

2011-07-15

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

煤炭

增持/维持

分析师

陈亮

SAC 执业证书编号:S1000511030003

(021) 5010 6012

chenliang@mail.htlhsc.com.cn

李洁

SAC 执业证书编号:S1000511070002

021-50106407

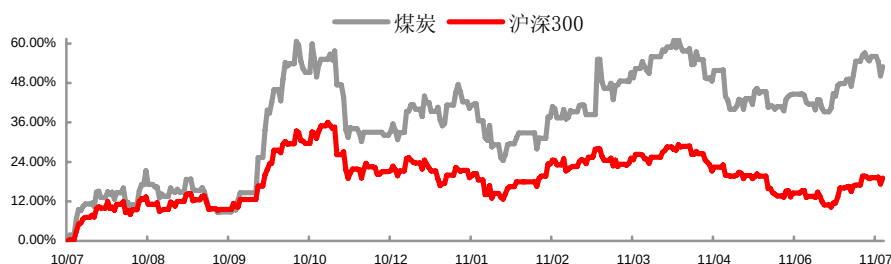
lijie8866@mail.htlhsc.com.cn

煤炭上市公司信达股权问题系列报告开篇:

信达完成股份改制高管换届 煤企信达股权问题有望现转机

- **信达为何是煤企资产注入(整体上市)的障碍?** 信达资产管理公司于 1999 年成立,是中国四大资产管理公司之一,由财政部 100%控股,建立之初接收中国建设银行和国家开发银行不良资产。信达持有的煤炭公司股权涉及中国几十家大型国有煤炭企业,均源自上世纪 90 年代末煤炭行业不景气时期煤炭企业债转股(往往是上市公司母公司的股权)。因此,如果要信达退出股权,或要信达同意集团整体上市,必须给予信达满意的对价或退出条件。过去,信达持有煤企股权问题拖而不决,原因是信达并不急于退出,因此要价较高,双方难以达成一致。
- **信达完成股份改制,煤企信达股权问题初现转机。** 2008 年,信达确立了“剥离政策性业务—引进战略投资者—整体上市”的发展战略。2010 年 6 月,信达资产的商业化转型试点方案被批复,公司完成股份改制,更名为中国信达资产管理股份有限公司。政策性业务的剩余债转股资产和剩余债权资产 700 多亿元,由信达按照评估值买断;建行持有的延期十年的 2470 亿元的信达金融债,被剥离至财政部与信达建立的共管基金,以后通过利税返还、**减持股份**等多元化方式偿还。股份制改制只是上市的初步条件,我们判断,剥离政策性业务将随后展开。
- **冀中破冰,信达迈出煤企股权剥离第一步。** 2010 年 12 月,冀中能源公告,大股东将收购信达公司持有的峰峰集团 14.89%的股权,并以持有的上市公司 3300 万股流通股作为对价。这本质上是信达剥离煤企的第一步,完成了变现的准备,同时冀中能源的资产注入也扫清了最大的障碍。
- **信达管理层换届,剥离进度有望加快。** 任信达总裁长达 7 年的田国立,于 2010 年 12 月调任中信集团副董事长、总经理。2011 年 5 月 27 日,信达完成高管换届,原总裁侯建杭出任董事长,原监事长臧景范任总裁。侯建杭从 2000 年起就担任信达公司党委委员、副总裁一职,对公司情况本就了解。我们判断,信达新的管理层或许更有动力来推进并实现“剥离政策性业务—引进战略投资者—整体上市”这一战略,因此,与信达相关的煤炭上市公司或存在投资机会(具体相关公司见正文)。

最近 52 周行业表现



目 录

信达资产为何是煤企资产注入（整体上市）的障碍？	4
信达资产前世今生	4
信达资产煤炭股权遍及数省大型煤炭企业 信达股权问题具有普遍意义	4
信达股权问题的复杂性来自于其在重大事项上拥有否决权	5
信达完成股份制改制高管换届 煤企信达股权问题有望现转机	6
信达股权问题解决双方有动力更有博弈 诸上市公司将受益	6
信达股权问题解决符合双方利益 出路在换股 焦点在对价	6
诸上市公司将受益于信达股权问题解决	6
附录：信达资产详细信息（资料来源：公司网站）	7
经营范围	7
组织架构	8
经营业绩	9

图表目录

表格 1: 信达资产煤炭股权	4
表格 2: 信达资产持股的煤炭集团及相关上市公司	5
表格 3: 诸上市公司将受益于信达股权问题解决	6

信达资产为何是煤企资产注入（整体上市）的障碍？

信达资产前世今生

信达资产管理公司 1999 年 4 月 20 日成立，是中国四大资产管理公司之一（中国东方资产管理公司、中国信达资产管理公司、中国华融资产管理公司、中国长城资产管理公司）。

资产管理公司 (Asset Management Corporation, AMC) 是国务院在 90 年代借鉴国际经验的基础上成立的以解决不良资产为目的非银行金融机构，由财政部 100% 控股。资产管理公司的主要任务是收购、管理、处置商业银行剥离的不良资产，以最大限度保全资产、减少损失。

其中中国东方资产管理公司对应接收中国银行不良资产，中国信达资产管理公司对应接收中国建设银行和国家开发银行部分，中国华融资产管理公司对应接收中国工商银行部分，中国长城资产管理公司对应接收中国农业银行的不良资产。但现在各公司同样也接收处置其他金融机构和非对口银行的不良资产。

信达资产煤炭股权遍及数省大型煤炭企业 信达股权问题具有普遍意义

信达资产煤炭股权大多来自上个世纪煤炭行业不景气时期煤炭企业债转股。以下为信达资产现有煤炭股权，遍及数省大型煤炭企业，信达股权问题具有普遍意义。

表格 1：信达资产煤炭股权

名称	资产金额（万元）
大同煤矿集团有限责任公司	513116
淮南矿业集团有限责任公司	485000
西山煤电集团有限责任公司	328129
阳泉煤业有限责任公司	306415
开滦(集团)有限责任公司	255960
霍州煤电集团有限公司	161010
铁法煤业(集团)有限公司	132607
山西汾西矿业集团有限责任公司	127001
灵信煤业集团有限责任公司	106138
阜新中宝能源有限责任公司	97622
贵州水城煤电有限责任公司	87738
郑州煤炭工业（集团）有限责任公司	77586
山东中兴能源有限责任公司	62487
山东东岳能源有限责任公司	61820
义马煤业（集团）有限责任公司	61448
窑街煤电有限责任公司	57071
靖远煤业集团有限责任公司	52371
抚顺矿业集团工贸有限责任公司	33030

平顶山煤业（集团）有限责任公司	26710
重庆松藻煤电有限责任公司	17267
贵州盘江煤电有限责任公司	15418
邯郸矿业集团有限公司	15111
济宁矿业集团鲁泰煤业有限公司	14573
太原煤炭气化集团有限公司	14267
四川广旺能源发展（集团）有限责任	12761
重庆天府矿业有限责任公司	11000
太西集团有限责任公司	6158
四川达竹煤电（集团）有限责任公司	6045
神华新疆能源有限责任公司	4324
霍州矿务局	1478
重庆南桐矿业有限责任公司	766
四川省芙蓉矿业有限公司	743

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

信达股权问题的复杂性来自于其在重大事项上拥有否决权

信达股权问题之所以复杂，在于资产注入必须取得信达的完全同意。仅从信达资产对煤炭集团的股权比例来看，并不绝对控股，甚至不是第一大股东，但为何其能决定集团整体上市方案能否通过呢？主要原因是当年信达债转股时，往往在重大事项上拥有了否决权。

表格 2：信达资产持股的煤炭集团及相关上市公司

集团公司	所属地区	信达所持资产 金额（万元）	信达所占 股权比例	相关上市公司
大同煤矿集团有限责任公司	山西	513116	40.96%	大同煤业
西山煤电集团有限责任公司	山西	328129		西山煤电
阳泉煤业有限责任公司	山西	306415	40.42%	阳泉煤业
开滦(集团)有限责任公司	河北	255960	26.45%	开滦股份
义马煤业（集团）有限责任公司	河南	61448	23.23%	大有能源
靖远煤业集团有限责任公司	甘肃	52371	26.00%	靖远煤电
赤峰平庄能源有限责任公司	内蒙	47549	31.82%	平庄能源
峰峰集团有限公司	河北	45437	17.74%	冀中能源
平顶山煤业（集团）有限责任公司	河南	26710	3.86%	平煤股份
贵州盘江煤电有限责任公司	贵州	15418	8.42%	盘江股份
邯郸矿业集团有限公司	河北	15111	12.37%	冀中能源
太原煤炭气化集团有限公司	山西	14267	15.05%	煤气化

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

信达完成股份改制高管换届 煤企信达股权问题有望现转机

2010年6月初，信达资产股改方案率先获得国务院批准，允许此前信达资产的政策性再贷款及收购改制银行剥离的不良资产免除偿还责任，纳入央行资产损失统筹解决，信达资产成为国务院批复启动商业化转型的第一家资产管理公司。2010年6月28日，信达资产迅速完成股份改制，中国信达资产管理公司更名为中国信达资产管理股份有限公司。

2011年5月27日举行的信达资产管理股份有限公司董事会会议上，新一届的领导班子正式确立：原总裁侯建杭任董事长，原监事长臧景范任总裁，原副总裁陈维中任监事长。侯建杭历任中国建设银行信贷管理部总经理等职务；2000年至2004年12月，担任中国信达资产管理公司党委委员、副总裁；2004年12月至2010年7月，担任中国信达资产管理公司党委副书记、副总裁；2010年7月至2010年12月，担任中国信达资产管理股份有限公司总裁、党委副书记。2011年1月至今，担任中国信达资产管理股份有限公司总裁，主持公司全面工作。

市场普遍认为信达完成股份改制目的之一即是加快引入战略投资者，在合适时机实现整体上市。

信达股权问题解决双方有动力更有博弈 诸上市公司将受益

信达股权问题解决符合双方利益 出路在换股 焦点在对价

煤炭集团需要通过上市公司平台实现整体上市，同时为集团进一步扩张融资。

历史上，信达负担了大量政策性再贷款的本金和利息的偿还责任，产生了大量的挂账亏损。多年来，信达很少获得煤企的分红。因此，信达资产也需要盘活其煤炭资产，通过利税返还、减持股份等多元化方式偿还信达金融债。

业界普遍认为，目前信达股权问题解决最佳方案是以集团股份置换上市公司股份，双方谈判的焦点还是在于对价。

诸上市公司将受益于信达股权问题解决

目前冀中能源已经成功解决信达股权问题，但其他诸公司情况则可能更加复杂。我们将在近期陆续推出信达股权问题系列公司深度报告，详细为您分析测算，如果信达股权问题解决，对各上市公司资产和业绩有何具体影响，敬请关注。

表格 3：诸上市公司将受益于信达股权问题解决

上市公司	集团公司	所属地区	信达所持资产金额（万元）	信达所占股权比例
大同煤业	大同煤矿集团有限责任公司	山西	513116	40.96%
西山煤电	西山煤电集团有限责任公司	山西	328129	

阳泉煤业	阳泉煤业有限责任公司	山西	306415	40.42%
开滦股份	开滦(集团)有限责任公司	河北	255960	26.45%
大有能源	义马煤业(集团)有限责任公司	河南	61448	23.23%
靖远煤电	靖远煤业集团有限责任公司	甘肃	52371	26.00%
平庄能源	赤峰平庄能源有限责任公司	内蒙	47549	31.82%
冀中能源	峰峰集团有限公司	河北	45437	17.74%
平煤股份	平顶山煤业(集团)有限责任公司	河南	26710	3.86%
盘江股份	贵州盘江煤电有限责任公司	贵州	15418	8.42%
冀中能源	邯郸矿业集团有限公司	河北	15111	12.37%
煤气化	太原煤炭气化集团有限公司	山西	14267	15.05%

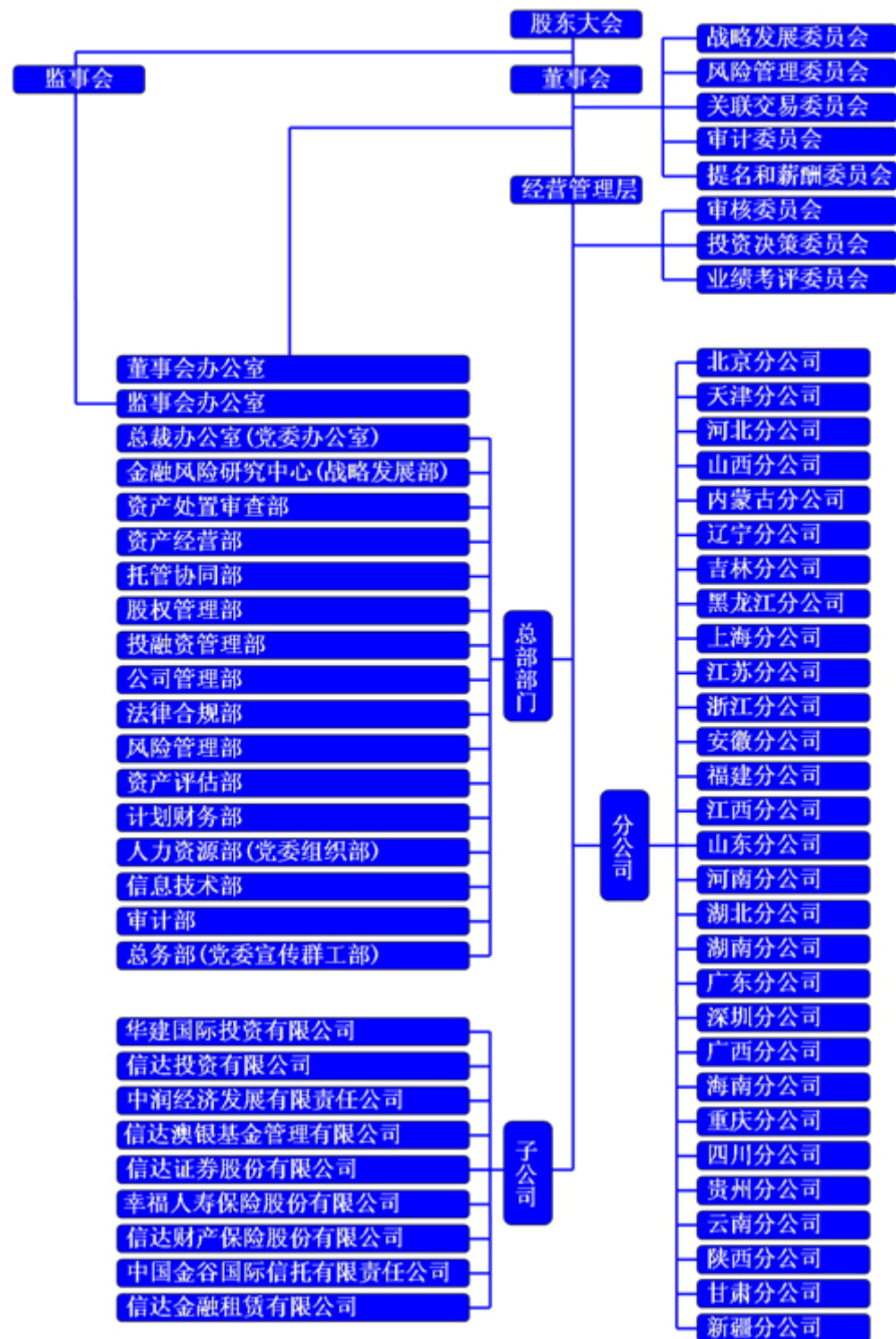
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

附录：信达资产详细信息（资料来源：公司网站）

经营范围

1. 收购、受托经营金融机构和非金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；
2. 债权转股权，对股权资产进行管理、投资和处置；
3. 破产管理；
4. 对外投资；
5. 买卖有价证券；
6. 发行金融债券、同业拆借和向其他金融机构进行商业融资；
7. 经批准的资产证券化业务、金融机构托管和关闭清算业务；
8. 财务、投资、法律及风险管理咨询和顾问；
9. 资产及项目评估；
10. 国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。

组织架构



经营业绩

资产收购

信达公司自 1999 年成立以来，多次参与收购国家开发银行、中国建设银行、中国银行、中国工商银行、交通银行、光大银行、上海浦东发展银行、上海银行等机构的不良贷款。截至 2008 年末，累计接收和收购不良资产 10542 亿元，占收购市场的 31%。

信达收购资产 (%)

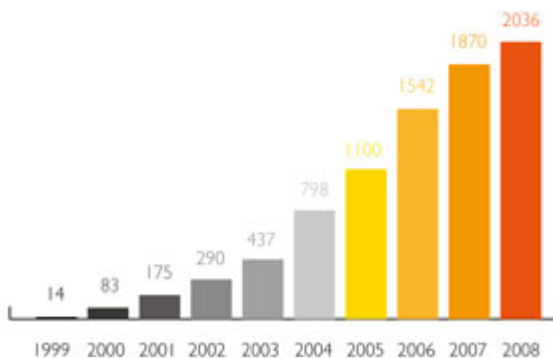


资产处置

截至 2008 年末，信达公司累计处置不良资产 7642 亿元，回收现金 2036 亿元，人均回收现金超过 1 亿元，资产回收率达到 27%。

同期，信达公司累计支出费用 67 亿元，占回收现金的 3.3%。

现金回收 (亿元)



债转股

截至 2008 年末，信达公司先后对 358 户国有企业实施债转股，转股 1336 亿元。涉及石油，化工，煤炭，冶金，钢铁，建材，交通运输，电力，汽车、船舶制造，机械电子等 34 个基础行业。

债转股行业分布 (%)



托管.并购.创立

信达公司自成立以来，接受中央和地方政府委托，先后对中农信、大连信托、中经开、汉唐证券、辽宁证券、华夏证券、北京证券、京华信托等金融机构进行托管清算。

信达公司在托管清算中，通过机构重组和收购兼并，成立了信达证券、信达澳银基金、幸福人寿、信达资本、信达期货、信达国际（香港联交所上市），逐步形成业务多元化的金融集团架构。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn