.00	7.59	2008 年	长治	贫煤、无烟煤
山煤国际	大平煤业	6618	4.89	10.54	2008 年	长治	贫煤、无烟煤