

强烈推荐-B (维持)

冀中能源 000937.SZ

当前股价: 38.40 元
2010 年 12 月 28 日

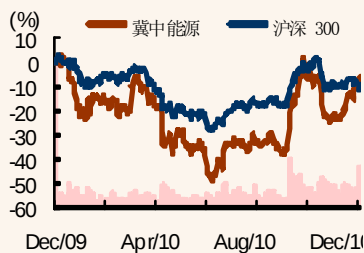
信达退出煤企，煤企资产注入障碍逐步清除

基础数据

上证综指	2781
总股本 (万股)	115644
已上市流通股 (万股)	78795
总市值 (亿元)	444
流通市值 (亿元)	303
每股净资产 (MRQ)	10.0
ROE (TTM)	23.4
资产负债率	52.6%
主要股东	冀中能源集团有限责
主要股东持股比例	39.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	46	-5
相对表现	23	33	4



相关报告

1、《炼焦煤近期投资策略—焦煤价格上调可期，关注业绩弹性大的公司》2010/10/27

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

事件:

冀中能源发布公告，冀中能源集团下属子公司峰峰集团的另一股东信达资产与冀中能源上市公司股份置换，信达资产持有峰峰集团股权 14.89%，全部转让给冀中能源集团，而对价是冀中能源集团转让冀中能源股权 3300 万股给信达资产。

点评:

□ 四大资产管理公司作为当年债转股而持有大多数煤炭集团的股权，在煤炭行业景气度大幅攀升的情况下而多年未享受到煤炭行业的收益，作为过渡性持有煤企股权，四大资产管理公司将逐渐退出。退出路径之一就是将其集团的股权换成上市公司的股权。冀中能源换股可以说是开了先河，对其他煤炭企业具有重大的参考意义。

□ 对于四大资产管理公司持有股权的合理价值的认识，煤企和四大资产管理公司分歧较大，主要源于煤价大幅度上涨后，煤炭资源采矿权评估将大幅度升值，而当年债转股基本上是按照 1 元 1 股换成集团的股权。如果按照重新评估的采矿权价值计算，该股权升值幅度较大。

□ **冀中能源的对价:**

■ 我们按照峰峰集团 09 年的财务数据测算，峰峰集团 09 年净资产为 53 亿元，净利润为 1.83 亿元，信达持有峰峰集团 14.89% 股权，归属信达的净资产为 7.9 亿元，净利润为 0.27 亿元。此次全部换成上市公司股权 3300 万股，按照前 20 天均价 34.32 元/股计算价值 11.33 亿元，净资产升值幅度为 43%。即换股 P/B 为 1.43 倍，换股 P/E 为 42 倍。

■ 峰峰集团持有冀中能源股份公司股权 22967 万股，按照信达持有峰峰集团 14.89% 的股权计算，信达可以换成 3420 万股上市公司股权（不考虑其他资产价值）。但是此次只换了 3300 万股。难道信达换亏了吗？

■ 峰峰集团除了持有上市公司冀中能源的股权外，还有一部分其他资产，从 09 年峰峰集团的财务数据看到，其他资产的净资产额为 34 亿元，但是亏损 1.36 亿元。也就是信达在换股时考虑到了其他亏损资产，信达可换股份低于 3420 万股。

□ **借鉴意义:**

■ 持有集团股权，换成上市公司股权时需要充分考虑其他不良资产，也就是说换股数应该低于信达持有集团股权*上市公司股权*上市公司总股本。

- 峰峰集团股权的价值，从财务数据看，基本上是按照重新评估后的采矿权价值计算的。我们从上次注入的资产评估增值率来看，峰峰集团注入上市公司资产的增值率为 23%，此次换股权的增值率 43%。增值幅度大大高于前次。
- 关注国阳新能、开滦股份、大同煤业、义马煤业与信达资产关于股权处置的谈判进展，及随之而来的资产注入和整体上市进展情况。
 - 四大资产管理公司持有大多数煤炭集团的股权，受制于集团股权价值的纷争，影响了煤炭企业的整体上市，我们认为，信达资产在冀中能源的股权置换为其他煤炭集团开了先河，树立了样本，也为煤炭企业资产注入和整体上市逐步扫清了股权障碍。
 - 关注国阳新能、开滦股份、大同煤业、义马煤业与信达关于股权处置的谈判进展，及随之而来的资产注入和整体上市进展情况。

表 1: 峰峰集团股权

	出资额（万元）	股权比例
冀中能源集团	243445.97	79.79%
信达资产管理公司	45436.84	14.89%
华融资产管理公司	16245	5.32%
合计	305127.81	100%

资料来源：公司公告

表 2: 冀中能源股份公司股权

	持股数	持股比例
冀中能源集团	45420.03	39.3%
冀中能源峰峰集团	22967.04	19.9%
冀中能源邯郸矿业集团	9355.85	8.1%
冀中能源张家口矿业集团	4526.07	3.9%

资料来源：公司公告

表 3: 信达换股计算

09 年数据	归属母公司所有者净利润	净资产
冀中能源	160648.95	951905.44
峰峰集团持有冀中股权	19.86%	19.86%
峰峰集团	18324.26	530506.02
1、冀中能源归属峰峰部分	31904.88	189049.59
2、扣除冀中能源部分的峰峰其他业务	(13581)	341456
信达持有峰峰股权	14.89%	14.89%
归属信达部分	2728.48	78992
换股价值		113256
换股 P/B		1.4
换股 P/E		42

资料来源：公司公告

表 4：国阳新能、大同煤业和开滦股份母公司股权结构

阳煤集团股权比例	持股比例
山西省国资委	54.03%
中国信达资产管理公司	40.42%
中国建设银行股份有限公司	5.55
同煤集团股权比例	
山西省国资委	65.17%
中国信达资产管理公司	30.12%
开滦集团股权比例	
河北省国资委	70.76%
中国信达资产管理公司	26.45%
中国建设银行股份有限公司河北省分行	1.78%
中国华融资产管理公司	1.01%

资料来源：公司公告

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度~2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届金牛分析师奖。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。