

美锦能源 (000723) 公告点评

——资产规模倍速扩充

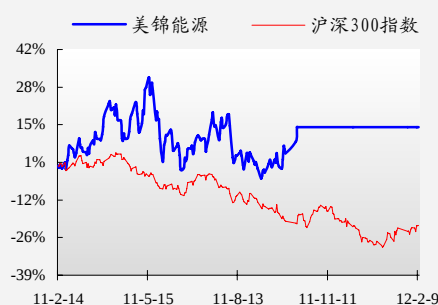
焦炭

发布时间：2012 年 2 月 16 日

投资要点：

- 美锦能源发布公告，将发行股份购买大股东美锦集团旗下煤炭资产和焦化资产。资产交易总额达到 167 亿元，增发后股本增加至 12.636 亿股。如果交易涉及资产完全达产，公司焦炭年产能将由 80 万吨提高至 420 万吨，且将新增煤炭产量 480 万吨/年。
- 公司此次收购煤炭资源占比较大，锦富煤业、汾西太岳和东于煤业总地质储量可达到 6.78 亿吨，评估的可采储量总量达到 4.04 亿吨。三矿预估产量分别为 180 万吨、150 万吨和 150 万吨。该三矿仍处于基础建设期，预计三处煤矿建设期在三年左右，完全达产要 4 年。从焦炭资产来看，收购的美锦煤焦化目前焦炭产能为 340 万吨。
- 除上述准备置入上市公司的资产外，美锦集团还在山西兴县以及吕梁交城拥有三块探矿权，以及正在进行审批的锦源煤业和锦辉煤业。锦源煤业拥有煤炭资源总量 9.6 亿吨，规划矿井生产能力为 600 万吨/年，但目前尚未完成证照批复。
- 交易对美锦能源未来的影响应从资产扩充和股权集中两方面来进行分析。资产扩充：煤炭业务从无到有（0-480 万吨），焦炭业务总量达到原有产能 5 倍，在上下游一体化和资源控制上都有明显拓展。股权集中：美锦集团及部分高管对上市公司的控股比例将由三成扩充至七成。
- 综合来看，我们首先肯定公司在业务规模上必将取得长足进展，但由于收购煤炭资产在建时间较长，预计完全达产要到 2015 年；而以目前焦炭行业“两头受气（受上下游挤压）”的行业特性仍在，焦炭业务大幅增加利润的可能性不大，因此公司未来两年内在收入上可能大幅增长，但利润增长则需等待煤炭产能的释放。
- 将公司与煤炭行业最近两年发生的资产收购（如煤气化、恒源煤电和山煤国际）进行比较，此次交易煤炭资产方面收购价格略高。初步估计如果公司煤炭业务在 2014 年投产，2015 年达产，预计 2015 年公司归属母公司股东净利润约为 16.1 亿元，对应增发后股本每股收益为 1.27 元，对应当前股价动态市盈率为 15 倍，股价吸引力不强。在公司进一步披露收购资产的预期收益情况之前，我们难于精确测算公司短期的盈利情况，故暂不给予公司投资评级。

走势图



市场数据

2012/2/15

收盘价：	19.28 元
52 周最高价：	20.96 元
52 周最低价：	14.62 元
平均持仓成本：	16.44 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	13,960
流通 A 股（万股）：	13,960
每股收益（元）：	0.23
每股净资产（元）：	3.46
每股经营现金流（元）：	0.16
市净率：	5.57

分析师：王师

执业证书编号：S0550511030001

TEL: (8621)20361109

FAX: (8621)20361159

Email: wangs@nesc.cn

地 址：上海市浦东新区源深路 305 号

邮 编：200002

事件:

美锦能源今日发布公告,公司将发行股份购买大股东美锦集团旗下煤炭资产和焦化资产,具体包括:锦富煤业 100%股权、东于煤业 100%股权、汾西太岳 77%股权以及国有土地使用权一宗。上述资产预估值为 136.24 亿元,公司为收购该部分资产将非公开发行股份不超过 8.39 亿股,发行价格不超过 16.25 元/股。此外,将以询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行 2.85 亿股,发行价格不低于 14.63 元,用于购买集团持有的美锦煤焦化、大连美锦和天津美锦的全部股权,该部分资产预估值合计为 30.81 亿元。

点评:

美锦能源此次收购大股东资产交易总额达到 167 亿元,增发后股本将由 1.396 亿股增加至 12.636 亿股。如果交易涉及资产能够完全达产,公司焦炭年产能将由 80 万吨提高至 420 万吨,并将新增煤炭产量 480 万吨/年。

表 1 美锦能源收购资产评估价值

	资产评估价格 亿元	非公开发行股份数量 亿股
煤炭与土地资产	136.24	8.39
锦富煤业	46.63	
东于煤业	39.86	
汾西太岳	49.44	
清徐土地	0.31	
焦化资产	30.80	2.85
美锦煤焦化	28.34	
天津美锦	1.50	
大连美锦	0.96	
合计	167.00	11.24

资料来源:东北证券 公司公告

公司此次收购股东资产中,煤炭资源占比较大,锦富煤业、汾西太岳和东于煤业总地质储量可达到 6.78 亿吨,评估的可采储量(根据 111b、122b 与 333)总量达到 4.04 亿吨。三矿预估产量分别为 180 万吨、150 万吨和 150 万吨。锦富煤业和东于煤业均为贫煤、贫瘦煤以及无烟煤,预计未来将直接销售原煤;汾西太岳为焦煤和瘦煤,未来将对产出煤炭进行洗选,销售精煤。目前该三矿仍处于基础建设期,除汾西太岳已有部分产出外,另两矿目前尚无原煤生产。预计三处煤矿建设期在三年左右,完全达产要 4 年。

锦富煤业、汾西太岳和东于煤业三公司都处在基础建设期,采矿权价款尚未完全缴纳,价款剩余部分将由增发交易资金中扣除。

除上述准备置入上市公司的资产外,美锦集团还在山西兴县以及吕梁交城拥有三块

探矿权, 以及正在进行审批的锦源煤业和锦辉煤业。锦源煤业拥有煤炭资源总量 9.6 亿吨, 规划矿井生产能力为 600 万吨/年, 但目前尚未完成证照批复。

表 2: 收购资产储量情况

	煤种	地质储量 万吨	可采储量 万吨	评估可采储量 万吨
锦富煤业	贫煤、贫瘦煤及无烟煤	28,807.00	18,637.20	18,637.20
汾西太岳	焦煤、瘦煤	11,419.00	7,579.05	7,579.05
东于煤业	贫煤、贫瘦煤及无烟煤	27,580.00	14,157.00	14,157.00
合计		67,806.00	40,373.25	40,373.25

资料来源: 东北证券 公司公告

表 3: 收购资产产量情况

煤矿名称	核定生产能力	采矿许可证	初步设计	服务年限 年
锦富煤矿(原煤)	180 万吨/年	180 万吨/年	180 万吨/年	73.96
太岳煤矿(精煤)	150 万吨/年	150 万吨/年	150 万吨/年	36.09
东于煤矿(原煤)	150 万吨/年	150 万吨/年	150 万吨/年	67.41

资料来源: 东北证券 公司公告

从焦炭资产来看, 收购的美锦煤焦化目前焦炭产能为 340 万吨, 其中包含全资子公司美锦煤化工的 180 万吨产能。美锦煤焦化 2011 年完成主营业务收入 82.65 亿元, 录得归属母公司净利润 4774 万元。天津美锦为焦炭贸易企业, 去年营业收入为 18.8 亿元, 但净利润仅为 157 万元。大连美锦目前尚未产生利润。

表 4: 美锦煤焦化经营情况

项目	2011 年度	2010 年度
营业收入 元	8,265,402,624.59	5,082,581,241.90
营业利润 元	64,612,244.17	15,839,022.96
利润总额 元	63,649,900.36	15,638,344.38
归属母公司的净利润 元	47,736,413.95	10,917,152.74

资料来源: 东北证券 公司公告

表 5: 天津美锦经营情况

	2011	2010
营业收入	1,881,641,826.87	2,266,450,329.47
营业利润	1,708,741.17	-452,575.40
利润总额	1,706,071.71	-452,575.40
归属母公司净利润	1,568,118.46	-452,575.40

资料来源: 东北证券 公司公告

关于此次交易对美锦能源未来的影响, 我们认为应从资产扩充和股权集中两方面来进行分析。

资产扩充的积极意义: 煤炭业务从无到有 (0-480 万吨), 焦炭业务总量达到原有产能 5 倍, 在上下游一体化和资源控制上都有明显拓展, 公司通过此次交易获得大股东大

部分煤炭资产及焦炭资产，交易完成后关联交易问题将得到大幅改善。

股权集中的积极意义：交易完成后，大股东美锦集团和部分高管在股权控制上有大幅提升，美锦集团及部分高管对上市公司的控股比例将由现有的三成扩充至七成。美锦集团已承诺交易完成后 36 个月内不进行减持，因此公司股权将在未来 3 年都处于较为集中的阶段。这将有效避免公司股权流失导致的控制权易手。

表 6 公司交易前后股本结构变化情况

股份类别	重组前		重组后	
	持有股数	占总股本比例	持有股数	占总股本比例
美锦集团	41,500,000	29.73%	829,161,035	65.62%
姚俊杰			25,683,831	2.03%
张洁			25,655,134	2.03%
其他股东	98,099,195	70.27%	383,099,195	30.32%
合 计	139,599,195	100%	1,263,599,195	100.00%

资料来源：东北证券 公司公告

综合来看，我们首先需要肯定的是公司在业务规模上必将取得长足进展，但由于收购煤炭资产在建时间较长，预计完全达产要到 2015 年；而以目前焦炭行业“两头受气（受上下游挤压）”的行业特性仍在，焦炭业务大幅增加利润的可能性不大，因此公司未来两年内在收入上可能大幅增长，但利润增长则需等待煤炭产能的释放。

将公司与煤炭行业最近两年发生的资产收购（如煤气化、恒源煤电和山煤国际）进行比较，此次煤炭资产方面收购价格略高。初步估计如果公司煤炭业务在 2014 年投产，2015 年达产，预计 2015 年公司归属母公司股东净利润约为 16.1 亿元，对应增发后股本每股收益为 1.27 元，对应当前股价动态市盈率为 15 倍，股价吸引力不强。在公司进一步披露收购资产的预期收益情况之前，我们难于精确测算公司短期的盈利情况，故暂不给予公司投资评级。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。