

推荐 (维持)

掘金山西国改

2017 年 08 月 15 日

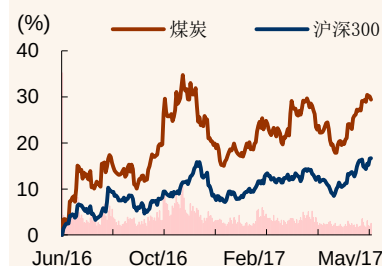
供给侧改革系列报告之四十四

上证指数 3209

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	37 1.1
总市值 (亿元)	9416 1.8
流通市值 (亿元)	8555 2.1

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.1	15.6	25.9
相对表现	4.3	8.1	13.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《煤炭产业链跟踪周报 (2017-08-05)——煤炭股第二重投资机会持续展开》2017-08-06
- 2、《供给侧改革系列报告之四十三——第二重机会的前期调整是为了更好的上涨》2017-08-01
- 3、《煤炭产业链跟踪周报 (2017-7-29)——煤炭股短调基本结束, 第二重投资机会仍将延续》2017-07-30

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

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

年初以来, 山西省领导在讲话中明确表示要全力推进国改, 王一新副省长的“三个凡是”“今年开始每年都必须在资本市场上有动作”更是吹响了资产注入的集结号。目前省属各个集团都在积极响应, 国改有望取得实质进展, 建议积极布局山西国改行情, 山西资产注入推荐排序: 山煤国际、西山煤电、阳泉煤业、潞安环能、大同煤业。

□ 山西国改背水一战, 吹响改革号角。年初王一新副省长在山西国有资产监督管理委员会工作会议上明确提出“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”。目前证监会山西辖区共有 38 家上市公司, 其中山西国资序列上市公司 20 家; 未来山西国企改革相关的资本运作基本上就围绕这 20 家企业展开。

□ 七大煤炭集团体内尚有大量资产有待注入。山西省属煤炭企业经历一系列整合重组之后形成了七大集团, 分别是同煤集团、焦煤集团、阳煤集团、潞安集团、晋煤集团、山煤集团、运销集团 (山西煤炭运销集团 2013 年和山西国际电力集团合并成了晋能集团)。整体而言, 七大集团旗下都有上市平台, 合计控股 12 家上市公司, 但资产证券化率都较低, 集团资产存在很大注入空间, 资本运作值得期待。

□ 建议积极布局山西国改行情: 年初以来, 山西国改力度空前, 除了资产注入外, 国改真正要改的是体制机制, 释放企业活力, 建议投资者积极布局, 掘金改革红利。从注入资产倍数来看, 西山煤电和大同煤业最高, 都在 3 倍以上, 想象空间最大; 从业绩增厚幅度来看, 大同煤业和西山煤电, 山煤国际业绩增厚分别为 192%、100%和 86%; 从注入后 P/E 估值来看, 山煤国际最便宜, 只有 5 倍 P/E, 剩下的四个公司都在 8 倍 P/E 左右。山西资产注入推荐排序: 山煤国际、西山煤电、阳泉煤业、潞安环能、大同煤业。

□ 风险提示: 国改进展低于预期

重点公司主要财务指标

	股价	15EPS	16EPS	17EPS	16PE	17PE	PB	评级
山煤国际	5.6	0.16	0.50	0.52	11	11	2.7	强烈推荐-A
西山煤电	10.3	0.14	0.61	0.62	17	17	1.9	强烈推荐-A
阳泉煤业	7.7	0.18	0.67	0.68	12	11	1.3	强烈推荐-A
潞安环能	10.0	0.29	0.77	0.90	13	11	1.6	强烈推荐-A
大同煤业	6.4	0.11	0.17	0.17	40	40	2.1	强烈推荐-A
陕西煤业	7.6	0.28	1	1.02	8	7	2.1	强烈推荐-A
兖州煤业	12.5	0.42	1.22	1.60	10	8	1.4	强烈推荐-A
*ST 郑煤	5.93	-0.62	0.75	0.7	8	8	2.0	强烈推荐-A
神火股份	12.8	0.18	0.68	0.68	19	19	3.9	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、山西全力挺进全国国企改革“第一方阵”	4
1、山西国企沉珂缠身，下猛药向死而生	4
2、煤炭集团改革破冰前行，整合重组预期迅速升温	6
二、同煤集团	8
1、同煤集团概览	8
2、同煤集团煤炭资产梳理	9
3、资产注入方案猜想	10
三、焦煤集团	11
1、焦煤集团概览	11
2、焦煤集团煤炭资产梳理	12
3、资产注入方案猜想	15
四、潞安集团	19
1、储有优质煤炭资源，承诺择时注入公司	19
2、集团以煤为基，多元发展	20
3、潞安集团积极响应改革号召	21
五、阳煤集团	24
1、受益集团煤电一体化发展战略	24
2、集团体内煤炭资源丰富，优质煤矿有望注入公司	26
3、国企改革愈演愈烈，公司有望率先突围	26
4、资产注入方案猜想	27
六、山煤集团	29
七、建议积极布局山西国改行情	30

图表目录

图 1 山西省属国企名录	4
图 2 山西焦煤集团核心组织结构	11
图 3 上市煤企资产负债率 2016 年均值 57%	17
图 4：潞安环能原煤产量占比	22
图 5：潞安环能营业收入占比	22
图 6：公司控股股东和实际控制人持股情况	24
图 7：集团下属业务板块示意图	25
图 8：煤炭行业历史 PEBand	31
图 9：煤炭行业历史 PBBand	31

表 1: 山西辖区上市公司名录	5
表 2: 同煤主要控股电力企业运营情况	8
表 3: 同煤分业务经营情况	8
表 4: 同煤集团煤炭资产概览	9
表 5: 同煤集团 9 个千万吨级矿井明细	10
表 6: EPS 影响测算-2018 年	10
表 7: 一级子公司原煤产量	12
表 8: 西山煤电集团矿井明细	12
表 9: 汾西矿业集团矿井明细	13
表 10: 霍州煤田集团矿井明细	14
表 11: 华晋焦煤煤矿明细	15
表 12: 焦煤集团具备注入可能性的矿井名单	15
表 13: 储量法估值比较	16
表 14: 西山煤电 EPS 影响测算	18
表 15: 潞安集团下属主要矿井概况	19
表 16: 潞安集团收入结构	20
表 17: 潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化项目	20
表 18: 集团光伏业务情况	21
表 19: 煤电一体化项目	21
表 20: 潞安集团下属主要矿井概况	22
表 21: 可比交易法估值	22
表 22: 潞安环能 EPS 影响测算	23
表 23: 扬德煤层气发电公司下属项目	26
表 24: 集团优质矿井资源	26
表 25: 注入资产估值	27
表 26: 阳泉煤业 EPS 影响测算	28
表 27: 山煤 EPS 影响测算	29
表 28: 核心标的估值比较	30
表 27: 煤炭行业估值比较	31

一、山西全力挺进全国国企改革“第一方阵”

1、山西国企沉珂缠身，下猛药向死而生

山西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，山西国改取得了很多成果，国有企业的治理体制和经营效率有了很大进步，国企也为山西经济社会的发展做出了重大贡献，但发展到今天，山西国资体系遇到了很多新问题，这些问题阻碍了国企活力的进一步释放。

- 一煤独大问题非常严重，煤炭资产占山西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。省国资委下属 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。

目前山西共有 32 家省直属国有企业，其中省国资委下属 22 家实体企业；山西省财政厅下属 1 家金控集团，金控集团是山西第一个真正意义的全牌照大型地方金融控股集团；此外省属文化资产管理委员会下属 9 家文化类企业集团，其中文旅投资集团、文博集团、工美集团尚在筹备之中，整合文化旅游类资产也是山西此轮国改的重点工作。

图 1 山西省属国企名录

太钢集团	山西焦煤	同煤集团	阳煤集团	潞安集团	晋煤集团
太重集团	晋能集团	国际能源	能投集团	黄河水务	国控集团
建工集团	中条山集团	汾酒集团	经贸集团	山煤集团	国新能源
水务集团	交投集团	高速集团	路桥集团		
金控集团					
出版传媒集团	山西日报传媒集团	广电网络集团	广电传媒集团	演艺集团	影视集团
文旅投资集团	文博集团	工美集团			

资料来源：wind、招商证券

今年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委员会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。

目前证监会山西辖区共有 38 家上市公司，其中山西省国资委下属 18 家，占比 47%；省财政厅下属 1 家；晋城市政府下属 1 家；山西国资序列上市公司合计 20 家；未来山西国企改革相关的资本运作基本上就围绕这 20 家企业展开。

从市值的角度来看，*st 三维、南风化工、太化股份市值仅 30 亿出头，存在很强的资产注入预期，建议重点关注。

表 1：山西辖区上市公司名录

公司名称	行业	控制人	市值-亿
大秦铁路	交通运输	中国铁路总公司	1,280
美锦能源	采掘	高反斌,姚俊花家族	310
永泰能源	采掘	王广西	480
安泰集团	采掘	李安民	45

公司名称	行业	控制人	市值-亿
兰花科创	采掘	晋城市人民政府	110
西山煤电	采掘	山西省国资委	331
蓝焰控股	采掘	山西省国资委	125
阳泉煤业	采掘	山西省国资委	196
山煤国际	采掘	山西省国资委	119
山西焦化	采掘	山西省国资委	71
大同煤业	采掘	山西省国资委	113
潞安环能	采掘	山西省国资委	294
国新能源	公用事业	山西省国资委	95
通宝能源	公用事业	山西省国资委	66
漳泽电力	公用事业	山西省国资委	116
南风化工	化工	山西省国资委	32
*ST 三维	化工	山西省国资委	32
阳煤化工	化工	山西省国资委	61
太化股份	化工	山西省国资委	33
永东股份	化工	靳彩红,刘东良	52
同德化工	化工	张云升	31
山西汾酒	食品饮料	山西省国资委	380
太钢不锈	钢铁	山西省国资委	331
太原重工	机械设备	山西省国资委	103
晋西车轴	机械设备	山西省国资委	86
东杰智能	机械设备	姚卜文,姚长杰	32
英洛华	有色金属	横店社团经济企业联合会	85
五矿稀土	有色金属	中国五矿集团公司	165
盛和资源	有色金属	中华人民共和国财政部	316
山西证券	非银金融	山西省财政厅	340
跨境通	商业贸易	樊梅花,杨建新	268
ST 生化	医药生物	史珉志	84
亚宝药业	医药生物	任武贤	64
振东制药	医药生物	李安平	83
仟源医药	医药生物	翁占国,张振标,赵群	27
ST 山水	综合	南京森特派斯投资有限公司	30
狮头股份	建筑材料	苏州海融天投资有限公司	40
当代东方	传媒	王春芳	107

资料来源: wind、证监会山西分局官网

2、煤炭集团改革破冰前行，整合重组预期迅速升温

山西省属煤炭企业经历一系列整合重组之后形成了七大集团，分别是同煤集团、焦煤集团、阳煤集团、潞安集团、晋煤集团、山煤集团、运销集团（山西煤炭运销集团 2013 年和山西国际电力集团合并成了晋能集团）。

- 同煤集团：前身为大同矿务局，拥有煤炭产能 1.6 亿吨，其中在产产能 1.1 亿吨，2016 年煤炭产量 11786 万吨，煤种为动力煤，是山西地区动力煤整合主体，矿区集中在晋北地区，旗下拥有大同煤业和漳泽电力两家上市公司，分别运营煤炭和火电业务。
- 焦煤集团：2001 年由西山煤电集团、汾西矿业集团、霍州煤电集团合并而来，是山西省焦煤资源整合平台，拥有矿井 107 座，涉及产能 1.7 亿吨，在产产能约 1 亿吨，2016 年原煤产量 9151 万吨，炼焦精煤产量 4312 万吨，是国内最大的焦煤

生产企业；集团下辖 3 家上市公司，西山煤电、山西焦化、南风化工，分别运营煤炭、焦化、盐化业务。

- 阳煤集团：前身为阳泉矿务局，煤种为无烟煤和动力煤，拥有煤炭产能约 8000 万吨，2016 年煤炭产量 6559 万吨，旗下拥有三家上市公司，分别是阳泉煤业、阳煤化工、太化股份。
- 潞安集团：前身为潞安矿务局，主要生产动力煤和喷吹煤，矿井主要分布在晋东南地区，2007 年整合重组了新疆哈密煤业集团；拥有煤炭产能约 8000 万吨，2016 年煤炭产量 7433 万吨，旗下仅有潞安环能一家上市公司。
- 晋煤集团：前身为晋城矿务局，是我国大型无烟煤生产基地，拥有煤炭产能约 8000 万吨，2016 年煤炭产量 5684 万吨，此外晋煤还是全国最大的尿素生产企业，2016 年尿素产量 1262 万吨；旗下拥有蓝焰控股一家上市公司，主营煤层气抽采销售，集团核心的煤炭和化工业务都不在上市公司体内。
- 山煤集团：全称是山西煤炭进出口集团，早期从事煤炭贸易业务，拥有中国煤炭出口专营权（全国仅四家企业拥有）、中国内销煤经销资格和铁路运输计划单列权，在 2010 年前后山西煤炭资源整合的过程中获得了约 3000 万吨煤炭产能。旗下拥有山煤国际 1 家上市公司，拥有 2000 万吨产能，集团尚有约 1000 万吨产能；山煤集团进入煤炭生产领域较晚，是 7 大集团里最小的一家，船小好调头。
- 晋能集团：2013 年山西煤炭运销集团和山西国际电力集团合并成了晋能集团，煤电一体化运营，现有生产矿井 60 座，联合试运转矿井 8 座，年产能 7610 万吨，2016 年煤炭产量 7136 万吨；电力方面拥有在役电厂 8 座，发电装机 523 千瓦，在建电厂 4 座，装机 342 万千瓦，2016 年发电量 169 亿度。旗下拥有通宝能源 1 家上市公司，主营电力业务，煤炭业务没有上市平台。

整体而言，七大集团旗下都有上市平台，合计控股 12 家上市公司，但资产证券化率都较低，集团资产存在很大注入空间。此次山西国改力度空前，很多问题都是由省政府层面在出面协调解决，煤炭领域的改革有望破冰前行，资本运作值得期待。

二、同煤集团

1、同煤集团概览

大同煤矿集团的前身是大同矿务局，成立于 1949 年，2000 年改制为大同煤矿集团有限责任公司。2005 年债转股后，成为七家股东共同出资的公司。截至 2017 年 3 月，公司注册资本 170.35 亿，控股股东山西国资委持股 65.17%，中国信达持股 30.12%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 2781 亿，所有者权益 430 亿（含少数股东权益 210 亿元），资产负债率 85%；2016 年实现营业收入 1703 亿，利润总额 2 亿。

目前大同煤业上市仅有 3 对矿井，塔山矿和忻州窑矿在产，色连矿预计今年 11 月投产；集团层面目前拥有产能 14966 万吨，其中生产矿井产能 13301 万吨，在建矿井产能 1665 万吨。除了煤炭资产以外，同煤集团还有大量电力业务，2016 年发电量达到 333 亿度，出于避免同业竞争的考量，未来电力业务大概率会注入到另一家上市公司漳泽电力体内。

表 2：同煤主要控股电力企业运营情况

单位：亿度、万元	2015 年			2016 年		
	发电量	收入	利润	发电量	收入	利润
山西漳泽电力股份有限公司漳泽发电分公司	26	79377	1210	24	66765	2905
山西漳泽电力股份有限公司河津发电分公司	38	157433	18057	29	122639	6802
山西漳泽电力股份有限公司蒲洲发电分公司	29	77642	3054	18	46451	(12658)
山西临汾热电有限公司（一期）	29	82779	2806	21	58845	(6893)
同煤国电王坪发电有限责任公司	15	40422	202	14	34230	(9983)
大同煤矿集团同华发电有限公司	69	188572	33006	59	132745	16410
同煤大唐塔山发电有限责任公司	59	152939	43209	55	130299	18003
同煤热电有限公司	11	37799	3602	8	28931	577
大同煤矿集团电力能源有限公司风电分公司	2	10552	--	3	15413	6906
合计	278	827515	105146	231	636318	22068

资料来源：同煤长期信用评级报告、招商证券

除了煤炭电力业务以外，集团层面还在建煤基甲醇产能 240 万吨/年，聚甲醛产能 24 万吨/年，规划烯烃产能 60 万吨/年，煤制天然气产能 40 亿立方米/年，由于集团资金较为紧张，项目拿到手续但尚未动工，此外还参股 40%山西同德铝业 100 万吨氧化铝项目。

从收入结构来讲，2016 年煤炭收入占比仅 35%，集团收入占比最大的是贸易业务，达到 55%，其他业务合计占比仅 5%，因此存在注入空间的只有煤炭业务。

表 3：同煤分业务经营情况

单位：亿元		2014 年			2015 年			2016 年		
板块分类	收入	占比%	毛利率%	收入	占比%	毛利率%	收入	占比%	毛利率%	
主营业务	2105	99	9	1977	99	8	1666	98	12	
煤炭	444	21	35	472	24	28	592	35	31	
电力	88	4	23	87	4	26	86	5	16	
贸易	1484	69	0	1369	68	1	938	55	0	
其他	89	4	8	49	2	6	50	3	12	
其他业务	31	1	12	30	1	16	36	2	35	
合计	2135	100	9	2007	100	9	1701	100	13	

资料来源：债券评级报告

2、同煤集团煤炭资产梳理

同煤集团煤炭资产集中在晋北地区，山西以外只有鄂尔多斯的色连矿，大部分矿井都是本部直属，独立的煤炭运营主体主要是大同煤业上市公司、轩岗煤电、地煤公司、朔州煤电。轩岗煤电主要负责运营在忻州市境内的 10 对矿井，产能 750 万吨；地煤公司负责运营大同矿区以及左云县境内的 11 对矿井，产能 855 万吨，在建矿完成技改之后产量将达到 1000 万吨；朔州煤电负责运营在朔州和忻州的 6 座矿井，核定产能只有 651 万吨，但旗下的铁峰煤业是按照 1000 万吨建设的，是同煤十一个千万吨级矿井之一。

表 4：同煤集团煤炭资产概览

矿区	煤种	发热量	资源储量	可采储量	设计产能	投产年份	2014 年	2015 年	2016 年
本部:							7863	9202	6783
煤峪口	--	--	--	--	250	--	235	220	232
永定庄	不粘煤	5257	6285	2331	200	1954	300	321	219
同家梁	弱黏煤	5544	12674	4981	300	1949	90	185	115
四老沟	不黏煤	5145	12266	6875	320	1958	83	224	254
忻州窑	不黏煤	5680	10403	5167	230	1925	257	243	225
白洞	气煤	5034	3011	--	90	1958	171	173	104
雁崖	不黏煤	5860	1470	--	150	1962	14	149	112
挖金湾	不黏煤	5607	1936	228	70	1962	16	69	64
晋华宫	不黏煤	5759	31564	15222	450	1956	568	557	365
马脊梁	不黏煤	5651	17379	9864	380	1952	505	586	427
大斗沟	弱黏煤	5063	3352	1437	180	1960	127	178	141
王村	不黏煤	4021	4311	413	100	2011	244	120	123
云冈	弱黏煤	6232	38084	19969	480	1973	466	480	423
燕子山	不黏煤	4904	32291	17795	480	1988	436	476	462
四台	不黏煤	5832	50621	27858	500	1991	650	606	479
塔山	气煤	5442	466238	254776	1500	2008	2234	2761	1845
同忻	气煤	5433	139451	6841	1000	2013	1469	1855	1194
轩岗煤电	气煤	--	97270	45330	750	--	1724	1691	949
地煤公司	弱黏煤	--	99231	49634	855	--	990	730	657
朔州煤电	--	--	111846	59288	651	--	1651	1661	1195
整合矿井	--	--	209355	123948	2670	--	898	922	416
同发东周窑	--	--	177062	113376	1000	--	610	865	737
其他	--	--	--	--	3700	--	3018	2281	1049
合计	--	--	--	--	16056	--	16754	17351	11786

资料来源：同煤长期信用评级报告、招商证券

注 1：其他为麻家梁矿、金庄矿、北辛窑矿、梵王寺矿和色连矿，该五矿为技改和改扩建项目，因此归入其他类

同煤集团本部的矿井普遍已经开采 50 年以上，资源储备已经较少，开采成本较高，盈利性较差，注入上市的公司可能性较低；此外整合矿也存在很多历史遗留问题，当年在煤价高位整合的，成本较高，盈利能力普遍较弱，注入上市公司的可能性也很低。综合来看，集团最优质的煤炭资产就是 11 个千万吨级矿井，上市公司有塔山和色连 2 个，集团还有 9 个，这是此次国改中集团最有可能注入上市公司的优质资产。其中同忻矿、麻家梁矿、同发东周窑矿、金庄矿（以前叫马道头）、铁峰矿、北辛窑矿已经投产，梵王寺仍在建，潘家窑和白家沟仍处于筹备阶段，同煤集团声称的千万吨级矿井指的是实际建设产能规模，最后能否获得发改委的核准存在一定变数。前段时间发改委要求有条件的矿井核增产能，增加产量保障供应，未来同煤集团的这些矿井大概率会通过产能置换或者购买产能指标的形式实现产能的全部合法化。

表 5：同煤集团 9 个千万吨级矿井明细

	可采储量	建设产能	状态	资产	负债	所有者权益
麻家梁	129921	1200	在产	1049857	794153	255703
同忻矿	85000	1000	在产	1089011	664346	424665
同发东周窑	118300	1000	在产	1094964	937867	157096
金庄	140457	1000	在产	580000	358000	222000
铁锋	41550	1000	在产	929364	486554	442810
北辛窑	30477	1000	在产	1000000	600000	400000
梵王寺	44964	1000	在建			85416
潘家窑	116640	1000	筹备			0
白家沟	130900	1000	筹备			0
合计	838209	9200		5743196	3840920	1987690

资料来源：公司官网、招商证券注：北辛窑目前置换得到的产能指标是 400 万吨，其财务数据为估算值。

目前梵王寺只做了一些井筒投资，距离投产还较久远，潘家窑和白家沟还处于筹备阶段，注入上市公司之后仍需建设。因此本轮国改的看点在于剩下的 6 个千万吨级大矿的注入，其中麻家梁是 1200 万吨，其他 5 个是 1000 万吨，合计 6200 万吨产能。目前 6 个矿对应的资产规模有 574 亿，所有者权益 199 亿。

3、资产注入方案猜想

第一步，资产估值。

近日同煤集团停牌，拟收购集团持有的塔山矿 21% 股权，估值大约是 1.3 倍 PB，我们假设集团这些千万吨级矿井同样按照 1.3 倍 PB 注入，则对应的股权评估值是 260 亿。

第二步，注入方式。

目前上市公司大同煤业一季报显示账面货币资金是 62 亿，无法直接现金收购，必须增发股本。考虑到同煤集团负债率太高，资金较为紧张，配套融资是应有之义，但注入资产规模较大，全部收购资金对二级增发获取则很可能导致同煤集团控股权的丧失。因此最后的注入方式大概率是通过向集团（包括这些大矿的少数股东）定增股本同时附带部分现金作为对价。

第三步，对 EPS 影响。

我们测算 2018 年上市公司本身 EPS 为 0.28（假设年内收购完成塔山矿 21% 股权），注入完集团矿井之后，EPS 将达到 0.82，增厚 192%。

表 6：EPS 影响测算-2018 年

单位：万吨、万元	大同煤业	注入矿井	合计
原煤产量	3000	6200	9200
洗选损耗	10%	10%	10%
商品煤产销量	2700	5580	8280
吨煤净利	31	80	64
煤炭净利	85000	446400	531400
归母净利	47950	446400	494350
对应股本	17	43	60
EPS	0.28	1.04	0.82

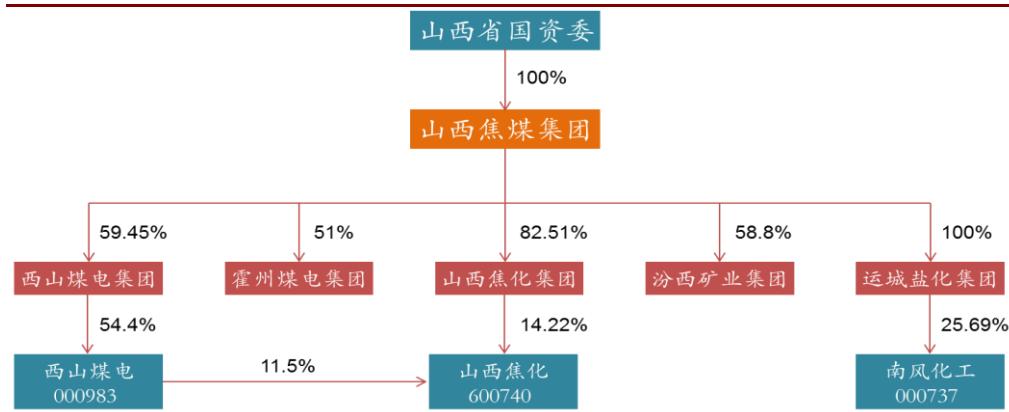
资料来源：wind、招商证券注：增发价按照 6 元算，260 亿股权对应增发 43 亿股本；测算期为 2018 年，假设上市公司体内的色连矿明年达产到 500 万吨，色连矿下半年试生产，但由于公路运输成本高，盈利能力较弱；同煤的矿井主要是石炭纪的煤，洗选损耗假设的稍高一些，正常 5% 左右。

三、焦煤集团

1、焦煤集团概览

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 2 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。

2、焦煤集团煤炭资产梳理

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 7：一级子公司原煤产量

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 8：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

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	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
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 9：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

运营主体	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	状态
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
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 10：霍州煤电集团矿井明细

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

单位 (万吨)	煤矿	煤种	权益占比	核定产能	状态
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
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，但因为是高瓦斯矿井，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 11：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。

3、资产注入方案猜想

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 12：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
---------	----	----	------	------	------	----

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
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 13：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

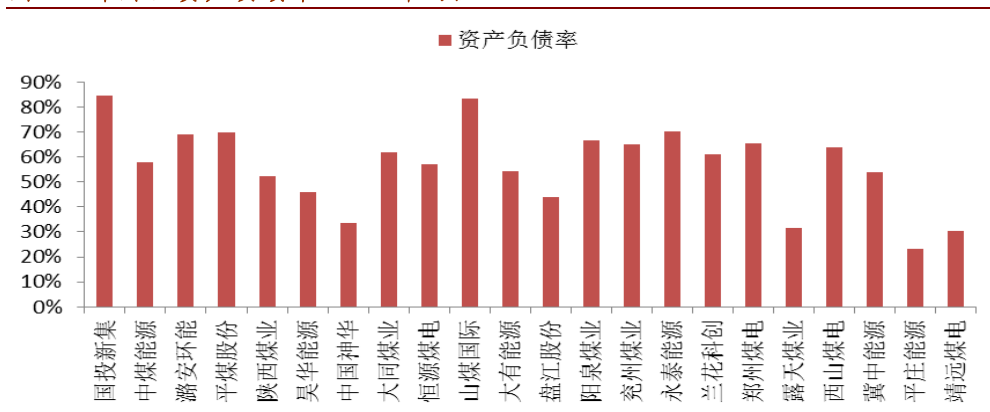
目前山西地区新建一个大中型矿井的吨产能基建投资在 500-600 元/吨, 采矿权价款一般按开采 30 年缴纳, 按照行业开采经验, 开采 1 吨煤至少需要 2 吨资源储量, 也就是说建设 1 吨产能需要至少 60 吨的资源储备。此前山西政府出过一个煤炭采矿权出让最低指导价: 无烟煤采矿权 8-9 元、探矿权 6 元; 焦煤、1/3 焦煤和肥煤采矿权 7-8 元、探矿权 6 元; 炼焦配煤采矿权 5.5-6.8 元、探矿权 4 元。焦煤集团的矿井主要是焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤, 炼焦煤种都有, 我们按照主焦煤和配焦煤的采矿权转让价格均值 6.825 元/吨来算, 一吨产能所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 ($790 \times 57\%$), 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 3 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 10 元附近波动, 我们简单按 10 元的定增价算, 如果募集 340 亿, 则需要发行 34 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 66 股, 焦煤集团持股比例将下降到 26%, 很有可能失去控制权, 这种方案很难在国资委通过;
- 纯发行股份收购: 如果按 10 元/股的价格向集团增发购买资产, 发行 34 亿股本,

其中 48%即 16.3 亿股支付给焦煤集团，52%即 17.7 亿股支付给信达等少数股东，这个方案理论上行得通，但集团资本运作核心诉求还是要融资，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 10 元，重组完成后股本将增加到 66 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），原煤产量 2597 万吨，产能利用率 88.6%，商品煤产销量 2336 万吨，对应 EPS 为 0.6。我们以此类推集团矿井的情况，对应集团 26 座矿井净利 60 亿，注入后 EPS 增厚到 1.2 元/股。

表 14：西山煤电 EPS 影响测算

单位：万吨、万元	上市公司	注入资产	合计
原煤产量	2596	7272	9868
商品煤产销量	2336	6545	8881
吨煤净利	91	91	91
煤炭净利	212611	595600	808211
权益净利	187903	595600	783503
对应股本	315120	340000	655120
EPS	0.60	1.75	1.20

资料来源：wind、招商证券

四、潞安集团

潞安集团是山西省国资委下属的国有独资公司，煤炭、非煤业务齐头并进，控股潞安环能 63% 的股份。为避免同业竞争，2006 年潞安集团承诺使潞安环能成为潞安集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体，近年来已通过增发融资、增资控股等方式向上市公司注入屯留矿（现余吾煤矿）、潞宁煤业等 19 座整合矿井。公司背靠潞安集团，资产注入预期强烈，公司将进一步巩固喷吹煤龙头地位，未来存在巨大发展空间。

1、储有优质煤炭资源，承诺择时注入公司

集团是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，在 2016 年中国煤炭工业协会公布的中国煤炭企业 50 强中居第 6 位。集团拥有丰富煤炭资源，煤炭地质储量达到 436 亿吨，2016 年原煤产量达到 7432 万吨，市场竞争力强。

潞安集团的煤炭资源主要分布在潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭可采储量 157 亿吨，资源储备丰富。2010 年前后集团在临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等地区进行资源整合工作，重组整合 37 座煤矿，整合资源约 30 亿吨，新增产能 3540 万吨/年。

集团山西省内主力生产矿井 9 座，核定产能 4430 万吨/年，资源整合矿井核定产能 3150 万吨（其中在产产能 1740 万吨/年），合计产能 7580 万吨/年；在建矿井 3 个，合计产能 2100 万吨/年。新疆基地生产矿井 4 个，在产产能 1260 万吨/年；在建矿井 1 个，产能 1500 万吨/年；拟建矿井 3 个，合计产能 3700 万吨/年。2016 年，集团原煤产量 7432 万吨，产能利用率约为 84%，扣除停产整合矿产能影响，产能利用率达到 99%。

除去上市公司下属的产能外，集团体内尚有 3540 万吨/年的在产核定产能，多为高质量的贫煤、贫瘦煤，用于高炉喷吹和发电。集团曾承诺为避免同业竞争，未来将所有的煤炭资源在合适的时间注入上市公司，我们认为背靠集团丰富的资源储备，公司未来有望实现资源储量和产量翻番，在高煤价时段享受最大的红利。

表 15：潞安集团下属主要矿井概况

单位：万吨	煤种	地质储量	剩余可采	权益	核定产能	状态
山西省内						
五阳煤矿	贫瘦煤	30914	13870	100%	360	在产
漳村煤矿	贫瘦煤	16406	8139	100%	400	在产
王庄煤矿	贫瘦煤	55734	25436	100%	710	在产
常村煤矿	贫瘦煤	68834	39184	100%	800	在产
余吾煤业	贫瘦煤	121124	63173	100%	750	在产
潞宁煤业	气肥煤	10800	5400	58%	180	在产
司马煤业	瘦、贫瘦煤	20695	9656	52%	300	在产
郭庄煤业	瘦、贫瘦煤	6261	2963	70%	180	在产
高河能源	焦煤	58332	57475	55%	750	在产
在产整合矿	-	41549	25034	72%	1740	在产
古城煤矿	贫瘦煤	133767	74000	100%	1000	在建
李村煤矿	无烟、贫煤	70400	40700	100%	500	在建
岳山煤矿	无烟、贫瘦	84480	48840	100%	600	在建
潞安新疆						
露天矿	长焰、不粘煤	2300	2437	63%	300	在产
一矿	长焰、不粘煤	4600		63%	180	在产

二矿	长焰、不粘煤	18600		63%	280	在产
砂墩子矿	长焰、不粘煤	33700	41994	63%	500	在产
哈密矿区	长焰、不粘煤	186000	113871	100%	200	缓建
鄯善矿区	长焰、不粘煤		87500	100%	2000	缓建
伊犁山鑫煤矿	长焰、不粘煤	215500	6596	100%	1500	探矿
奇台县将军庙	长焰、不粘煤	817900	215516	90%	3000	探矿
在产合计	-	489849	294761	85%	7430	-
在产在建合计	-	1997896	1962256	91%	16230	-

资料来源：集团公告、招商证券

2、集团以煤为基，多元发展

集团以煤为基，着力打造多元化的发展模式。2016 年集团共实现主营业务收入 1522 亿元，其中煤炭产业 207 亿元，非煤产业 1316 亿元，分别占比 13.6%和 86.4%。

表 16：潞安集团收入结构

单位：亿元		2015 年			2016 年			2017Q1	
业务板块	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭产业	166.28	9.54	32.86	206.53	13.56	40.21	63.69	19.35	30.55
原选煤	91.29	5.24	38.89	119.73	7.86	43.56	44.10	13.40	30.66
洗煤	74.99	4.30	25.54	86.80	5.70	35.58	19.59	5.95	30.32
非煤产业	1577.52	90.46	1.06	1316.10	86.44	1.51	265.53	80.65	0.02
贸易	1399.35	80.25	0.49	1127.56	74.05	0.15	236.38	71.80	0.01
煤化工	21.02	1.21	11.18	27.52	1.81	11.97	5.21	1.58	0.19
化肥	30.26	1.73	14.21	24.13	1.58	24.94	3.74	1.14	0.27
其他	126.89	7.27	2.55	136.90	8.99	6.49	20.20	6.14	0.05
主营收入合计	1743.80	100.00	4.09	1522.63	100.00	6.76	329.22	100.00	5.92

资料来源：债券评级报告

煤基合成油业务（精细煤化工）

2016 年 3 月 21 日公司曾公告停牌筹划重大资产重组，计划注入潞安集团的高硫煤清洁利用油化电热一体化项目，该项目一期为 100 万吨煤间接液化制油生产线，二期为以钴基蜡油为原料的 80 万吨清洁油品及高端精细化工生产线，投产后主要生产五大类 49 种产品，部分产品属于专有技术，在国内甚至国际上都具有明显的竞争优势。目前，该项目试车准备工作进展顺利，有望在今年下半年开始试车。该项目自项目建设开始便开启股权多元化合作模式，在此次山西国改的背景下有望进一步推进。

表 17：潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化项目

	产量	项目	原料
一期	100 万吨	煤间接液化制油生产线	高硫高灰高熔点的劣质煤
二期	60 万吨	清洁油品及高端精细化工生产	钴基蜡油

资料来源：公司公告、招商证券

该项目虽然现阶段在集团，我们预计等项目成熟投产，盈利能力有了一定保障后，该优质资源仍将注入上市公司平台，未来充分利用公司煤炭资源提高产品附加值，同时延伸煤焦化产业链，创造新的盈利增长点。

光伏业务

光伏业务是集团重点推进的新兴产业，目前在建项目包括太阳能、多晶硅和光伏电站。

太阳能项目主体单位为山西潞安太阳能科技有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目一期产能 240MW，二期产能 760MW。截至 2015 年底，项目一期已投产，当年实现营业收入 6.53 亿元；2016 年上半年，实现营业收入 30.99 亿元。目前，公司太阳能项目尚未完全投产，且仍处于亏损状态，但随着未来太阳能市场的回暖和太阳能项目的完全投产，未来或将成为公司收入及利润新的增长点。多晶硅项目主体单位为山西潞安高纯硅业有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目达产后产能规模为 10000 吨/年，其中电子级多晶硅 3000 吨/年，光伏级多晶硅 7000 吨/年。目前公司多晶硅项目建设已接近收尾，高纯度多晶硅项目已具备试产条件。光伏发电是集团加快转型脱困和实施精准扶贫的重要产业。目前集团正加快推进壶关、武乡和平朔三个 150MW 光伏电站建设步骤。预计壶关和武乡两地发电站将于今年年中建成，平朔发电站项目仍在洽谈中。

表 18：集团光伏业务情况

	投资总额（亿元）	产能
太阳能项目	33	一期 240MW 二期 760MW
多晶硅项目	33	电子级多晶硅 3000 吨/年 光伏级多晶硅 7000 吨/年
光伏电站	4	壶关 35MW 和 24.2MW
	3.2	武乡 50MW
	-	平朔 40MW

资料来源：集团公告、招商证券

光伏业务加速发展与公司加快推动传统行业升级战略完全契合。目前集团光伏业务尚处于初期发展阶段，未来待项目成熟，有望与公司形成产业联动，提供技术和资源的支持。

煤电业务

集团战略定位于以“煤为基、多元发展”，打造煤电化一体、煤焦化一体的亿吨级能源现代化集团。现阶段参与的煤电一体化项目有：2*600MW 的高河电厂一期、2*350MW 的和顺电厂、“晋电送苏”煤电一体化项目合作以及 2*600MW 的左权二期低热值发电项目。

表 19：煤电一体化项目

项目	规模	状态
高河电厂一期项目	2X600MW	在建
和顺电厂项目	2X350MW	在建
“晋电送苏”煤电一体化项目合作		启动实施
左权二期低热值发电项目	2X600MW	上报待批

资料来源：集团公告、招商证券

3、潞安集团积极响应改革号召

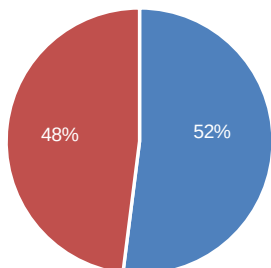
在省委的推动下，潞安集团制定了《集团 2017 年度全面深化企业改革重点工作推进纲要》，重点解决“一股独大”“机构臃肿”“企业办社会包袱重”等问题。同时，潞安环能在年报中提及，将从减人提效、机构改革、薪酬改革三方面全面推进国企改革工作。今年以来，集团多次组织党组集体学习，董事长李晋平多次提到国企改革是集团今年的重头戏，正抓紧细化和梳理集团深化改革的方案。

潞安环能作为潞安集团旗下唯一资产上市平台，资产证券化率仅为 30%，煤炭产量仅

为集团 52%，营业收入仅占集团总量 8%，还存在很大的资本运作空间。梳理集团资产后，我们认为最有可能注入上市公司的仍然是集团最优质的煤炭资产。

图 4：潞安环能原煤产量占比

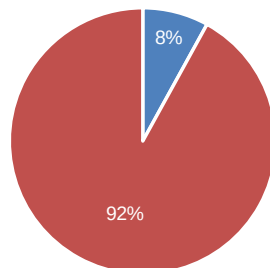
■ 潞安环能 ■ 非上市（潞安集团）



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：潞安环能营业收入占比

■ 潞安环能 ■ 非上市（潞安集团）



资料来源：公司公告、招商证券

整体来看集团自建矿井的盈利能力要优于 2010 年前后整合的 37 座整合矿。由于整合矿大都规模较小，产权关系复杂，相关证照不齐全，目前仅有不到 10 座投产，因而不具备大量注入上市公司的条件。除此而外，潞安新疆盈利能力较弱，资产注入的可能性较小。我们梳理了集团具备注入可能性的矿井如下：

表 20：潞安集团下属主要矿井概况

单位：万吨	煤种	地质储量	剩余可采	核定产能	状态
司马煤业	无烟煤	20695	9656	300	在产
郭庄煤业	无烟煤	6261	2963	180	在产
高河能源	焦煤	58332	57475	750	在产
古城煤矿	贫瘦煤	133767	74000	1000	在建
李村煤矿	贫煤、无烟煤	70400	40700	500	在建
岳山煤矿	贫煤、无烟煤	84480	48840	600	在建
合计		373935	233634	3330	在产

资料来源：集团公告、招商证券

潞安集团具备注入可能性的矿井总产能大致在 3330 万吨，大致相当于 0.85 个上市公司，共 6 对矿井，涉及地质储量 37 亿吨，可采储量 23 亿吨。

资产价值评估。

➤ 可比交易法

比照最近的山西焦化收购中煤华晋三矿的交易情况，资源储量为 8.4 元/吨，可采储量为 12.7 元/吨。分别可计算得到潞安集团注入资产价值分别为 314 亿和 297 亿元。

表 21：可比交易法估值

万元、万	资产评估价值	储量	单价	标的储量	可比估值
资源储量	1456511	173679	8.4	373935	3141054
可采储量	1456511	114349	12.7	233634	2967152

资料来源：wind、招商证券

➤ 重置成本法

目前山西地区新建大中型矿井的吨产能基建投资约为 500 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，即建设 1 吨产

能需要至少 60 吨的资源储备。依照山西政府出具的煤炭矿权出让最低指导价，集团的煤炭资产价格大致为 6.75 元/（吨*年）。故重置吨产能所需要支付采矿权和基建投资大致在 905 元/吨，可计算得到集团注入资产总价值约为 301 亿元。

两种方法对比，资产价值估算约为 300 亿元。

股东权益价值评估。

2016 年主流上市煤企资产负债率均值为 57%，我们按 55% 进行计算，可得到股东权益约为 135 亿元。

资产注入对 EPS 影响。

我们分析，最有可能收购资产的方式是发行股份和现金支付并用，不论两者的比例如何，最终 135 亿权益价值均会通过发行股本的方式进入上市公司。公司目前股价在 10 元附近，假定增发价格在 10 元/股，需发行 13.5 亿股，公司股本将由现在 29.9 亿股增加至 49.2 亿股。

假定吨煤净利与上市公司持平，约为 80 元/吨，可贡献净利 25 亿元。假定秦港煤价中枢在 600 元/吨，我们测算资产完全注入后 EPS 达到 1.19 元/股。

表 22：潞安环能 EPS 影响测算

单位：万吨、万元	潞安环能	注入资产	合计
原煤产能	3700	3330	7030
商品煤销量	3515	3130	6645
吨煤净利	80	80	80
煤炭净利	281200	250400	531600
权益净利	264328	250400	514728
对应股本	299141	135000	434141
EPS	0.88	1.85	1.19

资料来源：wind、招商证券

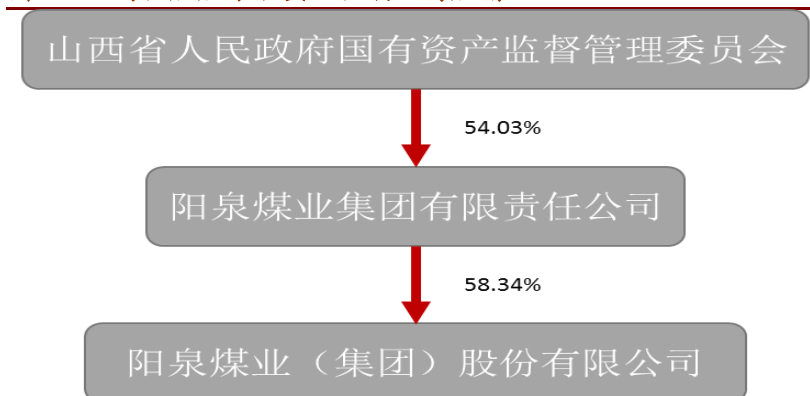
五、阳煤集团

公司的实际控制人是山西省国资委，第一大股东为阳泉煤业（集团）责任有限公司（简称阳煤集团），持有股份公司 58.34% 的股份。阳煤集团的前身为阳泉矿务局，成立于 1950 年，现为山西省五大煤炭集团之一，是以煤与煤化工为主导，物流、地产、装备制造等为辅的煤基多元化集团。现旗下拥有阳泉煤业、阳煤化工、山西三维、太化股份四家上市公司，资产规模达 2000 亿元，是全国最大的无烟煤、冶金喷吹煤生产基地和三强煤化工企业集团，供应全国销量 10% 以上的无烟煤。

1、受益集团煤电一体化发展战略

阳煤集团作为山西省七大煤炭集团之一，资源禀赋丰富，除上市公司 3000 万吨产能以外，集团体内尚有近 1 亿吨在产及在建产能。我们认为公司作为集团煤炭业务板块唯一的上市融资平台，集团必然会给予最充分的支持。集团的“十三五”规划要求发展煤电新型产业体系，建设现代化矿井，稳步开发新疆基地，公司有望充分收益于集团未来五年的能源战略。

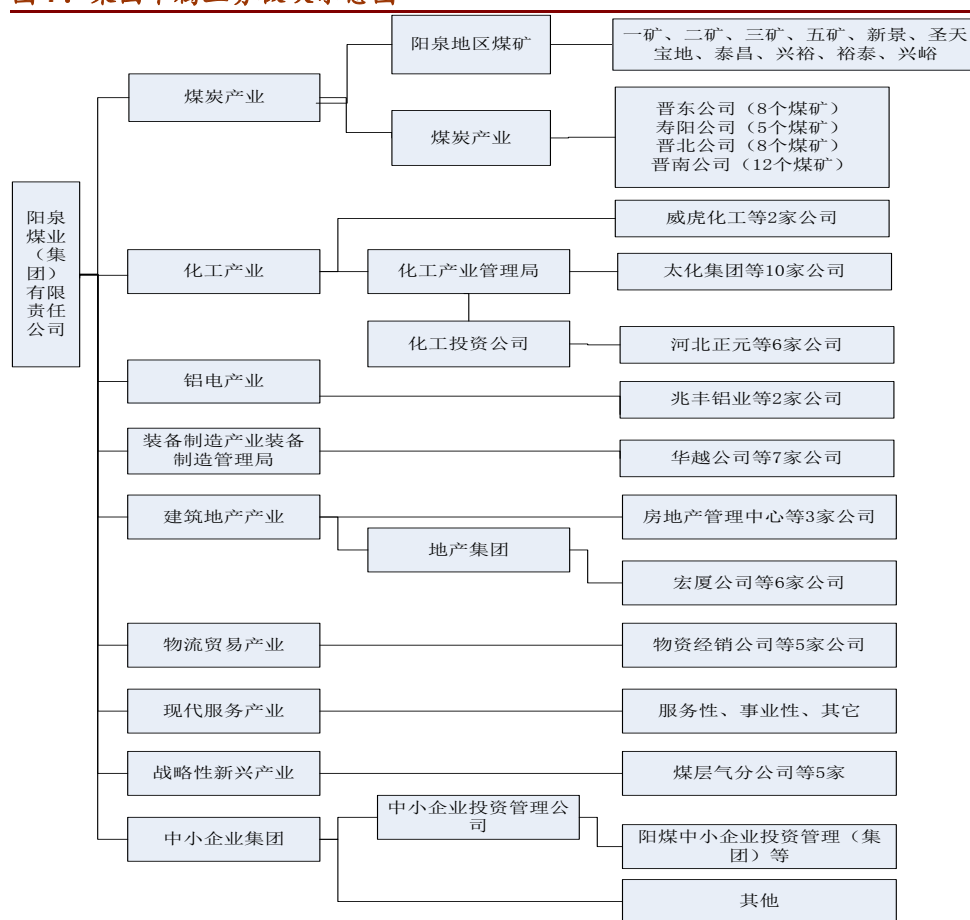
图 6：公司控股股东和实际控制人持股情况



资料来源：公司公告、招商证券

公司第一大股东阳煤集团下属分为煤炭、化工、铝电、装备制造、建筑地产、物流贸易、现代服务、战略性新兴产业和中小企业集团九大板块。其中以煤炭、化工和铝业为主，企业总资产 2027 亿元，现有职工 16 万人，目标发展成为煤基多元化国际新兴能源大集团。

图 7：集团下属业务板块示意图



资料来源：集团网站、招商证券

集团的“十三五”规划提出将大力推进煤电一体化，加快煤炭转化率高、市场有保障的电力项目审批、建设和并购，十三五期间预计投资 200 亿元以上，控股燃煤机组总容量达到 500 万千瓦以上，参股电厂总数达到 10 座以上，权益装机容量 300 万千瓦左右，控股和参股权益装机容量总额达到 800 万千瓦以上，新建和参股电厂对全集团煤炭消化的贡献能力达到 2000 万吨以上。公司作为集团下属唯一煤电板块的上市平台，或将受益于集团煤电一体化的发展。

为减少关联交易，理清控股股东与下属公司关系，2014 年以所持有国贸公司股权置换阳煤集团持有的煤电业务相关资产。置换的煤电业务主要：晋中市阳煤扬德煤层气发电有限公司 51%股权、阳泉集团创日泊里煤业有限公司 70%股权、阳煤集团煤层气发电分公司与阳煤集团煤层气开发利用分公司的全部资产及阳煤集团现租赁给阳泉煤业使用的资产。

扬德煤层气发电有限公司主要开发寿阳县瓦斯发电项目，用于低浓度瓦斯发电，总投资 4.5 亿元，总规模 82MW，其中一期单位投资 5636 元/kw。一期工程正常情况下每年预计发电近 2.3 亿 kWh，年实现利润 1800 万元左右，年利用瓦斯气量 9000 万标立方(纯量)。

公司剥离亏损的国际贸易公司，与集团置换注入煤电业务，有利于改善公司业绩，也彰显公司发展煤与瓦斯发电协同，未来煤电一体化多元发展的战略决心。

表 23：扬德煤层气发电公司下属项目

	发电机组规	一期投资总额（万	一期建设规模	一期实际规模
平舒煤矿发电项目	80*500KW	17592	30MW（30*500KW、	30MW（30*500KW、
开元煤矿瓦斯发电项	32*500KW	6624	10MW（20*500KW）	10MW（20*500KW）
新元煤矿瓦斯发电项	52*500KW	12000	20MW（40*500KW）	20MW（30*500KW）
合计		38418	60MW	55MW

资料来源：公司公告、招商证券

2、集团体内煤炭资源丰富，优质煤矿有望注入公司

阳煤集团的煤炭产业分为阳泉地区和晋东、寿阳、晋北、晋南四大公司，煤炭储量 168.3 亿吨。扣除股份公司的 3000 万吨煤炭产能以外，集团体内至少接近 4000 万吨产能在产和在建，29 个主要煤矿，且煤种多为贫煤、贫瘦煤和无烟煤，煤质优良，开采条件尚佳。

集团“十三五”规划明确提出以资源精查和现代化矿井建设为重点，稳步推进开发新疆基地，储备远景产能 2000 万吨以上。集团根据国家供给侧改革政策和规划的要求计划在未来三年退出 12 座煤矿，淘汰落后产能 1740 万吨/年，目前已退出 5 座合计 740 万吨/年。根据国家新增产能的规划，退出产能有相应置换指标，公司作为集团煤炭板块唯一上市平台，有望承接集团在建或资产优质煤矿资源。

表 24：集团优质矿井资源

单位：万吨	持股比例	可采储量	核定产能	权益产能	状态
阳煤三矿	100%	3270	350	350	在产
阳煤五矿	100%	30305	770	770	在产
石港煤业	98%	1076	90	88	在产
寺家庄矿	100%	59434	500	500	在产
阳煤新元矿	100%	65716	300	300	在产
新大地矿	100%	3672	150	150	在产
坪上煤矿	51%	1828	150	77	在产
运裕煤矿	60%	1366	150	90	在产
长沟煤矿	100%	1349	180	180	在产
孙家沟	51%	8070	120	61	在产
兴峪煤业	58%	3152	90	52	在产
新元煤矿	55%	65716	300	165	在产
五鑫煤业	51%	2593	150	77	在产
合计	87%	247547	3300	2860	-

资料来源：公司公告、招商证券

梳理集团优质矿井资源，除去整合矿外，具备注入条件的在产矿井资源涉及可采储量 24.7 亿吨，合计产能达到 3300 万吨/年，权益占比达到 87%。集团目前在建矿井较少，产能在 90 万吨/年上下，多为参股矿井，不具备注入条件。

3、国企改革愈演愈烈，公司有望率先突围

今年 2 月，阳泉市市委书记陈永奇响应省政府号召，在市内召开国企改革座谈会，也标志着阳泉市国企改革正式启动。阳煤集团作为当地支柱企业，首当其中接受国改任务和机遇。

今年4月，阳泉市市长董一兵在国资国企改革专题会上要求“能改尽改、不留隐患、不欠新账、不背包袱”，指出阳泉市国企国资改革进入最后窗口期，力图加快实施进程。月末的工作会上，更是着重强调省委书记提出的“决不能落人后”的要求，力图在今年第一要务上争先完成。

自国改发令枪打响后，集团迎难而上，力图抓住此次机遇，在2月的集团工作会层面上首先表态解放思想，结合企业实际，全面推进国资国企改革。要从资本层面上、法人治理结构层面上、现代企业制度层面上、科学设计指标层面上上下功夫。今年3月，政府和集团行动迅速，开展专题对接会，就国企改革具体事项协商，扫清工作障碍。

目前，国改方案仍在制定当中，从阳泉市政府和集团的动向观察，阳煤集团的国改进程极有可能走在山西煤企的前列，资产注入预期强烈。

4、资产注入方案猜想

依据前文的分析，我们认为此次山西国改中“整体上市和资产注入”将是最直接和快捷的方式。经过对集团资产的梳理，我们判断最有可能注入公司的仍是集团的煤炭资源，尤其在近几年公司采购集团原料煤，代销集团煤炭产品的情况下，优质资产的注入面临的障碍更小，也更易发挥协同效应。若能实现优质矿井完全注入，基本相当于再造1个上市公司。

资产价值评估。

➤ 重置成本法

目前山西地区新建大中型矿井的吨产能基建投资约为500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，即建设1吨产能需要至少60吨的资源储备。依照山西政府出具的煤炭矿权出让最低指导价，集团的煤炭资产价格大致为6.75元/（吨*年）。故重置吨产能所需要支付采矿权和基建投资大致在905元/吨，可计算得到集团注入资产总价值约为299亿元。

➤ 可比交易法

比照最近的山西焦化收购中煤华晋三矿的交易情况，可采储量为12.7元/吨，可计算得到阳煤集团注入资产价值为314亿元。

表 25：注入资产估值

万元、万吨	单价	产能/可采储量	资产估值
重置成本法	905	3300	2986500
可比交易法	12.7	247547	3143846

资料来源：wind、招商证券

两种方法对比，资产价值估算约为300亿元。

股东权益价值评估。

2016年主流上市煤企资产负债率均值为57%，我们按55%进行计算，可得到股东权益约为135亿元。

资产注入对EPS影响。

我们分析，最有可能收购资产的方式是发行股份和现金支付并用，不论两者的比例如何，

最终 135 亿权益价值均会通过发行股本的方式进入上市公司。公司目前股价在 7.7 元附近，假定增发价格在 7.7 元/股，需发行 17.5 亿股，公司股本将由现在 24.1 亿股增加至 41.6 亿股。

目前公司代购集团煤炭产品，集团在采购定价上存有一定调剂空间，假定在目前的定价上集团盈利能力与上市公司持平，在资产注入后，集团的煤炭盈利会完全进入上市公司，我们测算资产完全注入后煤炭贡献净利对应 EPS 达到 0.94 元/股。

表 26：阳泉煤业 EPS 影响测算

单位：万吨、万元	上市公司	注入资产	合计
原煤产能	3280	3300	6580
商品煤销量	3000	2970	5970
吨煤净利	70	70	70
煤炭净利	210000	207900	417900
权益净利	184800	207900	392700
对应股本	240500	175500	416000
EPS	0.77	1.18	0.94

资料来源：wind、招商证券

六、山煤集团

山西煤炭进出口集团成立于 1980 年，由一家小型煤炭贸易公司发展成为规模超千亿、多元化产业协调并进的大型企业集团。拥有中国煤炭出口专营权(全国仅四家企业拥有)、中国内销煤经销资格和铁路运输计划单列权，是山西省政府确定的全省煤炭资源整合七家特大型主体之一和省级转型综改试点企业，旗下拥有山煤国际一家上市公司。

山煤集团是七大集团之中最小的一个集团，集团目前只有 4 个煤矿，草垛沟 60 万吨、万家庄 120 万吨、陆成 90 万吨，都没有投产，还有一个较为优质的河曲露天矿（持股 80%），目前核定产能只有 300 万吨，实际是 800 万吨产能，已经购买了产能置换额度，年底大概率核增到 800 万吨，可采资源储量有 2.3 亿吨，今年的煤价下能够实现 10 亿的净利，这也是本轮国改山煤集团最有可能注入到上市公司的资产。考虑到目前山煤国际上市公司在不断剥离贸易类资产给集团，注入方式有可能是直接的资产换资产，即集团用矿换上市公司剥离的贸易类资产；当然也有可能通过增发股本的形式购买。

如果通过剥离贸易资产置入河曲矿，则不涉及增发股本同时处置了鸡肋资产，EPS 将大幅增厚。目前上市公司有 2000 万吨产销量，吨煤净利在 100 元左右，煤炭板块可实现净利 20 亿（假设所有矿井正常生产），按照 58%的矿井权益占比计算，可实现 11.6 亿归母净利，煤炭生产板块对应 EPS 为 0.59 元/股。如果再加上河曲矿的 10 亿净利，则 EPS 将增厚到 1.1 元/股（假设贸易类坏账随贸易资产剥离），对应当前股价不到 6 倍，建议积极配置。

表 27：山煤 EPS 影响测算

单位：万吨、万元	上市公司	注入资产	合计
原煤产能	2100	800	2900
商品煤销量	2000	760	2760
吨煤净利	100	135	110
煤炭净利	200000	102600	302600
权益净利	116000	102600	218600
对应股本	198246	198246	198246
EPS	0.59	0.52	1.10

资料来源：wind、招商证券

七、建议积极布局山西国改行情

年初以来，山西国改力度空前，很多决策都是省政府层面在拍板，国改有望破冰成行，取得实质进展，资产注入只是国改的一小部分内容，国改真正要改的是体制机制，释放企业活力，建议投资者积极布局山西国改行情，掘金改革红利。

- 从注入资产倍数来看，西山煤电和大同煤业最高，都在 3 倍以上，想象空间最大。
- 从业绩增厚幅度来看，大同煤业和西山煤电，山煤国际业绩增厚分别为 192%、100% 和 86%，
- 从注入后 P/E 估值来看，山煤国际最便宜，只有 5 倍 P/E，剩下的四个公司都在 8 倍 P/E 左右。

山西资产注入推荐排序：山煤国际、西山煤电、阳泉煤业、潞安环能、大同煤业。

表 28：核心标的估值比较

单位：万吨/元 /股	注入前产 量	注入后 产量	注入资 产倍数	注入前 EPS	注入资 产 EPS	注入后 EPS	业绩增 厚幅度	股价	注入 前 PE	注入后 PE
山煤国际	2100	2900	1.4	0.59	0.52	1.10	86%	5.59	9.5	5.1
大同煤业	3000	9200	3.1	0.28	1.04	0.82	192%	6.49	23.0	7.9
阳泉煤业	3280	6580	2.0	0.77	1.18	0.94	22%	7.72	10.0	8.2
潞安环能	3700	7030	1.9	0.88	1.85	1.19	35%	10.1	11.5	8.5
西山煤电	2596	9868	3.8	0.60	1.75	1.20	100%	10.4	17.3	8.7

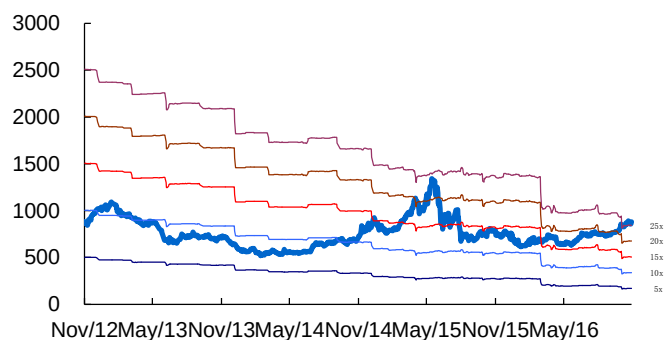
资料来源：wind、招商证券注：秦港 Q5500 均价假设在 600 元/吨。

表 29：煤炭行业估值比较

	股价	EPS-16A	EPS-17E	EPS-18E	PE-17E	PE-18E	每股净资产	P/B
炼焦煤								
西山煤电	10.3	0.14	0.61	0.62	17	17	5.6	1.9
盘江股份	8.1	0.12	0.54	0.50	15	16	3.7	2.2
冀中能源	6.9	0.07	0.28	0.28	25	25	5.3	1.3
平煤股份	7.4	0.32	0.42	0.42	18	18	4.8	1.5
永泰能源	3.7	0.06	0.07	0.07	53	53	1.9	1.9
平均	7.3	0.14	0.38	0.38	25	26	4.2	1.8
喷吹煤								
阳泉煤业	7.7	0.18	0.67	0.68	12	11	5.8	1.3
潞安环能	10.0	0.29	0.77	0.90	13	11	6.3	1.6
平均	8.8	0.24	0.72	0.79	12	11	6.1	1.5
动力煤								
中国神华	19.3	1.14	2.10	2.20	9	9	16.4	1.2
中煤能源	6.1	0.15	0.34	0.53	18	12	6.6	0.9
陕西煤业	7.6	0.28	1.00	1.02	8	7	3.6	2.1
*st 新集	4.8	0.09	0.28	0.22	17	22	1.8	2.6
兖州煤业	12.5	0.42	1.22	1.60	10	8	9.2	1.4
*st 山煤	5.6	0.16	0.50	0.52	11	11	2.0	2.7
平庄能源	4.9	(0.32)	0.38	0.39	13	12	4.0	1.2
恒源煤电	11.2	0.04	1.00	0.90	11	12	6.1	1.8
大同煤业	6.4	0.11	0.17	0.17	37	37	3.0	2.1
昊华能源	10.0	(0.01)	0.95	0.95	11	11	5.8	1.7
大有能源	5.0	(0.82)	0.23	0.23	22	22	2.8	1.7
靖远煤电	3.9	0.10	0.21	0.21	19	19	2.8	1.4
露天煤业	8.7	0.50	1.40	1.40	6	6	6.0	1.4
郑州煤电	5.9	(0.62)	0.75	0.70	8	8	3.0	2.0
安源煤业	4.7	(2.08)	0.15	0.15	32	32	1.4	3.3
平均	8.0	0.09	0.75	0.79	14	14	5.2	1.7
一体化								
*st 神火	12.8	0.18	0.68	0.68	19	19	3.3	3.9
兰花科创	9.0	(0.58)	0.88	0.88	10	10	7.8	1.16
开滦股份	7.1	0.35	0.36	0.30	20	24	5.7	1.2
上海能源	12.8	0.62	0.85	0.70	15	18	12.1	1.1
平均	10.4	0.14	0.69	0.64	16	18	7.2	1.8
总平均	8.3	0.12	0.67	0.68	17	17	5.4	1.7
中值	7.6	0.14	0.61	0.62	15	12	5.3	1.6

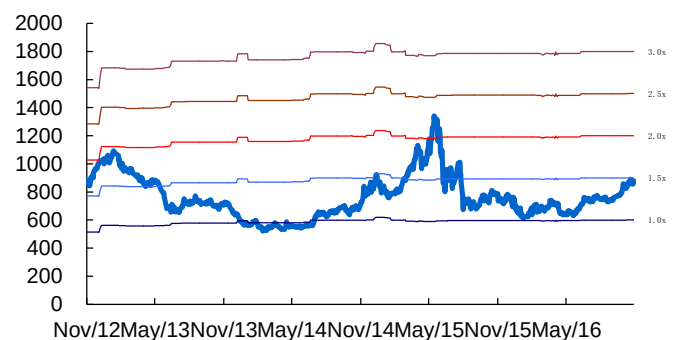
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：煤炭行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：煤炭行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升——供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
 2. 《1998-2000 年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
 3. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度——供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
 4. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
 5. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍——供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
 6. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你——供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
 7. 《回到 276，行业大逆转——供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
 8. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中——供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
 9. 《从供给拉动切换到需求推动——煤炭行业 2016 年中期策略报告》2016/5/30
 10. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨——供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
 11. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
 12. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
 13. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
 14. 《目前的煤炭，年初的钢铁——供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
 15. 《低库存降无可降，维持股票 50%空间判断——供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
 16. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡——供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
 17. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
 18. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
 19. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？——供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/27
 20. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/6
 21. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
 22. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27
 23. 《煤价上涨带动煤企业绩大幅改善——供给侧改革系列报告之二十五》2016/10/10
 24. 《三类释产保供，急涨煤价承压——供给侧改革系列报告之二十六》2016/10/13
 25. 《股价煤价错配调整：最后一定一致——供给侧改革系列报告之二十七》2016/10/19
 26. 《供改政策转向，煤价面临压力——煤炭行业 2017 年度投资策略》2016/11/30
 27. 《别了，276！——供给侧改革系列报告之三十二》2017/3/3
 28. 《业绩同比大增，估值渐具较高吸引力——供给侧改革系列报告之三十三》
 29. 《高弹性煤价又逢新区拉动，强推冶金煤龙头冀中——供给侧改革系列报告之三十四》
 30. 《煤价短期有看涨期权，调控心有余而力不足——供给侧改革系列报告之三十五》
 31. 《煤炭行业 2017 年中期投资策略-抄底煤炭股》2017/6/3
 32. 《渐次展开的三重机会，继续抄底煤炭股-供给侧改革专题之三十九》2017/6/14
 33. 《煤炭行业 2017 年中报业绩前瞻——供给侧改革系列报告之四十》
 34. 《大胆假设小心求证，煤价会创年内新高吗？——供给侧改革系列报告之四十一》
- 公司深度系列**

1. 《潞安环能深度报告——喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
2. 《西山煤电深度报告——供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
3. 《盘江股份深度报告——打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
4. 《*ST 山煤深度报告——扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1
5. 《兰花科创深度报告——煤炭化工双双反弹，估值处于底部区间》2016/12/29
6. 《*ST 郑煤（600121）——低估值+国改预期，股票提升空间大》2017/4/23
7. 《兖州煤业（600188）——内生增长龙头，外延扩张助推业绩爆发》2017/6/3
8. 《西山煤电（000983）——山西国改背水一战，焦煤旗舰呼之欲出》2017/6/10
9. 《陕西煤业（601225）——盈利能力傲视同行，抄底煤炭股优选标的》2017/6/11
10. 《中煤能源深度报告——三年 12%的年度增速，三大整合想象空间》2017/7/13

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。

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。

王西典：毕业于上海交通大学，工学硕士，2017年3月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获 2007~2016 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2016 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2016 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。