

资产整合—永恒的投资主题

报告时间：2009 年 11 月 01 日

投资要点：

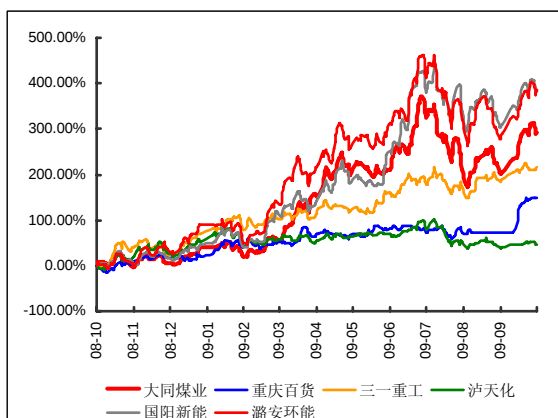
整合重组如果给企业带来优质资产，企业就会获得发展的机会，在随后的发展中会显著提高企业的盈利，以这样逻辑看待，我们会依据股票价值去分析股票价格而投资，这样的投资安全度会较高；但如果把整合重组看做是概念，这样的投资就不具有可持续性，因为我们关注的核心变了，就变成关注整合重组发生的可能性和重组的具体时间上了，由于股价的变化跟着市场的情绪而变，股票很容易产生虚高或脱离价值的高价格，不按价值把握股票价格，很容易被高套。所以从安全角度讲，重组股票的投资应该按业绩来把握而非按概念来操作。

投资煤炭股票的机会长期存在，原因有三：1. 煤炭企业整合加强，煤炭市场秩序将更健康，整合资产将有利于提升煤炭上市公司业绩。2. 煤炭上市公司本身的产能技改项目陆续完成，将增加未来产量。3. 煤炭需求比较稳定。4. 目前煤炭股票价格合理，大多数股票的市盈率在 20 倍。

投资重庆百货的理由：1. 估值和股价的接近，收购新世纪后，重庆百货合计 3.8 亿股，新世纪贡献净利润在 2.4 亿，合计净利润 4.2 亿，09 每股收益在 1.1 元，按 25 到 35 倍市盈率计算股票价格在 28 到 39 元。2. 看好西部发展和公司区域的扩张。两百货店面遍布主城和各区，拓展到周边贵州、四川省市。3. 看好零售消费业。经济增长的三驾马车，出口的空间有限，政府投资良好，但未来消费的增长将会有不错表现。中国传统是储蓄性社会，改革开放和经济发展 30 年，伴随着国家医改、房改等社保政策的完善，30 多年积累的财富效应使得未来消费成为主流，消费首选百货零售。

投资三一重工的理由：1. 增长可信赖，欲注入的三一重机经过几年的发展，在挖掘机市场具有较高的品牌效应和市场份额。2007 年销售挖掘机 1,406 台，占国内市场的 2.25%，销量增长率和市场占有率增长率均位居行业第二位；2008 年增长更为快速，前 9 个月销售挖掘机 2,344 台，市场占有率约为 3.2%。至此，三一重机已经成为国内挖掘机市场重要的竞争者。2. 业绩可期待，09 年预计公司净利润在 16 亿，三一重机注入后未来两年净利润贡献在 4 到 5 亿以上。合计净利润 20 亿。股本合计 16 亿股，每股收益按 25 到 35 倍市盈率计算价格在 31 到 44 元。

资产整合重组投资策略 1. 做好最坏（重组不成）的打算，投资资产重组股票，首先要选择本身业绩比较健康的，即使重组不成，风险也在可控范围内。2. 投资资产重组股票，在便宜的时候买入持股等待 3. 学会等待，等待重组的到来、要学会承受等待的痛苦。



市场数据（2009/10/30）

上证指数： 2995

深圳成指： 12297

研究员： 高天成

电 话： (0351)4131559

E mail: gaotc@dtsec.com.cn

地 址： 山西·太原·青年路8号

邮 编： 030001

网 址： <http://www.dtsbc.com.cn>

➤ 投资整合重组股票，按业绩投资还是按概念投机？

整合重组如果给企业带来优质资产，企业就会获得发展的机会，在随后的发展中会显著提高企业的盈利，以这样逻辑看待，我们会依据股票价值去分析股票价格而投资，这样的投资安全度会较高；但如果把整合重组看做是概念，这样的投资就不具有可持续性，因为我们关注的核心变了。首先，概念投资，往往是短期投资，你获得不了股票长期增长带来的业绩增长机会；其次，很可能在投资重组概念的股票中被高高套住，由于股票价格围绕股票价值波动，如果把重组当概念炒，投资者就不关心股票价值，关注的核心放在赌整合重组的可能性和具体时间上，由于股价的变化跟着市场的情绪而变，股票很容易产生虚高或脱离价值的高价格，这使得在投机该类股票过程中很容易在脱离股票价值的价格范围内被套住。所以从安全角度讲，重组股票的投资应该按业绩来把握而非按概念来操作。

➤ 历史上重组股票的运行轨迹

以大同煤业为例，在 2008 年 1 月 16 号停牌，实施燕子山资产注入事项，结果由于市场的下跌，资产整合没有实施成功，股票开盘后股价从 40 元一口气跌到 20 元。在第二次 2008 年 7 月 14 日停牌研究增发收购集团资产时，确定的价格是 22.08 元/股，结果市场没有给机会，股票价格继续下跌，一口气跌到 10 元。结果很优良的资产注入因为市场的波动没有实施成功。事实上，大同煤业的盈利能力很强，在 2008 煤炭价格同比增长 40%，煤炭销售业同比增长 10% 的情况，公司利润大增，在 2008 年整个股票市场处在熊市的行情下，股票属于被错杀品种，之后在 09 年的上半年股票一口气又原封不动的涨回到实施资产注入前的价格并创出历史新高。大同煤业的股票运行轨迹充分说明重组不成功，只要公司业绩支持，股票价格仍会有表现的机会，只不过对于业绩优良的公司来说，重组不成功给了投资者利用市场情绪买到该股票的好机会。

中国船舶重组完成后，从 06 年 10 月份的 30 元涨到 07 年 10 月份的 300 元，一年时间涨了 10 倍，堪称历史最牛股；三安光电重组完成后，股票价格从 08 年 10 月份的 6 元涨到 09 年 10 月份的 30 元，一年时间涨了 5 倍；高淳陶瓷重组完成后，股票价格从 08 年 10 月份的 4 元涨到 09 年 10 月份的 24 元，一年涨了 6 倍。

➤ 有整合计划的煤炭股分析

一、大同煤业

2008 年 7 月 14 号，公司公告称将以 22.08 元/股的增发价格，增发 1.2 亿股购买集团公司的燕子山煤矿及相关资产。由于市场波动，公司股价也大幅波动，结果增发停滞。

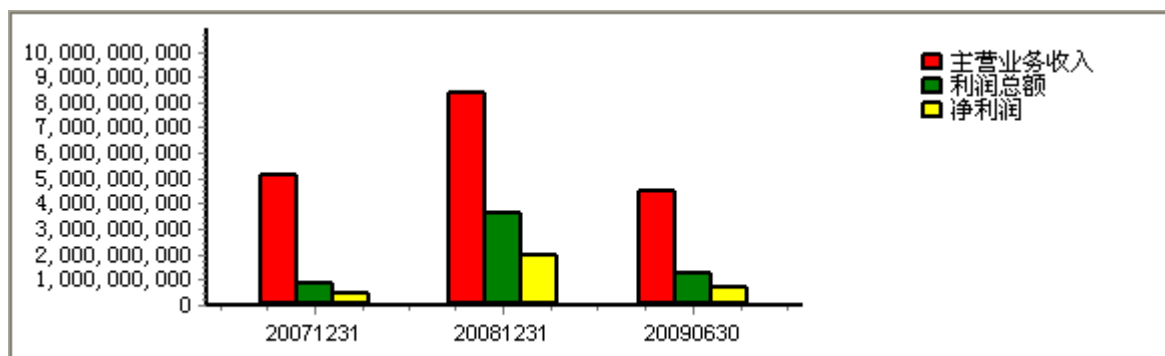
公司目前持有 5 个矿，其中口泉沟的四个矿，年产量在 1000 万吨；塔山煤矿塔山矿 08 年产量约 1025 万吨，09 年可达到 1500 万吨的核定产能，塔山矿通过技术改造 2010 年就可以具备 2000 万吨的产能，公

司持有塔山 51% 股权。2008 年 2 月公司又以共 6.8 亿元的价格收购了储量在 1.3 亿吨，的华富和召富煤矿，年产 120 万吨，目前没有投产。2008 年大同煤业销售价格平均为 481 元/吨，成本 181/吨。

大同煤业预计购买的资产是燕子山煤矿，煤炭储量 3.6 亿吨，可开采量 1.6 亿吨，核定生产能力 480 万吨，预计收购资金在 25 亿元。

大同煤业近期的发展看，有塔山新增 500 万吨，华富和召富合计 240 万吨的投产能力，合计 740 万吨的新增产能，这部分产能在 2010 年可以实现。如果加上燕子山资产注入后 480 万吨的生产能力，合计将达到 1220 万吨预期新增产量。燕子山资产将选择在合适的时间注入。

图表 1 最近三期盈利情况



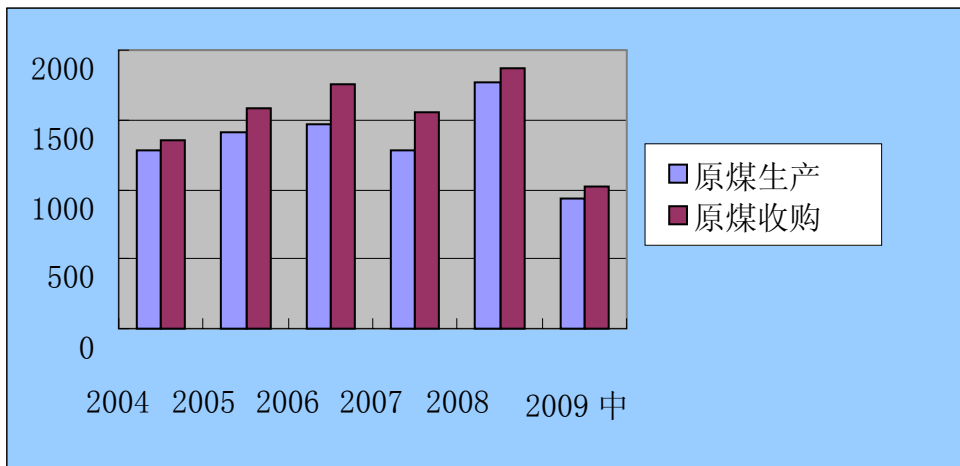
数据来源: Wind资讯

二、国阳新能

公司是目前国内最大的无烟煤企业，全国最大的冶金喷粉煤生产基地。煤炭产品品种包括块煤、喷吹煤、末煤，自产和收购的原煤经过洗选加工后销售，业务收入占比大约洗粉煤 12%，洗块煤 12%，洗末煤 75%，无烟块煤主要供应化工企业。

09年上半年，营业收入928974 万元，同比增长31.95%，其中煤炭产品销售收入846754 万元，同比增长28.03%；利润总额120707 万元，同比增长85.43%；净利润90243 万元，同比增长85.16%。归属于母公司的净利润87564 万元，同比增长80.94%。

图表 2 从集团及其控股公司收购原煤数量（单位：万吨）



（数据来源：大同证券研究部 公司年报）

阳煤集团矿区地质储量 120 亿吨，可采储量 63 亿吨，是我国最大的无烟煤生产企业，2008 年煤炭产量 3837 万，其中国阳新能产量 1774 万吨。

目前国阳新能代为托管的集团的三个矿，除三矿（已经破产）外，五矿、新景矿最有可能成为优先注入的资产，五矿、新景矿的可采储量合计有 10 亿多吨，两矿合计核定产能 1500 万吨。目前集团拥有的其他矿分别是新元矿、寺家庄矿以及石港矿等优质矿井，这三个矿的核定产能在 1300 万吨。

三、潞安环能

公司主要生产喷吹煤，目前公司主要有五个矿非常村、漳村、王庄、五阳、余吾等矿及对应的前四个煤矿的配套洗煤厂。同时控股的煤矿有上庄煤矿（60%），温庄煤矿（60%），永红煤矿（80%），正在参与的佳新煤矿预计控股 67%。其中上庄煤矿和温庄煤矿主要产焦煤。2009 年 5 月潞安环能发布公告，拟分别以 23993 万元和 26392 万元收购黑龙强肥煤公司和伊田肥煤公司各 60% 股权。黑龙强肥煤和伊田肥煤两公司煤种均为肥煤和主焦煤，可采储量分别为 3026 万吨和 3706 万吨，核定产能分别为 60 万吨和 45 万吨。

目前集团所管煤矿有慈林山煤矿（产能 71 万吨）、郭庄煤矿（120 万吨）、潞宁煤矿（21 万吨）、司马煤矿（150 万吨）、高河能源（600 万吨）等，其中高河能源的生产能力最大。控股比例分别为 93%、45%、93%、100%、55%，其中司马煤矿为全资控股。目前集团年产量为 4200 万吨，到 2012 年，煤炭产量达到 1.1 亿吨。2008 年公司向集团的石圪节煤业、慈林山煤业、司马煤业、潞安经销公司购买共计 860 万吨，48.7 亿元的关联交易。

公司 2008 年产量 2577 万吨，销量 2323 万吨，09 上半年平均售价 537 元。预计公司不久未来整合温庄、上庄等 5 矿技改后或可新增 200 万吨的年产能，黑龙强肥煤和伊田肥煤贡献产能 100 多万吨，收购慈林山煤业、司马煤业将会贡献 220 万吨的产能，潞宁煤炭整合预计有 1300 万吨的产能。明年预计贡献

新增产量在 500 万吨以上。

2009 年 10 月 30 号，潞安环能发布临时公告，公司第三届董事会第十六次会议决议通过了新设立 5 家公司和增资两家公司的议案，这 7 家公司计划整合相关领域的煤矿资源，2010 年上半年进行整合煤炭技改，下半年预计可以达产，达产后新增产能 300 万吨，都是肥煤和肥气煤。

投资煤炭股票的机会长期存在，原因有三：1. 煤炭企业整合加强，煤炭市场秩序将更健康，整合资产将有利于提升煤炭上市公司业绩。2. 煤炭上市公司本身的产能技改项目陆续完成，将增加未来产量。3. 煤炭需求比较稳定，在今年金融危机之年，煤炭供需较平衡。3. 目前煤炭股票价格合理，大多数股票在 20 倍市盈率。

图表 3 相关煤炭股票比较

证券代码	证券简称	每股收益 (元)	净资产收益率 ROE %	营业总收入 (万元)	利润总额 (万元)	净利润 (万元)
601001.SH	大同煤业	0.87	10.72	839519.60	124659.66	93353.09
600348.SH	国阳新能	0.91	18.25	1703313.65	120706.79	90242.77
601898.SH	中煤能源	0.27	5.46	5146493.40	493487.10	372798.20
600188.SH	兖州煤业	0.39	7.23	2612355.16	259381.78	193125.81
601699.SH	潞安环能	1.02	14.74	1666990.43	165696.05	122892.66
000983.SZ	西山煤电	0.54	13.95	1325491.27	178390.60	133853.23
601088.SH	中国神华	0.80	10.51	10713300.00	2285400.00	1812600.00
002128.SZ	露天煤业	0.45	19.41	388309.44	62771.94	53231.57

(数据来源: WIND)

➤ 其他业绩优良的整合重组股分析

一、重庆百货

图表 4 近三期公司指标

指标名称	20071231	20081231	20090630
每股收益 (元)		0.49	0.80
总股本 (亿股)		2.04	2.04
每股收益 (元)		0.49	0.80
净资产收益率 (%)		14.34	19.72
资产负债率 (%)		66.52	64.37
主营业务收入 (元)	5,487,816,175.23	6,420,589,566.95	3,745,877,098.63
利润总额 (元)	120,440,631.21	180,997,800.76	100,636,514.41
净利润 (元)	100,785,265.38	162,631,269.89	84,033,052.79

(数据来源: WIND)

2009 年 10 月 12 日，公司公告称公司将向商社集团、新天域湖景定向发行股份，总计发行数量为 17930 万股，22.03 元/股，总计 39 亿元，以购买其持有的新世纪百货全部股权，具体包括商社集团持有的新世纪百货 61%股权、新天域湖景持有的新世纪百货 39%股权。

新世纪百货并入后将使上市公司营业面积增加 90%。新世纪百货主营连锁零售业务，包括百货、超市和电器三种业态，解放碑总店、江北世纪新都、南岸江南商都、沙坪坝凯瑞商都、万州商场、钓鱼城商厦和涪陵商都等综合商场，成为大众品牌店。遍布重庆市 16 个区、县（市）的众多的超市。截止 09 年中期其营业面积近 55 万平米，包括 13 家综合商场及 50 多家超市。新世纪百货和重庆百货在重庆主城区的五大商圈中均有自己的门店，而新世纪百货旗下网点世纪新都、凯瑞商都、解放碑商都、瑞成商都等在当地区域市场销售业绩都较为突出，08 年新世纪百货实现销售 96 亿元，同比增长 25.61%，实现净利润 2.4 亿元，同比增长 26.58%，零售总额占重庆市社会消费零售总额的 4.5%；09 年上半年新世纪百货实现销售 56.82 亿元，净利润 1.56 亿元。

投资重百的理由如下：

1. 估值和股价的接近，收购后，重庆百货合计 3.8 亿股，新世纪贡献利润在 2.4 亿，合计净利润 4.2 亿，09 每股收益在 1.1 元，按 25 到 35 倍市盈率计算股票价格在 28 到 39 元。
2. 看好西部发展和公司区域的扩张。两百货店面遍布主城和各区，拓展到周边贵州、四川省市。
3. 看好零售消费业。经济增长的三驾马车，出口的空间有限，政府投资良好，但未来消费的增长将会有不错表现。改革开放经济发展 30 年，中国传统是储蓄性社会，随着国家医改、房改等社保政策的完善，30 多年积累的积累的财富效应使得未来消费成为主流，消费首选百货零售。

二、三一重工

图表 5 近三期公司指标

指标名称	20071231	20081231	20090630
每股收益（元）	1.62	0.83	0.53
总股本（亿股）	9.92	14.88	14.88
每股收益（元）	1.62	0.83	0.53
净资产收益率（%）	33.95	21.11	12.49
资产负债率（%）	54.85	55.72	55.04
主营业务收入（元）	9,144,950,843.99	13,745,256,113.43	7,495,297,230.93
利润总额（元）	2,083,088,367.06	1,540,541,759.93	1,075,585,341.49
净利润（元）	1,606,160,035.62	1,232,234,322.48	792,520,470.06

（数据来源：WIND）

2008.9.24 月公布方案，以发行价 16.8 元，定向增发 1.18 亿股，向自然人收购三一重机 100%股份，2009.10.14 获得证监会通过。

三一重工经营业务是工程机械制造，主要产品是泵车、拖泵、旋挖钻机、履带起重机。公司产品自上

市以来以两位数复合增长率增长，从上市初到现在，股本翻了 5 倍，销售收入翻了 6 倍，净利润增长了 5 倍，显示出高速发展的态势。2008 年，公司实现营业收入 137.45 亿元，较去年同期增长 50.3%；实现营业利润 15.32 亿元，实现净利润 14.74 亿元；实现每股收益 0.83 元。截止 2008 年 12 月 31 日，公司总资产为 139.67 亿元，净资产为 61.85 亿元，净资产收益率为 23.3%。2008 年公司全年实现出口 34.64 亿元，同比增长 108.89%，产品销至 115 个国家。公司在 13 个国家和地区设立了海外子公司，初步完成了国际化战略布局。印度产业园建设已初步完成；美国研发制造基地正在建设中，规划已完成征地工作；在德国投资 1 亿欧元建设研发制造基地。

投资三一重工的理由：1. 增长可信赖。欲注入的三一重工经过几年的发展，在挖掘机市场具有较高的品牌效应和市场份额。2007 年销售挖掘机 1,406 台，占国内市场的 2.25%，销量增长率和市场占有率增长率均位居行业第二位；2008 年增长更为快速，前 9 个月销售挖掘机 2,344 台，市场占有率约为 3.2%。至此，三一重工已经成为国内挖掘机市场重要的竞争者。2. 业绩可期待。09 年预计公司净利润在 16 亿，三一重工的注入后未来两年净利润贡献在 4 到 5 亿以上。合计净利润 20 亿。股本合计 16 亿股，每股收益在按 25 到 35 倍市盈率计算价格在 31 到 44 元。

三、泸天化

图表 6 近三期公司指标

指标名称	20071231	20081231	20090630
总股本（亿股）	5.85	5.85	5.85
每股收益（元）	0.78	0.5131	0.1909
净资产收益率（%）	19.63	12.41	4.51
资产负债率（%）	42.64	53.74	48.72
主营业务收入（元）	5,885,670,581	5,765,951,418	2,765,170,541
利润总额（元）	674,051,210	491,198,559	156,343,656
净利润（元）	454,133,662	300,399,278	111,660,131

（数据来源：WIND）

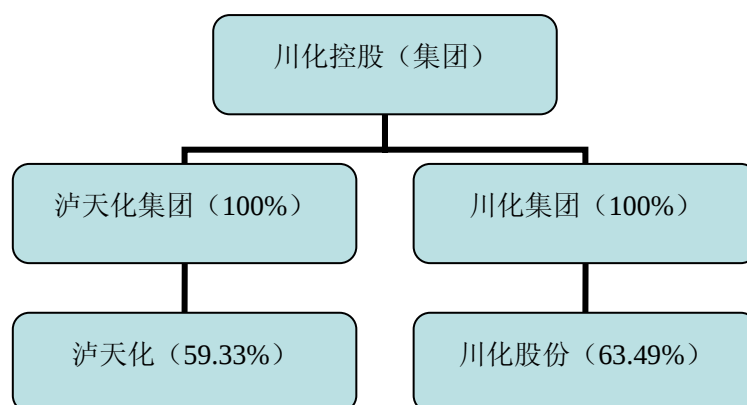
公司为国内最大尿素生产企业，2008 年实际生产合成氨 86 万吨、尿素 132 万吨，其他化工业务有甲醇、二甲醚，公司拥有年产 100 万吨合成氨、160 万吨尿素生产能力，08 年销售收入 20 亿。最近的收购行为发生在 2008 年，2008.2.20 公司发布公告称欲收购恒大动力。目前公司控股恒大动力 52.17%，收购后全资控股，收购资金在约 3 到 4 千万，恒大公司主要提供热力。

泸天化公司在 2009 年 5 月 22 号发布公告，增资捷美丰友（宁夏），需增资 4.7 亿。捷美丰友项目为 40 万吨合成氨、70 万吨尿素、20 万吨甲醇生产能力。增资后控股 68.25%，剩下股权天华公司（59.27%）持有。捷美丰友公司附近有宁东煤田，原料供应方便。预计 2010 年贡献收益。资产整合后的公司尿素产能

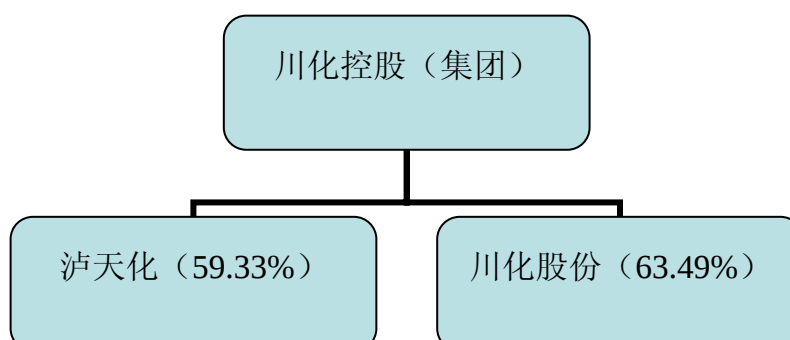
达到 250 万吨。目前尿素价格处于底部位置，整个行业产能过剩，全年过剩产量在 600 万吨左右。随着经济的回暖和农业机械化的推广，行业重组洗牌，未来化肥行业有望复苏。现在股票价格比较合理，是潜伏的好时机。

公司最主要的资源整合在于大股东背景的川化控股，之前公司的直接控股股东是泸天化集团公司，实际控制人是川化控股（集团），由于川化控股还是上市公司川化股份的实际控制人，所以，为了更好的履行控制人的职责，川化控股在 2008 年通过无偿行政划转的方式直接获得泸天化和川化股份的控股权，由于两家上市公司存在同业竞争问题，直接控股股东又为同一家，而且，泸天化集团和川化集团也有很大部分业务和上市公司存在同业竞争，这一切都为两家上市公司未来的重组整合预期提供可信支持，尤其是泸天化，公司是国内最大的尿素生产企业之一。

图表 7 股份划转前控股关系图



图表 8 股份划转后公司控股关系图



四川化工控股集团属化肥行业，以化工产品销售、技术服务、项目投资为主要经营范围。公司拥有年产 164 万吨合成氨、245 万吨尿素、49 万吨甲醇、36 万吨复合肥、31 万吨二甲醚、9.38 万吨三聚氰胺、3 万吨 1,4 丁二醇、37 万吨硝酸铵、13 万吨硫酸、3 万吨油脂、4.9 万吨双氧水以及赖氨酸、硫酸钾、

特种气体、农药等多种产品的生产能力和设计、建筑、安装、加工等多领域的服务能力。合成氨产量为全国第三，尿素居全国第二，甲醇居全国第四，三聚氰胺居全国第一。属国家政策重点扶持的特大型化工基地和我国西部地区重点鼓励发展的企业，具备了较大的产业规模，其氮肥产业在四川乃至西南地区居行业主导地位。

➤ 重组股票池一览

图表 9 有整合预期股票比较

证券代码	证券简称	总股本（万股）	前收盘价（元）	每股收益（元）	每股净资产（元）
600640.SH	中卫国脉	40137.12	11.81	-0.01	2.59
600458.SH	时代新材	20435.52	15.09	0.24	2.45
600875.SH	东方电气	88200.00	46.00	0.78	3.29
600316.SH	洪都航空	35280.00	28.12	0.11	5.26
600161.SH	天坛生物	48825.00	28.51	0.16	1.49
600582.SH	天地科技	67440.00	28.02	0.35	3.18
000631.SZ	顺发恒业	104550.98	10.69	0.20	1.23
600148.SH	长春一东	14151.65	12.01	-0.15	1.88
600893.SH	航空动力	44233.66	21.09	0.15	3.55
600498.SH	烽火通信	44180.00	21.55	0.35	6.97
600754.SH	锦江股份	60324.07	20.38	0.31	5.63
600162.SH	香江控股	76781.26	8.58	0.10	1.59
600500.SH	中化国际	143758.96	10.94	0.21	3.95
000792.SZ	盐湖钾肥	76755.00	50.85	1.03	3.56

（数据来源：WIND）

➤ 整合重组投资策略

1. 做好最坏（重组不成）的打算

投资资产重组股票，首先要选择本身业绩比较健康的，即使重组不成，风险也在可控范围内。比如大同煤业，2008年7月资产注入没成，随后股价大幅下跌，但在2009年上半年的上涨中，股票价格早回到当初的价位，原因就在于股票本身业绩比较健康。

2. 投资资产重组股票，在便宜的时候买入

买资产重组股票，往往从开始到实际注入，时间比较长，不确定性多，中途还可能遇到股票市场的大幅波动，这些很容易影响股票的价格。在股价很高的时候就投资重组股票，如果等不到资产注入的实现，

很可能遇到股票价格随市场下跌回归到便宜或低的价格。所以投资重组股票的最好时机就是在熊市里，因为熊市里便宜的股票才容易发现和买到，当然，在牛市里也可以找到便宜的重组股票并在短期重组完成时获得高收益，但这需要很深入的研究和股票市场的配合，这种概率比较低。

比如巴菲特在 2008 年 9 月以 8 元价格购买了 2.25 亿股比亚迪港股，而目前，比亚迪的股票已经涨到 80 元，通过图二的走势可以看出，在去年股票市场大幅下跌的过程中，该股票严重错杀，使得股票跌倒很便宜的时候被巴菲特早已看中，果断介入，现在一年时间股价涨 10 倍。

图表 10 比亚迪股票价格走势



(资料来源：金融界)

3. 持股等待

等待重组的到来、要学会承受等待的痛苦。对于重组类股票，时间就是等待，由于重组涉及许多不确定，需要时间，提前进入等待是比较好的选择，因为当重组来的时候，前几天可能在二级市场买不到，当能买到的时候，股票价格往往已经很高，投资者买的愿望就没有了，结果错过购买重组股票获得收益的机会。巴菲特在 2003 年在 1.8 元附近的价格买的中国石油，当时考虑原油期货价格在 30 元，4 年时间，终于等到原油期货价格突破巴菲特预期的 70 元的时候。巴菲特在 07 年 9 月份以均价 10 元左右全部卖掉中国石油的股票，4 年的等待迎来 5 倍收益的成功。

图表 11 中国石油（HK）走势图



(资料来源: 金融界)

免责声明: 此报告所载资料的来源及观点的出处皆被大同证券认为可靠, 但大同证券不能担保其准确性或完整性, 而大同证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。大同证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表大同证券经纪有限责任公司。本报告版权仅为大同证券所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。