

公司研究

煤炭

评级：卖出

信达证券股份有限公司

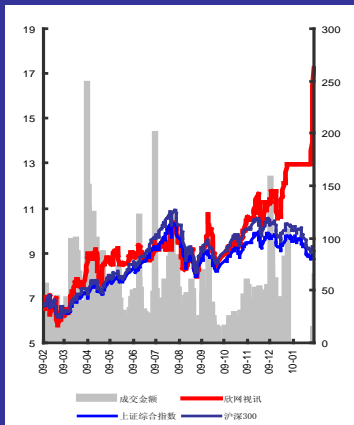
北京市西城区闹市口大街九号院一号楼六层信达证券研发中心

哈斯

010-63081256

hasi@cindasc.com

个股走势



基础数据

总股本/流通 A 股 (百万股)	127.47/119.37
52 周价格波动 (元)	5.49/17.27
换手率 (3 个月) (%)	155.71
一个月涨跌幅	33.15%

义煤集团借壳欣网视讯 (600403)

2010 年 2 月 8 日

结论

- 给予卖出评级，理由：欣网视讯的估值接近煤炭股的平均市盈率水平；借壳存在不确定性。

事件

2 月 3 日欣网视讯公布了重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易预案，拟将公司 2009 年 12 月 31 日的除现金外的全部资产、负债出售，同时向义煤集团非公开发行股票，收购义煤集团拥有的煤炭业务资产。

拟收购资产的预估值为 81.28 亿元，定向增发价格 11.66 元/股，增发股票数量约为 69708.4 万股，增发（重组）完成后公司变更为煤炭行业，总股本为 82440.10 万股，其中义煤集团绝对控股，持股比例 84.54%。

拟购买义煤集团的资产包括：千秋煤矿、常村煤矿、跃进煤矿、杨村煤矿、耿村煤矿、石壕煤矿、新安煤矿、孟津公司 100% 股权、李沟矿业 51% 股权、义安矿业 50.5% 股权、义络煤业 49% 股权、供水供暖公司 62.5% 的股权及其本部与煤炭业务相关的资产、债务。

点评：

- 富欣投资一退而求其次，却是最大赢家。义煤集团借壳欣网视讯，如果重组成功，欣网视讯控股股东富欣投资将由第一大股东退居为第二大股东，富欣投资流通市值增加 1.86—2.18 亿。如果富欣投资以预估值 1.18 亿元购买欣网视讯的资产，并在二级市场减持股票，除获得资产外，富欣投资仍能净赚 6800 万—1 亿左右，相当于欣网视讯 09 年前三季度归属母公司净利润的 3.7—5.4 倍。显然卖壳屈居为二股东也要比自己经营划算的多（参见表 1 和表 2）！
- 义煤集团借壳走捷径。义煤集团此次借壳，无非就是为了取得上市公司运作平台。义煤集团是河南省第三大煤炭企业，煤炭产量 2186 万吨。在河南煤炭企业整合之前，义煤集团与第二大煤炭企业永煤集团煤炭产量相差 830 万吨，比排在其后的郑煤集团年产量高 517 万吨。2007 年 9 月，河南省管煤炭企业进行战略重组，以省属盈利最强的企业永煤集团为主导，义煤、鹤煤、焦煤整合为河南煤化工集团，而排名不及义煤的郑煤集团未被整合。我们推测，旗下是否有上市公司平台

是影响其被整合的关键因素之一。结合义煤集团股权在整合 2 个月后又脱离河南煤化工集团及现在的借壳行为看，上市平台的意义对义马集团显得极为重要且紧迫。

公司上市两条途径，一是 IPO，二是借壳。根据公告，义煤集团 2008 年 12 月整体变更为股份公司设立，2007-2009 年度盈利，具备整体上市条件。通过 IPO，理想状态下最快也要在 2010 年下半年或年底上市。借壳如果顺利，最快 2010 年上半年即可完成，而且借壳又是将集团盈利能力最强的主要煤炭资产进入上市公司，提高盈利能力。

- 拟收购的煤炭资产盈利略低。义煤集团拟注入的煤炭资产资源总量约 11.14 亿吨，控制经济储量约 3.6 亿吨，核定产能 1710 万吨，平均可采年限 21 年，煤种较为齐全，以长焰煤为主，此外还有贫煤、贫瘦煤、焦肥煤。根据公告估算，拟收购资产 09 年吨煤净利约 46 元，净利润率 12.67%，与上市公司相比属于较低水平，按照增发后的股本摊薄 EPS 为 0.98 元。
- 借壳存在不确定性。根据公告，借壳成功的先决条件全部成就后，方可生效：
 - (1) 目标资产的评估结果经有权国有资产监督管理部门备案或核准；
 - (2) 本次交易取得有权国有资产监督管理部门的正式批准；
 - (3) 乙方就本协议项下相关员工安置方案取得其职工代表大会的批准；
 - (4) 本次交易获得义煤集团股东大会的有效批准；
 - (5) 本次交易获得甲方股东大会的有效批准，以及甲方股东大会批准同意义煤集团免于以要约方式增持公司股份；
 - (6) 中国证监会核准本次交易；
 - (7) 中国证监会同意豁免义煤集团因本次交易而触发的要约收购义务；
 - (8) 甲方与其第一大股东上海富欣投资发展有限公司于 2010 年 2 月 2 日签订的《重大资产出售框架协议》生效。

表 1：增发前后公司股本及股东变化

股东名称	发行前		发行后	
	股票数量	持股比例	股票数量	持股比例
富欣投资	2,413.95	18.94%	2,413.95	2.93%
义煤集团	-	0%	69,708.40	84.54%
其它股东	10,332.75	81.06%	10,332.75	12.53%
合计	12,746.70	100%	82,455.10	100.00%

表 2：富欣投资流通市值增发前后变化

增发价格	11.66	煤炭板块简单市盈率	21.21
发行前流通市值 ¹	28146.66	增发后 09 年 EPS	0.98
停牌前收盘价	12.97	理论股价	20.69

发行前流通市值 2	31308.93	发行后流通市值	49942.96
差价 1	21796.30	差价 2	18634.02
以预估值 1.18 亿元购买欣网视讯资产			
差价 3	9996.30	差价 4	6834.02

资料来源：公司公告

表 3：河南原煤产量千万吨以上煤炭企业

企业	2008 年煤炭产量 (万吨)	企业	2009 年煤炭产量 (万吨)
平顶山煤业集团	4120	河南煤化工集团	4465
永城煤电集团	3016	平煤神马集团	4120
义马煤业集团	2186	义马煤业集团	2186
郑州煤炭工业集团	1669	郑州煤炭工业集团	1669

资料来源：信达证券

表 4：拟收购煤炭资产情况

名称	股权比例	煤种	总储量 (万吨)	控制经济储量 (万吨)	核定产能	可采年限
耿村煤矿	100%	长焰煤	12084	2012	400	5
常村煤矿	100%	长焰煤	8381	2764	210	13
杨村煤矿	100%	长焰煤 高硫煤	2655	2217	170	13
千秋煤矿	100%	长焰煤	20991.15	1584.19	210	7
新安煤矿	100%	贫瘦煤	22083	6021	150	40
跃进煤矿	100%	长焰煤 高硫煤	11533.49	4071.27	150	21
石壕煤矿	100%	焦肥煤	4930	1133	90	12
孟津公司	100%	贫煤	9263.4	9263.4	120	43
义安矿业	50.50%	贫煤	16,841	5763	120	48
李沟矿业	51%	焦煤	1258	695	30	23
义络煤业	49%	焦煤	1381	450	60	7

资料来源：公司公告

表 5：吨煤净利及净利润率比较

名称	代码	2008	1H2009	名称	代码	2008	3Q2009
兰花科创	600123	253.69	217.04	中国神华	601088	27.83%	31.72%
西山煤电	000983	218.48	164.95	兰花科创	600123	28.03%	22.01%
中国神华	601088	128.13	147.25	西山煤电	000983	26.65%	21.97%
盘江股份	600395	132.10	123.61	大同煤业	601001	32.32%	20.50%
冀中能源	000937	206.53	112.04	露天煤业	002128	19.14%	20.36%
兖州煤业	600188	172.56	109.35	盘江股份	600395	15.57%	20.14%
开滦股份	600997	114.41	108.47	兖州煤业	600188	24.81%	19.92%
潞安环能	601699	131.42	98.19	平庄能源	000780	25.89%	18.45%

名称	代码	2008	1H2009	名称	代码	2008	3Q2009
中煤能源	601898	86.25	90.64	国投新集	601918	21.87%	15.67%
大同煤业	601001	156.75	88.56	潞安环能	601699	18.31%	13.98%
国投新集	601918	109.62	78.33	中煤能源	601898	14.87%	13.90%
恒源煤电	600971	78.25	60.54	恒源煤电	600971	15.11%	13.04%
平煤股份	601666	94.14	54.28	冀中能源	000937	21.52%	10.37%
平庄能源	000780	73.60	49.36	国阳新能	600348	8.90%	9.74%
国阳新能	600348	41.74	47.15	开滦股份	600997	9.13%	9.05%
露天煤业	002128	20.19	28.71	平煤股份	601666	15.36%	8.27%
郑州煤电	600121	40.31	18.32	郑州煤电	600121	4.10%	1.90%
平均		121.07	93.93			19.38%	15.94%
义马集团		59.23	46.05			14.90%	12.67%

注：义煤集团吨煤净利和净利润率为 2009 年度数据

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102