



绝对收益 7 号:*ST 建机

长期绩效较差，靠主营业务扭亏为盈成为奢望

对于股份公司的主营业务分析可知，其现存的业务无法支持扭亏为盈，摘星去 ST，更谈不上上市公司的做大做强，因此，股份公司若想解决眼下的困难，从而有更好的发展，必须通过资产重组之路来解决。

实际控制人实力强大，保壳意图明显

控股股东为陕西建设机械（集团）有限责任公司(24.95%)，而实际控制人为陕西煤业化工集团有限责任公司(持有陕西建设机械（集团）有限责任公司比例：100.00%)，最终控制人为陕西省国资委。2010 年，“摘星戴帽”的*ST 建机虽然通过资产的受让与出售实现扭亏为盈，根据相关规定，只能“摘星”。2010 年的保壳行动，对大股东而言，其仅仅占有股份公司 24%的股权，却付出高昂的成本保壳，（在大股东收购上市公司三捷物业的交易中，该物业公司成立短短几个月溢价率高达 89%，溢价金额高达 1601.53 万元，占上市公司 2010 年净利润的 99%，同时，相当于大股东付出了 1217.16 万元的保壳成本）此种行为不具有可持续性。因此，从长远发展来看，通过资产而整体改变上市公司的基本面才是未来发展的必然趋势。

未来重组之路

几年来，随着陕煤集团高管更迭，重组思路与方案发生改变，股份公司风波不断，历经了财务作假，高管违规买卖股票，非公开发行未获批准，以及向大股东高溢价的转让股权转以保壳等等，资产重组之路可谓艰辛。综合分析大股东旗下资产后，我们认为施工业务单元的资产无论从规模还是资源互补性而言都很合适*ST 建机。施工业务单元包含的成员单位有两家分别是陕西煤业化工建设（集团）有限责任公司和西安重工装备制造集团有限公司。陕煤集团对两家公司皆为 100% 的控股。2011 年 7 月 16 日，大股东陕煤集团公告将将其持有的陕西建设机械（集团）有限责任公司（原*ST 控股股东）100%的国有股权无偿划转至西安重工装备制造集团有限公司也佐证了我们这一观点。

对于 2011 年以后的财务状况，我们暂时不做预测，因为从 2011 年的季报来看，其净利润仍然为负，但是根据前述分析，*ST 建机重组是迟早的事情，但是其资产重组的时间表尚未确定，不能确定 2011 年是否会带来新的亮点，请投资者持续关注*ST 建机的后续资本运作。

*ST 建机 (600984)

首次评级

不评级

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

联系人：叶广辉

yeguanguhui@csc.com.cn

010-85156332

发布日期：2011 年 7 月 25 日

当前股价：9.96 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
13.31/10.24	-2.06/5.90	21.61/13.88
12 月最高/最低价 (元)		11.3/7.66
总股本 (万股)		14155.60
流通 A 股 (万股)		14155.60
总市值 (亿元)		14.10
流通市值 (亿元)		14.10
近 3 月日均成交量 (万)		75.30
主要股东		
陕西建设机械（集团）有限责任		24.95%
公司		

股价表现



相关研究报告



目录

公司目前经营状况	1
实际控制人实力强大	3
*ST 建机（600984）辛苦的保壳历程.....	5
未来何去何从	6
投资建议	8

公司目前经营状况

历史沿革

陕西建设机械股份有限公司（以下简称股份公司）是由陕西建设机械（集团）（以下简称陕建集团）有限责任公司实施债转股后改制设立的股份有限公司。于 2001 年 12 月 8 日取得营业执照。

成立时，公司注册资本额为 10155.6 万元，其中陕建集团以其筑路机械、建设机械以及金属钢结构产品生产和销售有关的经营性资产入股，折算为 4152.85 万股，中国华融资产管理公司和建设银行以债权转股权行使出资，分别折算为 2990 万股和 2863.25 万股，北京新建设机械设备有限责任公司和自然人王永、王志强分别投入现金 50 万、100 万和 80 万，折算为 32.5 万、65 万和 52 万。2004 年月 22 日向社会公开发行 A 股股票 4000 万股，发行后股本总额为 14155.6 万元。

其间，为了保住股份公司的壳资源，于 2007 年，由陕西省国资委将陕建集团所持有的股份公司的股权划拨至陕西煤炭化工集团（以下简称“陕煤集团”）旗下。从而使陕煤集团间接持有*ST 建机 24.95%的股份，成为其实际控制人。此次股权变动中，陕煤集团给予陕西建工集团总公司 1.2 亿元的经济补偿，并代为偿还建设集团原拖欠陕西建工集团总公司的 800 万元债务。试图通过这一举措帮助陕煤集团实现整体上市，而股份公司可以继续保留壳资源。但 4 年来随着陕煤集团高管更迭，重组思路与方案发生改变，股份公司风波不断，历尽了财务作假，高管违规买卖股票，非公开发行未获批准，以及与大股东之间高溢价的股权转让保壳等等，资产重组之路可谓艰辛。

主营业务

长期绩效较差，靠主营业务扭亏为盈成为奢望

表 1 ST 建机（600984）主营业务收入占比（2010）

	经营项目名称	主营业务收入(万元)	占主营业务收入(%)	主营业务成本(万元)	占主营业务成本(%)	毛利率(%)
1	摊铺机系列产品	25534.76	46.19	17724.80	39.48	30.58
2	稳定土拌和机系列产品	887.14	1.6	822.74	1.83	7.25
3	翻斗车系列产品	145.61	0.26	147.89	0.32	-1.56
4	钢结构产品	23478.52	42.47	22044.88	49.1	6.1
5	产品租赁	1810.82	3.27	1519.48	3.38	16.08
6	其他产品	2956.97	5.34	2328.91	5.18	21.23
7	其他业务	466.06	0.84	305.748401	0.68	34.39
8	合计	55279.88	100	44894.46	100	18.78

由上表可知，公司主营业务为摊辅机系列产品和钢结构产品。其中，摊辅机系列产品毛利率较高，但主营业务收入较少，而钢结构产品则正好相反。从历史的财务数据也可以佐证这一观点，具体如下图所示：

图 1 ST 建机（600984）辅机系列产品主营业务收入与毛利率逐年变化图（2010）

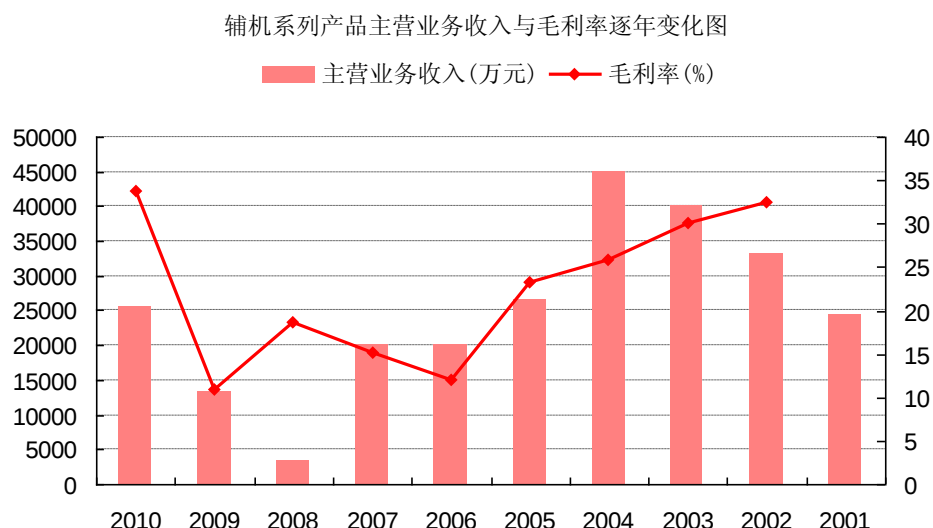
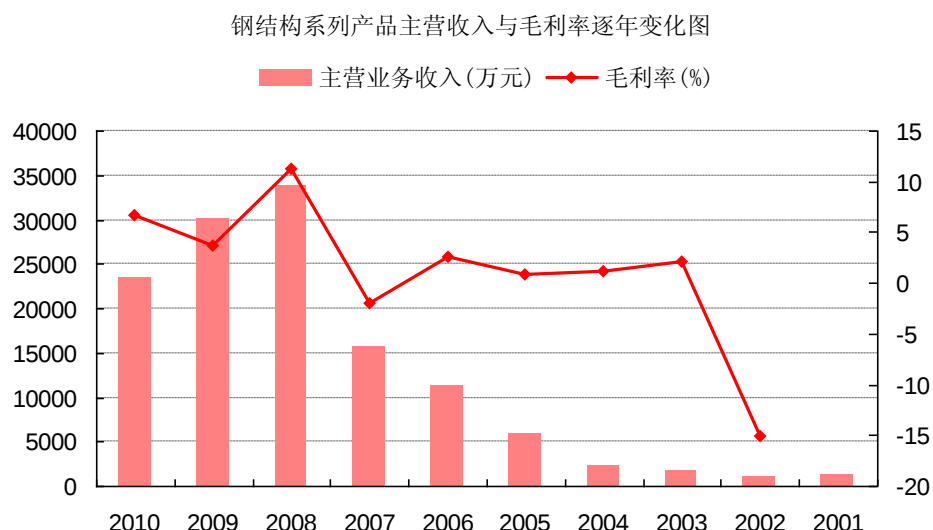


图 2 ST 建机（600984）钢结构产品主营业务收入与毛利率逐年变化图（2010）



从现金流量分析来看，最近一期的经营现金流量流入值为 4.7967 亿元，流出值为 4.5984 亿元，净额为 0.1983 亿元；而投资活动所产生的现金流量净额为-0.2876 亿元；公司筹资现金流为入为 1.55 亿元，筹资现金流量流出为 1.6618 亿元，筹资现金流量净额为-0.1118，其中筹资现金流收入中，取得借款所占比例较大，为 1.55 亿元；筹资现金流支出中，偿还债务所占比例最大，为 1.61 亿元。在股份公司目前所处的专用设备制造业，其包括总

资产、主营业务等多项指标均排名靠后，体现不出行业竞争力。

由以上对于股份公司的主营业务分析可知，其现存的业务无法支其持扭亏为盈，摘星摘帽，更谈不上上市公司的做大做强，因此，股份公司若想解决眼下的困难，从而有更好的发展，必须通过资产重组之路来解决。

实际控制人实力强大

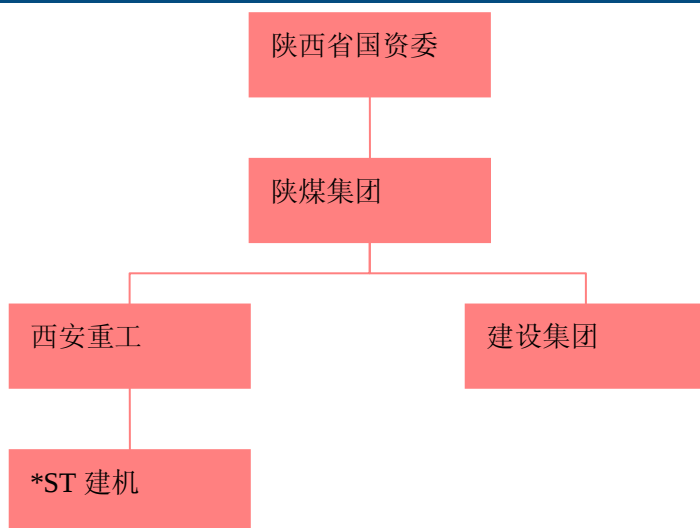
公司股东

控股股东 为陕西建设机械（集团）有限责任公司(24.95%)，而实际控制人为陕西煤业化工集团有限责任公司(持有陕西建设机械（集团）有限责任公司比例：100.00%)，最终控制人为陕西省国资委。

上市公司前 10 大股东持股比例为 59.57%，而前三大股东控股比例为 54.91%，分别为陕西省建设机械（集团）有限责任公司（24.95%），中国建设银行股份有限公司（17.10%），中国华融资产管理公司（12.96%）

实际控制人关系图

图 3 实际控制人关系图



实际控制人陕煤集团实力背景深厚

陕煤集团拥有 58 个全资、控股、参股企业，在册职工 9.6 万人。2010 年煤炭产量及销量双双突破 1 亿吨，资产规模 1039 亿元，销售收入 515 亿元，利税总额 140 多亿，2010 年在全国 500 强中名列第 195 位，并在 2010 中国企业效益 200 佳中位列 142 位。自 2004 年组建初期到 2009 年，陕煤集团的销售规模从当年的 67 亿元增长到了 320 亿元，呈现了跨越发展态势，显示了突出的成长性。其下属的成员单位及涉及的业务单元如下表所示：



表 2 实际控制人旗下业务构成

公司名称	注册资本（万元）	投资比例	行业
陕西煤业股份有限公司 46.30%	900,000	46.30%	煤炭
铜川矿务局	49,116	100%	煤炭
蒲白矿务局	19,750	100%	煤炭
澄合矿务局		100%	煤炭
韩城矿务局	41,768	100%	煤炭
陕西煤炭建设公司	12,344	100%	煤炭
黄陵矿业集团有限责任公司	61,312	100%	煤炭
陕西陕北矿业有限责任公司	5,500	100%	煤炭
陕西彬长矿业集团有限公司	150,000	100%	煤炭
陕西铜川煤业有限公司	191,826	61.17%	煤炭
陕西澄合煤业有限责任公司	33,800	56.54%	煤炭
陕西韩城煤业有限责任公司	142,788.56	55.82%	煤炭
陕西陕化煤化工有限公司	100,000	87.34%	化工
陕西陕化化肥股份有限公司	12,000	50%	化工
陕西煤业化工集团神木煤化工产业有限公司	80,000	100%	化工
陕西渭河煤化工集团有限责任公司	30,213	98.22%	化工
陕西煤业化工集团神木天元化工有限公司	74,969	45%	化工
陕西华山化工集团有限公司	41,180	12.55%	化工
陕西比迪欧化工有限公司	15,000	86.70%	化工
陕西陕焦化工有限公司	54,084	99.94%	化工
陕西北元化工有限公司	168,000	40.48%	化工
陕西建设机械股份有限公司			机械制造
蒲城清洁能源化工有限责任公司	250,000	60%	机械制造
陕西煤业化工技术开发中心有限责任公司	4,000	34.25%	机械制造
陕西煤化工技术工程中心有限公司	12,727	55%	机械制造
新兴能源科技有限公司	8,310	71%	机械制造
陕西建设机械（集团）有限责任公司	13,920	100%	施工
西安重工装备制造集团有限公司	100000	100%	施工，机械 制造
陕西煤业集团投资有限责任公司	30,000	53.33%	金融
陕西开源证券经纪有限责任公司	50,000	90.50%	金融
长安银行	300,000	20%	金融
陕西煤化集团府谷能源开发有限公司	90,000	100%	煤炭发电
陕西德源府谷能源有限公司	30,000	30%	煤炭发电
陕西清水川发电有限公司	10,000	49%	煤炭发电
陕西煤炭物资供销公司	464	100%	煤炭发电
陕西榆横铁路有限责任公司	3,000	9%	铁路

陕煤集团目前形成煤炭和煤化工两个主体产业为主导，运输物流、机械制造、建筑施工、金融产业服务体系等多元化业务并存的格局。

*ST 建机（600984）辛苦的保壳历程

未果的非公开发行

公司与 2009 年公布的与陕西煤业化工建设集团的资产重组方案遭遇搁浅。

公司 2009 年 11 月公布的重组方案，公司拟以全部资产与负债与陕西煤业化工集团持有的对陕西煤业化工建设(集团)有限公司的部分出资进行置换。根据公司 2009 年 11 月公布的重组方案，股份公司拟以全部资产与负债与陕西煤业化工集团持有的对陕西煤业化工建设(集团)有限公司的部分出资进行置换。置出资产的预估值为 2.8 亿元，标的资产建设集团 100%股权的预估值为 8.6 亿元。如按预估值计，公司将以 2.8 亿元的置出资产与煤化集团持有的 2.8 亿元的建设集团出资进行等额置换。公司同时拟向煤化集团及其一致行动人非公开发行境内上市人民币普通股(A 股)，购买其持有的建设集团剩余 5.8 亿元的出资，发行价格 7.22 元/股，预计发行股份的上限为 8035 万股。

然而由于种种原因，*ST 建机撤回重大重组申请材料，重组遭遇搁浅。据公开已知的信息，重组遭遇搁浅至少包含两方面的原因，其一是标的资产的关联交易较高，短期内降低的可能性较低，为降低关联交易比例，需要对重组方案进行进一步的统筹规划。其二是媒体公开披露的实际控制人陕煤集团总经理高仰才违规炒作股份公司股票一事对此次非公开发行造成不小的负面影响。

高溢价的股权转让与优质资产注入

2010 年股份公司扭亏为盈，预计实现“摘星”。

股份公司前三季度亏损 137.77 万元，已经“披星带帽”*ST 建机再次面临退市的风险。因此，股份公司以 6983.52 万元受让建机集团、陕煤建机和自然人股东合并持有的盈利的建设钢构 100%股权，并向大股东以 3400.91 万元高溢价（溢价 89%）的转让公司在非公开发行未果时刚刚成立的三捷物业 100%的股权。一进一出此消彼长，股份公司亏损的态势被扭转。

值得注意的是，本次交易受让的是钢结构公司。据资料显示，建设钢构生产设备及配置已完善，拥有 3 条完整的轻钢及重钢生产线，其中数控切割机、数控钻床、悬臂式埋弧焊机都属于国内领先水平，双丝双弧龙门焊机、丝级电渣焊机属国际先进水平，并于 2010 年 5 月正式投产，年生产能力可达 1 万吨，年产值 1 亿至 1.2 亿元。截至 2010 年 10 月 31 日，建设钢构净资产 5995.45 万元，完成主营业务收入 8323 万元，实现净利润 270.64 万元。因此，此次资产受让除有助于公司保壳外，还可优化公司的资产结构，减少非经营性闲置资产，提高公司盈利能力和持续经营能力。

而三捷物业，这个在非公开发行宣布撤销的同时成立的公司，其明显就是为保壳而存在的，成立不足半年的公司，其定价是在评估净资产 1795.92 万元的基础上增值 89.37%所得。大股东呵护之情亦由此显现。在大股

东收购上市公司三捷物业的交易中，该物业公司成立短短几个月溢价率高达 89.37%，溢价金额高达 1601.53 万元，占上市公司 2010 年净利润的 99%，同时，相当于大股东付出了 1217.16 万元的保壳成本。

但是，此次保壳行动，对大股东而言，其仅仅占有股份公司 24% 的股权，却付出高昂的成本保壳，此种行为不具有可持续性，且上市公司虽然通过资产的受让与出售实现扭亏为盈，但由于不是通过主业基本面的变化而实现的，根据相关规定，只能“摘星不摘帽”。因此，从长远发展来看，通过资产而整体改变上市公司的基本面才是未来发展的必然趋势。

未来何去何从

高管之争悬而未决，重组思路未定

在陕西省国资委原定的方案下，*ST 建机原实际控制人陕西建工集团于 2007 年 3 月 23 日与陕煤集团签署《资产划转协议书》，将陕西建工集团总公司包括上市公司建工机械在内的股权总计 9.1 亿元资产划转至陕煤集团，陕煤集团为此支付了 1.28 亿元补偿款，陕煤集团由此成为*ST 建机的新任控制人。

然而就在《资产划转协议书》签署六天后，陕西省正式下发文件调整陕煤集团的管理层，2007 年 3 月 29 日，原陕煤董事长沈浩调任延长石油集团董事长，延长石油集团总经理华炜调任煤业集团董事长。

随着沈浩的离任，继任的华炜有了新的资产重组思路。据相关报道，陕煤集团的总经理高仰才极力维持原董事长确定的借壳上市方案，但是新董事长华炜并不认同。他认为上市公司资产规模较小，不适合陕煤整体上市，因而坚持走 A+H 的 IPO 道路，2008 年更是通过改制而与战略投资者联合设立股份公司，为 IPO 做好铺垫。

陕煤集团主业资产注入可能性较小

表 3 实际控制人煤炭化工板块资产构成

公司名称	注册资本（万元）	投资比例	行业
陕西煤业股份有限公司 46.30%	900,000	46.30%	煤炭
铜川矿务局	49,116	100%	煤炭
蒲白矿务局	19,750	100%	煤炭
澄合矿务局		100%	煤炭
韩城矿务局	41,768	100%	煤炭
陕西煤炭建设公司	12,344	100%	煤炭
黄陵矿业集团有限责任公司	61,312	100%	煤炭
陕西陕北矿业有限责任公司	5,500	100%	煤炭
陕西彬长矿业集团有限公司	150,000	100%	煤炭
陕西铜川煤业有限公司	191,826	61.17%	煤炭
陕西澄合煤业有限责任公司	33,800	56.54%	煤炭
陕西韩城煤业有限责任公司	142,788.56	55.82%	煤炭
陕西陕化煤化工有限公司	100,000	87.34%	化工
陕西陕化化肥股份有限公司	12,000	50%	化工
陕西煤业化工集团神木煤化工产业有限公司	80,000	100%	化工

陕西渭河煤化工集团有限责任公司	30,213	98.22%	化工
陕西煤业化工集团神木天元化工有限公司	74,969	45%	化工
陕西华山化工集团有限公司	41,180	12.55%	化工
陕西比亚迪化工有限公司	15,000	86.70%	化工
陕西陕焦化工有限公司	54,084	99.94%	化工
陕西北元化工有限公司	168,000	40.48%	化工

经过保守估计，陕煤集团内到煤炭和化工板块的主业涉及资产规模在 700 亿以上，通过借壳*ST 建机（600984）实现主业上市不大现实（理论上讲，ST*建机通过定向增发反向收购的方式股份购买资产注入的规模在 100 亿以内）。

因此，我们可以推测，陕煤集团资产重组的计划一变再变，除了高管更迭带来的重组思路变化为，其本身在经过几年的跨越式发展之后，资产规模总额从 2006 年的 242 亿元迅速扩张至 2009 年的 1039 亿元，原先制定的借壳*ST 建机（600984）整体上市的计划也变得不可行了。

但是，纵观大股东对于股份公司强烈的保壳意愿，爱护之情溢于言表，因此，借助此资产平台进行资产整合的意愿还是很强烈的，既然主业已经成长成一个“巨婴”无法装入股份公司，那么其他哪个多元化业务单元的相关资产有可能装入上市公司呢？

陕煤施工板块资产注入可能性较大

经过综合比较，本报告认为施工业务单元的相关资产注入的可能性较大。施工业务单元包含的成员单位有两家分别是陕西煤业化工建设（集团）有限责任公司和西安重工装备制造集团有限公司。陕煤集团对三家公司皆为 100% 的控股。

表 4 实际控制人施工板块资产构成

公司名称	注册资本	投资比例	行业
陕西煤业化工建设（集团）有限责任公司	3.5	100%	施工
西安重工装备制造集团有限公司	10	100%	施工，机械 制造

具体而言，陕西煤业化工建设（集团）有限公司（以下简称建设集团）成立于 2009 年 2 月 4 日，是经陕西省国资委批准，由铜川矿务局、韩城矿务局、澄合矿务局、蒲白矿务局、陕煤建司等五个大型企业的建筑施工板块重组整合而成立的国有控股大型综合施工企业。现有资产总额 11.76 亿元。注册资本 3.5 亿元。企业银行授信等级为 AA 级。拥有矿山施工总承包一级资质 3 个、二级资质 2 个；房建施工总承包一级资质 2 个、二级资质 6 个；机电安装工程总承包二级资质 5 个；化建工程总承包二级资质 2 个；房地产开发三级资质 2 个；另有市政工程、公路、铁路等单项资质 20 余个。建设集团现设 7 个职能部门，下属 20 个子（分）公司，年施工能力 40 亿元以上，企业发展战略是以建筑施工业为基础，以矿山掘进和房地产业为主导，多业并举。2010 年实施未果的非公开发行，所注入的资产正是建设集团，虽然由于条件不成熟，此次非公开发行没有实施，但从资产规模和相关性来看，此次资产注入是适宜的。

西安重工装备制造集团有限公司是陕西煤业化工集团有限责任公司按照陕西省人民政府发展壮大装备制造



业规划、整合现有装备制造资源的原则，经陕西省国有资产监督管理委员会批准成立的以煤矿成套装备和工程机械设计制造为主导产业的大型企业集团。其注册资本金 10 亿元，下属西安煤矿机械有限公司、陕西建设机械有限公司等 8 家大中型企业和两个产品设计研究院。公司研发实力雄厚，技术先进，产品质量优异，具有巨大的发展潜力。公司经营范围涉及采煤机、掘进机、液压支架、刮板机、运输机、胶带输送机成套装备和路面摊铺机、铣刨机等工程机械的设计制造以及钢结构产品的生产。企业同时发展新兴朝阳产业—环保设备的设计与生产制造。到 2010 年，销售收入预计达到 20 亿元。按照其发展规划，“十二五”末，销售收入将达到 60 亿元，利税总额 6 亿元。

投资建议

建议大家持续关注*ST 建机后续的大股东的进一步资产重组的运作事项。



分析师介绍

研究服务

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。