

# Special Report

## 山西强势整合煤矿 温州煤老板无奈退出

### ◎第一个整合版本:关键看补偿政策

山西煤炭整合并没有外人想象中那么“势如破竹”，其间的政策变动是制约交易的重要因素。这从宁武县的浮动补偿条约取消一事可见一斑。

从太原往北上高速，过忻州、原平，下高速往西北，路过轩岗镇，可到宁武县。从轩岗镇开始，车行不多远，就能看见一个个的煤堆场。宁武就坐落在山西最大的煤田之一宁武煤田。

这里是煤老板聚集的地方，尤其以温州人居多。在待整合的55座煤矿中约有20座属于温州人。上周，上海证券报记者深入宁武，详细调研了当地煤炭资源整合情况。

宁武煤炭资源整合背景很简单：去年下半年，山西省政府发起，在全省范围内开展国有大煤企收购、兼并中小煤矿的行动。整合重组之后，全省煤矿个数减至1000座，煤炭企业规模原则上不低于300万吨/年，单个矿井生产规模原则上不低于90万吨/年，且全部实现以综采为主的机械化开采。按政策，作为被收购对象，小煤矿老板有两种选择：其一、以煤矿资产作价，入股国有矿，成为小股东；其二、把资产变现，拿现金走人。

9月20日，许多煤老板与重组方签下了重组合同。这也是本次收购第一个版本。这组合同包括一份资产转让协议书、一份采矿权转让合同及一份补充协议。据温州人煤老板何先生（化名）介绍，签合同同时，自己被告知是应付省里的要求”，兼并重组资产转让协议书不是主要协议，最终要以补充协议为准。

兼并重组资产转让协议书对资产转让价格，来自两个方面：一个是实物评估，即煤矿固定资产的实物评估，该数据基于评估公司的评估报告。一个是资源价款补偿。按照山西省2008年9月发布的《关于煤矿企业兼并重组所涉及资源采矿权价款处置办法》规定，在退还剩余资源量价款的基础上，以2006年2月28日为界限，在这之前缴纳的资源价款补偿原采矿权价款的100%，在这之后缴纳的资源价款补偿原采矿权价款的50%。

实物评估和资源价款是死的，大家都不会有什么分歧，关键是补充协议。”许多煤老板表示，9月份合同签订之后，大家都在等政府的补偿政策。

签订完资产转让协议书后，许多煤老板在等待县里的补偿办法。

### ◎第二个整合版本:博弈“浮动补偿”

《宁武县煤矿兼并重组整合领导小组办公室关于兼并整合煤矿企业经济补偿的指导意见》（以下称“指导意见”）是宁武县汇集了许多专家的意见，花了10多天搞出来的，10月6日，指导意见才定稿。

徐先生（化名）是投资宁武煤矿的温州人之一，在大同销售煤炭机械30年。2008年6月，他通过老乡介绍，以7600万元，拿下了一个储量超过1500万吨的煤矿。这个矿六证齐全，本来接手后即可生产，没想到，没过几天，由于临汾一个矿出事，山西省出台一个文件，山西境内0.8平方公里以下的煤矿一律关停。郑先生的煤矿在关停之列。

11月4日，记者来到徐先生的煤矿。徐先生带记者查看了煤堆场高高的挡风墙，并下抽水设备、通风设备。徐先生告诉记者，自己一直期待重新投产，接手后就改造了矿井，到目前共投资了1亿多。

可惜，踌躇满志的徐先生等来的却是“收购令”，他的煤矿被指定由山西焦煤集团汾西矿业集团收购。

10月10日左右深夜，徐先生与汾西集团签订了协议。指导意见将补偿分成资源价款补偿、实物资产补偿、浮动补偿三部分。按协议，徐先生前两项补偿为6000万元左右，浮动补偿（包括停产停工补偿及剩余资源补偿）为5000万元左右，一共可以拿1.1亿左右。

虽然我都不想签订这份合同，但应该说，指导意见是科学的。”徐先生称。但很多人还是不愿签。据说两天内只有三四个人签了“指导意见”下的合同。

谁知，没过两天，汾西告知，由于省里不同意，县里“指导意见”作废，与李先生签的这份合同也不算了，浮动补偿被取消。这意味着，李先生只能拿到6000万元左右，与第一个版本不考虑补偿的相当。

何先生2003年花2000多万元，在宁武买了储量1700万吨左右的煤矿。9月20日，何先生与指定重组方忻州神达能源投资公司忻州公司签下资产转让合同，即第一个版本，价格6000万元左右，补偿未定。10月14日晚上7点，宁武煤炭工业管理局聚集了许多待整合的小矿主。煤管局和重组方，一个一个找他们谈判，告之有了“指导意见”，问是否愿签合同。按“指导意见”，何先生可以拿到1亿左右，其中，实物和资源价款为5000多万元，浮动补偿为4000万元左右。

10月30日，忻州公司董事长何保国找我们谈，说补偿一分也没有了。要签就按没有补偿的合同签，不签就等。”何先生说。

何先生认为，基于“指导意见”的合同还可以，自己能接受。但按6000万元左右，自己和其他温州人是绝对不会签的。

温州人投资背后都是民间融资与借贷，如果没有补偿的话，温州就瘫痪了。”一位温州商说。

“指导意见”取消后，眼见补偿可能泡汤，温州山西矿主求助老家浙江的政府部门和经济协会，希望能获得帮助。

### ◎第三个整合版本:收购价格获突破

11月4日，听说潞安集团潞宁煤业公司正在陈家沟与小煤矿主谈判。记者驱车前往，以探虚实。傍晚，记者找到煤老板来到谈判所在的潞宁招待所。正等待时，一个人走过来警惕地问“你们是哪里的？”得知对方是潞宁煤业的，我们如实相告，并提出旁听谈判请求。对方爽快答应。不料，吃过晚饭，记者要动身时，潞宁方面以不方便公开为由婉言拒绝。潞宁煤业人士告诉记者，公司肯定是宁武第一个签合同的，当天晚上就会结束。

但事后据煤老板说，由于记者的到来，原定谈判计划变更。

实际上，接下来的两天，潞宁一直在与煤老板谈判。

5日，在潞宁招待所前台时，记者无意中听到了一席对话：貌似收购方的人问，你到底想签一个什么样的合同？”价钱我不谈了，你能不能让我再干几个月？”一位头发稀少、煤老板模样的人前倾着身子，压低声音说。

煤老板心里有个算盘：目前，宁武焦煤开采成本加税收不到150元/吨，而坑口价格500多元/吨。一个年产15万吨的生产矿井，一个月内可以赚四五百万。

11月6日，宁武煤炭工业管理局副局长告诉记者，潞宁煤业收购小矿的补偿谈判已经签下来了。忻州地煤、宁武地煤补偿谈判

也谈下来了。现在，宁武已经20多个小矿都签订了补偿协议。接下来，其他大集团要一个个地推进。

“我们一直很努力地在推进这项工作。”孙局长表示。

温州人文文（化名）的在建30万吨的矿井在潞宁煤业收购之列。经谈判，最终收购价款超过1.5亿元。而按照“指导意见”，实物资产与资源价款两块，他可以拿到8000万左右；补偿一块，他可以拿到5000万元左右，共可以拿到1.3亿左右。相比之下，最终收购价格溢价26%。

记者获悉，其他签下后来的合同，也获得相当的溢价。这些消息宽慰了温州煤老板的心。这个价格，就不亏了。”一位煤老板说。

但文文并不高兴。两个亿我都不愿意卖。但是，不让你干了，有什么办法？”

让文文高兴不起来的，还有被浪费的青春。“一个人有几个4年，时间耗不起！”文文在2005年投入1亿，整合了三个小矿，储量共1000万~2000元吨。本来，今年6月，文文的矿井就该验收投产了。不料，遇到资源整合。

采访中，记者问过好几个温州人，为什么不选择入股。他们的回答颇为一致：我们是小股东，说话算不了数。我们是来赚钱的，国有企业想法和我们不一样。

整合后矿井数量(座)	整合资源产能(万吨)	备注
156	12000	大工天茂(600392)的大股东
119	>10000	西山煤电(000983)的大股东
38	>3000	国新能源(600348)的大股东
47	3200	大同煤业(601001)的大股东
30	2300	潞安环能(601699)的大股东
38	3000-4000	晋煤集团
16	2200	中油化建(600546)的大股东
合计	444	36200

整合煤矿平均产能0.8153万吨/年，基本达到规定的90万吨/年的要求。

资料来源：海通证券研究所整理



小矿关停,煤炭供应偏紧,拉煤的车在等待 本报记者 阮晓琴 摄 尤霏霏 制图

“文老板（化名）的合同签下来了，他拿到超过1.5亿元！”11月6日，山西南武县温州煤老板之间，互相传播着这个消息。这是一个他们可以接受、并高于预期的谈判结果。之前，该煤矿曾有过两次报价，分别为1.3亿和8000万元。不过，文老板并不高兴。11月4日，在与记者聊天时，他很不甘心地说，“2亿我也不愿意卖。没有人自愿卖矿。”

作为中国民间投资最为活跃的群体，温州人在2003年至2008年这煤炭业最火的数年里，大举进入山西，以市价买下许多小煤矿。然而，这种市场化受让矿权的方式，在2009年遇上了政府主导的煤炭资源整合。在强势整合政策下，温州煤老板只有黯然退场，一个煤老板说，“不让你干了，有什么办法？”

◎记者 阮晓琴 刘海民 张小明  
◎编辑 全泽源



宁武县煤炭工业局



山西省国资委

## 如何估值：市场价与整合价差一倍

据温州煤老板透露，去年煤炭市场火爆时，每吨煤炭储量市场价逾5元，如今在政府主导下的煤炭资源整合价，每吨资源收购价仅2到3元。

### 成本法估值遭抵触

上世纪八十年代以来，我国对煤矿开采实行“有水快流”的政策，乡镇煤矿大量出现，引来矿业开采权流转。1996年，新修订的《矿产资源法》，确立“矿业权可以有条件地流转”。后来，随着国有、集体企业改制推行，许多煤矿流转至个人手上。

2003年至2008年间，随着煤价从每吨100多元，涨至400、500元，甚至更高，煤炭开采权转让市场活跃，价格高企。温州煤老板何先生说，2007年，煤矿买卖最热的时候，自己那个矿市场转让报价是1.2亿元，对方出价1亿元都没卖。相当于每吨煤炭储量市场价在5元。

温州人不仅以市场价受让矿权，而且，以市场化方式融资。采访中，几个温州人都谈到民间高利贷融资。温州平阳水头小林是80年代的人，2008年6月，他融资一个多亿，投资了一个3000多万万吨的煤矿。1个多亿的股本都是亲戚、朋友凑的，但1000多万资源价款是民间高利贷。二分、三分的利息都有。”

然而，这种矿权市场化的运作方式，在山西遭遇到很大政策风险。首先，基于安全问题，煤矿长时间被令关停，一边付着高额利息，一边支付维护成本，还不知何时能复产。如小林说，如果一个矿3年不开采，就没法干。

更始料不及的，就是今年出台的整合收购。某上市公司一位人士透露，2008年，公司曾想收购山西一家煤炭储量4.8亿吨的公司，公司报价是7元/吨，但对对方要8元/吨。谈了一年多，现在山西搞煤炭资源整合，每吨资源收购价就2到3元。他不乐意，有意见，也没办法。”市场价与整合价之间，差距之大，可见一斑。

投行界人士游先生认为，且不论指定整合主体和指定整合时间，山西资源整合收购，都是基于指定价格、投入成本的。比如，实物资产是固定资产投资等成本；资源价款中，资源价款退回及考虑融资成本给予的价款补偿，也是基于成本的。尤其是没有补偿的版本，这种完全按固定资产投资人和采矿权价款缴纳，再加价款补偿的收购，是一种成本法估值方式，现在矿业资产评估很少用这种方式了。

煤老板对这种基于成本的收购作价方式，很不认同。一位煤老板打比喻称，就像一所房子，你不能以2005年，我建这栋房子用了多少砖瓦，花了多少钱，来估算现在卖多少钱。

### 采矿权拍卖被叫停

2006年，国务院决定深化矿产资源有偿使用制度，并率先在煤炭领域试点。按要求，新设立的矿业权原则上采取招标、拍卖和挂牌方式出让。

当年年初，山西省对外宣布，省内煤矿采矿权将取消行政划拨，走向市场，进行公开拍卖出让。推行矿业权公开出让制度，目的是实现矿业权有偿取得，遏制矿业权隐形交易。

3月，山西省国土资源厅公示，计划拍卖两个近亿吨级和一个千万吨级的煤矿。据悉，以前，山西省对煤矿转让一直实行行政审批制，这是山西首次对煤矿采矿权实

行拍卖，今后，煤炭开采权一律招、拍、挂。业界评价称，拍卖矿权的方式，使投资者投资煤矿有了一个权威的参照价格。

但是，这次拍卖被意外叫停。“从山西煤炭规划长远考虑，外资不适合获得采矿权。”山西省国土资源部内部人士说，山西煤矿开采一般不考虑外资独资或者控股，而在此次拍卖过程中意外出现了外资介入竞拍的局面。

此后，山西国土资源厅再也没有拍卖过采矿权。

### 收购作价成关注焦点

证券界人士林先生告诉记者，目前上市公司资产收购对于矿业公司（包括煤矿）的评估通常采用成本法，其中，对采矿权（无形资产）根据《矿业权评估管理办法（试行）》、《收益途径评估方法规范》规定进行评估，矿权评估实际上采用的是收益法（包括收益权益法、折现现金流量法等）。因重组办法规定需采用两种方法进行评估，因此还会采用收益法进行验证，通常不会有太大差异。

对于采矿权评估中采用的销售价格参数，根据《矿业权评估指南》2006修改方案），一般采用当地平均价格，原则上以评估基准日前的三个年度内的价格平均值或回归分析后确定评估计算中的价格参数。对产品市场价格波动大、服务年限较长的大中型矿山，可向前延长至5年；对小型矿山，可以采用评估基准日当年价格的平均值。

山西资源整合对煤矿的收购作价实际上主要是考虑了实物即固定资产和采矿权两项资产的价值，其中对实物是采用成本法进行了评估，但对采矿权并没有进行评估，而只是采用补偿费的形式进行收购。补偿费的计算基础是采矿权价款，通常采矿权价款即煤矿企业的采矿权账面值，采矿权价款反映的是煤矿企业取得采矿权的成本即当时根据评估作价缴纳的价款，但因取得时间较早成本较低，而目前煤炭价格较高，因此目前实际的采矿权价值可能远高于采矿权价款。因此，补偿费是没有考虑煤炭价格上涨对采矿权价值的影响，对于煤炭企业而言自然是不利的。

矿权的价值不通过固定资产投资来体现，而是通过其盈利能力体现。”这位人士称。

去年12月，山西煤炭进出口集团（以下简称山煤集团）从吉化集团手中收购中油化建控股股权，同时中油化建启动向山煤集团发行股份收购资产。其中，共收购了5家煤炭开采公司的股权：经坊煤业和凌志达煤业为在产煤矿，大平煤业正在试生产，霍尔辛赫煤业和铺龙湾煤业均为在建煤矿。

参与此案重组的人士告诉记者，中油化建采用的是未来收益法，由于被收购方对煤矿的盈利能力有承诺，在评估时，煤价采用了一个较为保守的价格，即过去5年煤炭均价200多元/吨。据中油化建公布的重组草案，截至评估基准日（2008年9月30日），注入资产5家煤炭开采企业拥有的采矿权账面价值合计17.9亿元，评估价值合计39.3亿元，增值21.3亿元，增值率为119.04%。

5家煤矿中，增值最多的为铺龙湾煤业。其净资产账面价值为5288万元，净资产评估价值为18243万元，增值率为244.98%；增值最少的为大平煤业。其净资产账面价值为31164亿元，净资产评估价值为40959万元，增值率为31.43%。