

强烈推荐-A (维持)

西山煤电 000983.SZ

当前股价: 7.66 元

2017 年 06 月 10 日

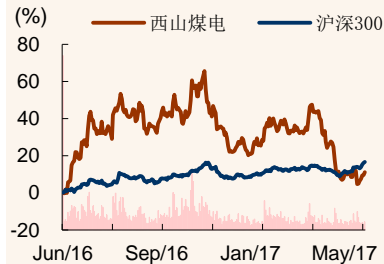
山西国改背水一战，焦煤旗舰呼之欲出

基础数据

上证综指	3158
总股本(万股)	315120
已上市流通股(万股)	315120
总市值(亿元)	241
流通市值(亿元)	241
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	5.0
资产负债率	64.1%
主要股东	山西焦煤集团有限责任公司
主要股东持股比例	54.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-23	2
相对表现	-5	-26	-11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《西山煤电(000983)——业绩大幅改善，国改预期强烈》2017-04-13
- 2、《西山煤电(000983)——山西焦煤龙头，关注国改预期》2017-03-21
- 3、《西山煤电(000983)——煤炭板块盈利较好，焦炭和电力可能亏损》2017-01-11

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

今年是山西国改破冰之年，汾酒和焦煤集团成为此次山西国改先锋，焦煤集团近亿吨的煤炭产能有望注入西山煤电，焦煤旗舰上市公司呼之欲出，前期煤炭股随大盘出现明显回调，估值已经接近历史底部，安全边际充足，预期的资产注入后业绩提升明显，建议积极布局，给以“强烈推荐-A”投资评级。

- **煤炭:受益供给侧改革,煤炭板块业绩大幅增长。**公司目前原煤生产能力 2930 万吨,未来有三个整合矿陆续投产,预计 2017-2019 年原煤产量分别为 2597 万吨、2700 万吨、2800 万吨,增速分别为 7%、4%、4%;商品煤产销量预计在 2400 万吨,今年按照秦皇岛 Q5500 均价在 600 元/吨推算公司综合售价 511 元/吨,吨煤净利 91 元,煤炭板块归母净利 18 亿,一季度西煤已经实现 4.6 亿的归母净利。
- **山西国改背水一战,焦煤集团优质资产有望注入。**山西焦煤集团是国内最大的炼焦煤供应商,原煤产能高达 1.7 亿吨(含在建),目前原煤生产能力在 1 亿吨左右,炼焦精煤产量 4300 万吨。集团层面具备注入可能性的矿井产能 8208 万吨,可实现商品煤产销量 6500 万吨,假定盈利能力和上市公司一致,则 2017 年可实现约 60 亿的净利。
- **电力焦化:**公司目前控股在役火电装机 315 万千瓦,在建装机 332 万千瓦,合计装机 647 万千瓦。目前煤价仍在高位,电力板块短期难以贡献业绩。焦化方面,目前并表的是西山煤气化 120 万吨产能和京唐焦化 420 万吨产能,焦化行业产能过剩格局依旧且原料焦煤价格高企,焦化业务仍将微亏。
- **盈利预测与投资评级:山西国改背水一战,焦煤旗舰呼之欲出,维持“强烈推荐-A”评级。**短期煤价大概率还会向下,但这对煤炭股的影响已经很弱,上周煤炭股就已经不随煤价下行了,短期旺季到来有望提振煤价,产量能够增长的公司将充分享受供改红利。而西煤是当前市场上最有可能获得外延增长的公司,预期的资产注入后业绩提升明显,目标价 11 元,给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**经济复苏低于预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	18658	19611	27651	26269	26794
同比增长	-24%	5%	41%	-5%	2%
营业利润(百万元)	286	734	2391	2056	2116
同比增长	-35%	156%	226%	-14%	3%
净利润(百万元)	141	434	1628	1399	1440
同比增长	-48%	208%	275%	-14%	3%
每股收益(元)	0.04	0.14	0.52	0.44	0.46
PE	170.5	55.4	14.8	17.2	16.7
PB	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、煤炭板块：煤价高位震荡，业绩大幅增长	4
1、产能：在产产能 2930 万吨，集团注入空间大	4
2、产量：稳定在 2700 万吨附近，精煤产出率行业领先	5
3、盈利预测：预计 17 年煤炭归母净利 18.9 亿	6
二、电力和焦化业务当前时点盈利较难	9
1、焦炭：本部亏损，京唐焦化盈利稳定	9
2、电力：当前煤价下盈利较难	10
三、焦煤集团资产注入可期，打造焦煤旗舰企业	11
1、山西国改背水一战，焦煤集团荣膺先锋	11
2、山西焦煤集团历史沿革	12
3、焦煤集团煤炭资产布局	14
4、方案猜想	17
四、投资策略：焦煤旗舰呼之欲出，建议积极布局	21

图表目录

表 1：西煤煤矿明细	4
表 2：分煤种销量明细	5
表 3：公司综合售价和港口煤价走势一致	6
表 4：西煤历史成本测算	7
表 5：原煤产量预测	7
表 6：煤炭板块盈利预测	8
表 7：煤炭板块盈利弹性测算	8
表 8：西山煤电焦炭产能明细	9
表 9：焦化产品产量基本平稳	9
表 10：焦化业务长期亏损	9
表 11：西煤装机明细	10
表 12：电力板块盈利测算	10
表 13：西煤冶金煤产量仅占集团四分之一	12
表 14：一级子公司原煤产量	14
表 15：西山煤电集团矿井明细	14

表 16: 汾西矿业集团矿井明细	15
表 17: 霍州煤田集团矿井明细	16
表 18: 华晋焦煤煤矿明细.....	17
表 19: 焦煤集团具备注入可能性的矿井名单	17
表 20: 储量法估值比较	18
表 21: EPS 影响测算.....	20
附: 财务预测表	22
图 1 主要冶金煤企业历年煤炭产量	5
图 2 西煤精煤产出率行业领先	5
图 3 秦皇岛 Q5500 动力煤走势.....	6
图 4 京唐港主焦煤库提价走势	6
图 5 西煤完全成本处于中等水平.....	7
图 6 山西焦煤集团核心组织结构.....	13
图 7 上市煤企资产负债率 2016 年均值 57%.....	19

一、煤炭板块：煤价高位震荡，业绩大幅增长

1、产能：在产产能 2930 万吨，集团注入空间大

西山煤电是全国重点焦煤生产企业，其控股股东山西焦煤集团是中国最大的焦煤供应商，也是山西省内焦煤资源整合平台，集团由西山煤电集团、霍州煤电集团、汾西矿业集团在 2001 年合并而成。从资源分布上来讲，西山煤电煤矿都分布在山西境内，主要位于我国重点优质焦煤产区西山矿区，煤种以优质冶炼焦煤为主。目前拥有西曲（400 万吨）、镇城底（190 万吨）、马兰（390 万吨）、西铭（360 万吨）、斜沟（1500 万吨）、生辉（90 万吨）六个在产矿井，产能 2930 万吨。

山西焦煤集团作为山西省七大煤炭资源整合主体自 2008 年开始参与了省内大量资源整合项目，集团层面共计整合了约 70 座煤矿，西山煤电集团参与整合了 11 座，西山煤电上市公司参与整合了 7 座，目前仅生辉矿（90 万吨）投产，义城矿（60 万吨）待验收，登福康矿（60 万吨）在建，圪堆矿（60 万吨）和鸿兴矿（60 万吨）由于地质条件不适合机械化开采而缓建，光道矿（120 万吨）尚未注册，庆兴矿（90 万吨）已于 2016 年退出，整合矿合计产能 540 万吨，权益部分 332 万吨。

此外，公司在安泽地区获得了两块优质焦煤资源，拟与山西永鑫煤焦合作开发，公司权益占比 60%，其中唐城矿资源储量 1 亿吨，煤种为主焦煤，拟设计 200 万吨矿井，冀氏矿资源储量 3 亿吨，煤种为贫瘦煤，拟设计 500 万吨矿井；由于煤炭行业持续低迷，公司目前暂缓开发这两块资源。

表 1：西煤煤矿明细

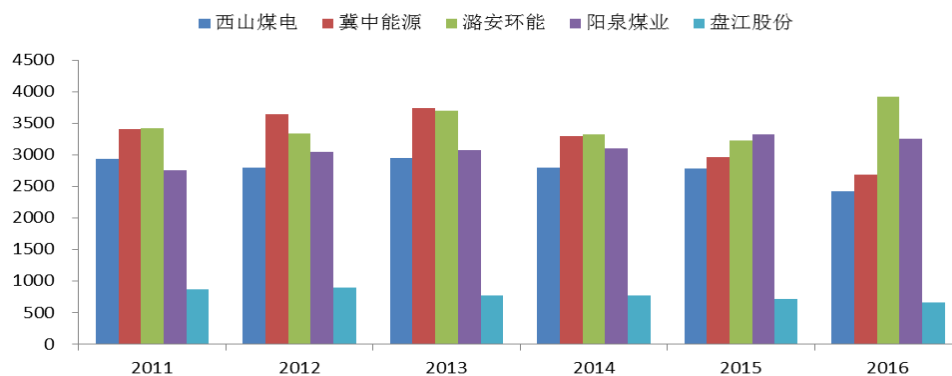
单位 (万吨)	煤种	权益占比	资源储	可采储量	核定产能 (万	权益产能	状态
西曲矿	焦煤	100%	29000	20300	400	400	在产
镇城底矿	肥煤	100%	16000	11200	190	190	在产
马兰矿	肥煤	100%	67000	46900	390	390	在产
西铭矿	瘦煤	100%	32500	22750	360	360	在产
斜沟矿	气煤	80%	224500	135700	1500	1200	在产
本部小计			369000	236850	2840	2540	
整合矿							
临汾西山生辉煤业	瘦煤	55%	7200	5007	90	50	在产
古交西山义城煤业	肥煤	51%	2000	1401	60	31	待验收
古县西山登福康煤	焦煤	90%	753	527	60	54	2017 投
古县西山鸿兴煤业	焦煤	100%	1644	1174	60	60	2017 投
古县西山圪堆煤业	焦煤	51%	4300	2994	60	31	停建
洪洞西山光道煤业	1/3 焦煤	51%	11257	8443	120	61	未注册
整合矿小计			27154	19546	450	286	
拟建矿							
西山永鑫煤业唐城	主焦煤	60%	10000	7500	200	120	未开工
西山永鑫煤业冀氏	贫瘦煤	60%	30000	22500	500	300	未开工
小计		60%	40000	30000	700	420	
合计-在产产能		88%	376200	241857	2930	2590	
合计-总产能		81%	436154	286396	3990	3246	

资料来源：wind、招商证券

2、产量：稳定在 2700 万吨附近，精煤产出率行业领先

西煤近年来没有大的矿井投产，产量主要来自五个主力矿井（斜沟、西曲、镇城底、马兰、西铭），原煤产量基本维持在 2700 万吨左右，2016 年由于 276 政策下降到 2428 万吨，预计今年将恢复至 2600 万吨。

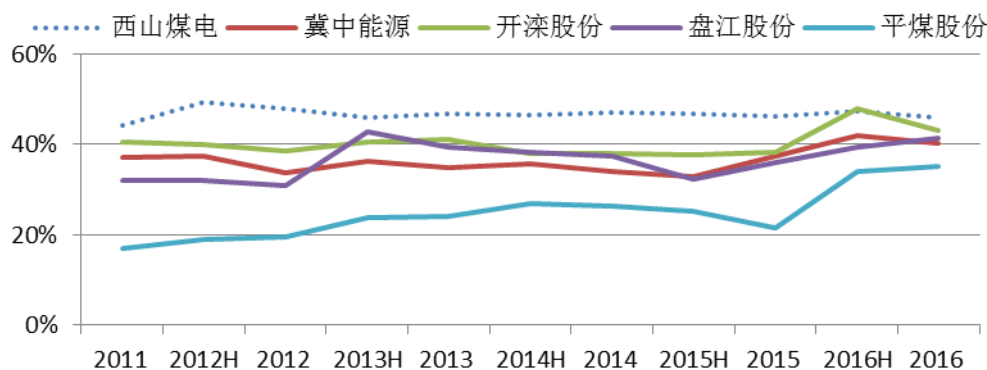
图 1 主要冶金煤企业历年煤炭产量



资料来源：wind、招商证券

精煤产出率方面，2016 年公司精煤产出率 48%，处于行业领先水平，可比公司冀中能源 40%、开滦股份 43%、盘江股份 42%、平煤股份 35%。公司本部四个主力矿井都是焦煤矿，精煤洗出率在 55%左右，兴县斜沟矿是气煤矿，为了保障洗混煤发热量到 5300 大卡，气精煤洗出率控制在 20%附近。

图 2 西煤精煤产出率行业领先



资料来源：招商证券

短期内公司没有大型矿井投产，也没有在产矿井退出，不考虑资产注入的话，未来几年原煤产量和精煤产量都会保持稳定，预计原煤产量中枢稳定在 2700 万吨，精煤产量中枢稳定在 1200 万吨附近。

表 2：分煤种销量明细

销量：万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
焦精煤	208	208	223	205	193	251
肥精煤	341	351	371	374	352	373
瘦精煤	248	255	254	207	195	186
气精煤	238	319	317	336	316	367

销量: 万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
电精煤	163	143	129	125	118	
原煤	211	52	162	216	203	129
洗混煤	661	1143	1277	1153	1085	979
煤泥	62	73	104	70	66	76
煤炭销量合计	2132	2544	2837	2686	2528	2361

资料来源: wind、招商证券

3、盈利预测: 预计 17 年煤炭归母净利 18.9 亿

价格方面, 公司历年综合售价和港口煤价走势基本一致, 公司历年综合售价和港口煤价加权价格(精煤占比*京唐港主焦煤价格+动力煤占比*秦港 Q5500 价格)的比值在 64%上下波动。如果秦港 Q5500 动力煤价格在 550-600 元/吨波动, 京唐港主焦煤价格在 1200-1400 元/吨波动, 测算公司综合售价在 470-540 元/吨

表 3: 公司综合售价和港口煤价走势一致

单位: 元/吨	2011	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
秦皇岛 5500 平仓价	819	701	618	589	550	517	466	411	386	475
京唐港山西主焦煤	1673	1490	1263	1193	1063	999	879	818	706	969
精煤占比*主焦价格	739	716	581	558	494	470	412	378	335	445
动力煤占比*动煤价格	457	364	334	313	294	274	248	221	203	257
加权价格	1196	1080	915	872	788	744	659	599	538	702
公司售价	809	705	605	578	494	459	398	361	342	407
公司售价/加权价格	68%	65%	66%	66%	63%	62%	60%	60%	64%	58%

资料来源: wind、招商证券 注: 加权价格=精煤占比*京唐港主焦煤价格+动力煤占比*秦港 Q5500 动煤价格

图 3 秦皇岛 Q5500 动力煤走势



资料来源: wind、招商证券

图 4 京唐港主焦煤库提价走势



资料来源: wind、招商证券

成本方面, 近几年的煤价下行周期之中, 煤炭企业普遍被迫提升成本管控力度, 成本出现趋势性的下降, 2011 年西煤的吨煤完全成本高达 600 元/吨, 到了 2016 年中期最低下降到 333 元/吨, 2016 年末反弹到 385 元/吨。当前煤价回暖的背景下, 煤企成本普遍有反弹趋势, 主要是消化历史欠账, 脉冲式的反弹不会持续; 从边际变化的角度来讲, 这轮周期下行倒逼煤炭企业大幅提升成本管控水平, 冗余人员通过供给侧改革的东风得到一定程度的安置, 低效矿井得以退出, 煤炭成本很难再回到黄金时期的水平。我们预计西煤完全成本未来在 390 元/吨附近波动。

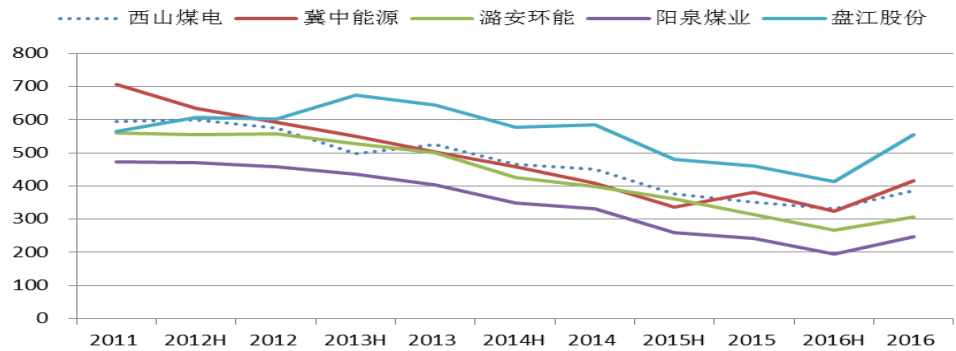
表 4: 西煤历史成本测算

单位: 元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
原材料	65	63	60	58	54	54	34	34	25	24	25
燃料及动力	18	18	19	19	17	17	16	16	15	14	14
职工薪酬	110	110	114	114	90	90	72	60	45	48	45
折旧摊销	53	53	55	55	53	53	47	35	30	35	35
维简及安全费用	83	90	67	64	57	32	31	34	32	28	32
其他	68	73	73	27	64	42	63	26	15	42	34
生产成本小计	397	406	388	337	334	288	262	205	162	191	185
吨煤毛利	412	435	317	268	244	206	197	193	198	151	222
毛利率	51%	52%	45%	44%	42%	42%	43%	49%	55%	44%	54%
三费及附加	198	194	186	162	191	178	189	171	189	142	200
完全成本	595	600	574	499	525	466	451	376	352	333	385

资料来源: wind、招商证券

横向比较来看, 西煤吨煤完全成本在冶金煤公司中一向处于中等水平。

图 5 西煤完全成本处于中等水平



资料来源: wind、招商证券

盈利预测: 平抑煤价波动备忘录要求的煤价中枢是 535 元/吨, 500-570 之间属于绿色区间; 今年一季度秦港 Q5500 均价是 622 元/吨, 年初至今的均价是 626 元/吨, 目前 568 元/吨, 短期趋势依旧向下, 但夏季用煤高峰有望再度走强, 三季度十九大召开安监升级又会带来供给收缩, 全年煤价大概率在高位震荡, 预计全年秦港 Q5500 煤价在 600 附近, 京唐港主焦均价预计在 1300 附近, 测算西煤综合售价 511 元/吨, 完全成本假定在 390 元/吨, 煤炭板块可贡献净利 21.4 亿, 按照 88% 的煤炭权益占比来算, 可贡献归母净利润 18.9 亿元。

表 5: 原煤产量预测

单位 (万吨)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
西曲矿	360	360	370	370	370
镇城底矿	160	160	170	170	170
马兰矿	360	360	365	365	365
西铭矿	300	300	320	320	320
斜沟矿	1188	1237	1235	1335	1385
临汾西山生辉煤业	60	60	60	60	60
古交西山义城煤业	0	60	60	60	60
古县西山登福康煤业	0	30	60	60	60
古县西山鸿兴煤业	0	30	60	60	60
古县西山圪堆煤业	0	0	0	0	0

单位 (万吨)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
洪洞西山光道煤业	0	0	0	0	0
原煤产量小计	2428	2597	2700	2800	2850
权益产量	2163	2290	2391	2471	2511
权益占比	89%	88%	89%	88%	88%
权益产量增速		6%	4%	3%	2%

资料来源: wind、招商证券

表 6: 煤炭板块盈利预测

单位: 万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量	2943	2794	2947	2796	2788	2428	2597	2700	2800
销量	2132	2544	2837	2686	2528	2361	2355	2400	2450
综合售价	809	705	578	459	361	407	511	502	500
完全成本	595	574	525	451	352	385	390	390	390
吨煤利润	214	132	53	8	9	22	121	112	110
吨煤净利	161	99	40	6	7	17	91	84	83
权益占比	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
煤炭权益利润-亿	30	22	10	1	1	3	18.9	17.8	17.9

资料来源: wind、招商证券

表 7: 煤炭板块盈利弹性测算

秦港 Q5500	500	535	550	570	600	630
京唐港主焦煤	900	1000	1200	1300	1300	1400
综合售价	378	414	471	502	511	546
完全成本	360	370	380	390	390	390
吨煤利润	18	44	91	112	121	156
所得税	5	11	23	28	30	39
吨煤净利	14	33	68	84	91	117
销量	2355	2355	2355	2355	2355	2355
煤炭净利	32499	78514	159890	198182	213628	274731
权益占比	88%	88%	88%	88%	88%	88%
权益净利	28722	69390	141309	175151	188802	242804

资料来源: wind、招商证券

二、电力和焦化业务当前时点盈利较难

1、焦炭：本部亏损，京唐焦化盈利稳定

焦炭业务是西山煤电的传统业务，目前并表的是全资子公司西山煤电 120 万吨的产能和控股 50% 的京唐焦化 420 万吨产能，此外公司参股 15.6% 的上市公司山西焦化有 360 万吨产能。

表 8：西山煤电焦炭产能明细

单位：万吨	产能	权益占比	权益产能
京唐西山焦化	420	50%	210
西山煤气化	120	100%	120
永鑫西山煤化工	100	40%	40
山西焦化	360	15.6%	56
小计	1000		426

资料来源：wind、招商证券

分地区来看，公司位于山西本部的焦炭厂（西山煤气化 120 万吨产能）长期亏损，2016 年亏损 1 亿元，同比减亏 8000 万；与首都钢铁集团合作的位于曹妃甸的京唐焦化（420 万吨）盈利稳定，过去几年京唐焦化的盈利都稳定在 5000 万元左右。综合来看，公司 2016 年焦炭产品亏损 15 元/吨（按焦炭销量口径计算），净亏损 6427 万，归母净亏损 8309 万元。

表 9：焦化产品产量基本平稳

单位：万吨、元/吨	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
焦油产量	12.65	12	13	12	11	12
煤气（万方）	143668	140735	146079	145463	133234	121990
焦炭产量	438	417	446	470	448	421
焦炭销量	438	439	439	463	450	425
吨焦净损益	-41	-34	-25	-26	-29	-15

资料来源：wind、招商证券

表 10：焦化业务长期亏损

单位：万元	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
焦化收入	868342	763433	616532	519228	420670	452916
焦化成本	853975	755998	610133	506299	420000	415143
焦化毛利	14367	7435	6399	12929	670	37773.16
毛利率	2%	1%	1%	2%	0%	8%
焦化净利：	-17962	-14730	-11181	-11976	-13012	-6427
西山煤气化净利	-23000	-19790	-16259	-17246	-18064	-10191
京唐焦化净利	5038	5060	5078	5270	5053	3764
归母损益	-20481	-17260	-13720	-14611	-15538	-8309

资料来源：wind、招商证券

展望 2017 年，焦煤价格大概率高位震荡，焦化厂成本端压力较大，而钢市震荡，成本压力向钢厂传导有限，预计 2017 年公司焦化厂整体依旧亏损。

2、电力：当前煤价下盈利较难

公司目前控股在役火电装机 315 万千瓦，其中权益装机 238 万千瓦，权益占比 76%，在建装机 332 万千瓦，合计控股装机 647 万千瓦。2016 年公司发电量 126 亿度，同比增加 7%，售电量 113 亿度，增加 7%，产销率维持在 90%的水平；测算上网电价 0.255 元/度，略低于完全成本 0.0259 元/度。2016 年电力板块合计实现净利润 1137 万，但其中有 5330 万的非经常收益，扣除之后 2016 年电力板块净亏损 4193 万元。

展望 2017 年，预计发电量维持在 126 亿度，售电量维持在 113 亿度，电价维持在 0.255 元/度，完全成本 0.27 元/度，度电净亏 1 分 5，电力板块净利-1.65 亿，按照 76%权益占比计算，归母净利-1.25 亿。

表 11：西煤装机明细

	单位：万千瓦	权益占比	装机容量	权益装机
兴能发电		58%	2*60、2*30	104
西山热电煤矸石电厂		91%	3*5	14
武乡和信电厂		100%	2*60	120
在产小计		76%	315	238
在建-古交电厂三期		58%	2*66	77
拟建-武乡电厂二期		100%	2*100	200
在建小计		83%	332	277
总计		80%	647	515

资料来源：wind、招商证券

表 12：电力板块盈利测算

单位：亿度	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017E
发电量	95	124	159	146	118	126	126
售电量	82	111	145	132	106	113	113
产销率	86%	90%	91%	90%	90%	89%	90%
供热量（万吉焦）	223	264	264	344	442	955	955
供热收入	0.27	0.32	0.32	0.42	0.54	1.17	1.69
热电销售收入合计-亿	25	38	48	42	32	30	31
电力收入（亿元）	25	37	47	42	32	29	29
综合电价（元/度）	0.305	0.337	0.327	0.318	0.299	0.255	0.255
完全成本（元/度）	0.339	0.374	0.314	0.295	0.281	0.259	0.270
度电利润（元/度）	-0.033	-0.037	0.013	0.023	0.019	-0.004	-0.015
度电净利（元/度）	-0.033	-0.037	0.009	0.018	0.014	-0.004	-0.015
电热板块净利（亿元）	-2.7	-4.1	1.4	2.3	1.5	-0.4	-1.65
权益占比	61%	61%	76%	76%	76%	76%	76%
权益净利	(1.66)	(2.51)	1.04	1.76	1.14	(0.32)	(1.25)
发电小时	4893	5128	5048	4635	3760	4010	3987

资料来源：wind、招商证券

三、焦煤集团资产注入可期，打造焦煤旗舰企业

1、山西国改背水一战，焦煤集团荣膺先锋

国企改革已经探索了很多年，进行改革也是各方共识，经过多年的努力，山西国改取得了许多成果，国有企业的治理体制和经营效率有了很大进步，但也遗留了很多问题。

- 一煤独大问题非常严重。煤炭资产占我省国有资产的比重达到 36%；
- 股权结构单一，国有资本一股独大问题严重。省属 22 家国有企业中 19 家仍然是国有独资，个别企业仍未完成公司制改造；
- 产业链条短，同质化竞争情况突出，基本集中在初级的煤电化建产业；
- 管理粗放，没有建立起真正意义上的现代企业制度；
- 行政色彩突出，官本位思想依旧浓厚；
- 创新发展能力普遍偏弱，产业产品处在发展的低端；
- 开放发展动能不足，合作共赢的市场化理念尚未成为主流；
- 行业竞争力弱，整体盈利能力偏低；
- 金融风险巨大，省属国企平均资产负债率达到 79.43%；
- 企业历史遗留问题多，历史包袱沉重；

在煤炭黄金十年这些问题并不突出，但当经济增速进入换挡期，煤炭行业进入下行周期之后，这些问题就逐渐暴露出来，通过改革进一步激发企业活力进而摆脱当前困境成为唯一出路，山西国改只能背水一战。

2017 年 2 月 9 日，山西省副省长王一新（兼山西国资委党委书记）在全省国有资产监督管理工作会议上做了题为《解放思想 抢抓机遇 迎难而上 不辱使命——坚决打赢国资国企改革攻坚战》的讲话，会上明确表示“今天的会议与其说是一次常规的工作会，不如说是一次改革攻坚的动员会，甚至可以说是国资国企改革的誓师大会”。全文两万余字，摘录核心内容如下：

- ◇ 把握山西国资国企改革难得的历史机遇，直面矛盾，问题导向，背水一战
- ◇ 站在时代的大背景下，找准山西国资国企改革发展的战略目标
 - 一是要对标国际发展的大潮流，产业要从封闭走向开放
 - 二是要从“贪大求全”向专业化发展。
 - 三是从单一独资向股份化发展。
 - 四是从闭路循环向产融结合发展。
 - 五是从重资源、重政策向更重人才、重科技、重创新发展。
 - 六是从僵而不死向有生有死的自然状态转变。
- ◇ 凝聚共识，形成推进国资国企改革的强大合力

要更多地在资本层面下功夫，特别是要用好用活 18 家国有控股的上市公司平台，大力

推动国有资源资产化、资本化、证券化。在未来一个时期内，我省国企，凡是能够通过股改独立上市的就独立上市，凡是能装进既有上市公司的逐步装进上市公司，凡是二者皆不能的，则考虑逐步退出。18家国有控股上市公司今年开始每年都必须在资本市场上有动作，放着宝贵的上市公司平台长期不善利用是一种失职行为。

◇ 找准国资国企改革的具体路径和突破口，协同推进，首战必胜

我省国企改革的核心任务就是要建立真正意义上的现代企业制度。同时建立以资本和利润为核心的企业管理体系，并加快分离国有企业的政府社会职能

◇ 加强党对国资国企改革的领导，为推进国资国企改革提供坚强保障

2017年2月14日，王一新带队到山西焦煤集团，重点围绕国资国企改革工作开展专题调研指导，提出“要更多地在本土层面下功夫、做文章，特别是要用好用活现有的上市公司平台，大力推动国有资源资产化、资本化、证券化，同时做好资源的整合工作，培育一批新的上市企业；要建立以资本和利润为核心的企业管理体系，不再以规模论英雄，切实让国有企业从生产型向经营型、从重规模向重效益、从粗放型向精细化转变”。

随后在山焦西山的调研中，王一新提出“要切实利用好西山股份公司这个上市平台，通过上市公司解决企业的体制机制问题，同时充分发挥好市场化融资功能，通过一段时期的努力，切实把这个平台打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大”。

目前全世界体量能够接近山西焦煤集团的焦煤上市公司是澳洲的必和必拓，其2016-2017财年炼焦精煤产量预计在4000万吨左右，目前西山煤电上市公司炼焦精煤产量仅1200万吨左右，整个山西焦煤集团2016年炼焦精煤产量是4312万吨，如果要把西山煤电打造成全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大，则意味着集团的焦煤矿井几乎都要注入上市公司。

表 13：西煤冶金煤产量仅占集团四分之一

单位：万吨	2013	2014	2015	2016
山西焦煤集团	4,601	4,903	4,589	4,312
其中：西山煤电	1,379	1,315	1,290	1,116
必和必拓	2971	3757	4262	4284
冀中能源	1954	1700	1638	1473
潞安环能	1330	1560	1336	1233

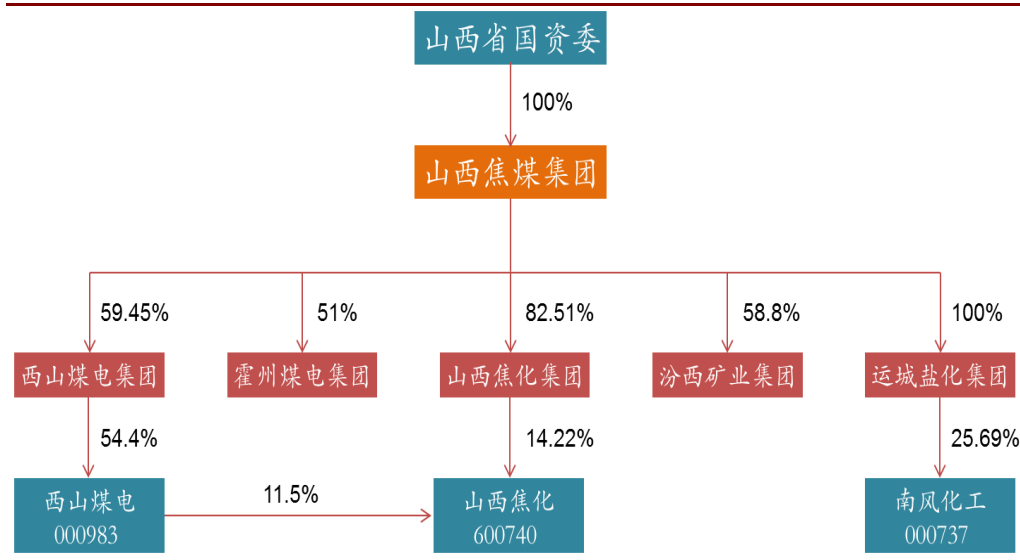
资料来源：wind、招商证券

2、山西焦煤集团历史沿革

山西焦煤集团成立于2001年10月，系经山西省人民政府《关于同意设立山西焦煤集团有限责任公司批复》批准，由西山煤电(集团)有限责任公司(下辖上市公司西山煤电)、山西汾西矿业(集团)有限责任公司、霍州煤电集团有限责任公司为主体组建，注册资本40亿，山西省国资委是集团唯一股东。

山西焦煤集团目前是全国最大，世界第二大的炼焦煤生产加工企业，位居2016年世界500强第337位。

图 6 山西焦煤集团核心组织结构



资料来源：wind、招商证券

2012 年，中盐运城盐化集团划拨给焦煤集团，并更名为山西焦煤运城盐化集团有限公司，下辖上市公司南风化工（000737）。

2013 年，整合重组山西焦炭集团，焦炭集团成立于 2002 年，承担着对全省焦炭运销进行统一管理、代征焦炭生产排污费、对炼焦用煤环节的煤炭可持续发展基金查验补征等多项政府授权的专项职能。目前拥有 200 万吨焦炭产能，20 万吨甲醇产能。

2014 年，山西焦化集团从汾西矿业独立，成为焦煤集团直接控股的子公司，下辖上市公司山西焦化（600740），主营焦炭生产，当前山西焦化正在运作收购中煤华晋 49% 股权，其余 51% 股权在中煤能源，中煤能源是中煤华晋的实际控制人，目前中煤华晋下辖三个矿井，王家岭矿、崖坪矿、韩咀矿，核定产能 1020 万吨，生产优质配焦煤。

2016 年中煤华晋净利润 13 亿，盈利能力很强。

目前山西焦煤集团以煤炭、发电、焦化为主业，兼营金融投资、物流贸易、节能环保等配套辅助产业。有六大主力生产和建设矿区，主要矿厂分布在太原、晋中、临汾、运城、吕梁、长治、忻州 7 个地市的 29 个县区，具体如下：

- 100 余座煤矿，生产能力 1.74 亿吨/年（含在建）；
- 28 座选煤厂，入洗能力 1.26 亿吨/年；
- 5 座焦化厂，焦炭产能 1180 万吨/年；
- 9 座燃煤电厂，装机容量 3468MW；14 座瓦斯及余热电厂，装机容量 221MW；
- 盐化日化产能 256 万吨/年。

2016 年，原煤产量 9151 万吨，炼焦精煤产量 4312 万吨，商品煤总销量 1.15 亿吨，焦炭产量 928 万吨，发电量 141 亿度，销售收入 1690 亿元，利润 2.96 亿，税费 79 亿。

3、焦煤集团煤炭资产布局

对于西山煤电而言，此次国改最大的看点在于集团优质焦煤矿井的注入。山西焦煤集团旗下另外两个上市公司山西焦化和南风化工分别主营焦化产品和盐化产品，出于规避同业竞争的考量，集团的焦化和盐化资产很难注入到西山煤电，西煤成为集团焦煤矿井的整合平台则是顺理成章。

公司目前拥有煤田面积 2374 平方公里，煤炭矿井 107 座，选煤厂 28 座，原煤生产能力 1.7 亿吨/年，总设计洗选能力 1.2 亿吨/年，主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田的煤炭资源，煤炭地质储量 212 亿吨，可开采储量 113 亿吨，煤种包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等炼焦煤的所有品种，其中焦煤、肥煤、瘦煤是国家保护开发的稀有煤种。

从组织结构来说，目前集团控股的煤炭资产主要分布在五个一级子公司，从大到小分别是西山煤电集团、汾西矿业集团、霍州煤电集团、华晋焦煤公司、焦煤集团投资公司，煤种基本上都是焦煤，主焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦煤、气煤、贫瘦煤等煤种一应俱全。

表 14：一级子公司原煤产量

单位：万吨	资源储量	2016H	2015	2014	2013
西山煤电	511320	1981	4750	4804	4676
汾西矿业	264808	1173	2481	2560	2562
霍州煤电	159302	1098	2755	2765	2532
华晋焦煤	139956	241	395	421	356
投资公司	16649	59	154	150	190
合计	1092035	4551	10535	10700	10317

资料来源：公司债券募集说明书、招商证券

➤ 西山煤电集团：焦煤集团核心企业

前身为 1956 年成立的西山矿务局，总部位于太原市西山脚下，主要开采西山、河东、霍西三大煤田，资源总量 92 亿吨，煤种有焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤、贫瘦煤等，其中焦煤、肥煤为世界稀缺资源。煤炭产品主要有炼焦精煤、喷吹煤、电精煤、筛混煤、焦炭等，其中炼焦精煤具有中低灰、中低硫、低磷、粘结指数高、结焦性强等多种优点。历经 60 年发展，西山煤电集团现有 19 对矿井，总产能 5490 万吨/年，其中生产矿井 11 对，产能 4890 万吨；9 座选煤厂，总洗选能力 5790 万吨/年；9 座发电厂，总装机容量 327 万千瓦；3 座焦化厂，总产能 640 万吨/年。

西山煤电上市公司层面有 11 对矿井，集团还有 8 对，其中官地矿、屯兰矿、东曲矿、杜儿坪矿是集团主力生产矿井，四矿合计产能 1900 万吨。

表 15：西山煤电集团矿井明细

公司	单位 (万吨)	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	状态
西山煤电股份	西曲矿	焦煤	100%	29000	20300	400	在产
西山煤电股份	镇城底	肥煤	100%	16000	11200	190	在产
西山煤电股份	马兰矿	肥煤	100%	67000	46900	390	在产
西山煤电股份	西铭矿	瘦煤	100%	32500	22750	360	在产
西山煤电股份	斜沟矿	气煤	80%	224500	135700	1500	在产
西山煤电股份	生辉煤业	瘦煤	55%	7200	5007	90	在产
西山煤电股份	义城煤业	肥煤	51%	2000	1401	60	待验收
西山煤电股份	登福康煤业	焦煤	90%	753	527	60	2017 投产

公司	单位 (万吨)	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	状态
西山煤电股份	鸿兴煤业	焦煤	100%	1644	1174	60	2017 投产
西山煤电股份	圪堆煤业	焦煤	51%	4300	2994	60	停建
西山煤电股份	光道煤业	1/3 焦煤	51%	11257	8443	120	未注册
集团本部直属	屯兰矿	主焦煤	100%			500	在产
集团本部直属	杜儿坪矿	瘦煤、贫瘦煤	100%	66000		500	在产
集团本部直属	官地矿	贫瘦煤	100%			500	在产
集团本部直属	东曲矿	焦煤、瘦煤	100%			400	在产
吕梁公司	德顺煤业	肥煤、焦煤	51%	4722	3043	60	在产
吕梁公司	晋邦德煤业	焦煤、瘦煤	51%	7733	5552	120	基建
吕梁公司	晟聚煤业	焦煤	51%	2330	1384	60	生产技改
吕梁公司	亚辰煤业	焦煤	51%	1396	809	60	基建
	在产小计					4890	
	其他小计					600	
	合计					5490	

资料来源：公司官网、债券募集说明书、招商证券整理

► 汾西矿业集团：焦煤集团第二大煤炭资产运营主体

汾西矿业集团前身是汾西矿务局，成立于 1956 年，2000 年 8 月经山西省人民政府批准，改制为国有独资的山西汾西矿业（集团）有限责任公司。2001 年 10 月，加入山西焦煤集团有限责任公司。2005 年 12 月，由山西焦煤集团、中国信达、中国华融、建设银行通过债转股共同出资重组为山西汾西矿业（集团）有限责任公司，目前在册职工总数 49075 人。汾西矿业历经两次战略西进和煤炭资源整合煤矿兼并重组，现已发展成为一个以煤炭生产加工为主，集多种产业门类为一体的特大型国有煤企。公司煤炭资源丰富，主要产品为主焦煤、肥煤和瘦煤。煤炭保有储量 47 亿吨，可采储量 25 亿吨。汾西矿业现有生产矿井 14 对，核定煤炭产能 3278 万吨；在建（含缓建停建以及未注册矿井，都是整合矿）24 对，设计产能 2880 万吨；选煤厂 11 座，洗选能力 3560 万吨/年。

表 16：汾西矿业集团矿井明细

运营主体	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	状态
本部	曙光煤矿	肥煤	100%	90	在产
南关煤业	南关煤矿	肥煤、焦煤	100%	118	在产
两渡煤业	河东煤矿	瘦煤、贫煤、肥煤	100%	120	在产
中兴煤业	中兴煤矿	焦煤、瘦煤和贫煤	100%	300	在产
本部	双柳煤矿	肥煤	100%	300	在产
本部	贺西煤矿	主焦煤	100%	300	在产
本部	柳湾煤矿	主焦煤	100%	500	在产
水峪煤业	水峪煤矿	焦煤	100%	500	在产
本部	新阳煤矿	主焦煤、瘦煤	50%	600	在产
正新公司	和善煤矿	焦煤、瘦煤和贫煤	51%	180	在建
正新公司	贾郭煤矿	焦煤、瘦煤和贫煤	51%	180	在建
正佳煤业	正佳煤业	主焦煤	51%	90	在产
孝义公司	正善	1/3 焦煤、肥煤	51%	90	竣工验收
孝义公司	正文	1/3 焦煤、肥煤	51%	90	在产
孝义公司	正安	1/3 焦煤、肥煤	51%	90	在建
孝义公司	正帮	1/3 焦煤、肥煤	51%	120	在建
孝义公司	正令	1/3 焦煤、肥煤	51%	90	竣工验收
孝义公司	正城	1/3 焦煤、肥煤	51%	90	在建
孝义公司	正旺	1/3 焦煤、肥煤	51%	120	竣工验收
瑞泰公司	正太丈八	焦煤、瘦煤	51%	300	在建

运营主体	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	状态
瑞泰公司	正行	焦煤、瘦煤	51%	300	在建
瑞泰公司	正明	焦煤、瘦煤	51%	210	在建
瑞泰公司	正珠	焦煤、瘦煤	51%	90	在产
瑞泰公司	正中	焦煤、瘦煤	51%	90	在产
瑞泰公司	正丰	焦煤、瘦煤	51%	90	在建
瑞泰公司	正和	焦煤、瘦煤	51%	90	在建
香源煤业	香源煤矿	焦煤、瘦煤	51%	90	在产
宜兴煤业	宜兴煤矿	焦煤、瘦煤	80%	180	在建
正晖煤业	昌盛煤矿	焦煤	51%	90	在建
正晖煤业	昌元煤矿	焦煤	51%	90	在建
正晖煤业	昌瑞煤矿	焦煤	51%	60	在建
正晖煤业	昌华煤矿	焦煤	51%	90	在建
正晖煤业	昌达煤矿	焦煤	51%	90	在建
正华煤业	正华	焦煤	51%	30	在建
正升煤业	正升	焦煤	51%	90	在建
正宏煤业	正宏	焦煤	51%	90	在建
正源煤业	正源	焦煤	51%	60	在建
正通煤业	正通	焦煤	51%	60	在建
在产小计	14对			3278	
其他小计	24对			2880	
合计	38对			6158	

资料来源：公司官网、债券募集说明书、招商证券整理

► 霍州煤电集团：焦煤集团第三大煤炭资产运营主体

霍州煤电集团前身为煤炭部的霍州矿务局，成立于 1958 年，2001 年重组进入山西焦煤集团，2006 年进行债转股。目前拥有矿权井田面积 822 平方公里，资源储量 74 亿吨，可采储量 34 亿吨，拥有生产矿井 9 对，产能 2290 万吨，在建（含缓建停建以及未注册）矿井 14 对，产能 1260 万吨，合计 23 对矿井，产能 3550 万吨。此外，庞庞塔矿井拟改扩建为 1000 万吨，准备建设的谭坪煤矿产能 800 万吨，中峪煤矿产能 500 万吨，公司接续资源储备丰富。

表 17：霍州煤田集团矿井明细

单位（万吨）	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	状态
本部	方山木瓜煤矿	肥煤、焦煤	99%	120	在产
本部	方山店坪煤矿	焦煤	99%	260	在产
本部	李雅庄煤矿	肥煤	100%	240	在产
本部	团柏煤矿	肥煤、1/3 焦煤	100%	270	在产
本部	辛置煤矿	肥煤	100%	280	在产
本部	庞庞塔	1/3 焦煤	99%	300	在产
本部	干河矿	肥煤、1/3 焦煤	60%	300	在产
本部	三交河矿	肥煤、1/3 焦煤	91%	400	在产
丰峪煤业	丰峪煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	120	在产
兴盛园煤业	兴盛园煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	90	在建
紫晟煤业	紫晟煤业	1/3 焦煤	69%	90	在建
亿隆煤业	亿隆煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	90	在建
张端煤业	张端煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	90	在建
新乐煤业	新乐煤业	焦煤	51%	90	在建
晋北煤业	晋北煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	120	在建
汾源煤业	汾源煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	120	在建
金能煤业	金能煤业	肥煤、1/3 焦煤	51%	120	在建

单位 (万吨)	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	状态
昶元煤业	昶元煤业	焦煤、瘦煤	51%	60	在建
鑫博煤业	鑫博煤业	焦煤、瘦煤	51%	45	在建
杜家沟煤业	杜家沟煤业	焦煤、瘦煤	51%	90	在建
腾辉海圣煤业	腾辉海圣煤业	焦煤、瘦煤	51%	90	在建
老窑头煤业	老窑头煤业	焦煤、瘦煤	51%	120	在建
五星煤业	五星煤业	焦煤、瘦煤	51%	45	在建
	在产小计	9 对		2290	
	其他小计	14 对		1260	
	合计	23 对		3550	

资料来源：公司官网、债券募集说明书、招商证券整理

➤ 华晋焦煤：产能 1190 万吨

华晋焦煤有限责任公司成立于 1992 年，山西焦煤集团和中煤集团各自持有 50% 股权，后来为了明晰管理权限和责任，2011 年 4 月分立为华晋焦煤有限责任公司（沿用分立前的名字，焦煤 51% 股权，中煤 49% 股权）和山西中煤华晋能源有限责任公司（注入山西焦化的资产，下辖王家岭，韩咀、崖坪三矿，中煤 51% 股权，焦煤集团 49% 股权），主要开发山西河东煤田的离柳矿区和乡宁矿区。

目前华晋焦煤旗下有 4 个矿井，主力是沙曲一矿和沙曲二矿，产能分别为 500 万吨和 300 万吨，主焦煤，但由于是高瓦斯矿井，很难达产，还有 300 万吨的吉林矿和 90 万吨的明珠矿，瘦煤，都是生产矿井。

表 18：华晋焦煤煤矿明细

公司	单位 (万吨)	煤种	权益占比	核定产能	状态
明珠煤业	明珠矿	瘦煤	51%	90	在产
吉宁煤业	吉林矿	瘦煤	51%	300	在产
本部	沙曲一矿	主焦煤	51%	500	在产
本部	沙曲二矿	主焦煤	51%	300	在产

资料来源：公司官网、债券募集说明书、招商证券整理

➤ 山西焦煤投资公司：旗下仅 4 个整合矿，产能 420 万吨。

山西焦煤投资公司负责运营 4 个整合矿，90 万吨的正仁煤业（在建），120 万吨的正兴煤业（2016 年已经退出），150 万吨的正利煤业（在建），60 万吨的正益煤业（在产），这部分资产体量太小，不具备注入西山煤电的价值。

4、方案猜想

山西焦煤集团所有矿井都在上述的五个一级子公司旗下，整体来看焦煤集团自建矿井的盈利能力要优于 2010 年前后整合的 80 余座整合矿，整合矿目前为止累计投入的资金高达 300 余亿，但目前只有 12 座投产，整合矿大都规模较小（一般 60 万吨或 90 万吨居多）且产权关系复杂，加上是在煤价高点整合，即使投产盈利能力也较弱，不具备大量注入上市公司的条件。我们梳理了集团具备注入可能性的矿井如下：

表 19：焦煤集团具备注入可能性的矿井名单

运营主体-万吨	煤矿	煤种	资源储量	可采储量	核定产能	状态
西煤集团	屯兰矿	主焦煤	93820	56479	500	在产
西煤集团	杜儿坪矿	贫煤、瘦煤、贫	65260	41185	500	在产

运营主体-万吨	煤矿	煤种	资源储量	可采储量	核定产能	状态
西煤集团	官地矿	贫瘦煤	109489	70240	500	在产
西煤集团	东曲矿	焦煤、瘦煤	75623	50260	400	在产
汾西矿业	曙光煤矿	肥煤	12728	9546	90	在产
汾西矿业	南关煤矿	肥煤、焦煤	7077	5308	118	在产
汾西矿业	河东煤矿	瘦煤、贫煤	23070	7545	120	在产
汾西矿业	中兴煤矿	焦煤、瘦煤	27900	20558	300	在产
汾西矿业	双柳煤矿	肥煤	32924	18691	300	在产
汾西矿业	贺西煤矿	主焦煤	8400	6300	300	在产
汾西矿业	柳湾煤矿	主焦煤	44415	23479	500	在产
汾西矿业	水峪煤矿	焦煤	34714	21602	500	在产
汾西矿业	新阳煤矿	主焦煤、瘦煤	15000	10000	600	在产
霍州煤电	方山木瓜煤矿	肥煤、焦煤	12800	9600	120	在产
霍州煤电	方山店坪煤矿	焦煤	18000	12000	260	在产
霍州煤电	李雅庄煤矿	肥煤	18933	14200	240	在产
霍州煤电	团柏煤矿	肥煤、1/3焦煤	31000	18600	270	在产
霍州煤电	辛置煤矿	肥煤	19040	14280	280	在产
霍州煤电	庞庞塔	1/3焦煤	23504	13006	300	在产
霍州煤电	干河矿	肥煤、1/3焦煤	28851	16848	300	在产
霍州煤电	三交河矿	肥煤、1/3焦煤	20648	12556	400	在产
霍州煤电	丰峪煤业	肥煤、1/3焦煤	12800	9600	120	在产
华晋焦煤	明珠矿	瘦煤	4486	2762	90	在产
华晋焦煤	吉林矿	瘦煤	21542	12898	300	在产
华晋焦煤	沙曲一矿	主焦煤	133349	80038	500	在产
华晋焦煤	沙曲二矿	主焦煤	80010	48023	300	在产
合计			975383	605603	8208	

资料来源：公司官网、债券募集说明书、招商证券整理

焦煤集团具备注入可能性的矿井总产能大致有 8208 万吨，共 26 对矿井，涉及地质储量 98 亿吨，可采储量 61 亿吨。都是在产矿井，这个只是总包，由于历史原因，有些矿井存在一些遗留问题，比如土地产权不完善等法律层面问题，如果无法妥善解决，可能很难注入到上市公司。

方案猜想

第一步：资产价值评估。

➤ 储量法：焦煤集团所有矿井都在山西境内，2016 年山西煤炭资源出让量为零，缺乏公开矿权交易数据，二级市场可以看到的最近的焦煤矿交易就是山西焦化收购中煤华晋旗下的王家岭、韩咀以及华宁三矿。中煤华晋最终确认的资产价值是 146 亿，按资源储量算 8.4 元/吨，按可采储量算 12.7 元/吨。焦煤集团具备注入可能的 26 对矿井共有资源储量 98 亿吨，可采储量 61 亿吨，如果按中煤华晋可比价值来计算的话，分别值 818 亿，771 亿，均值是 794 亿。需要注意的是，这个仅仅是资产评估值，需要扣除债务价值才是股东权益价值。

表 20：储量法估值比较

万元、万吨	中煤华晋资产评估价值	中煤华晋储量	单价	标的储量	可比估值
资源储量法	1456511	173679	8.4	975383	8179783
可采储量法	1456511	114349	12.7	605603	7713824

资料来源：wind、招商证券 注：标的指的是表 17 所列的 26 座矿井。

➤ 重置成本法

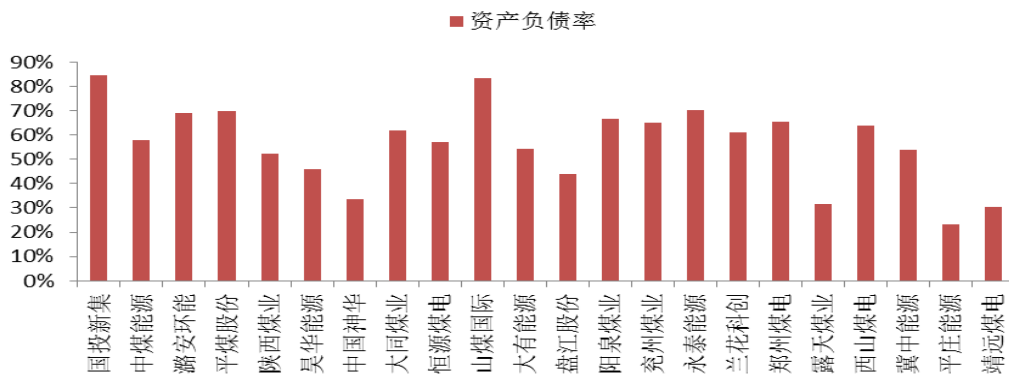
目前山西地区新建一个大中型矿井的吨产能基建投资在 500-600 元/吨，采矿权价款一般按开采 30 年缴纳，按照行业开采经验，开采 1 吨煤至少需要 2 吨资源储量，也就是说建设 1 吨产能需要至少 60 吨的资源储备。此前山西政府出过一个煤炭采矿权出让最低指导价：无烟煤采矿权 8~9 元、探矿权 6 元；焦煤、1/3 焦煤和肥煤采矿权 7~8 元、探矿权 6 元；炼焦配煤采矿权 5.5~6.8 元、探矿权 4 元。焦煤集团的矿井主要是焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤，炼焦煤种都有，我们按照主焦煤和配焦煤的采矿权转让价格均值 6.825 元/吨来算，一吨产能所需要支付的采矿权价款约为 409.5 元(6.825*60)总的来说，重置一吨焦煤产能的投资在 909.5 到 1009.5 元/吨之间，均值在 960 元/吨。焦煤集团 26 座矿井对应的产能是 8208 万吨，对应重置成本是 788 亿元。

两种方法比较下来，我们把资产价值估算在 790 亿。

第二步：股东权益价值评估。

山西焦煤近年来资产负债率在 75%-80%之间波动，总的负债规模在 2000 亿，其中有息负债在 1300 亿，债务主要在集团层面，主要是由于集团评级资质较高，融资渠道多元，有利于降低集团整体融资成本。焦煤集团业务庞杂，很难分拆出这 26 座具有注入潜力矿井的负债，我们按照 2016 年主流上市煤企 57%的资产负债率均值来估算这部分资产对应的负债规模在 450 亿(790*57%)，也就是说股东权益规模在 340 亿(790-450)，这里面包含了信达、华融等少数股东的权益价值，26 座矿井对应的焦煤集团权益占比仅有 48%。

图 7 上市煤企资产负债率 2016 年均值 57%



资料来源：wind、招商证券

第三步：注入方式探讨

假设购买 26 座矿井对应的全部股东权益

➤ 现金支付：西煤一季报显示公司账上现金仅 38 亿，只能维持正常运转，如果全额现金支付需要向二级市场募集资金，公司目前股价在 8 元附近波动，我们简单按 8 元的定增价算，如果募集 340 亿，则需要发行 42.5 亿股本，西煤当前股本 31.5 亿股，焦煤集团持有 17 亿股，定增之后股本将增加至 74 亿股，焦煤集团持股比例将下降到 23%，很有可能失去控制权，这种方案很难在国资委通过；如果使用部分债券融资，按照净资产 40%的债券募集上限来算，公司最新净资产 200 亿，可以发行 80 亿债券，目前已经发行 30 亿，还有 50 亿的空间，最后要股权融资的金

额还是高达 290 亿 (340-50)。综上, 纯现金收购的方案可行性很低。

- 纯发行股份收购: 如果按 8 元/股的价格向集团增发购买资产, 发行 42.5 亿股本, 其中 48% 即 20.4 亿股支付给焦煤集团, 52% 即 22.1 亿股支付给信达等少数股东, 增发之后集团持股 37.5 亿股, 总股本 74 亿股, 焦煤集团持股占比 50.6%, 理论上行得通, 但没有实现融资的目的, 可行性较低。
- 现金和股份支付: **最有可能的方式是发行股份和现金支付并用, 通过注入资产从二级市场获得资金也是国改的应有之义, 同时通过二级市场赋予持有多年的集团股权流动性也是信达等少数股东十分希望看到的, 这样国改推进起来阻力也小了许多。** 不管现金支付和股份支付的比例如何, 最终 340 亿权益价值都会通过发行股本进入上市公司, 我们还是假定发行价在 8 元, 重组完成后股本将增加到 74 亿股。

➤ 第四步: 对 EPS 的影响测算

我们前面测算西煤 2017 年煤炭板块净利 21.4 亿 (包含少数股东净利), 吨煤净利 91 元 (秦皇岛 Q5500 中枢假定在 600, 京唐港主焦煤中枢假定在 1300), 原煤产能 2930 万吨, 原煤产量 2597 万吨, 产能利用率 88.6%, 商品煤产销量 2355 万吨, 洗选损耗 10%。我们以此类推集团矿井的情况, 测算 17 年 EPS 为 1.1 元/股 (假设 17 年完成资产交割, 由于是同一控制下合并, 按照中国会计准则全年业绩都可并表)。煤炭股历史上 PE 最低的时候就 10 倍, 即使按照最低 10 倍估值, 股价可看高到 11 元。

表 21: EPS 影响测算

单位: 万吨、万元	西山煤电	26 座矿井	合计
原煤产能	2930	8208	11138
产能利用率	89%	89%	0.9
原煤产量	2596	7272	9868
洗选损耗	10%	10%	0.1
商品煤产量	2336	6545	8881
商品煤销量	2336	6545	8881
吨煤净利-2017	91	91	91.0
煤炭净利	212611	595600	808211
权益净利	187903	595600	783503
对应股本	31.5	42.5	74.0
EPS	0.60	1.40	1.1

资料来源: wind、招商证券

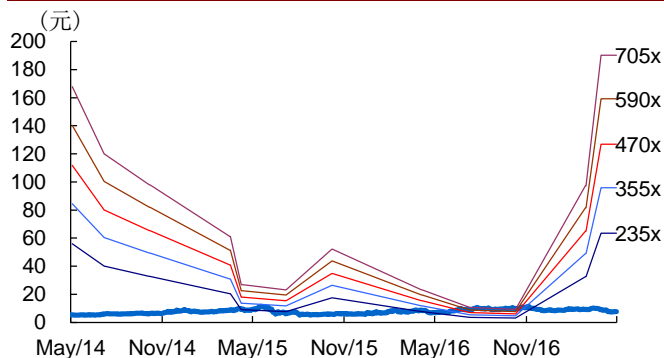
四、投资策略：焦煤旗舰呼之欲出，建议积极布局

前期煤炭板块跟随大盘出现明显调整，主要是由于流动性的收紧、煤炭期货现货价格的大幅下行以及投资者对经济预期转差，西煤从 1.9 倍 PB 跌到 1.4 倍 PB，冀中潞安阳泉等高弹性标的 PB 降到接近 1.1 倍 PB，接近历史底部 0.9 倍 PB，当时秦港 Q5500 煤价只有 360 元/吨。我们判断煤炭股目前正在筑底，大幅下行的可能性较低。

- 第一、政府已经深度介入煤炭供给侧，煤价不可能维持在以前的低位；
- 第二、供给难有增量，限制进口煤反而会带来供给收缩，4 月原煤产量仅恢复到 2.9 亿吨；
- 第三、夏季用煤高峰就要到来，需求将有明显增长；
- 第四、煤价的先行指标沿海运费指数已经止跌回升，煤价有望在夏季触底反弹。

短期煤价大概率还会向下，但这对煤炭股的影响已经很弱，上周煤炭股就已经不随煤价下行了，煤价高位震荡的背景下，产量能够增长的公司将充分享受供改红利。而西煤是当前市场上最有可能获得外延增长的公司，假设全部注入后的 EPS 为 1.1 元/股，给 10 倍 PE，目标价 11 元，维持“强烈推荐-A”评级。

图 8：西山煤电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：西山煤电历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14658	14201	16974	16529	18122
现金	3924	3530	2113	2342	3651
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1909	1895	2672	2539	2589
应收款项	4337	4384	6181	5872	5989
其它应收款	845	731	1030	979	999
存货	2911	3185	4324	4170	4253
其他	732	477	653	628	640
非流动资产	37573	39681	39519	39376	39251
长期股权投资	1518	1870	1870	1870	1870
固定资产	22511	22753	22886	23008	23121
无形资产	2796	2890	2601	2341	2107
其他	10748	12168	12162	12157	12153
资产总计	52231	53882	56492	55905	57373
流动负债	20834	22069	22898	21256	21556
短期借款	3489	3605	3088	2000	2000
应付账款	7822	8222	11161	10764	10979
预收账款	384	577	783	755	770
其他	9139	9666	7866	7738	7807
长期负债	12412	12432	12432	12432	12432
长期借款	8972	9013	9013	9013	9013
其他	3440	3419	3419	3419	3419
负债合计	33246	34501	35330	33688	33988
股本	3151	3151	3151	3151	3151
资本公积金	932	932	932	932	932
留存收益	11968	12345	13960	14872	15892
少数股东权益	2934	2953	3119	3262	3409
归属于母公司所	16051	16429	18044	18955	19976
负债及权益合计	52231	53882	56492	55905	57373

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	944	2622	4723	4665	4589
净利润	141	434	1628	1399	1440
折旧摊销	1890	1921	2115	2095	2078
财务费用	1091	982	1000	1000	1000
投资收益	(22)	(92)	(92)	(92)	(92)
营运资金变动	(2410)	(533)	(93)	120	16
其它	254	(89)	166	143	147
投资活动现金流	(2368)	(2409)	(1953)	(1953)	(1953)
资本支出	(2267)	(2601)	(1953)	(1953)	(1953)
其他投资	(101)	192	0	0	0
筹资活动现金流	2188	(1574)	(4187)	(2484)	(1328)
借款变动	3670	(665)	(3267)	(1088)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(378)	0	(13)	(488)	(420)
其他	(1104)	(908)	(908)	(908)	(908)
现金净增加额	764	(1360)	(1417)	229	1309

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18658	19611	27651	26269	26794
营业成本	12621	13443	18250	17600	17952
营业税金及附	693	711	1003	953	972
营业费用	2121	1894	2494	2369	2416
管理费用	1769	1742	2456	2333	2380
财务费用	1103	979	1000	1000	1000
资产减值损失	87	200	150	50	50
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	22	92	92	92	92
营业利润	286	734	2391	2056	2116
营业外收入	63	142	142	142	142
营业外支出	38	172	172	172	172
利润总额	311	703	2361	2026	2086
所得税	100	252	567	483	498
净利润	211	451	1794	1542	1588
少数股东损益	70	17	166	143	147
归属于母公司	141	434	1628	1399	1440
EPS (元)	0.04	0.14	0.52	0.44	0.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-24%	5%	41%	-5%	2%
营业利润	-35%	156%	226%	-14%	3%
净利润	-48%	208%	275%	-14%	3%
获利能力					
毛利率	32.4%	31.5%	34.0%	33.0%	33.0%
净利率	0.8%	2.2%	5.9%	5.3%	5.4%
ROE	0.9%	2.6%	9.0%	7.4%	7.2%
ROIC	2.6%	2.9%	7.6%	6.9%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	63.7%	64.0%	62.5%	60.3%	59.2%
净负债比率	29.5%	28.5%	21.4%	19.7%	19.2%
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.7	4.4	4.9	4.1	4.3
应收帐款周转率	4.2	4.5	5.2	4.4	4.5
应付帐款周转率	1.6	1.7	1.9	1.6	1.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.04	0.14	0.52	0.44	0.46
每股经营现金	0.30	0.83	1.50	1.48	1.46
每股净资产	5.09	5.21	5.73	6.02	6.34
每股股利	0.00	0.00	0.15	0.13	0.14
估值比率					
PE	170.5	55.4	14.8	17.2	16.7
PB	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	16.0	14.4	9.2	9.9	9.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。