

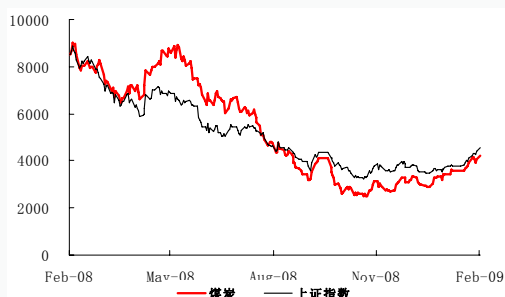
2009 年煤炭行业并购重组更具“天时、地利、人和”——煤炭行业专题研究报告

煤炭行业

中性（维持）

报告日期：2009 年 2 月 16 日

	收盘	今年涨幅 (%)
天相行业指数	4323	58.06%
天相流通指数	2646	38.59%
上证指数	2389	30.36%



相关报告：

《河南重启煤炭行业整合，目标虽好但实施较难》

2008 年 11 月 17 日

《关注煤炭行业国有化率提升带来的投资机会——煤炭行业专题研究报告》

2008 年 11 月 3 日

本报告关注点：

- 2008年煤炭行业并购重组开始加速，整合煤炭资产能够增强上市公司盈利能力。
- 预计2009年在政府规划和企业利益双重驱动下煤炭行业还将有更多重组活动，提请投资者“一颗红心，两手准备”积极关注煤炭行业并购重组所带来的投资机会。

投资要点：

- **2008年煤炭行业并购重组以“注资整合”和“区域整合”为主。**2008年是煤炭行业异常活跃的一年，共有15家上市公司进行了较重要的并购重组活动，其中围绕母公司资产注入的有11家，是并购重组的主要方式。另一方面，煤炭整合出现了新的特点，跨区域的整合较少出现，以“区域范围内整合”的并购重组活动占据主体。预计2009年煤炭行业整合还将围绕“注资整合”和“区域整合”两条主线展开。
- **整合煤炭资产增强上市公司盈利能力。**虽然上市公司收购煤炭资产溢价较高，但这是由于采矿权的历史增值所造成的。收购煤炭资产优良，能够增厚上市公司EPS，吨煤收购价格较市场价格为低，对上市公司盈利能力的增强具有积极的作用。
- **09年煤炭行业并购重组更具“天时、地利、人和”。**09年煤炭行业并购重组有更加宽松的政策、市场环境，以省为主体的区域整合使上市公司占具地利优势，加之政府对煤炭行业发展规划与上市公司自身的利益形成了契合，“天时、地利、人和”使得煤炭企业在2009年并购重组更具优势、更有动力。
- **关注09年煤炭企业并购重组带来的投资机会。**我们认为，09年煤炭企业的并购重组将会明显增加，关注煤炭企业的重组进程以及可能存在的重组机会，将会给投资者带来良好的投资机会。比较而言，以西山煤电（000983）、国阳新能（600348）为代表的山西五大煤炭集团整体上市，以金牛能源（000937）、恒源煤电（600971）为代表的省内煤炭资源整合、以及以中国神华（601088）为代表的央企整合等三大重组概念更值得投资者关注。
- **风险提示。**煤炭企业的并购重组受到众多因素的影响，具有较强的不确定性。政策支持力度存在不确定性，经济增速下降超预期，股价下跌幅度过大，增发价格过高等等因素都可能导致煤炭企业并购重组活动的失败，构成一定的投资风险。

天相煤炭电力组

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com



目 录

1. 引言	4
2. 煤炭企业重组整合事件回顾	4
3. 并购重组增强煤炭上市公司盈利能力	5
3.1 重组大幅增加企业煤炭产量、储量	5
3.2 收购煤炭资产将增厚上市公司EPS	6
3.3 采矿权增值导致收购高溢价	7
3.4 收购成本低于市场价格	8
4. 2009 年煤炭行业重组更具“天时、地利、人和”	9
4.1 天时：煤炭企业重组处于较好的历史时机	9
4.2 地利：地方政府煤炭整合政策推动并购重组	11
4.3 人和：政府意志与企业利益达到契合	12
5. 关注 2009 年煤炭企业并购重组带来的投资机会	13
5.1 现有并购重组计划在 09 年的推进	14
5.2 关注其他公司并购重组的机会	14
5.3 并购重组的可行性分析	15
5.4 重点公司盈利预测及评级	17
6. 风险提示	17
附注：2008 年各公司资产重组情况汇总	18
（一）“大集团、小公司”母公司资产注入整合	18
（二）收购关联方资产	24
（三）平煤股份（601666）、郑州煤电（600121）：河南煤炭行业“六合三”重组	26
（四）山煤集团拟借壳中油化建整体上市	27
（五）美锦能源（000723）：“合并创新业务方案”失败	28



图表目录

图 1: 天相煤炭行业历年PE、PB走势图	10
图 2: 秦皇岛动力煤价格走势	11
图 3: 中国煤炭资源分布图	11
图 4: 一年煤炭行业指数及上证指数走势图	13
图 5: 郑州煤电母公司资产注入图	18
图 6: 盘江股份资产结构图	20
图 7: 安源股份母公司拟注入煤炭资产图	21
图 8: 恒源煤电母公司拟资产注入图	22
图 9: 金牛能源收购资产图	23
图 10: 山西煤炭进出口集团整体上市资产图	27
表 1: 煤炭上市公司并购重组情况表 (单位: 万吨、万元)	4
表 2: 2008 年煤炭上市公司重组煤炭储量、产量增长表	6
表 3: 收购资产PE、EPS对比表	6
表 4: 上市公司收购资产溢价表 (单位: 万元)	7
表 5: 公司采矿权评估增值率 (单位: 万元)	7
表 6: 收购资产吨储量、吨产量收购价表 (元/吨)	8
表 7: 煤炭行业并购重组政策	9
表 8: 我国前四家煤炭企业集中度情况	12
表 9: 母公司和控制人持股比例变动情况表	13
表 10: 公司并购重组进程表	14
表 11: 增发换股盈利幅度 (股价为 2009 年 2 月 5 日收盘价)	15
表 12: 煤炭企业并购重组的可能性分析	16
表 13: 重点公司EPS预测和投资建议 (按截止到 2 月 12 日股价计)	17
表 14: 郑州煤电增发前后对比表	19
表 15: 大同煤业重组变化表	19
表 16: 盘江股份重组前后变化表	20
表 17: 恒源煤电母公司资产重组前后比较表	22
表 18: 金牛能源收购资产溢价表	24
表 19: 金牛能源收购资产前后对比表	24
表 20: 河南煤矿“六合三”整合煤矿产能	26



1. 引言

2008 年，是煤炭行业纷乱复杂的一年，在这一年里煤炭价格经历了暴涨暴跌，煤炭企业更经历了“保电煤”、“保奥运”、大刀阔斧关停小煤矿、限制煤炭价格、资源税上调传言、煤炭订货会谈崩等事件的洗礼。2008 年，在煤炭行业这些纷乱的事件中，以注资整合为主、收购兼并为辅的大重组概念是受市场关注最高、对公司股价影响最大的事件之一。目前随着经济增速的放缓，煤炭需求低迷，价格回到 08 年初的水平，单单依靠企业的内生性增长已经难以满足公司做大做强的需要。企业注资整合、收购兼并的大重组活动，不但能够通过外生性增长为企业的发展提供助力，更为投资者带来明显的投资机会。因为这种外延式的资产注入较之于企业内生性的增长，效果更加明显，可以在较短时间内迅速提升上市公司的业绩和成长性，促进持续经营能力，从而使得相关个股的投资价值得到迅速提升。

2009 年，宏观经济将面临“保八”的压力，全国发电量将继续下降，对煤炭需求减少，煤炭行业将进入供过于求的局面。考虑到短期内钢铁、水泥等行业出现根本性反转的可能性较小，因此，09 年上半年甚至全年煤炭行业都难以再现 08 年的红火景象。但这是否就表示煤炭行业在 09 年就没有投资机会呢？答案当然是否定的。09 年煤炭行业景气度下降，中小煤矿退出意愿强烈，在国家政策推动下，煤炭行业重组力度正在加大；另一方面，A 股市值大幅缩水，煤炭行业市盈率降至 14 倍左右的历史低位，部分煤炭上市公司股价降至重置成本左右，母公司的资产注入能够获得良好的长期收益。因此，2009 年在政策大力支持和母公司意愿加强的情况下，煤炭相关企业的并购重组将会明显增多，并成为贯穿未来相当长时间的集体行为，上市公司资产注入的情况将越来越多，从而形成板块性的投资机会。

2008 年，是煤炭企业重组最多、力度最大的一年。我们将通过对 08 年这些煤炭企业重组事件进行梳理，理清重组的脉络，找寻煤炭行业内企业注资整合、收购兼并的内在逻辑性以及外在推动力，推究上述公司在 09 年的重组进程，发掘其他公司的重组机会，为投资者揭示投资机会。

2. 煤炭企业重组整合事件回顾

2008 年，煤炭行业并购重组集中爆发，盘江股份（600395）等 6 家公司公布整体资产注入计划，国阳新能（600348）等 5 家公司进行了较小规模的收购母公司资产活动。除收购煤炭资产之外，煤炭企业也进行了兼并重组、借壳上市等新的重组活动。河南省煤炭行业大整合，平煤股份（601666）母公司平煤集团与神马集团合并成立平煤神马能源化工集团，郑州煤电（600121）母公司郑州煤炭工业集团也准备与义煤集团合并。此外，山煤集团拟借壳中油化建（000546）实现整体上市。

表 1：煤炭上市公司并购重组情况表（单位：万吨、万元）

收购方	收购煤矿	关联方	收购价款	收购方式	产能	储量
郑州煤电	杨河煤业等	郑煤集团	350,000	定向增发 4 亿股，每股 15.46 元	384	60,090
大同煤业	燕子山矿	同煤集团	250,000	定向增发 1.2 亿股，每股 22.08 元	400	16,841
盘江股份	金佳等 5 矿	盘江集团	696,700	定向增发 3.18 亿股，每股 13.68 元	810	132,800
安源股份	集团下属煤矿	江西煤炭集团	—	拟采取定向增发形式	—	—

恒源煤电	任楼等三矿	皖北煤炭集团	306,748	定向增发 1.12 亿股，每股 15.35 元； 非定向增发 1.24 亿股，每股 12.34 元	685	53,093
金牛能源	集团内部 10 矿	冀中能源	491,200	定向增发 4 亿股，每股 12.28 元	1294	32,761
潞安环能	余吾矿	潞安集团	190,278	现金	600	68,800
露天煤业	扎哈淖尔二号矿	中电投	165,000	公开发行 1.5 亿股募集资金	1500	82,793
国阳新能	寿阳开元矿	阳煤集团	34,000	现金	300	12,400
兖州煤业	华聚能源	兖矿集团	59,324	现金	--	--

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

2008 年的煤炭行业整合体现出一些新的特点：

1、“资产注入为主，兼并重组为辅”。08 年上半年，煤炭供应紧张，煤价持续上涨，但股票市场却持续低迷，煤炭上市公司股价继续下跌。此时，母公司积极将煤炭资产注入上市公司，增加持股比例，能够获得较好的长期收益。加之，虽然煤价大涨，煤炭企业现金流充裕，但为扩充煤炭资源储备，提高企业生产规模，煤炭上市公司也尽可能借助资本市场完成扩张。这是 08 年煤炭企业主要采用定向增发以收购母公司资产的主要原因。

2、“属地化”。除山西煤炭运销集团借壳中油化建之外，其他煤炭上市公司重组整合的煤炭资源均为公司附近的煤矿、电厂，如露天煤业拟整合的扎哈淖尔二号矿就是公司计划下一步开采的，盘江股份整合的金佳 5 矿之前就一直为公司的选煤厂提供原煤，此前跨区域的整合再没有出现。这体现出煤炭企业完成政府规划的“一个矿区由一个主体开发”的思路，而另一个方面，这样的整合也避免了在整合过程中出现的“水土不服”的情况出现，提高整合成功率。

3、大规模“省内煤炭资产整合”序幕拉开。08 年政府继续加大煤炭行业整合力度，而根据国家规划的建立 13 个大型煤炭基地的构想，以省内煤炭资产整合为主体的重组开始拉开大幕。江西煤炭集团拟整合江西大部分煤炭资源注入其下属的安源股份；盘江股份整合盘江集团煤炭资源，进一步成为整合贵州煤炭资源的主体；平煤集团、郑煤集团等河南六大煤炭集团兼并重组成三大能源、化工集团，全面构建河南煤、电、化一体工业体系；河北冀中能源将下属企业煤矿注入金牛能源等等。因此，以整合省内煤炭资源为主体的煤炭行业整合在 08 年将继续受到重视，而未来山西、安徽等省将继续推动煤炭资源整合，2009 年煤炭企业并购重组将继续增加。

3. 并购重组增强煤炭上市公司盈利能力

2008 年，煤炭行业的并购重组活动集中爆发，在一年的时间内，有 6 家公司公布整体资产注入计划，也有 5 家公司进行了较小规模的收购母公司资产活动，更有涉及多个行业的并购重组活动。下面我们将重点分析以母公司资产注入，分析在这些并购重组的活动中，母公司或者关联方有没有优质资产？是否把这些优质资产注入到上市公司中？这些煤炭资产能否增厚公司每股收益？以及收购价格是否过高？

3.1 重组大幅增加企业煤炭产量、储量

煤炭企业普遍存在“大集团小企业”的格局，母公司、控制人拥有大量的煤炭资

源，煤炭年产量和可采储量均远远大于上市公司。2008 年，煤炭上市公司并购重组煤炭资源，使自身的煤炭产量和权益可采产量实现了明显的增长。其中，预计安源股份整合江西煤炭集团煤炭资源后，将使上市公司煤炭权益年产量增加 9 倍；盘江股份在资产注入完成后权益年产量将增加 3.8 倍，权益可采储量将增加 2.7 倍，公司综合实力将大大增强。

表 2：2008 年煤炭上市公司重组煤炭储量、产量增长表

收购方	权益年产量			权益可采储量		
	重组前	重组后 E	增长比例	重组前	重组后 E	增长比例
郑州煤电	422	806	90.99%	11,400	71,500	525.40%
大同煤业	1,747	2,147	23.00%	39,000	55,800	43.00%
盘江股份	210	1,020	385.71%	21,300	78,500	268.54%
安源股份	100	1,000	900.00%	—	—	—
恒源煤电	490	1,175	139.80%	14,100	67,100	376.81%
金牛能源	1,135	2,429	69.26%	75,000	107,700	43.33%
潞安环能	2,000	2,600	30.00%	125,000	193,800	54.40%
露天煤业	2,700	4,200	55.55%	138,900	221,700	59.61%
国阳新能	1,300	1,600	23.07%	111,000	123,400	11.17%

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

3.2 收购煤炭资产将增厚上市公司 EPS

根据证监会的规定：购买或置换资产的盈利水平不低于本次交易实施前的盈利水平。以 07 年底的煤价和股价计算，大同煤业和盘江股份收购资产的 EPS 均高于公司现有资产值，包括恒源煤电在内收购资产的 PE 均低于现有资产 PE 值，并购重组活动将增厚公司盈利能力。

表 3：收购资产 PE、EPS 对比表

收购方	收购价格 (万元)	收购资产				已有资产	
		净利润	拟发行股本	PE	EPS	PE	EPS
大同煤业	250,000	11,700	12,000	21	0.98	54	0.60
盘江股份	696,706	10,600	31,800	66	0.33	88	0.16
恒源煤电	306,748	22,667	23,600	14	0.96	47	1.07

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

注：以 2007 年 12 月 31 日股价、煤价为准

- 1) **收购资产将增厚当前 EPS：**根据公司收购报告书披露，以 2007 年 12 月 31 日股价计算，大同煤业收购资产 EPS 为 0.98 元，高于已有资产 EPS 0.597 元，增幅为 64%；盘江股份收购资产 EPS 为 0.33 元，高于现有资产 0.163 元，增幅为 102.45%；恒源煤电收购资产 EPS 为 0.96 元，略低于现有资产 1.068 元，增幅为-10%。收购资产每股收益高于当前资产值，将对公司 EPS 具有增厚作用。
- 2) **收购资产 PE 值低于当前资产值：**公司增幅股本收购资产 PE 值均低于已有资产值。大同煤业收购 PE 为 21 倍，低于 54 倍的已有资产 PE；盘江股份收购 PE 为

66 倍，低于 88 倍的已有资产 PE；恒源煤电收购 PE 为 14 倍，低于 47 倍的已有资产 PE。

虽然 08 年煤价、煤炭股价大幅变动，导致目前的 EPS 和 PE 与 2007 年底的值有较大差距。但我们认为，公司依据 07 年底的煤价与股价做出的盈利预测具有较好的真实性、可靠性，与 07 年底公司盈利预测对比，能够真实地反映收购资产是否增厚或摊薄盈利能力。虽然 08 年市场环境发生重大变化，上市公司 EPS 和 PE 值均发生较大的改变，但这并不影响收购资产与已有资产比较的内在逻辑性，因为不论对于股价或是煤价变动，两者都保持同方向的变动。因此排除煤价、股价大幅波动干扰因素的影响，我们认为收购资产将能够增强公司盈利能力。

3.3 采矿权增值导致收购高溢价

在资产的收购中，针对资产的评估价值一般都较原帐面价值为高，收购一般都享有高于 1 的 PB 值，对比 08 年煤炭公司的收购行为，露天煤业收购溢价率最低为零，国阳新能收购开元矿溢价最高，为 1199%。平均收购溢价为 175%，平均收购 PB 值为 2.75。

表 4：上市公司收购资产溢价表（单位：万元）

收购方	被收购方	净资产帐面值	收购价格	收购溢价率
露天煤业	扎哈淖尔二号矿	34,000	34,000	0%
潞安环能	余吾矿	158,565	190,278	20%
兖州煤业	华聚能源电厂	58,643	80,200	37%
恒源煤电	任楼等三矿	156,856	306,748	96%
金牛能源	集团内部 10 矿	218,195	491,200	125%
郑州煤电	杨河煤业等	109,718	350,000	219%
大同煤业	燕子山矿	48,000	250,000	421%
盘江股份	金佳等 5 矿	126,116	696,700	452%
国阳新能	寿阳开元矿	10,025	130,247	1199%
合计		920,117	2,529,373	175%

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

收购 PB 远高于 1，我们认为主要原因是由于采矿权的增值所造成的。由于国有煤矿在建矿之初，矿权还没有实行市场化的定价，很多的采、探矿权是由政府无偿划拨的，目前按市场价值计价，采矿权增值明显。根据公告的数据，恒源煤电增值 61.77%，国阳新能增值 710.60%，其中盘江股份原先的采矿权为零，采矿权增值 49.1 亿元。采矿权增值占全部资产增值的 60%以上，其中，盘江股份的采矿权增值更是占 97.5%。

表 5：公司采矿权评估增值率（单位：万元）

收购方	采矿权帐面价值	采矿权评估价值	增减值	增值率	资产增值	采矿权增值所占比例
恒源煤电	154,072	249,248	95,176	61.77%	149,892	63.5%
盘江股份	—	491,375	491,375	—	503,828	97.5%



国阳新能	12, 122	98, 259	86, 138	710. 60%	120, 223	71. 6%
------	---------	---------	---------	----------	----------	--------

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

采矿权的高溢价是由历史原因决定的，如今按照市场价格折算，并不会造成收购溢价过高，因此考虑到无形资产的增值，收购溢价相对合理。

3.4 收购成本低于市场价格

收购关联方资产：

动力煤企业的每吨产量收购价格在 5.8—15 元/吨之间，吨年产量收购价格在 379—911 元/吨之间，其中，金牛能源的吨储量收购价格最高，为 15 元/吨，吨产量收购价格最低，为 379.6 元/吨。郑州煤电的吨储量收购价最低，为 5.8 元/吨，吨产量收购价最高，为 911.5 元/吨。

焦煤企业吨储量收购价格在 2.8—10.5 元/吨，吨产量收购价格在 235.7—860.1 元/吨。在收购的焦煤企业中，盘江股份收购价格较高，吨储量收购价为 5.2 元/吨，吨产量收购价为 860.1 元/吨。潞安环能的收购价较低，吨储量收购价为 2.8 元/吨，吨产量收购价为 317.1 元/吨。

表 6：收购资产吨储量、吨产量收购价表（元/吨）

收购方	被收购方	煤种	可采储量	产能	收购价格	吨产量收购价	吨储量收购价
与关联方交易							
动力煤							
露天煤业	扎哈淖尔二号矿	褐煤	82, 793	1, 500	34, 000	0. 4	22. 7
郑州煤电	杨河煤业等	贫瘦煤	60, 090	384	350, 000	5. 8	911. 5
中煤能源	东坡矿	动力煤	16, 500	300	133, 151	8. 1	444. 0
大同煤业	燕子山矿	动力煤	16, 841	400	250, 000	14. 8	625. 0
金牛能源	集团内部 10 矿	动力煤	32, 761	1, 294	491, 200	15. 0	379. 6
合计			126, 192	2, 378	1, 224, 351	9. 7	514. 9
焦煤							
盘江股份	金佳等 5 矿	焦煤	132, 800	810	696, 700	5. 2	860. 1
恒源煤电	任楼等三矿	焦煤	53, 093	685	306, 748	5. 8	447. 8
潞安环能	余吾矿	焦煤	68, 800	600	190, 278	2. 8	317. 1
	屯留矿			700	165, 000		235. 7
国阳新能	寿阳开元矿	焦煤	12, 400	300	130, 247	10. 5	434. 2
合计			267, 093	2, 395	1, 323, 973	5. 0	552. 8
与非关联方交易							
ST 贤成	森林矿业	焦煤	750	6. 225	21, 074	28. 1	3383
煤气化	华苑煤业	焦煤	1, 127	21	18, 421	16. 1	877. 2

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

收购非关联方资产：



2008 年 ST 贤成收购非关联方贵州盘县华阳森林矿业 41.5% 股权, 转让款 21074.1 万元。森林矿业以焦煤为主, 保有资源量 1807 万吨, 2007 年产煤约 8 万吨, 2008 年经过技改后预计可产煤 12-15 万吨, 经审计总资产 2355 万元, 净资产 2171 万元, 采矿权加之 50188 万元。通过计算, ST 贤成的吨煤产量收购价格为 3383 元/吨, 吨煤可采储量收购价格为 28.10 元/吨。

2008 年 2 月 21 日, 煤气化收购非关联方华苑煤业公司 70% 的股权, 出资 1.84 亿元人民币。华苑煤业公司所拥有的矿区面积为 5.9 平方公里。该矿井田内探明资源储量 2970 万吨, 可采储量 1610.4 万吨, 年产 30 万吨。通过计算, 煤气化的吨煤产量收购价格为 877.2 元/吨, 吨煤可采储量收购价格为 16.1 元/吨。

非关联方收购我们可以视为市场化收购, 经过比较可以发现, 上市公司的资产注入均低于市场价进行, 市场所担心的上市公司资产转移并不存在, 公司收购能够对盈利构成正面影响。

4. 2009 年煤炭行业重组更具“天时、地利、人和”

2008 年已公告煤炭行业并购重组活动中, 上市公司大多以较低的价格并购重组了关联方以及非关联方的煤炭资产, 对公司的盈利有一定的增厚作用, 对接下来的重组活动起到很好的示范作用。2009 年, 在政府整合煤炭行业的背景下, 支持并购重组的政策将继续出台, 而当前较低的煤价、低于重置成本的股价都将促进煤炭企业并购重组活动的发生。

4.1 天时：煤炭企业重组处于较好的历史时机

4.1.1 政策环境：政府鼓励重组力度持续加大

为推动国有企业的改革, 08 年政府出台多项措施鼓励上市公司资产重组, 鼓励国有企业整体上市, 增强企业筹、融资能力。国家政策风向由年初的严控上市公司并购重组, 转向到下半年的积极鼓励央企资产注入。在国资委 12 月发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中, 已经明确表示鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式, 把主营业务资产全部注入上市公司, 进而实现整体上市。政府鼓励上市公司并购重组的政策意图已经非常明显, 这也是近期煤炭行业景气度下滑, 并购重组活动反而增多的重要原因。

表 7：煤炭行业并购重组政策

日期	08 年涉及煤炭行业的并购重组政策
5 月 18 日	《上市公司重大资产重组管理办法》正式施行, 证监会“组合拳”严控上市公司并购重组。
7 月 23 日	李荣融表示, 目前推进重组的时机已经来临, 奥运会之后要加大调整重组的工作力度, 接下来将由国资委主导分步骤分阶段推进, 确保在 2010 年把中央企业调整到 80-100 家的目标。
9 月 17 日	山西省资本市场发展办公室主任王华在第二届煤博会上表示, 山西政府将支持省内五大煤企整体上市。
12 月 3 日	国务院出台促进经济发展的“国九条”: 通过并购贷款、房地产信托投资基金、股权投资基金和规范发展间融资等多种形式, 拓宽企业融资渠道, 创新融资方式。
12 月 10 日	尚福林表示: 要积极推动市场并购重组, 加快多层次市场体系建设, 加大对中小企业发展支持力度。

12月11日	中央经济工作会议中提到：要着力突破制约产业转型升级的重要关键技术，精心培育一批战略性新兴产业，加快企业兼并重组、支持重点企业技术改造。
12月12日	工业和信息化部部长李毅中表示，我国将积极推动钢铁、有色金属、建材等重点行业的企业兼并重组，鼓励优势企业做大做强，继续推进自主创新、节能降耗增效和品牌建设等工作。
12月15日	李荣融指出，2009年中央企业要加快控股上市公司资源整合，已实现部分资产上市的企业，要加快把优良主业资产注入上市公司，实现主业板块或集团整体上市，积极探索国资委直接持有整体上市央企股权。明确了必须国有控股的七大行业，包括军工、电网电力、石油石化、电信、 煤炭 、民航、航运等七大行业。
2009年2月3日	国家发展改革委副主任、国家能源局局长张国宝3日在全国能源工作会议上提出，2009年要通过规划和政策支持，从体制和机制上提供保障，促进煤矿企业兼并重组。

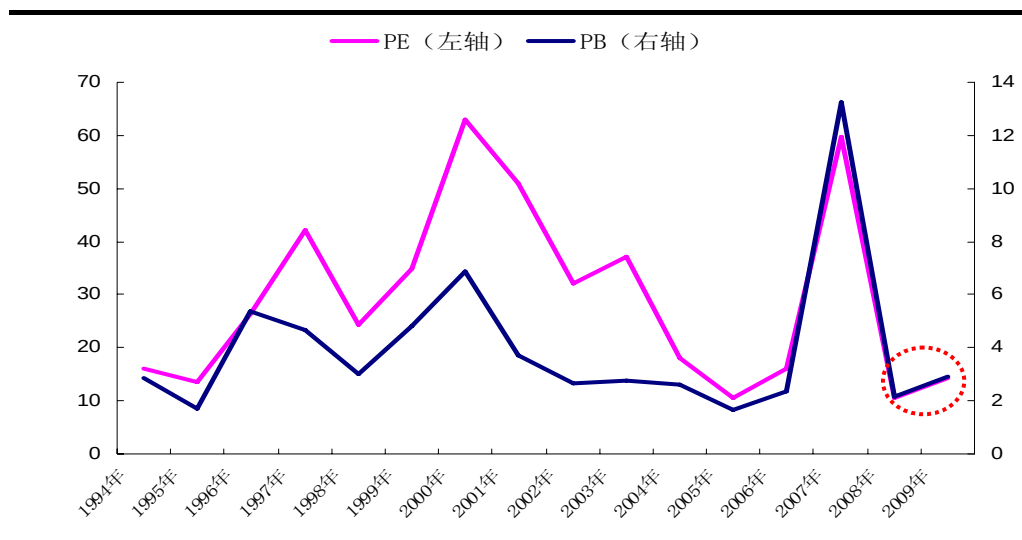
资料来源：天相投顾整理

根据目前政府短期内密集出台的鼓励煤炭企业并购重组的举动，我们判断：09年如果A股市场延续低迷的行情，政府继续加大政策力度以提振市场信心，增强上市公司融资能力的可能性在增大，09年煤炭行业并购重组的活动或许较08年更加频繁。

4.1.2 市场环境：估值偏低、煤价缩水

2008年，受大盘下跌拖累，煤炭行业股价指数一年内下跌70%，公司市值大幅缩水，部分公司股价已经降至重置成本。截至2009年2月10日，天相煤炭行业一年滚动PE为14倍，PB为2.88倍，均处于历史低位。在此阶段企业的并购重组活动能够为母公司或控制人带来良好的长期投资收益。

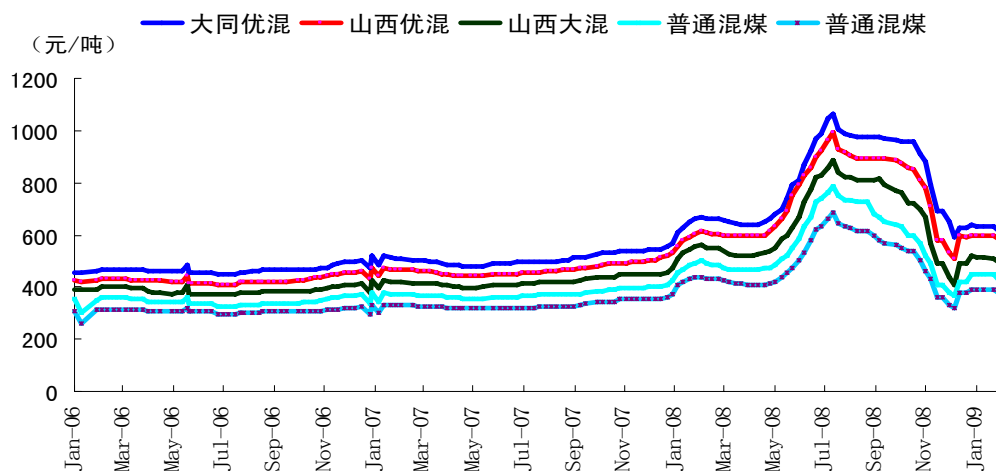
图 1：天相煤炭行业历年 PE、PB 走势图



资料来源：天相投顾整理、煤炭市场网

而在经历08年煤价大涨大跌之后，09年2月份秦皇岛5800大卡动力煤价为610元/吨，以及跌至08年初的价格水平，煤矿收购成本已经较08年大大降低。

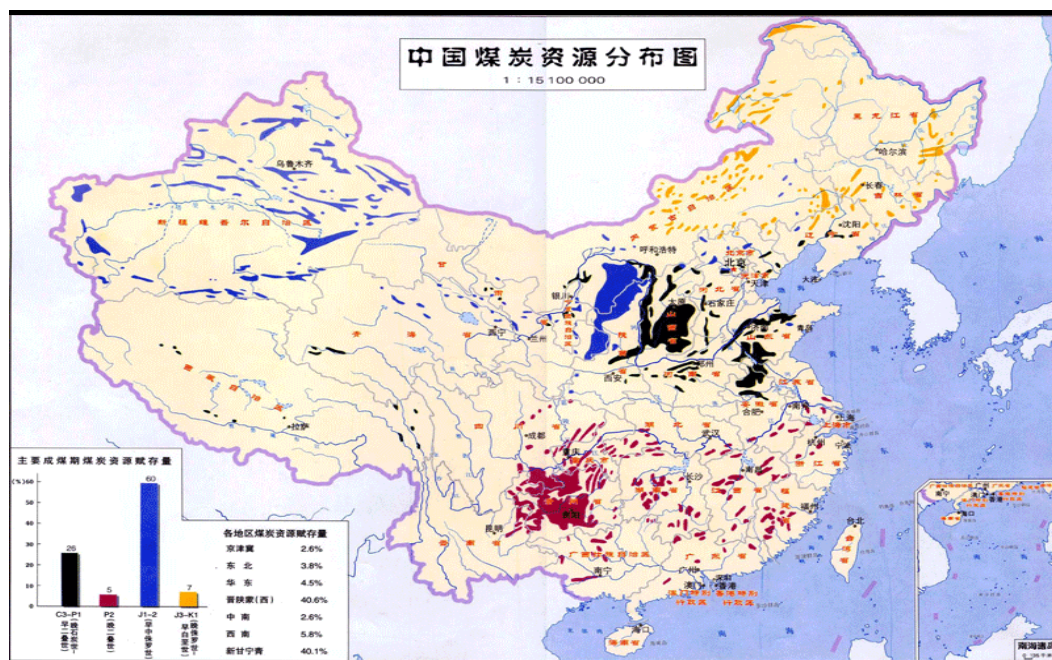
图 2：秦皇岛动力煤价格走势图



资料来源：天相投顾整理、煤炭市场网

4.2 地利：地方政府煤炭整合政策推动并购重组

图 3：中国煤炭资源分布图



资料来源：煤炭市场网

2007年11月19日，国家发改委颁布《煤炭产业政策》。文中指出，未来我国将建设神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇(华亭)、鲁西、两淮、河南、云贵、蒙东(东北)、宁东等十三个大型煤炭基地，提高煤炭的持续、稳定供给能力。在这13个大型煤炭基地内，一个矿区原则上由一个主体开发，一个主体可以开发多个矿区。除新疆外，“三西”、河南、贵州等重点产煤地区已经为国有大型煤炭企业“瓜分”完毕，在各重点矿区占据主导地位。根据政府的《煤炭产业政策》，未来矿区内的煤炭资源

将向以山西五大煤炭集团、冀中能源集团、平煤集团等为代表的大型煤企集中，这些企业的并购重组将坐享地利优势，能够保证并购重组的顺利进行。

4.3 人和：政府意志与企业利益达到契合

4.3.1 政府：提高煤炭行业集中度，保障能源供应稳定

目前，我国煤炭行业的集中度一直处于比较低的水平上，全国小煤矿还有 1.4 万家，平均规模 18 万吨。虽然 05 年以来煤炭行业的集中度有较为明显的提升，2007 年我国煤炭行业收入前 4 家、前 8 家市场份额分别为 20.39%、27.06%。但是与国际主要产煤国相比仍然偏低，在 2002 年美国前 4 家、澳大利亚前 5 家和南非前 4 家煤炭企业占全国煤炭产量比重就分别达到 47%、72%和 62%。

表 8：我国前四家煤炭企业集中度情况

公司名称	原煤产量占全国比重(%)		
	2005 年	2006 年	2007 年
神华集团	7.09	8.73	10.02
中煤能源集团	3.4	3.75	4.53
山西焦煤集团	2.88	3.01	3.07
大同煤矿集团	2.68	2.65	2.78
4 家合计	16.05	18.14	20.39

资料来源：华通人统计、天相投顾研究整理

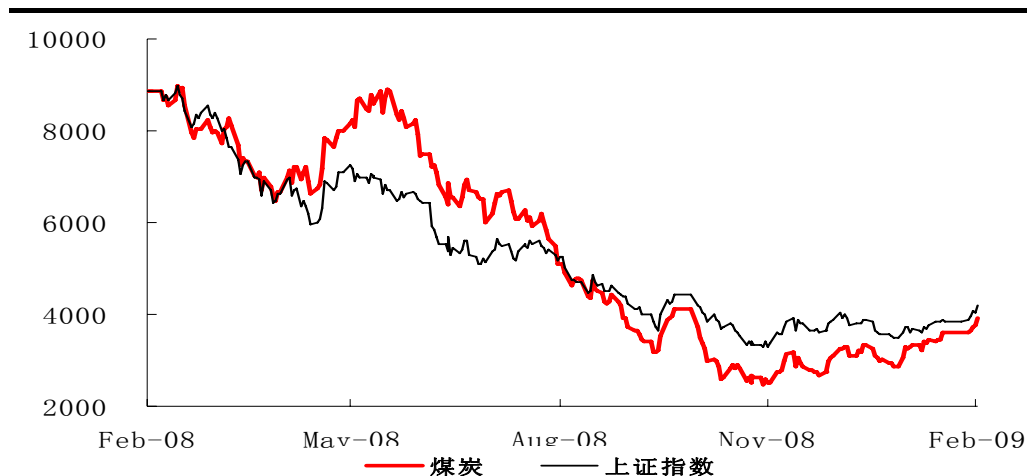
煤炭行业集中度低，而作为国家重要能源战略资源，国家对煤炭生产供应的调控长期心有余而力不足，是国家经济平稳发展的一个隐患。因此近年来，政府不断加强经济、法律和必要的行政手段，推动煤炭行业资源整合的力度，加大中小煤矿的限制力度，提高煤炭产业集中度，提高企业的国有化程度。

4.3.2 企业：并购重组能够提升盈利能力

08 年煤炭行业股价大跌，母公司在此时进行资产注入，借助资本市场，在长期能够获得良好的回报，煤炭企业重组的动力很强。因此，政府和企业对煤炭整合这个观点上达成一致，使得并购重组能够自上而下的得到良好的实施。

- 1) 在“锁一爬二进三”之后，2009 年 A 股市场将真正进入全流通时代，经过 2008 年股价的大幅下跌，市盈率和市净率水平出现明显回落。许多煤炭业公司已经跌入重置成本，这无疑为市场化收购兼并创造了有利条件，此时母公司或控制方的资产注入，将能够带来良好的收益。
- 2) 随着股改的完成，尤其是在股权激励、市值考核等背景下，大股东更为关注上市公司的股价表现，使得大股东更有动力将优质资产注入上市公司，分享股价上涨带来的财富效应，实现权益价值的最大化。通过资本市场和上市公司这个平台进行资源的整合，达到集团公司做大做强的目标。

图 4：一年煤炭行业指数及上证指数走势图



资料来源：天相投顾

- 3) 由于公司大多采用定向增发的形式收购母公司资产，在完成收购的同时，母公司、实际控制方的持股比例将增加，母公司对上市公司的控制力得到增强。

表 9：母公司和控制人持股比例变动情况表

公司	控制方	重组前	重组后	持股比例增加	备注
郑州煤电	郑煤集团	52.62%	65.25%	12.63%	向母公司增发
大同煤业	同煤集团	60.48%	65.43%	4.95%	向母公司增发
盘江股份	盘江集团	54.76%	75.63%	20.87%	向母公司和控制人增发
恒源煤电	皖北煤电集团	55.54%	72.12%	16.58%	主要为向母公司增发
金牛能源	冀中能源	57.64%	38.23%	-19.41%	向集团内相关企业增发

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

因此在政策大力支持和母公司意愿加强的情况下，可以判断，2009 年煤炭企业重构重组将不再是个案，而是贯穿未来相当长时间的集体行为，上市公司整合煤炭资源的情况将越来越多，从而形成板块性的投资机会。

5. 关注 2009 年煤炭企业并购重组带来的投资机会

我们认为，虽然 2009 年国内能源需求下降，煤炭行业将难以再现 08 年上半年的高景气，但在政府对煤炭行业整合政策推动以及煤炭企业自身利益的驱动下，并购重组或将成为 09 年煤炭行业最重要的投资题材之一。

在公司并购重组通过证监会的审批并最终实施之前，出于对公司基本面发生变化、业绩增长的预期，公司股价大多会出现明显增长，把握并购重组推进的时段，提前布局能够为投资者带来一定的交易性机会。而 08 年未实施并购重组的公司 09 年也有一定的重组可能，在股价较低的今日，提前布局能够为投资者带来较好的投资性机会。

5.1 现有并购重组计划在 09 年的推进

根据证监会的规定，公司定向增发的实施主要分为三个步骤：一是由董事会聘请外部中介机构，由外部中介机构根据公司所处行业、产品生命周期、公司战略以及公司股权结构制定详细的定向增发实施方案；二是由董事会就持股比例、购买价格、行权价格、行权条件、资金筹集、行权的阶段性安排等关键条款讨论通过后，报股东大会讨论审议；三是股东大会通过后就定向增发个案报中国证券监督管理委员会审批。

参照定向增发的步骤，公司的重大并购重组行为大致可以分为四个阶段：完成或通过审批、报送证监会审议、企业内部讨论、宣告停止或放弃阶段。截至到 09 年 2 月 8 日，煤炭行业上市公司中，盘江股份已经通过了证监会发审委的审批，基本完成了定向增发整体上市的工作。金牛能源、恒源煤电、露天煤业完成了股东大会的批准工作，正在准备送证监会等机构审批。大同煤业、开滦股份、国投新集、兖州煤业等公司发布收购报告书，表达出重组的意向，距离整体上市之路比较遥远。美锦能源、郑州煤电、安源股份等公司短期内暂不实行重组。

表 10：公司并购重组进程表

公司	公告发布时间	重组最新进展	处于增发的何种阶段
潞安环能	08 年 2 月	完成收购工作	完成或通过审批阶段
国阳新能	08 年 6 月 23 日	完成收购工作	
盘江股份	12 月 29 日	通过证监会发审委有条件批准	
山煤集团	09 年 1 月 23 日	证监会批准股权转让	
露天煤业	08 年 6 月 10 日	董事会通过重大资产购买议案	送审阶段
恒源煤电	11 月 18 日	董事会通过重大资产购买议案	
金牛能源	12 月 12 日	董事会通过重大资产购买议案	
大同煤业	08 年 8 月 11 日	发布增发预案	企业内部讨论阶段
开滦股份	11 月 18 日	发布收购计划书	
国投新集	12 月 10 日	因重大无先例资产重组停牌中	
兖州煤业	12 月 18 日	发布收购计划书	
郑州煤电	08 年 7 月 22 日	放弃增发预案	停止、放弃增发阶段
美锦能源	11 月 17 日	暂时停止定向增发	
安源股份	12 月 12 日	短期内暂不审议重大资产重组事项	

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

通过了解公司所处并购重组的阶段，可以了解到公司在 09 年实现并购重组的可能性，以及下一步可能达到的阶段，提前把握投资机会。

5.2 关注其他公司并购重组的机会

煤炭行业普遍存在“大集团、小公司”的经营格局，在政府推动整体上市的情况下，除已经有并购重组活动的企业外，09 年建议关注以西山煤电（000983）为代表的山西板块，以中国神华（601088）、中煤能源（601898）为代表的央企整合板块，以金牛能源（000937）为代表的整合全省煤炭资源等板块存在的并购重组机会。

1) 山西板块：08年9月17日，山西省政府提出了推动五大煤炭集团（山西焦煤集团、同煤集团、潞安集团、阳煤集团、晋煤集团）整体上市的计划；09年1月8日，山西省进一步明确五大煤炭企业整体上市目标，山西省政府推动以西山煤电（000983）为首的集团整体注入决心非常强烈。到目前为止，大同煤业（601001）、潞安环能（601699）、国阳新能（600348）已经迈出了整体上市的步伐，山西煤炭运销总公司也正准备借壳中油化建（600546）实现整体上市，因此09年山西板块煤炭公司进行并购重组的可能性较大。

2) 央企板块：中国神华（601088）、中煤能源（601898）是国内最大的央企煤炭企业，在国资委“加强母公司资产注入”的号召下，09年母公司资产注入的进程或将加快。

3) 地方整合煤炭资源板块：金牛能源（000937）、平煤股份（601666）、安源股份（600397）、恒源煤电（600971）等公司均为所属省唯一或重大的煤炭上市公司，承担整合地方煤炭资源和资本运作平台的重任，在地方政府的推动下，09年并购重组活动还将进一步加快。

5.3 并购重组的可行性分析

我们分析了企业资产重组路径，认为并购重组如要成功实施，除有优良的收购资产之外，并购重组的方式以及上市公司二级市场的价格都将成为重要的影响因素。

5.3.1 母公司资产注入是较为容易实现的并购重组方式。

“大集团、小公司”资产注入的整合方式，即：集团公司有大量未上市资产，但旗下只有一家上市公司，且上市公司实际控制人也为该集团公司。由于涉及利益方简单，资产重组思路很清晰，上市公司采用现金或定向增发以收购母公司资产。通过这种资产注入，公司能够保持经营的延续性，在资产的定价、划拨等方面都比较容易实现，能够迅速的为上市公司带来经济效益。这类的公司有：盘江股份、安源股份、恒源煤电等。

其他的收购、兼并重组有一定的实施难度。统一控制方、同一省内企业之间的并购重组，如河南省“六合三”重组，这一类的重组由于重组的主体不明确，并购重组涉及面广，在具体的事实中有一定的难度，但在背后控制方的推动下，其实施成功仍有一定的可能性仍然较大。

5.3.2 增发价与当前股价的差值也将影响并购重组的成败

增发的股价为发行前20天平均股价，08年，A股股价快速下跌，上市公司的股价目前普遍低于当时制定的增发价。以郑州煤电为例，4月份公司制定的增发价为15.46元，到7月21日股价下跌到7.92元，跌幅近50%，导致增发失败。其他的公司如大同煤业当前股价也都低于增发价32%，如果股价继续大幅低于增发价，增发方案或将不能够通过审批，导致重组失败。

表 11.: 增发换股盈利幅度（股价为2009年2月5日收盘价）

增发定价 时间	收购方	被收购方	增发股价 (元/股)	当前股价 (元/股)	换股价盈 利幅度	备注
------------	-----	------	---------------	---------------	-------------	----



4月1日	郑州煤电	杨河煤业等矿	15.46	5.07	-67%	因增发价过高被否
8月11日	大同煤业	燕子山矿	22.08	15.04	-32%	
9月22日	盘江股份	土城等四矿	13.68	14.11	3%	证监会有条件通过
11月18日	恒源煤电	任楼等煤矿	13.71	16.3	19%	母公司定向增发
			12.34	16.3	32%	社会非公开增发
12月12日	金牛能源	大淑村等矿	12.28	20.1	64%	
11月18日	开滦股份	为公司发展需要	11.24	15.58	39%	集团增持公司股份

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

因此 2009 年，对于煤炭行业，我们需要“一颗红心，两手准备”。即坚信煤炭企业并购重组能够带来投资机会，又要关注煤炭企业并购重组的进程和对应的股价表现，避免踏空投资时机或者因重组不被批准导致损失。

表 12：煤炭企业并购重组的可能性分析

代码	公司名称	母公司或实际控制人	并购重组的可能性分析
000983	西山煤电	山西焦煤集团	09 年 1 月 9 日，山西省再次提出加快五大煤炭集团整体上市步伐，西山煤电等公司普遍存在着“大集团、小公司”的经营格局，整体上市难度小，在政府的积极推动下，09 年公司并购重组进程将得到加快。
601001	大同煤业	同煤集团	
601699	潞安环能	潞安集团	
600348	国阳新能	阳煤集团	
600123	兰花科创	兰花煤炭集团	
002128	露天煤业	中电投	6 月 10 日公司董事会已经通过增发股票购买母公司二号矿计划，并且控制人中电霍煤承诺上市后即将取得的 2 号露天矿、3 号露天矿采矿权完整的转让给上市公司，实现集团的整体上市。
600971	恒源煤电	皖北煤电集团	08 年 11 月 18 日，董事会通过购买母公司煤炭资产议案，并且母公司承诺，在 2010 年之前逐步淡出煤炭主业，由恒源煤电根据自身发展需要和市场时机，收购集团下属优质矿井及煤炭业务相关部门，成为皖北煤电集团下属企业中从事煤炭采选业的唯一主体。
000937	金牛能源	冀中能源集团	08 年 12 月 12 日，公司拟向集团内峰峰集团等公司定向增发收购煤炭资产，作为新整合的冀中能源集团公司内部唯一上市公司，集团计划逐步将与金牛能源存在同业竞争的优良煤业资产纳入上市公司，实现整体上市。
600397	安源股份	江煤集团	公司目前煤炭资源少，在 08 年煤价大涨的时候三季度业绩却出现亏损，并且公司其他业务玻璃、客车等业务近年来均在盈亏边缘挣扎。若控制人江煤集团能把江西省内煤炭资源注入上市公司，公司规模将出现飞跃，盈利能力也将得到明显改善，不论从政府还是企业的角度来看，资产注入的动力很强。
601666	平煤股份	平煤神马集团	公司都为河南煤炭整合的核心企业，担负着“六合三”重组的重任，在平煤神马集团成立之后，河南煤炭资源重组的大幕已经开启，预计未来设计上市公司的并购重组活动还将愈演愈烈。
600121	郑州煤电	郑州煤炭工业集团	
601088	中国神华	神华集团	国资委主任李荣融 08 年 12 月 12 日提出 09 年将加快控股公司资源整合，将优质主业注入上市公司，实现主业板块或集团整体上市。中国神华和中煤能源是央企重点煤炭企业，集团拥有丰富的煤炭资源，加之公司上市融资仍有大量资金没有用出，09 年将是公司并购重组的较好时机。
601898	中煤能源	中煤能源	



资料来源：天相投顾研究整理

5.4 重点公司盈利预测及评级

虽然当前煤炭价格在低位震荡，国内经济增速放缓，对煤炭需求持续低迷，加之煤炭订货会上煤电双方的不欢而散更加增加了 09 年煤炭市场的不稳定性，鉴于行业的拐点尚未到来，继续维持煤炭行业“中性”的投资评级。

但我们也坚定地认为，09 年煤炭行业仍然存在投资机会。在国资委和地方政府对煤炭企业积极推动并购重组的政策下，以五大煤炭集团整体上市为核心的山西板块、省内煤炭资产整合板块、以及央企整合等板块的煤炭企业在 09 年都有较强的并购重组预期。上市公司中，金牛能源（600971）、恒源煤电（600971）母公司资产注入计划将在 09 年继续稳步推进，西山煤电（000983）、国阳新能（600348）等公司 09 年有较大的整体上市可能，建议投资者重点关注，并维持“增持”的投资评级。另外，安源股份（600397）、大同煤业（601001）等公司在 09 年对并购重组也有较强的紧迫性、可能性，也提请投资者予以关注。

表 13：重点公司 EPS 预测和投资建议（按截止到 2 月 12 日股价计）

	代码	公司简称	每股收益（元）			市盈率（倍）			投资评级
			2007 年	2008 年（E）	2009 年（E）	2007 年	2008 年	2009 年（E）	
强烈推荐公司	600971	恒源煤电	1.07	1.33	1.23	17	13	15	增持
	000937	金牛能源	0.72	2.87	2.08	30	8	11	增持
	000983	西山煤电	0.43	1.37	1.05	38	12	16	增持
	600348	国阳新能	0.52	1.14	0.88	30	14	18	增持
一般推荐公司	601001	大同煤业	0.6	2.08	1.52	27	8	11	增持
	601699	潞安环能	0.85	1.83	1.15	22	10	17	增持
	002128	露天煤业	0.55	0.73	0.6	26	19	23	中性
	600397	安源股份	0.06	-0.08	-0.51	100	N/A	N/A	中性
	601666	平煤股份	1.03	2.1	1.61	19	9	12	中性
	600121	郑州煤电	0.3	0.29	0.24	19	19	23	增持
	601088	中国神华	0.99	1.45	1.39	22	15	16	增持
	601898	中煤能源	0.39	0.56	0.53	23	16	17	增持

资料来源：天相投顾研究整理

6. 风险提示

1. 地方政府政策支持力度的不确定性。中小煤矿的国有化，需要各级地方政府和相关主管部门的支持，但国有化浪潮可能有悖于地方政府在财税等方面的利益，从而影响到煤炭行业整合的进程。
2. 煤炭企业的资产注入有较强的不确定性。由于地方政府在煤炭行业并购重组活动中占据重要的地位，而政府的政策不能以市场化来判断，煤炭企业的在并购重组的时点上、资产的范围上都具有较强的不确定性，很难作出提前预

料。加之政府在企业并购重组活动中也存在武断的“拉配郎”的行为，使企业的重组不能够实现利益最大化，甚至可能因重组而背上负担，导致盈利能力下降。

3. 宏观经济不断下滑，煤炭下游产业受影响产量下降，煤炭需求所面临的压力逐渐增大。房地产等国民经济支柱产业景气度下降，且仍呈下滑的趋势，煤炭行业的需求走势不容乐观，这给煤矿国有化实施带来部分不确定性。
4. 股价波动过大增加重组实施的不确定性。A股市场自1600多点开始反弹，煤炭行业指数也较08年11月份的最低点回升50%以上，但本轮的反弹以政策刺激为主，出现结构性的反转还言之尚早。如果股价出现大幅波动，将影响重组活动的审批通过，具有较强的不确定性因素。

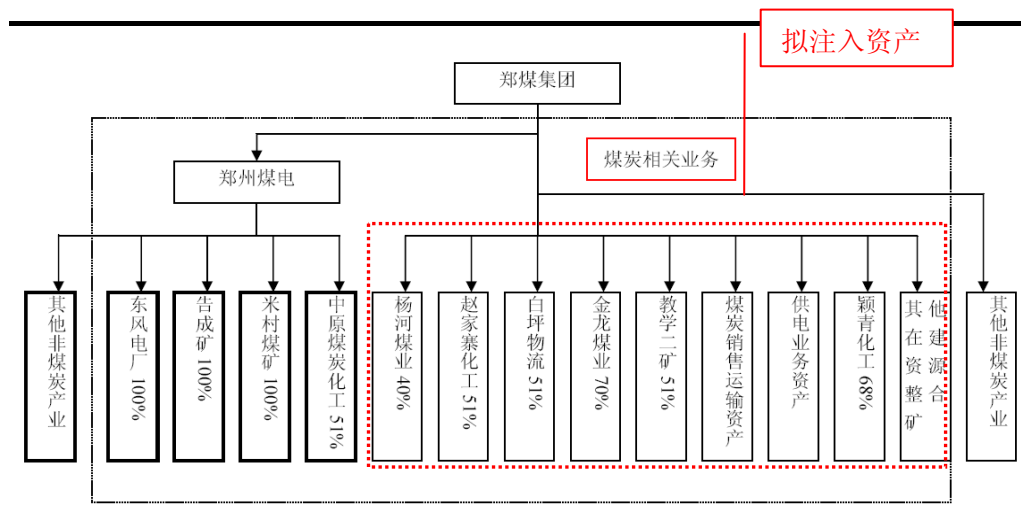
附注：2008年各公司资产重组情况汇总

（一）“大集团、小公司”母公司资产注入整合

一、郑州煤电（600121）：增发价过高导致母公司资产注入被否

2008年4月公司拟以每股15.46元的价格，向大股东郑煤集团定向发行不超过4亿股用于收购集团下属企业资产，包括：杨河煤业40%股权、赵家寨化工51%股权、白坪物流51%股权、金龙煤业70%股权、教学二矿51%股权和颖青化工68%股权，拟收购资产价值约35亿元。其中，杨河煤业等六矿预计资产价值为25.34亿元，07年权益净资产合计为7.95亿元，资产溢价为219%。

图 5：郑州煤电母公司资产注入图



资料来源：公司公告、天相投顾整理



如果增发成功，郑煤集团旗下煤炭资产将全部被纳入郑州煤电，公司下属企业可采储量将由 11437 万吨增加到 71527 万吨，增幅 525.40%；年产量由 530 万吨增加到 1486 万吨，增幅 180.38%。郑州煤电权益年产量由 422 万吨增至 806 万吨，增幅 90.99%。但自公告发布之日起公司股价受大盘拖累持续下跌，到放弃预案前一天（7 月 21 日）股价下跌到 7.92 元，低于增发价近 50%，资产注入将造成国有资产流失。因此，公司于 08 年 7 月 22 日发布公报，宣布由于证券市场环境发生了重大变化等原因，公司放弃增发预案。

表 14：郑州煤电增发前后对比表

	重组前（2008）	重组后（2008）	增幅
控制人持股数（万股）	33,106	55,963	
控制人持股比例	52.62%	65.25%	
煤炭可采储量（亿吨）	1.14	7.15	525.40%
权益可采储量（亿吨）	0.93	3.26	249.79%
年产量（万吨）	530	1,486	180.38%
权益年产量	422	806	90.99%
每股收益（元）（2006）	0.234	0.7	199.15%
每股净资产（元）（2006）	2.14	3.47	62.34%

资料来源：公司公告、天相投顾整理

二、大同煤业（601001）：拟收购集团下属燕子山矿

2008 年 8 月 11 日，大同煤业发布《发行股份购买资产预案》，拟向母公司同煤集团发行不超过 1.2 亿股，每股 22.08 元，收购其拥有的燕子山矿业务相关的资产、权益或负债，包括但不限于燕子山矿采矿权等无形资产、房屋所有权及与燕子山矿所有业务相关的机器设备及其他固定资产。交易标的净资产账面值约为 4.8 亿元，评估价值不超过 25 亿元，溢价率为 420.83%。

2007 年 12 月 31 日，燕子山矿保有资源储量 36,850.4 万吨，可采储量约为 16,841.28 万吨。收购完成后，大同煤业煤炭可采储量将增加到 5.58 亿吨，增长 43%；年产量增长到 2147 万吨，增长 23%。本次交易拟购买的燕子山矿相关资产 2007 年度的净利润约为人民币 1.17 亿元。按拟发行 12,000 万股计算，交易标的 2007 年度的每股收益预计约为每股 0.98 元，高于公司 2007 年度的每股收益 0.60 元，收购有利于公司持续盈利能力的增强和盈利水平的提升。

表 15：大同煤业重组变化表

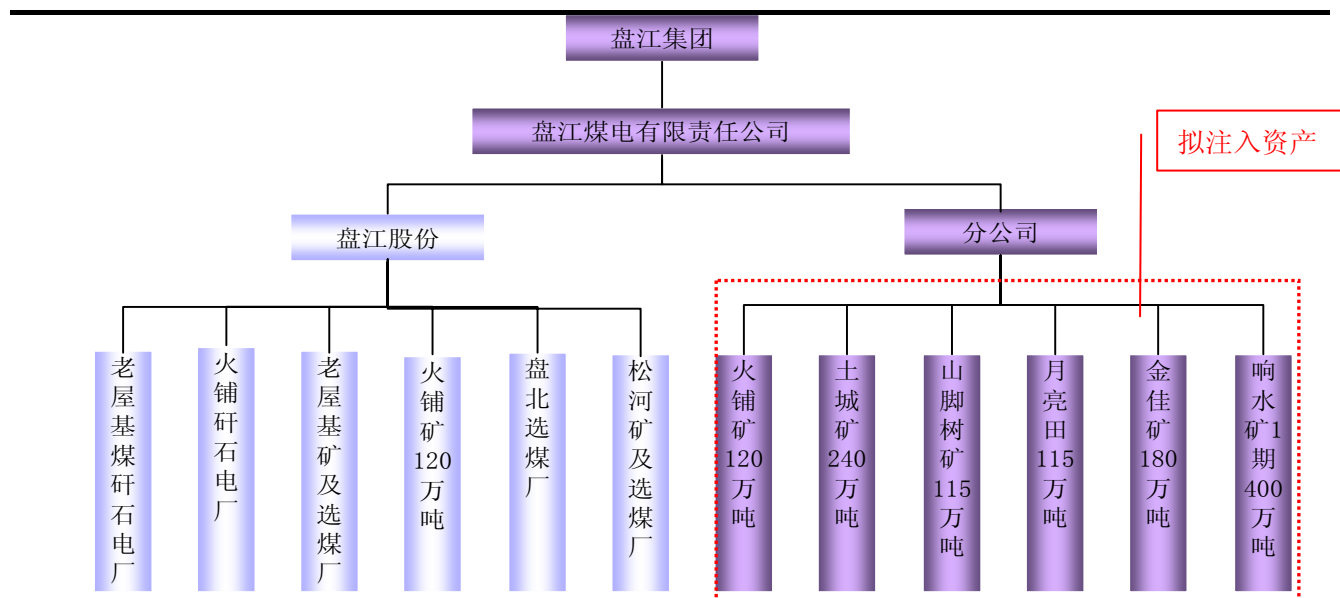
	重组前（2007）	重组后（2007）	增幅
同煤集团持股数（万股）	50,610	62,610	
同煤集团持股比例	60.48%	65.43%	
煤炭可采储量（亿吨）	3.9	5.58	43%
年产量（万吨）	1747	2147	23%
营业收入（亿元）	50.83	66.19	30%
净利润（亿元）	5.84	7.01	20%
EPS（元）	0.6	0.71	20%

资料来源：公司公告、天相投顾整理

三、盘江股份（600395）：整体资产注入获有条件批准

2008年9月22日，盘江股份股东大会通过向控股股东盘江煤电、实际控制人盘江集团定向增发收购资产议案。公司拟非公开发行股份不超过3.18亿股，拟向盘江集团发行3,7797万股、向盘江煤电发行1,3131万股以购买其持有的土城矿、月亮田矿、山脚树矿等资产；同时拟以等额承债方式收购新井公司持有的金佳矿相关资产。

图 6：盘江股份资产结构图



资料来源：公司公告、天相投顾整理

经评估，2008年4月30日公司净资产账面价值126,125.25万元、净资产评估价值696,755.37万元，总资产增值额和净资产评估增值额均为570,630.12万元，资产溢价452.43%。资产大幅溢价的主要原因是：1）土地使用权、矿权等为原始划拨取得，帐面价值为零；2）近两年煤炭价格大涨，采矿权、煤矿价值相应提高；3）土地使用权、固定资产价值增值。

本次交易的总金额为69.67亿元，新增股份发行价格为13.68元/股。收购煤炭储量为13.28亿吨，产能810万吨，按照吨储量和吨产量的收购价格分别为4.02元/吨和864元/吨。如果收购成功，盘江集团的煤炭类资产将实现整体上市，公司煤炭年产量将由目前210万吨增加到1020万吨，产量增加近4倍，公司一跃由一个200万吨的中小型煤矿跨越到千万吨的大型煤矿。而公司的大股东盘江集团将通过直接和间接控股比例由目前的54.76%上升为75.63%，对公司的控制力增强。同时此前和集团的大量关联交易将被解决，公司的基本面将会发生重大变化，预计净利润将增加109%，基本每股收益将增加11.54%。

表 16：盘江股份重组前后变化表

	重组前 (2007年)	重组后 (2007年)	增幅
盘江集团持股数(万股)	0	37797.3	
盘江集团持股比例	0	34.26%	

盘江煤电持股数（万股）	32532.3	45663.7	
盘江煤电持股比例	54.76%	41.39%	
煤炭可采储量（亿吨）	3.80	15.5	307.89%
权益可采储量	2.13	7.85	268.54%
年产量（万吨）	210	1020	385.71%
营业收入（亿元）	24.09	27.85	15.61%
净利润（亿元）	0.97	2.03	109.28%
EPS(元)	0.26	0.29	11.54%
每股净资产	3.91	3.70	-5.37%

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

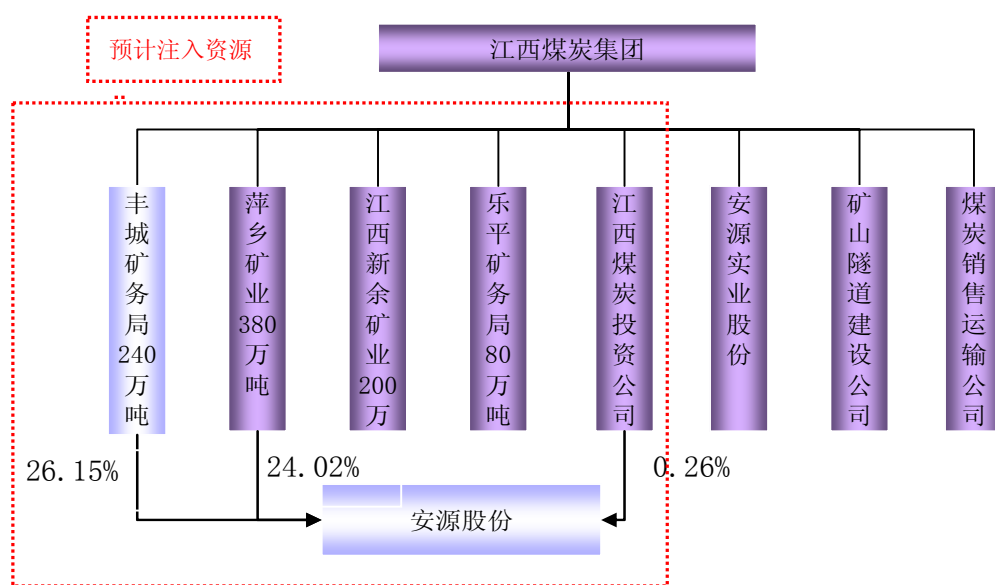
注：股本以 07 年底 3.71 亿总股本计算。

四、安源股份（600397）：江煤集团将合全省煤炭资产注入公司

公司自 2008 年 11 月 14 日因重大资产重组事项停牌，到 12 月 12 日，公司公告，因短期内无法确定重大重组方案的主要内容，暂不具备召开董事会审议重大资产重组事项及披露重组预案的条件。根据公司公告显示，公司实际控制人江煤集团拟将其拥有的煤炭经营性资产进行整合，并引入战略投资者后成立江西矿业集团有限责任公司，再通过安源股份资产置换及定向发行股份方式将江西矿业整体权益注入上市公司。

江煤集团下属萍乡矿业集团、丰城矿务局、江西新余矿业、乐平矿务局、江西煤炭销售运输公司等单位。2007 年，江煤集团年产煤炭 900 万吨，主要煤种有主焦煤、气肥煤、1/3 焦煤、无烟煤、瘦煤等。若母公司资产注入完成后，安源股份年产量将接近 1000 万吨，一跃成为国内大型的煤炭生产企业，综合实力大大增强。

图 7：安源股份母公司拟注入煤炭资产图

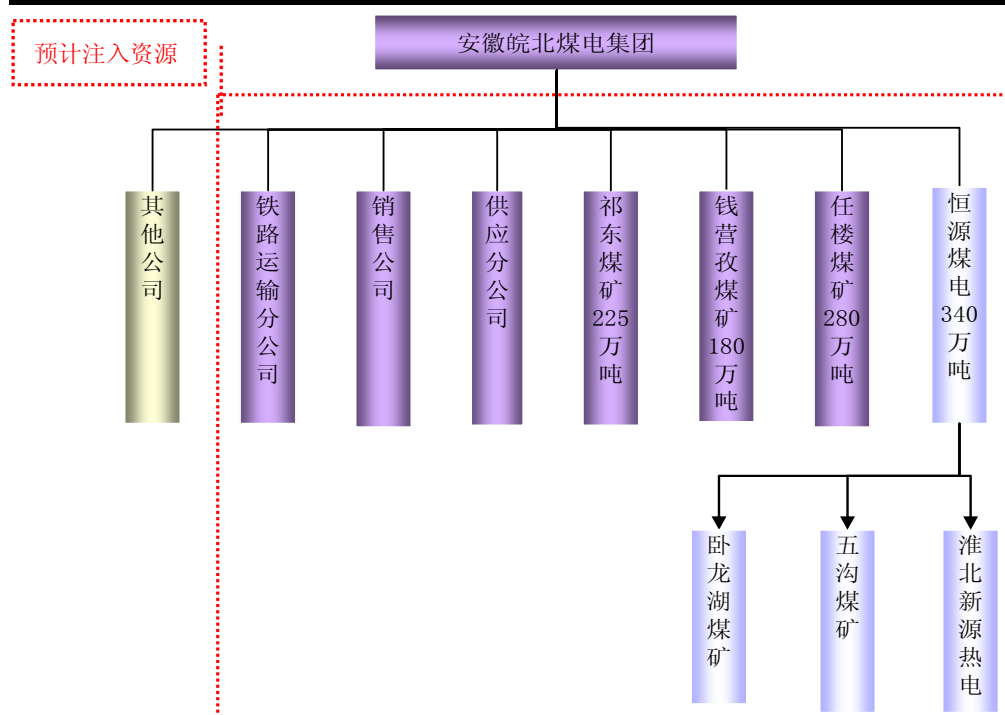


资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

五、恒源煤电（600971）：定向增发收购集团资产

08年11月18日，公司召开了第三届董事会第二十一次会议，并审议通过了《关于公司重大资产购买及发行股份购买资产暨关联交易方案的补充议案》，向母公司皖北煤电集团发行股票并支付现金的方式购买母公司所拥有的任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿及煤炭生产辅助单位相关资产和负债。标的资产账面净资产值为156,859.10万元，评估值为306,748.65万元，资产溢价95.56%。

图 8：恒源煤电母公司拟资产注入图



资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

收购资金来源分为两个部分：

1) 公司向皖北煤电集团非公开发行股票 11,200 万股，每股作价 13.71 元，作为支付收购标的资产的部分对价，计 153,552 万元，约占标的资产收购价款总额的 50%。

2) 收购价款的其余部分 153,196.65 万元在支付前形成公司对皖北煤电集团的负债，公司通过非公开发行股票不超过 12,400 万股，以募集的现金支付该负债，发行价格不低于 12.34 元/股。

收购完成后，公司将增加煤炭产能 685 万吨，可采储量 53,093.47 万吨，较重组前分别增长 139.8%和 376.81%。公司煤炭资源大大提升，生产能力可大幅提高，净利润将由 1.54 亿元增加到 4.19 亿元，增长 172.07%。此次收购以焦煤为主，公司产品丰富，增加抗风险能力；避免同业竞争，减少关联交易，保持上市公司的独立性。

表 17：恒源煤电母公司资产重组前后比较表

	重组前 (2008-7-31)	重组后 (2008-7-31)	增幅

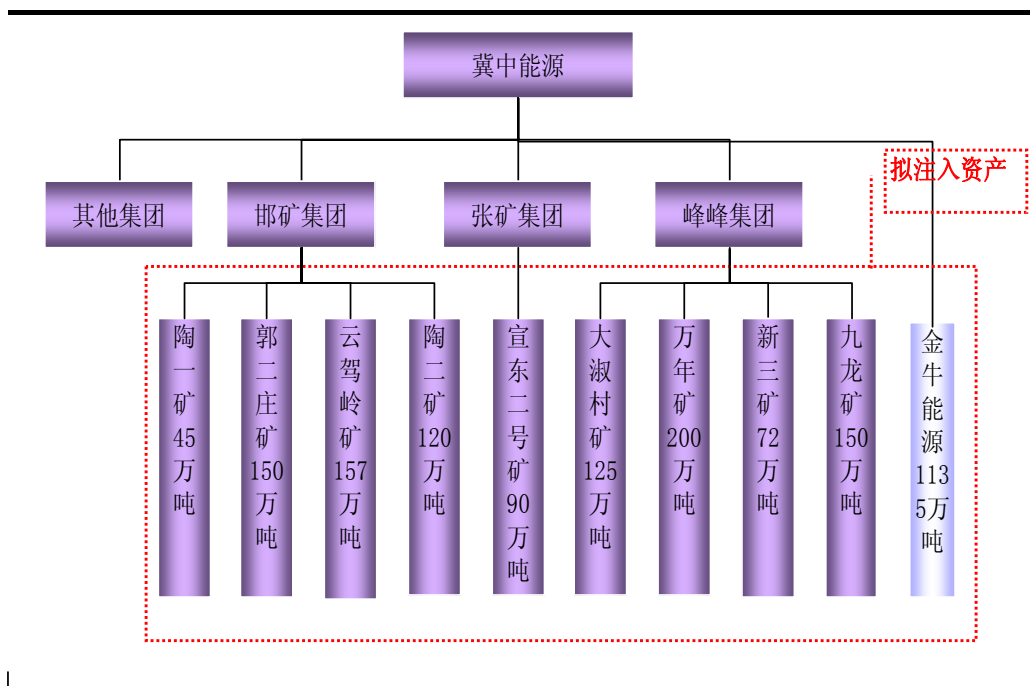
持股数（万股）	10,464	21,664	
持股比例	55.54%	72.12%	
煤炭可采储量（亿吨）	1.41	6.71	376.81%
年产量（万吨）	490	1175	139.80%
营业收入（亿元）	13.04	30.95	137.35%
净利润（亿元）	1.54	4.19	172.07%
EPS(元)	0.82	1.40	70.73%
每股净资产	6.87	9.53	38.71%

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

六、金牛能源（000937）：收购冀中能源集团内部资产

12月12日，公司发布公告，拟向集团内公司定向发行股票以收购煤矿等资源。本次交易采用非公开发行股份购买资产的方式，即金牛能源分别向峰峰集团、邯矿集团和张矿集团发行股份，用于购买峰峰集团、邯矿集团和张矿集团所拥有的与煤炭业务相关的优质经营性资产和负债。初步定价为12.28元/股，发行不超过40,000万股。

图9：金牛能源收购资产图



资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

1) 金牛能源拟收购峰峰集团所拥有的大淑村矿、万年矿、九龙矿、新三矿、梧桐庄矿及煤炭生产辅助单位的经营性资产和负债。标的资产的账面净资产为106,914.38万元，以2008年9月30日为基准日的预计估值约为265,521.42万元，增值率约为148%。

2) 金牛能源拟收购邯矿集团所拥有的云驾岭矿、陶一矿、陶二矿、陶二矸石热电厂及邯矿集团本部与煤炭业务相关的经营性资产和负债，以及邯矿集团拥有的郭二庄矿业85.97%的股权。资产的账面净资产为57,354.41万元，以2008年9月30日



为基准日的预计估值约为 100,415.88 万元，增值率约为 75%。郭二庄矿业的账面净资产为 8,997.40 万元，以 2008 年 9 月 30 日为基准日的预计估值约为 30,733.65 万元，增值率约为 242%。

3) 金牛能源拟收购张矿集团所拥有的宣东二号矿及煤炭生产辅助单位的经营性资产和相关负债。截至 2008 年 9 月 30 日，资产的账面净资产为 22,372.8 万元，以 2008 年 9 月 30 日为基准日的预计估值约为 54,714.49 万元，增值率约为 145%。

表 18：金牛能源收购资产溢价表

单位名称	账面价值	预估价值	增减值	溢价率 (%)
峰峰集团	106,914.38	265,521.42	158,607.04	148.35
邯矿集团	66,351.81	131,149.53	64,797.72	97.66
张矿集团	22,372.84	54,714.49	32,341.65	144.56
合计	195,639.03	440,427.67	255,746.41	125.12

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

若收购完成后，公司所拥有的可采储量将增加 32,761.36 万吨，增长 43.33%；年产量将增加 1,294 万吨，增长 69.26%。

表 19：金牛能源收购资产前后对比表

	重组前 (2007)	重组后 (2007)	增幅
冀中能源持股数 (万股)	45,420.03	45,420.03	
冀中能源持股比例	57.64%	38.23%	
本次交易对方 (万股)	-	40,000	
持股比例	-	33.67%	
煤炭可采储量 (亿吨)	7.5	10.77	43.33%
年产量 (万吨)	1135	2429	69.26%
营业收入 (亿元)	53.16	--	--
净利润 (亿元)	8.40	--	--

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

(二) 收购关联方资产

08 年其他煤炭上市公司虽然没有进行大规模的母公司资产注入活动，但或使用自有资金，或定向增发收购母公司、实际控制人的煤炭资产。我们认为，虽然这些收购的规模不大，对公司不构成重大重组，但其性质与注资整合一致，也可以看作为是大规模资产注入的前奏，也值得关注。

一、潞安环能 (601699)：收购集团余吾矿业

2008 年 2 月，公司完成对潞安集团下属余吾矿业的 100%收购工作。余吾矿业资产股权评估结果 158,565.72 万元，双方协商确定转让价款为 190,278 万元，收购溢价 20%。余吾矿业可采储量 6.88 亿吨，产能 600 万吨，吨产量收购价为 2.77 元/吨，



吨储量收购价为 317 元/吨。

二、露天煤业（002128）：增发 1.5 亿股收购集团资产

2008 年 6 月 10 日，公司发布公告，拟通过公开发行不超过 1.5 亿股普通股股票的方式募集资金，募集资金部分用于收购蒙东能源扎哈淖尔二号露天矿全部资产和负债（含采矿权），部分用于后续项目建设。

扎哈淖尔二号露天矿可采储量为 8.28 亿吨，煤种主要以褐煤为主，项目建设预计于 2008 年底正式投产，2010 年达到设计产能 1500 万吨。截至 2008 年 3 月 31 日，蒙东能源扎哈淖尔二号露天矿总资产 10.2 亿元左右（含采矿权），负债 6.8 亿元左右，净资产 3.4 亿元左右。交易价格为评估价格，不存在溢价。

公司大股东中电霍煤集团承诺，未来将把三号露天煤矿（开采储量 13.76 亿吨）的开采权完整转让给上市公司，转让价格遵循市场价格。届时，公司的原煤产量将达到 5000 万吨，煤炭开采储量将达到 35.93 亿吨，增长近 3.6 倍。此外，集团公司还承诺后续将把白音华煤电公司股权和相关铝电资产注入上市公司，最终实现整体上市。届时，公司将拥有丰富的煤炭资源和煤-电-铝一体化的产业链条，盈利能力将大大增强。

三、国阳新能（600348）：收购集团下属寿阳开元矿

2008 年 6 月 23 日，阳泉煤业（集团）有限责任公司将持有的阳煤集团寿阳开元矿业有限责任公司 100% 股权协议转让给山西国阳新能股份有限公司，股权转让价格不低于 130,247.39 万元。

根据公司公告的审计报告，截止于 2008 年 2 月 29 日，收购标的评估的总资产帐面价值为 78,834.39 万元，负债为 68,809.87 万元，股东全部权益为 10,024.52 万元；估后总资产评估值为 193,039.41 万元，负债为 62,792.02 万元，股东全部权益为 130,247.39 万元；与调整后帐面股东全部权益相比，本次股东全部权益评估增值 120,222.87 万元，增值率为 1,199.29%。

寿阳开元矿业公司拥有煤炭地质储量 3.9 亿吨，可采储量 1.24 亿吨，生产能力达到 300 万吨/年。吨煤储量收购价为 434.16 元/吨，吨产量收购价 10.56 元/吨。公司 07 年实现营业收入 50,020.98 万元，净利润-8,558.61 万元。

四、兖州煤业（600188）：计划收购兖矿集团下属华聚能源公司 74% 的股权

12 月 23 日举行的 2008 年第二次临时股东大会上，批准收购母公司兖矿集团下属山东华聚能源股份有限公司 74% 的股权，收购价款 59,324.31 万元。

山东华聚能源股份有限公司位于山东省邹城市，主要经营煤泥、煤矸石火力发电业务，目前拥有南屯矿电厂、兴隆庄矿电厂、鲍店矿电厂、东滩矿电厂、济二矿电厂、济东新村电厂共六座电厂，均位于兖州煤业下属矿井附近。该公司拥有装机容量 144MW，年发电能力 11 亿 kWh，年供热能力 100 万蒸吨。2007 年，该公司生产电能的 77.3% 售予兖州煤业，4.86% 售予兖矿集团，其它上网销售。

公司经审计的帐面净资产为 5.86 亿元，评估值为 8.02 亿元，增值率为 36.76%，07 年实现净利润 0.60 亿元，08 年 1-7 月实现净利 0.49 亿元，初步预计全年净利在

0.80 亿元左右，对应的收购 PB 为 13.5 倍。

（三）平煤股份（601666）、郑州煤电（600121）：河南煤炭行业“六合三”重组

除母公司资产注入之外，在地方政府、实际控制人的推动下，在自身发展需要的驱使下，部分公司开始横向、纵向的并购重组，做大煤炭产业，加强煤、电、化工一体化的发展。

11 月 15 日，河南省政府重启煤企“六合三”重组计划：平顶山煤业集团和神马集团合并；由永煤集团主导的河南煤化工集团将注入新的血液；鹤壁煤业集团、中原大化和焦作煤业集团进行更大力度的重组；而郑州煤炭工业集团和义马煤业集团的重组也正式排上日程。

12 月 5 日，中国平煤神马能源化工集团正式挂牌，拉开了河南煤炭企业重组大幕。平煤集团和神马集团的融合具有天然优势。首先，两家公司都位于平顶山市，都处于行业领先地位，同属 08 年全国前 500 强企业。其次，平煤集团与神马集团处于上下游关系，企业之间存在明显的互补需求。平煤集团以焦煤采选为基础，拥有煤焦、煤化、煤电等产业链条；神马集团是全球产能最大的尼龙 66 工业丝及帘子布生产企业，以煤炭为动力和主要工业原料。通过资源整合，平煤将能够获得神马化工产业的技术、经验，以及继续向下游煤化工拓展的机会，而神马将能获得平煤稳定的煤炭资源供应。但神马集团近年来毛利率不足 15%，现金流不足，此前有多个项目因资金不足而停工。在 12 月 29 日平煤神马集团成立之后，此前停工的双 30 万吨氯碱项目以及 45 万吨电石项目纷纷开工。我们认为平煤集团或将以此背上包袱，但对上市公司平煤股份影响较小。

郑州煤炭工业集团和义马煤业集团同处于郑州市，生产规模相对较小，义煤核定产能 1574 万吨，郑煤核定产能 856 万吨，属于中型煤企。两者都拥有煤、电、铝、建材等产业链条，主营业务重复，相互间存在竞争关系，重组如果能够成功，公司规模将相对扩大，并避免同业竞争。郑煤集团下属上市公司郑州煤电近年来煤炭资源已经匮乏，业绩增长乏力，08 年前三季度在全行业业绩增长 100% 以上的情况下，盈利却出现亏损。如果郑煤和义煤整合成功，新公司煤炭资源将扩大，作为下属的上市公司，或将获得母公司资产注入机会。

表 20：河南煤矿“六合三”整合煤矿产能

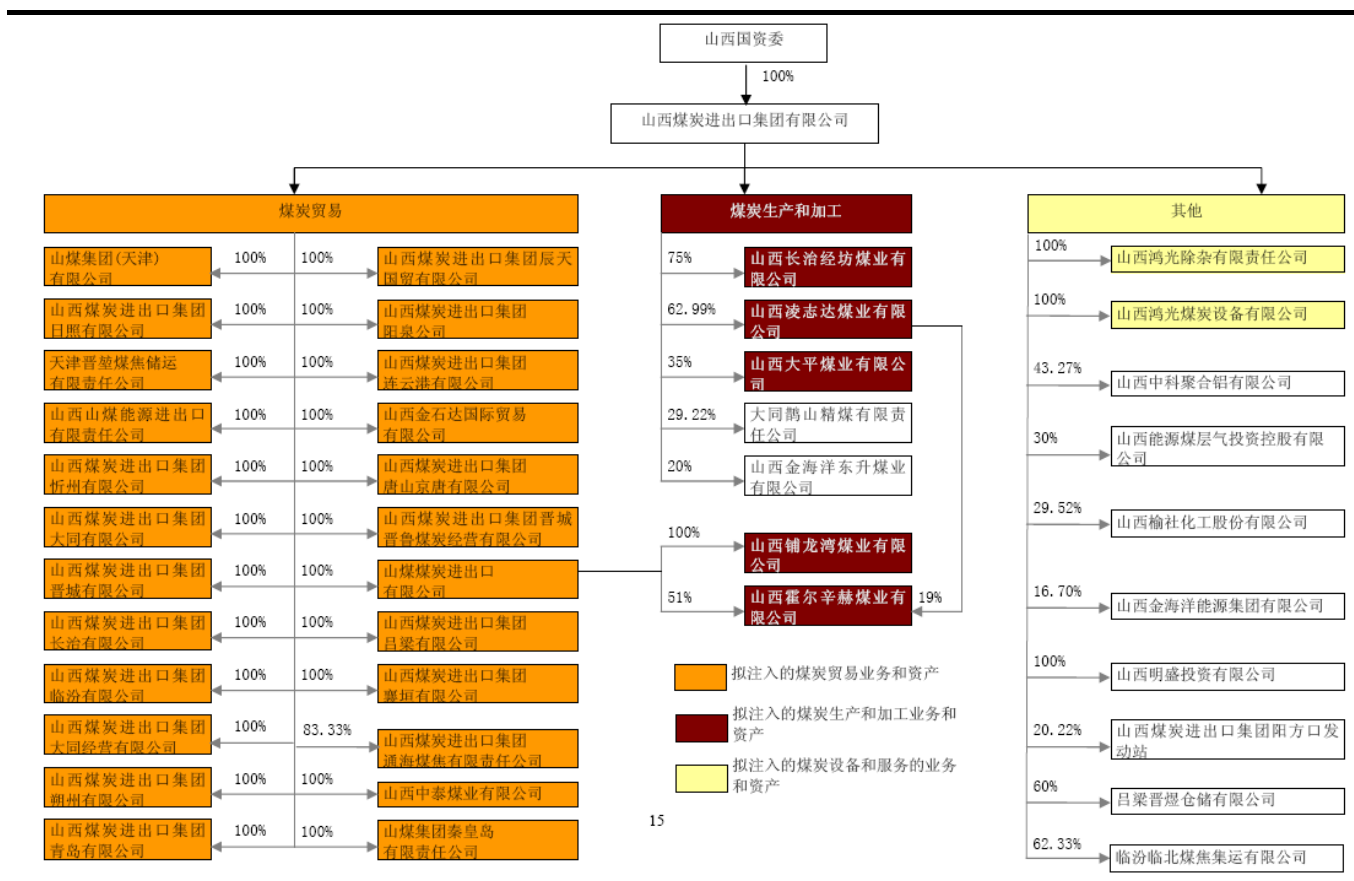
序号	名称	核定煤炭产能 (万吨)	煤炭储量 (亿吨)	产业结构
1	平顶山煤业集团	3247	150	焦煤、无烟煤、电煤等煤种生产洗选
2	义马煤业集团	1574	--	煤矿、煤矸石电厂、氧化铝、水泥
3	永城煤电集团	997	70	煤炭、电力、化工、甲醇
4	郑州煤炭工业集团	856	--	煤炭、电厂、电解铝、建材、机械生产
5	鹤壁煤业集团	742	40	煤炭、煤电、机械制造、建筑、建材、化工
6	焦作煤业集团	505	26.38	煤炭、煤电、水泥、电石、铁合金、烧碱、铝型材

资料来源：公司网站、天相投顾整理

（四）山煤集团拟借壳中油化建整体上市

12月19日，中油化建（600546）控股股东吉化集团公司与山西煤炭进出口集团有限公司签署了股份转让协议，吉化集团将其持有的中油化建全部股份转让给山煤集团，实行资产置换，置换后山煤集团将实现整体上市。

图 10：山西煤炭进出口集团整体上市资产图



资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

山西煤炭进出口集团拟借壳中油化建实现整体上市之路分两步走：

- 1) 中石油下属的吉化集团将全部其持有的中油化建 39.75% 的国有法人股（共计 1.19 亿股，交易价格为 5.2 元/股，交易总价格为 6.20 亿元）作为对价，与山煤集团下属七家全资子公司 100% 的股权资产进行置换，置入资产与置出资产价值的差额部分以现金补足。截至 08 年 9 月 30 日，中油化建拟置出资产总计为 17.19 亿元，净资产为 6.38 亿元，出售折价率为 2.82%。
- 2) 此外，中油化建以 5.94 元/股向山煤集团定向发行不超过 4.5 亿股股票购买其持有的 3 家煤炭开采公司、18 家煤炭贸易公司的股权及其本部与煤炭内销业务相关的资产和负债。

山煤集团是一家以煤炭生产、加工、运输及内外销为主的国有大型综合性煤炭企业，是中国最大的煤炭经销企业之一。截至 08 年 9 月 30 日，山煤集团总资产 137.89



亿元，净资产 31.45 亿元。山煤集团设立了 28 个直属子公司，拥有 10 座煤矿、15 座洗煤厂、80 个出口煤发运站，年煤炭贸易量突破 4000 万吨，全部投产核定生产能力为 750 万吨/年，可开采资源储量约 50,000 万吨。此次注入的资产囊括了山煤集团煤炭开采和煤炭贸易两大业务板块的完整性经营资产。山煤集团借壳实现整体上市，将获得一个资本运作的平台，继续巩固煤炭贸易领域领军地位，加大资源整合力度，向行业上游延伸将煤炭贸易企业向行业上游延伸，增加自身煤炭资源的储备，提升核心竞争力。

（五）美锦能源（000723）：“合并创新业务方案”失败

11 月 17 日，公司发布重大资产重组停牌公告。据公司公告称，母公司美锦集团现正筹划对公司进行重大重组事宜。

12 月 16 日，公司发布复牌公告，称因为由于本次方案中涉及重大资产重组事项属于上市公司合并创新业务方案，原重大资产重组方案尚不成熟，对美锦能源未来发展的影响尚存在较大不确定性。鉴于上述原因，为保护广大投资者利益，美锦能源集团有限公司决定终止对本公司的重大资产重组。公司承诺在未来三个月内不再筹划重大资产重组事项。因此，目前还不清楚公司具体的重组方案，并且在短期内（三个月）公司不会发生重大资产重组事项。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002