

采掘服务行业深度报告

2019年06月16日

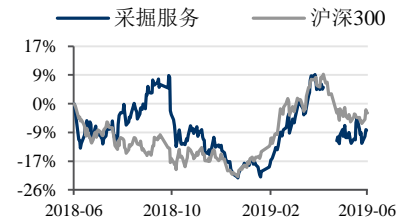
百年未有之大变局——国企改革的新环境、新变化和预期差 增持（首次）

证券分析师 刘博
执业证号：S0600518070002
liub@dwzq.com.cn

投资要点

- **减税降费 2 万亿+财政赤字提升有限，盘活存量国有资产将成为必要途径：**我们认为，2019 年国企改革有望取得实质性进展和超预期突破！核心逻辑：与之前相比，2019 年最重要的变化来自于：1) 外部环境，贸易摩擦要求中国加大国企改革力度；2) 内部环境，减税降费 2 万亿，同时人大预算要求财政赤字只能提升 0.2 个百分点（对应 0.38 万亿），因此将形成财政收支缺口 1.62 万亿。3) 根据财政部公开信息，2018 年国企资产总额合计 178.75 万亿、营收合计 58.75 万亿、净利润合计 3.39 万亿，净利率为 5.77%，假设通过国企改革可以提升净利率 2.76 个百分点，则财政收支缺口将可以弥补。
- **政府赤字率高+竞争性行业阻力小+示范效应明显，地方国企改革有望先行：**2019 年两会期间，国资委前主任肖亚庆表示，地方国企改革是国改当中非常重要的环节，下一步要加大力度，推动改革不断向前推进。考虑到：1) 相比中央财政，地方政府无论是赤字率还是债务余额占比均更加高企；2) 相比央企，部分省份国企资产负债率更高，通过改革降低负债率的动力相对更足；3) 地方国企多数属于竞争性行业，改革阻力小且成功案例较多、示范效应明显，因此，地方国企改革有望先行。
- **重点关注山西省煤炭企业国改进展，关键阻碍因素正在逐步解决：**我们梳理了山西省国企改革的全进程：2017 年拉开序幕——2018 年有序推进——2019 决胜年，在山西省国企改革过程中，主要存在着三大核心难点：人事任命与行政级别功能存在抵触、信达持有煤炭集团股权的历史遗留问题、存在国有资产流失风险的资产权属问题。进入 2019 年以来，伴随着：1) 七大煤炭集团核心人事调整完成，解决了管理层“想不想”改的问题；2) 开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决了股东层面“能不能”改的问题；3) 通过一系列政策发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决了顶层设计“可以不可以”改的问题，三大痛点逐一解决，山西国改有望取得实质性突破。
- **股权激励+引入战投+资产注入多手段并行，建议关注积极转型类公司：**我们详细梳理了山煤、阳煤、潞安、同煤、焦煤、晋煤、晋能等七大煤炭集团在手煤炭资产和相关上市平台，结合《2019 年国资国企改革行动方案》提出的“135”战略目标，推断 2019 年山西省国改最有可能取得重大突破的方式包括股权激励、资产注入、引入战略投资者和战略转型等，建议关注积极转型类公司：1) **山煤国际**：煤炭主业毛利率一骑绝尘，业绩释放+国企改革+战略转型值得期待；2) **西山煤电**：高股息率煤焦一体化龙头，价值属性凸显；3) **潞安环能**：潞安集团旗下唯一上市平台，有望承接煤化工之外优质资产。
- **风险提示：**下游用煤需求减弱、煤炭价格显著下行、国改推进不达预期。

行业走势



相关研究

- 1、《公用事业行业专题：核心三因素边际变化明显，2019 年火电行业配置与弹性均值得重点关注》2019-02-11
- 2、《皖能电力深度研究：供需格局良好+煤炭价格有望下行，安徽省火电龙头再起航》2019-02-24
- 3、《蒙华铁路研究专题：北煤南送大动脉预计年内通车，终端电厂+上游煤企有望显著获益》2019-04-08
- 4、《陕西煤业深度研究：煤炭行业价值龙头，业绩增长+估值提升值得期待》2019-05-05

表 1：建议关注的公司估值（除了陕西煤业以外，盈利预测来自 Wind 一致预期）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2019	2020	2021	2019	2020	2021	
600546	山煤国际	100.71	5.08	0.45	0.51	0.56	11	10	9	
000983	西山煤电	197.90	6.28	0.63	0.68	0.71	10	9	9	
601699	潞安环能	247.99	8.29	1.01	1.06	1.12	8	8	7	
601225	陕西煤业	879.00	8.79	1.14	1.17	1.21	8	8	7	买入

资料来源：Wind、东吴证券研究所

内容目录

1. 减税降费 2 万亿+财政赤字提升有限，盘活存量国有资产将成为必要途径.....	5
1.1. 外部环境：贸易摩擦要求中国加大国企改革力度	5
1.2. 内部环境：扣除赤字后减税降费造成财政收支缺口 1.62 万亿	6
1.3. 盘活存量国有资产将成为弥补财政收支缺口的主要途径	7
2. 政府赤字率高+竞争性行业阻力小+示范效应明显，地方国企改革有望先行	8
2.1. 地方国企改革先行因素一：相比中央，地方政府赤字率高企	9
2.2. 地方国企改革先行因素二：相比央企，部分省份国企负债率更高	10
2.3. 地方国企改革先行因素三：多数属于竞争性行业，阻力小且示范效应明显	12
3. 重点关注山西省煤炭企业国改进展，关键阻碍因素正在逐步解决.....	13
3.1. 山西省国企改革进程全梳理：2017-2019，从拉开序幕到决胜年	13
3.2. 阻碍山西省国企改革的主要难点：人事任命+历史包袱+资产权属	16
3.3. 人事调整完成+信达退出有望+资产权属明晰，阻碍国改痛点逐一解决	19
4. 股权激励+引入战投+资产注入多手段并行，建议关注积极转型类公司	21
4.1. 七大煤炭集团资产梳理，总体来看资产负债率较高、证券化率较低	22
4.2. 山西国企改革方式探讨：股权激励+资产注入等手段有望取得重大突破	33
4.3. 建议关注积极转型类公司【山煤国际】、【西山煤电】、【潞安环能】等	34
5. 风险提示	36

图表目录

图 1: 财政部表示, 2019 年减税降费规模有望达到 2 万亿	6
图 2: 2016-2018 年中央财政赤字及赤字率情况 (万亿元)	7
图 3: 2016-2018 年财政收支缺口及真实赤字率 (万亿元)	7
图 4: 2018 年央企和地方国企经营情况 (万亿元)	8
图 5: 2016-2018 中央企业经营情况 (万亿元)	8
图 6: 地方政府财政赤字率远远高于中央 (红色虚线为中央财政赤字)	9
图 7: 地方政府债务余额/GDP 远远高于中央 (红色虚线为中央财政)	9
图 8: 2016-2018 年央企和地方国企资产负债率情况	10
图 9: 2016-2018 年央企和地方国企营收情况 (万亿元)	10
图 10: 2016-2018 年央企和地方国企利润情况 (万亿元)	11
图 11: 2016-2018 年央企和地方国企净利率情况	11
图 12: 部分省份国企资产负债率高于央企+国企平均水平 (%)	11
图 13: 山西省国企的资产负债率和流动比率 (%)	15
图 14: 山西省国企职工人数及占比 (百万人)	15
图 15: 2014-2018 年山煤集团的营收情况 (亿元)	22
图 16: 2014-2018 年山煤集团的归母净利润情况 (亿元)	22
图 17: 2014-2018 年山煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	22
图 18: 2014-2018 年山煤集团的资产负债率情况	22
图 19: 2014-2018 年阳煤集团的营收情况 (亿元)	24
图 20: 2014-2018 年阳煤集团的归母净利润情况 (亿元)	24
图 21: 2014-2018 年阳煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	24
图 22: 2014-2018 年阳煤集团的资产负债率情况	24
图 23: 2014-2018 年潞安集团的营收情况 (亿元)	26
图 24: 2014-2018 年潞安集团的归母净利润情况 (亿元)	26
图 25: 2014-2018 年潞安集团盈利情况 (毛利率左轴)	26
图 26: 2014-2018 年潞安集团的资产负债率情况	26
图 27: 2014-2018 年同煤集团的营收情况 (亿元)	28
图 28: 2014-2018 年同煤集团的归母净利润情况 (亿元)	28
图 29: 2014-2018 年同煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	28
图 30: 2014-2018 年同煤集团的资产负债率情况	28
图 31: 2014-2018 年焦煤集团的营收情况 (亿元)	30
图 32: 2014-2018 年焦煤集团的归母净利润情况 (亿元)	30
图 33: 2014-2018 年焦煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	30
图 34: 2014-2018 年焦煤集团的资产负债率情况	30
图 35: 2014-2018 年晋煤集团的营收情况 (亿元)	31
图 36: 2014-2018 年晋煤集团的归母净利润情况 (亿元)	31
图 37: 2014-2018 年晋煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	32
图 38: 2014-2018 年晋煤集团的资产负债率情况	32
图 39: 2014-2018 年晋能集团的营收情况 (亿元)	32
图 40: 2014-2018 年晋能集团的归母净利润情况 (亿元)	32
图 41: 2014-2018 年晋能集团盈利情况 (毛利率左轴)	33

图 42: 2014-2018 年晋能集团的资产负债率情况	33
表 1: 建议关注的公司估值 (盈利预测来自 Wind 一致预期)	1
表 2: 王一新副省长在山西省国资监管工作会议上讲话中提出的 14 个问题	14
表 3: 山西省属 24 家国企中 20 家是国有独资	14
表 4: 信达资产持有的主要煤炭集团及下属子公司股权 (产量: 万吨, 2011 年)	16
表 5: 截至 2018 年年末, 信达资产持有煤炭集团股权对应的净资产 (亿元)	19
表 6: 截至 2019 年 6 月, 七大煤炭集团核心人事职务均有调整	20
表 7: 山煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览 (单位: 万吨、万吨/年、%)	23
表 8: 阳煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览	24
表 9: 潞安集团及上市公司持有在产煤矿资源一览	26
表 10: 同煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览	28
表 11: 焦煤集团及上市公司原煤生产情况	30

1. 减税降费 2 万亿+财政赤字提升有限，盘活存量国有资产将成为必要途径

核心观点：2019 年国企改革有望取得实质性进展和超预期突破！

核心逻辑：与之前相比，2019 年最重要的变化来自于：1) 外部环境，贸易摩擦要求中国加大国企改革力度；2) 内部环境，减税降费 2 万亿，同时人大预算要求财政赤字只能提升 0.2 个百分点（对应 0.38 万亿），因此**将形成财政收支缺口 1.62 万亿**。3) 根据财政部公开信息，2018 年国企资产总额合计 178.75 万亿、营收合计 58.75 万亿、净利润合计 3.39 万亿，净利率为 5.77%，**假设通过国企改革可以提升净利率 2.76 个百分点，则财政收支缺口将可以弥补。**

1.1. 外部环境：贸易摩擦要求中国加大国企改革力度

在中美贸易谈判中，美方谈判代表认为，中国国企受益于相关补贴以及有利于国内企业的行业政策，从而可以应对来自海外的更加激烈的竞争，有时这些企业还会施压美国公司转让技术以换取在华开展业务。因此，**美方要求中国放宽对国企有利而阻碍美国竞争的关税和监管措施，同时减少补贴、优惠贷款等给国企带来额外优势的扶持措施。**针对美方代表的要求：

1) 2018 年 10 月，中国人民银行行长易纲在 G30 国际银行业研讨会上表示，为解决中国经济中存在的结构性问题，**中国将加快国内改革和对外开放，并考虑以竞争中性原则对待国有企业**。竞争中性原则要求一国避免国有企业因其与政府所有关系，而获得相对于私有或其他类型企业的特殊竞争优势，由此为各类企业运作提供公平竞争舞台，以更好实现市场机制有效配置资源与鼓励创新目标。

2) 2019 年 3 月，国务院国资委前主任肖亚庆、副主任翁杰明在十三届全国人大二次会议新闻发布会上强调，中国没有制度性的特殊安排给国有企业，均是按照市场规则、市场化的改革方向推进。谈到 2019 年国企改革的重点和突破口时，肖亚庆表示，一是着力改革国有资本授权经营体制，加快向管资本转变。要出台 2019 年的监管清单，主要是明晰边界，理顺关系，下放权力。二是着力推动国有资本投资运营公司的试点。三是着力推进混合所有制改革和股权多元化。四是着力推进董事会建设和经理层任期制的契约化。五是着力多措并举强化正向激励。**国际一流企业不仅仅在营收规模方面能够领先，而且在质量和效益方面能够领先，要更多地关注净资产收益率、营收利润率、研发投入、增加值等等。**

1.2. 内部环境：扣除赤字后减税降费造成财政收支缺口 1.62 万亿

一方面，减税降费意味着政府收入端减少 2 万亿。2019 年 3 月，财政部部长刘昆在十三届全国人大二次会议记者会上表示，减税降费是今年积极财政政策的头等大事，今年将减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元，其中减税约占 7 成，在减税份额里又以增值税降率为主体。

1) 深化增值税改革措施，合计减税降费规模将超 1 万亿元：一是降低税率。将制造业等行业 16% 增值税税率降至 13%，交通运输和建筑等行业 10% 增值税税率降至 9%。二是进一步扩大抵扣范围。将国内旅客运输服务纳入抵扣，将不动产由分两年抵扣改为一次性全额抵扣。三是全面试行期末留抵退税，在去年部分行业试行的基础上，今年将留抵退税扩大到全行业。四是对生产、生活性服务业进项税额加计抵减。对主营业务为邮政、电信、现代服务和生活服务业的纳税人，按进项税额加计 10% 抵减应纳税额。

2) 全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元：2019 年 4 月，国务院办公厅印发《降低社会保险费率综合方案》，随后，人社部、财政部、税务总局、国家医保局四部门负责人就《方案》相关问题答记者问，表示《方案》实施到位后，预计 2019 年全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元。

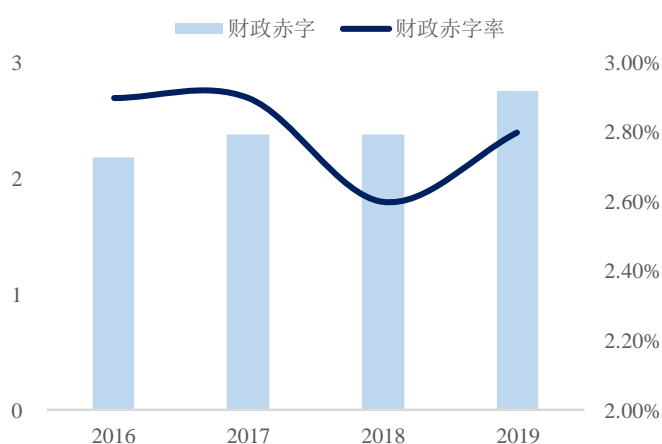
图 1：财政部表示，2019 年减税降费规模有望达到 2 万亿



数据来源：新华网、东吴证券研究所

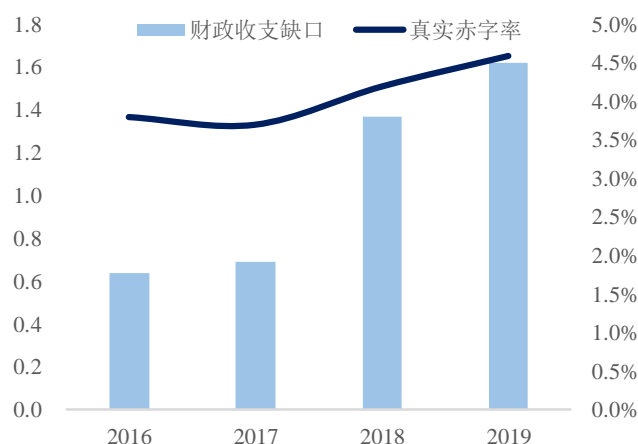
另一方面，财政赤字仅提升 0.2 个百分点意味着收支缺口为 1.62 万亿。根据我们在前文中所述，对于政府来说，减税降费意味着收入端减少 2 万亿；而支出端主要由一般公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、节能环保、城乡社区八项构成，相对刚性，同时考虑到外部经济形势的不确定性，2019 年政府支出有可能进一步增加。政府支出减去政府收入为财政赤字，根据《2019 年国务院政府工作报告》，2019 年财政赤字率拟按 2.8% 安排，比 2018 年预算高 0.2 个百分点，对应资金规模为 0.38 万亿。因此，我们可以推算出，2019 年将财政赤字考虑在内后，政府收支缺口为 1.62 万亿左右。

图 2: 2016-2018 年中央财政赤字及赤字率情况 (万亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 3: 2016-2018 年财政收支缺口及真实赤字率 (万亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

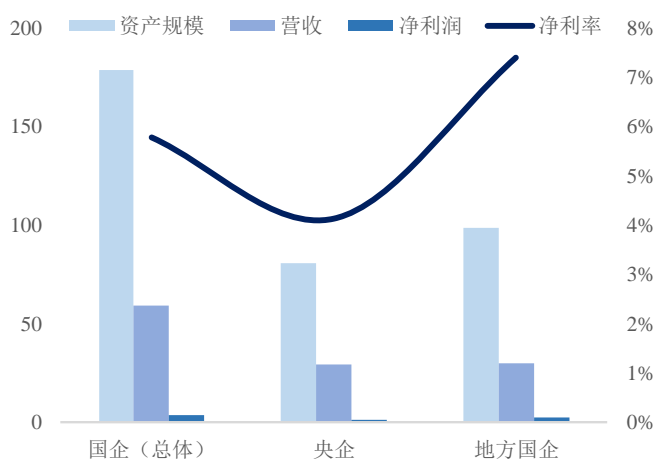
1.3. 盘活存量国有资产将成为弥补财政收支缺口的主要途径

根据财政部的公开数据，2016 年，全国一般公共预算收入为 15.96 万亿、一般公共预算支出为 18.78 万亿、财政赤字为 2.18 万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为 0.64 万亿，将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为 3.8%；2017 年，全国一般公共预算收入为 17.26 万亿、一般公共预算支出为 20.33 万亿、财政赤字为 2.38 万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为 0.69 万亿，将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为 3.7%；2018 年，全国一般公共预算收入为 18.34 万亿、一般公共预算支出为 22.09 万亿、财政赤字为 2.38 万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为 1.37 万亿，将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为 4.2%。假设 2019 年 GDP 增速为 6.5%，则根据我们前文中的测算，2019 年将财政赤字考虑在内后，政府收支缺口为 1.62 万亿左右，将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率约为 4.6%。

通过盘活存量国有资产，提升国企盈利能力 2-3 个百分点，将有效弥补财政收支缺口。根据我们在前文中所述，2016-2019 年，财政收支缺口分别为 0.64、0.69、1.37、1.62

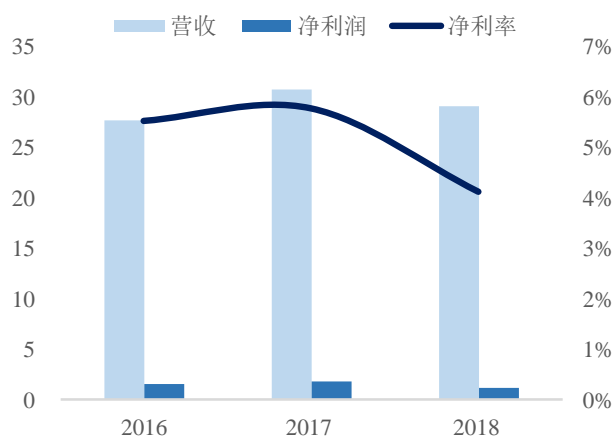
万亿（将财政赤字纳入计算后）；真实赤字率分别为 3.8%、3.7%、4.2%、4.6%（将财政收支缺口纳入计算后），可见财政收支缺口和真实赤字率都在稳步上升。随着收支缺口规模不断扩大，预计未来中央财政储备资金的消耗将日趋严重，盘活存量国有资产将成为弥补财政收支缺口的必要途径。2019 年初，财政部发布 2018 年国企经营情况，截至 2018 年年末，我国国企资产总额合计 178.75 万亿，2018 年全年实现营收总额 58.75 万亿、净利润 3.39 万亿、净利率为 5.77%；其中，央企资产总额合计 80.34 万亿，2018 年全年实现营收总额 29.1 万亿、净利润 1.2 万亿、净利率为 4.12%；地方国企资产总额合计 98.41 万亿，2018 年全年实现营收总额 29.65 万亿、净利润 2.19 万亿、净利率为 7.39%，假设通过国企改革实现盘活存量国有资产，提升国企盈利能力 2-3 个百分点，则每年的财政收支缺口将得到有效弥补。

图 4：2018 年央企和地方国企经营情况（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 5：2016-2018 中央企业经营情况（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 政府赤字率高+竞争性行业阻力小+示范效应明显，地方国企改革有望先行

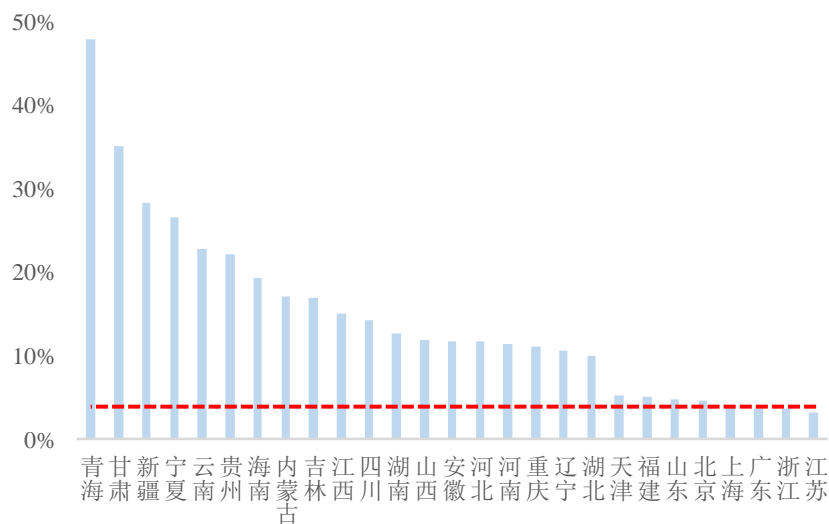
2019 年两会期间，国资委前主任肖亚庆表示，地方国有企业的改革是国有企业改革当中非常重要的环节，下一步要加大力度，推动改革不断向前推进。我们分析认为，1) 相比中央财政，地方政府无论是赤字率还是债务余额占比均更高企；2) 相比央企，部分省份国企资产负债率更高，通过改革降低负债率的动力相对更足；3) 地方国企多数属于竞争性行业，改革阻力小且成功案例较多、示范效应明显，因此，地方国企改革有望先行。

2.1. 地方国企改革先行因素一：相比中央，地方政府赤字率高企

我们用（地方政府公共财政支出-地方政府公共财政收入）/GDP 作为地方政府的赤字率指标，与中央财政赤字率相比：1) 2018 年所有的地方政府财政赤字率均高于中央财政赤字率（2.6%）；2) 即使我们使用将财政收支缺口纳入计算后的中央财政实际赤字率作为参考指标（4.2%），低于中央实际赤字率的省份只有 4 个：江苏（3.27%）、浙江（3.61%）、广东（3.74%）、上海（3.80%），其余省份赤字率均高于中央水平，其中赤字率相对较高（20%以上）的省份包括：西藏（117.92%）、青海（47.98%）、甘肃（35.20%）、新疆（28.31%）、宁夏（26.62%）、云南（22.82%）、贵州（22.22%）。

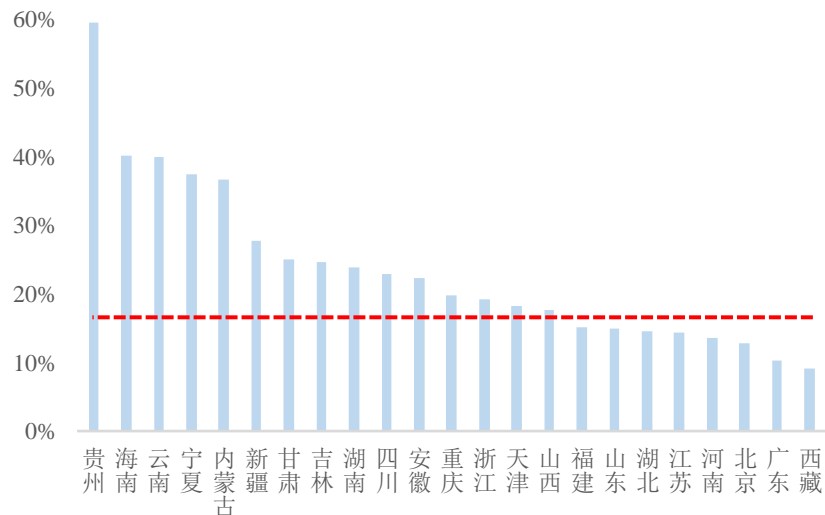
另一方面，我们用地方政府债务余额/GDP 作为地方政府的显性债务指标，与中央债务余额/GDP（16.62%）相比：1) 显性债务余额占比低于中央的省份只有：西藏（9.12%）、广东（10.24%）、北京（12.79%）、河南（13.62%）、江苏（14.35%）、湖北（14.52%）、山东（14.95%）、福建（15.14%）。2) 如果将城投债、PPP 项目等其他隐形债务考虑在内，则债务余额占比超过中央的省份会更多，因此无论是从赤字率还是从债务余额占比来看，地方政府相比中央形势更为严峻，通过盘活存量国有资产解决财政问题的诉求更强。

图 6：地方政府财政赤字率远远高于中央（红色虚线为中央财政赤字）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 7：地方政府债务余额/GDP 远远高于中央（红色虚线为中央财政）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

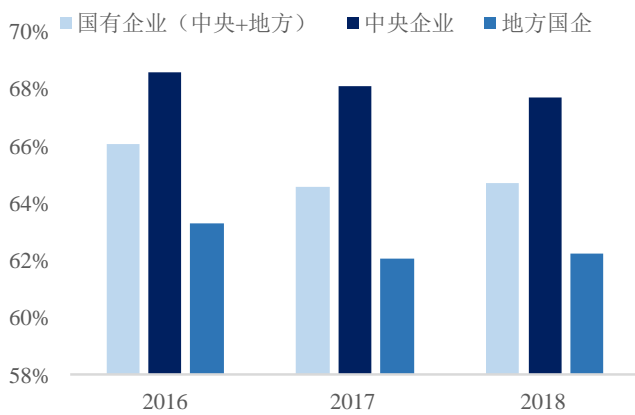
2.2. 地方国企改革先行因素二：相比央企，部分省份国企负债率更高

根据财政部官网信息，2016-2018年，国有企业（中央企业+地方国企）分别实现营业收入45.90、52.20、58.75万亿元，其中中央企业实现营业收入27.68、30.82、29.10万亿元，地方国企实现营业收入18.22、21.38、29.65万亿元；国有企业（中央企业+地方国企）分别实现净利润2.32、2.90、3.39万亿元，其中中央企业实现净利润1.53、1.78、1.20万亿元，地方国企实现净利润0.79、1.12、2.19万亿元。净利率方面，2016-2018年，国有企业（中央企业+地方国企）分别为5.05%、5.56%、5.77%，其中中央企业分别为5.53%、5.78%、4.12%，地方国企分别为4.34%、5.24%、7.39%，因此，地方国企盈利能力强于中央企业，一定程度上体现了地方国企活力更足，具备更好的改革基础。

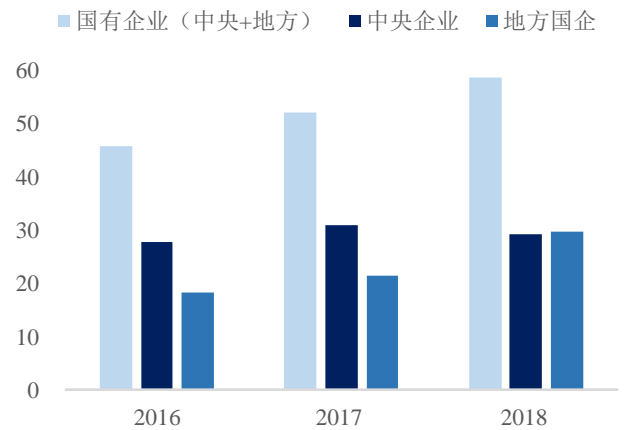
截至2018年年末，国有企业（中央企业+地方国企）资产负债率为64.70%，其中中央企业资产负债率为67.70%、地方国企资产负债率为62.25%，虽然整体来看地方国企资产负债率低于中央企业，但是具体到每个省份来看，地方国企高于央企资产负债率水平的省份或地区有8个，分别为：山西（79.20%）、天津（76.70%）、河北（72.30%）、山东（69.80%）、陕西（69.40%）、福建（68.80%）、浙江（68.20%）、北京（67.90%），这些省份通过国企改革降低资产负债率的动力相对更足。

图8：2016-2018年央企和地方国企资产负债率情况

图9：2016-2018年央企和地方国企营收情况（万亿元）



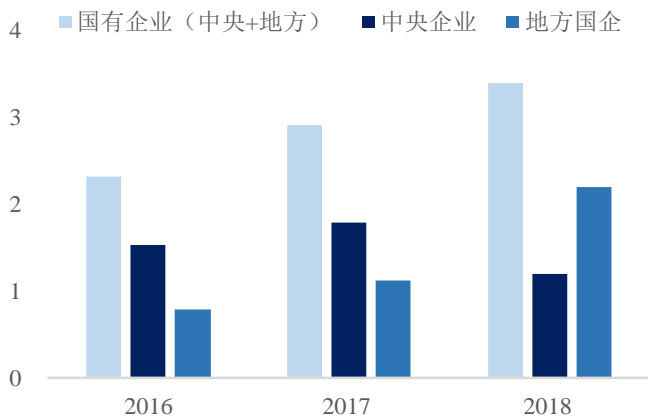
数据来源: Wind、东吴证券研究所



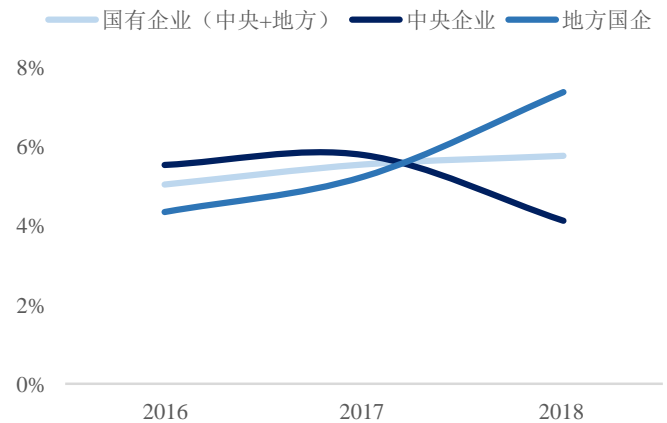
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 10: 2016-2018 年央企和地方国企利润情况 (万亿元)

图 11: 2016-2018 年央企和地方国企净利率情况

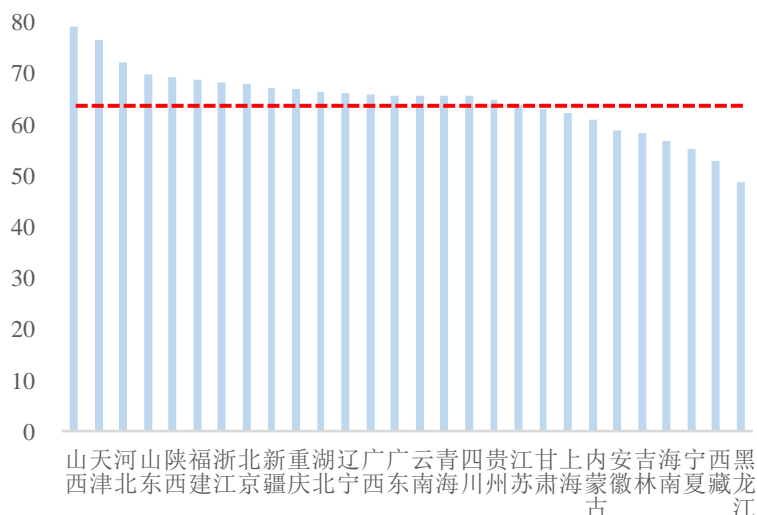


数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 12: 部分省份国企资产负债率高于央企+国企平均水平 (%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.3. 地方国企改革先行因素三：多数属于竞争性行业，阻力小且示范效应明显

与中央企业主要从事电力、油气、铁路等垄断性行业不同，大多数地方国企主要从事煤炭、水务、医药、家电、白酒等竞争性行业，本身改革阻力较小；且近年来在地方国企层面，涌现出了多个国企改革的成功案例，示范效应更为显著。根据中国证券报公开信息显示，自从 2018 年下半年以来，地方国企资本运作频次占比持续居于高位，尤其是 2019 年一季度，资本运作频次同比增速高达 43%，其中 A 股上市国企首次公告进行资本运作的共有 277 次，占比最高的行业包括房地产、公用事业、化工、机械、交运和医药等。因此总体来看，相比央企，地方国企改革的难度更小、节奏更快。

地方国企改革成功案例一：云南白药。 1) 2016 年 12 月，云南省国资委、新华都及白药控股签署了《合作协议》，约定新华都单方向白药控股增资 253.7 亿元，取得白药控股 50% 的股权。2) 2017 年 6 月，白药控股、云南省国资委、新华都及江苏鱼跃签署了《增资协议》，约定江苏鱼跃单方向白药控股增资 56.38 亿元，获得白药控股 10% 的股权，交易完成后，白药控股的股权结构变成：云南省国资委占 45%，新华都占 45%，江苏鱼跃占 10%。3) 2018 年 11 月，上市公司云南白药发布公告，拟吸收合并云南白药控股，如果交易能够完成，则云南省国资委与新华都各自持有上市公司股份 25.14%。如果云南白药混改能够顺利实施，则实现：1) 云南省国资委和民企新华都并列上市公司第一大股东，突破了以往国资绝对控股的局面；2) 双方“买断”云南白药高管的行政性职级，让高管成为彻底的职业经理人；3) 云南省国资委与新华都在签订的《股权合作协议》约定，六年内不得处置所持有的白药控股股权（不含股权质押），实现利益长期绑定。

地方国企改革成功案例二：格力电器。2019年4月，格力电器发布公告，公司的第一大股东格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让所持有的格力电器总股本15%的股票。考虑到目前格力电器的第一大股东格力集团（珠海市国资委100%控股）持有格力电器18.22%的股份；第二大股东是香港中央结算有限公司，持股比例为11.64%；第三大股东是由格力电器主要经销商组建的河北京海担保投资有限公司，持股比例为8.91%，因此，此次股权转让可能涉及公司控制权变动。格力电器混改如果完成，将实现：1）可能突破以往国资保持绝对控股或者相对控股的惯例；2）通过公开征集方式而不是直接指定股权受让方，实现股权转让价格的更加市场化和公开透明。

3. 重点关注山西省煤炭企业国改进展，关键阻碍因素正在逐步解决

我们梳理了山西省国企改革的全进程：2017年拉开序幕——2018年有序推进——2019年决胜年，在山西省国企改革过程中，主要存在着三大核心难点：人事任命与行政级别功能存在抵触、信达持有煤炭集团股权的历史遗留问题、存在国有资产流失风险的资产权属问题。进入2019年以来，伴随着：1）七大煤炭集团核心人事调整完成，解决了管理层“想不想”改的问题；2）开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决了股东层面“能不能”改的问题；3）通过一系列政策发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决了顶层设计“可不可以”改的问题，三大痛点逐一解决，山西国改有望取得实质性突破。

3.1. 山西省国企改革进程全梳理：2017-2019，从拉开序幕到决胜年

2017年：山西省国企改革拉开序幕。

标志性事件或者政策文件：王一新副省长在全省国有资产监督管理委员会上的讲话《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》。

改革相关内容及进程：1) 2017年初，骆惠宁书记、楼阳生省长分赴晋城和焦煤集团就推进国资国企改革进行专题调研并提出具体要求，扣动了山西国资国企改革的发令枪。2) 2017年2月，王一新副省长在全省国有资产监督管理委员会会议上发表讲话，提出了山西省国资国企存在的14个主要矛盾和问题。3) 2017年6月，山西省委、省政府印发《关于深化国资改革的指导意见》及相配套的《关于省属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》、《关于山西省国有企业分离办社会职能的实施意见》、《关于在深化国有企业改革中激发企业家活力的指导意见》等文件，明确“1+N”顶层设计方案及“四梁八柱”的产业构想。4) 2017年8月，山西省国资委印发国资改革“21项重点工作”，这是“1+N”顶层设计出台之后，山西国资改革又一重要里程碑，标志着国资改革正式推进到“施工阶段”。5) 2017年9月，国务院发布《关于支持山西

省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》，要求抓紧出台山西省国有企业专项改革实施方案，按照创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批的要求，促进国有资本向战略性关键性领域、优势产业集聚。

表 2：王一新副省长在山西省国资监管工作会议上讲话中提出的 14 个问题

布局不合理，一煤独大问题非常严重	行业竞争力弱，整体盈利能力偏低
股权结构单一，国有资本一股独大问题严重	金融风险较大，省属国企平均资产负债率 达到 79.43%，远高于全国国有企业的平均 水平
产业链条短，同质化竞争情况突出	人才队伍建设与企业不匹配，班子建设 专业化不强
管理粗放，没有建立起真正意义上的现代 企业制度	企业对未来发展的方向目标不清晰，改革 发展办法不多，信心不足
行政色彩突出，一些企业官本位思想浓厚	企业历史遗留问题多，历史包袱沉重
创新发展能力普遍偏弱，产业产品处在发 展的低端	国资监管水平亟待提升
开放发展动能不足，合作共赢的市场化理 念尚未成为主	党的建设不同程度存在弱化、淡化、虚化、 边缘化，党建和发展“两张皮”的问题普 遍存在

数据来源：山西省人民政府门户网站、东吴证券研究所

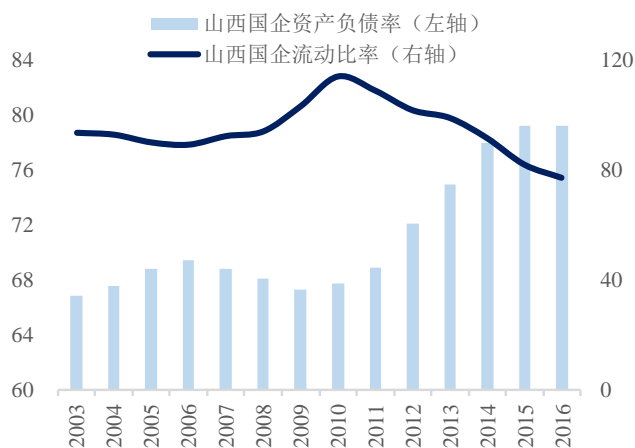
表 3：山西省属 24 家国企中 20 家是国有独资

公司名称	国资持股比例	公司名称	国资持股比例
大同煤矿集团有限责任公司	65.17%	山西黄河万家寨水务集团有限公 司	100%
晋能集团有限公司	64.06%	山西省文化旅游投资控股集团有 限公司	100%
山西晋城无烟煤矿业集团有 限责任公司	62.57%	山西交通控股集团有限公司	100%
阳泉煤业(集团)有限责任公 司	54.03%	山西省国有资产投资控股集团有 限公司	100%
山西煤炭进出口集团有限公 司	100%	山西建设投资集团有限公司	100%
山西潞安矿业(集团)有限责 任公司	100%	中条山有色金属集团有限责任公 司	100%
山西焦煤集团有限责任公司	100%	山西杏花村汾酒集团有限责任公 司	100%
太原钢铁(集团)有限公司	100%	山西水务投资集团有限公司	100%
山西能源交通投资有限公司	100%	山西大地环境投资控股有限公司	100%
太原重型机械集团有限公司	100%	山西云时代技术有限公司	100%

山西省国新能源发展集团有限公司	100%	山西航空产业集团有限公司	100%
山西国际能源集团有限公司	100%	山西路桥建设集团有限公司	100%

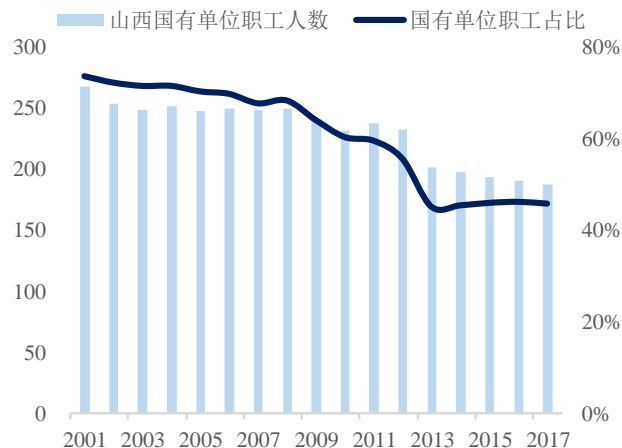
数据来源：山西国控集团官网、东吴证券研究所

图 13：山西省国企的资产负债率和流动比率（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 14：山西省国企职工人数及占比（百万人）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2018 年：山西省国企改革有序推进。

标志性事件或者政策文件：《2018 年国企国资改革行动方案》及“828 工程”正式出台。

改革相关内容及进程：1) 2018 年 2 月，山西省国资委出台《2018 年国企国资改革行动方案》，提出 2018 年省属企业经营预期目标是，经济增加值同比增速高于全省国内生产总值 5 个百分点，资产负债率同比下降 1.5—2 个百分点，发展质量和效益明显提升。2) 2018 年 3 月，为了落实《2018 年国企国资改革行动方案》，山西省国资委出台 2018 年国企国资改革 8 方面 28 项重点工作（828 工程），这些重点工作集成为新一年的改革施工图。3) 2018 年 5 月，山西省召开省属国企深化改革转型发展推进会，山西省委书记骆惠宁强调，要坚持以“非常之力、恒久之功”为衡量标准，进一步凝聚攻坚克难力量，大力推动国企国资改革和转型发展。

2019 年：山西省国企改革进入决胜年。

标志性事件或者政策文件：《2019 年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》的出台。

改革相关内容及进程：1) 2019 年 4 月，山西省召开深化国有企业改革大会，将 2019

年明确为山西省国资国企改革决胜年，省委书记骆惠宁强调，要全力推动国资国企改革决战决胜，全面进入全国第一方阵。同时还将省属国企利润总额、资产负债率、煤炭增加值比重列为 2019 年将要完成的三大生产经营主要目标任务，其中明确煤炭增加值比重下降到 52.8% 以下。2) 2019 年 4 月，《2019 年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》发布，将山西省国资国企改革路线图明确为两个主要目标、八方面 42 项具体措施、四步走操作。

3.2. 阻碍山西省国企改革的主要难点：人事任命+历史包袱+资产权属

阻碍山西省国企改革的难点一：企业人事任命与行政级别功能存在抵触。早在 2017 年 2 月，王一新副省长在山西省国有资产监督管理委员会工作会议上就发言提出，山西省国资国企存在的主要矛盾和问题之一就是企业高管团队同时享有一定党政机关级别待遇。由于山西省属国企管理层级多、干部多，其中小部分国企高管在制定和参与企业决策时，体现了一定的官本位思想，阻碍了山西省国企改革工作的有序推进，尤其在一些深化改革的关键时刻，企业作为经济组织，它的负责人与党政机关负责人在职业特征上有着许多不同，必然形成利益和目标冲突。

阻碍山西省国企改革的难点二：信达持有煤炭集团股权的历史遗留问题。

1) 根据中国信达的上市公告，截至 2013 年 6 月末，煤炭、化工、金属行业的债转股资产账面价值占信达所持债转股资产账面价值总额的比例分别为 61.5%、16.2%、9.1%；信达持有直接股权或者子公司股权的 21 家煤炭行业债转股企业合计生产煤炭 16.05 亿吨/年，占到全国煤炭生产总量的 45.59%（中国煤炭工业协会统计数据，2011 年）。

表 4：信达资产持有的主要煤炭集团及下属子公司股权（产量：万吨，2011 年）

公司名称	排名	产量	持股情况	公司名称	排名	产量	持股情况
神华集团有限责任公司	1	40708	直接持股	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	15	5254	直接持股
			无				16.45%
			子公司持股				子公司持股
			神华准格尔能源有限责任公司 42.24%				无
			宁夏宁东铁路股份有限公司 25.90%				直接持股
宁夏灵信煤业有限责任公司 52.46%	2.83%						
中国中煤	2	16357	直接持股	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	18	4757	子公司持股

能源集团 有限公司			无				无
			子公司持股				直接持股
			太原煤炭气化(集团)有限公司 11.15%	内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	21	3776	31.82%
			直接持股				子公司持股
大同煤矿 集团有限责任公司	3	11537	30.12%				无
			子公司持股				直接持股
			无	淮北矿业(集团)有限责任公司	23	3373	无
			直接持股				子公司持股
			无				淮北矿业股份有限公司 6.79%
山西焦煤 集团有限责任公司	4	11006	子公司持股				直接持股
			西山煤电(集团)有限责任公司 35.47%	义马煤业集团股份有限公司	24	3362	18.42%
			霍州煤电集团有限责任公司 36.97%				子公司持股
			山西汾西矿业(集团)有限责任公司 36.02%				河南大有能源股份有限公司 4.01%
			直接持股				直接持股
			无	辽宁铁法能源有限责任公司	28	2568	无
山东能源 集团有限责任公司	5	10821	子公司持股				子公司持股
			山东中兴能源有限责任公司 20.74%				铁法煤业(集团)有限责任公司 30.46%
			山东东岳能源有限责任公司 40.24%				直接持股
			直接持股				无
			无	贵州盘江投资控股(集团)有限公司	36	1723	子公司持股
冀中能源 集团有限责任公司	6	10215	子公司持股				贵州盘江精煤股份有限公司 1.44%
			冀中能源股份有限公司 2.82%				直接持股
			冀中能源邯郸矿业集团有限公司 10.70%	沈阳煤业(集团)有限责任公司	37	1576	无
			直接持股				子公司持股
陕西煤业 化工集团 有限责任公司	7	10186	无				沈阳焦煤股份有限公司 16.40%
			子公司持股				直接持股
			陕西煤业股份有限公司 2.00%	重庆市能源投资集团公司	40	1366	无
			直接持股				子公司持股
开滦(集团) 有限公司	11	7058	无				重庆松藻煤电有限责任

责任公司						公司 20.54%
			子公司持股			重庆天府矿业有限责任 公司 6.38%
			开滦能源化工股份有限 公司 1.61%			重庆南桐矿业有限责任 公司 0.29%
淮南矿业 (集团) 有限责任 公司	12	6751	直接持股 24.84%	阜新矿业 (集团)有 限责任公司	43	1210
			子公司持股			直接持股 无
			无			子公司持股 阜新中宝能源有限责任 公司 45.55%
阳泉煤业 (集团) 有限责任 公司	14	5852	直接持股 40.42%	江西省煤炭 集团公司	49	1006
			子公司持股 阳煤化工股份有限公司 2.48%			直接持股 无
						子公司持股 安源煤业集团股份有限 公司 0.64%

数据来源：中国信达上市公司公告、东吴证券研究所

2) 2005年12月, 山西省国资委与信达资产等金融机构, 同煤集团、阳煤集团、晋煤集团以及焦煤集团旗下的西山煤电集团公司、山西汾西矿业(集团)有限责任公司和山西霍州煤电集团等六户煤炭企业, 正式签署了延期债转股的协议。按照有关协议: 六户煤炭企业债转股后新成立公司注册资本总计为447.1亿元, 山西省出资额为249.88亿元、信达资产出资额为168.86亿元、建行出资额为14.36亿元、国家开发银行出资额为7.95亿元、中国东方资产管理公司出资额为5.24亿元、中国华融资产管理公司出资额为0.81亿元。

3) 截至2018年年末, 信达资产持有同煤集团30.12%股权、阳煤集团36.18%股权、晋煤集团17.07%股权、西山煤电集团41.14%股权、霍州煤电集团36.96%股权、汾西矿业集团36.02%股权。根据2018年年报数据, 同煤集团、阳煤集团、晋煤集团、西山煤电集团、霍州煤电集团、汾西矿业集团净资产分别为730.69、556.84、641.92、283.38、109.27、129.60亿元, 因此信达资产所持有股权对应净资产合计734.77亿元, 相比2005年的出资额168.86亿元, 增长335.14%, 年均复合增速为13.04%。

4) 考虑到信达资产持有的煤炭集团股权资产规模较大, 且煤炭集团自身盈利能力较弱、资产负债率高企, 如果按照净资产的价值煤炭集团用所持有上市公司股权支付, 将不可避免引起上市公司实际控制人变更, 这个结果应该是山西省国资委不能接受的, 因此信达资产所持煤炭集团股权资产的退出也成为阻碍山西省国企改革的一个重大难题。

表 5：截至 2018 年年末，信达资产持有煤炭集团股权对应的净资产（亿元）

持有煤炭集团股权	股权比例	煤炭集团净资产	股权对应净资产
同煤集团	30.12%	730.69	220.08
阳煤集团	36.18%	556.84	201.46
晋煤集团	17.07%	641.92	109.58
西山煤电集团	41.14%	283.38	116.58
霍州煤电集团	36.96%	109.27	40.39
汾西矿业集团	36.02%	129.60	46.68
合计		2451.70	734.77

数据来源：Wind、东吴证券研究所

阻碍山西省国企改革的难点三：存在国有资产流失风险的资产权属问题。根据王一新副省长在山西省国有资产监督管理工作会议上的讲话内容，山西省国企国资一股独大、混改很难推进的主要原因不在于对政策的理解不够，“中央在推进国有企业股改的问题上，态度是十分鲜明的，除关系国计民生和国家安全的企业强调控股和控制力之外，完全竞争性领域的股权皆可放开，山西省国企所从事产业应该说基本上都属于市场竞争行业。”而在于以下 3 个方面：1) 考虑到煤炭行业的资源稀缺属性和近三年来受益于供给侧改革带来的高景气度，部分国企管理层担心混改后企业效益外流。2) 另一方面，混改后会引入社会资本等其他战略投资者，董事会和股东会的结构会发生一些变化，因此部分国企高管会担心决策制定和实施会受到战略投资者的影响和制约。3) 在山西省整合煤炭资产的历史上，曾发生过一些通过贱卖国有资产及国有股权、不正常的关联交易、违反相关制度，非法侵占国有资产等方式造成国有资产流失的事件，使得现在国企管理层在混改过程中患得患失，生怕触及国有资产流失的红线。

3.3. 人事调整完成+信达退出有望+资产权属明晰，阻碍国改痛点逐一解决

七大煤炭集团核心人事调整完成，解决管理层“想不想”改的问题，推进国改动力更足。我们整理了七大煤炭集团董事长、总经理职务的变动情况，截至 2019 年 6 月，七大煤炭集团董事长和总经理职务均至少有一个发生变更，分别为：1) 焦煤集团，2019 年 1 月，董事长变更为王茂盛，总经理变更为黄巍；2) 山煤集团，2018 年 8 月，总经理变更王为民；3) 潞安集团，2019 年 1 月，董事长变更为游浩，总经理变更为刘俊义；4) 阳煤集团，2018 年 11 月，总经理变更为王永革；5) 同煤集团，2018 年 11 月，董事长变更为郭金刚，总经理变更为崔建军；6) 晋煤集团，2019 年 5 月，总经理变更为王志清；7) 晋能集团，2018 年 11 月，董事长变更为李国彪，总经理变更为陈旭忠。核心人事调整完成后，顶层设计更为明确，有效解决管理层“想不想”的问题，预计管理

层推进国改的动力更足。

表 6：截至 2019 年 6 月，七大煤炭集团核心人事职务均有调整

	焦煤集团	山煤集团	潞安集团	阳煤集团	同煤集团	晋煤集团	晋能集团
变更时间	2019.1	2018.8	2019.1	2018.11	2018.11	2019.5	2018.11
新任董事长	王茂盛		游浩		郭金刚		李国彪
新任总经理	黄巍	王为民	刘俊义	王永革	崔建军	王志清	陈旭忠

数据来源：Wind、东吴证券研究所

开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决股东层面“能不能”改的问题。

1) 开滦集团通过现金收购+上市公司换股的方式，实现信达资产的退出。2013 年 5 月和 2014 年 12 月，河北省国资委、开滦集团、信达资产三方分别签订了《河北省人民政府国有资产监督管理委员会与中国信达资产管理股份有限公司关于开滦（集团）有限责任公司的股权转让协议》和《河北省人民政府国有资产监督管理委员会与中国信达资产管理股份有限公司关于开滦（集团）有限责任公司的股权转让协议之补充协议》，约定信达资产将其持有的开滦集团 26.45% 的股权转让予河北省国资委，股权对价为 38 亿元，由开滦集团代国资委垫付，信达资产收到足额支付款项后，将其中的 19 亿元用于认购开滦股份定增份额。定增完成后，河北省国资委全资控股开滦集团，开滦集团持有开滦股份 44.12% 股权，仍为控股股东，信达资产持有开滦股份 22.24% 股权。

2) 淮南矿业通过子公司股权置换，实现信达资产的退出。2017 年 12 月，安徽省国资委发布《关于转发“安徽省人民政府关于淮南矿业（集团）有限责任公司整体改制方案的批复”的通知》，内容包括：淮南矿业向信达资产转让淮矿地产 60% 股权（股权作价 46.96 亿元），同步实施淮南矿业向信达资产定向减资（信达资产阶段性退出全部其所持有的淮南矿业 22.6% 股权），减资完成后淮南矿业成为国有独资公司。信达资产取得淮矿地产 60% 股权后，由上市公司信达地产采取定增方式收购淮矿地产 100% 股权。

我们在前文中已经介绍，由于信达资产持有的煤炭集团股权资产规模较大（股权对应净资产合计 734.77 亿元），且煤炭集团自身盈利能力较弱、资产负债率高企，如果采用单一的现金收购或者集团旗下上市公司换股的方式，将不可避免的出现集团现金流枯竭或者上市公司实际控制人变更的情况，所以结合开滦集团和淮南矿业成功实现信达资产退出的案例，我们预计未来部分现金收购+部分子公司换股的方式将成为煤炭集团实现信达资产退出的主要手段。

《2019 年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》发布，

划定国改边界，**资产权属明晰，解决顶层设计“可不可以”改的问题。**

1) 国改范围和边界明晰：2019年4月，《2019年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》发布，明确了山西省国企改革的范围和边界：范围上，将混改层级从子公司提升到一级集团，从非煤企业扩大到煤炭企业，从以新设增量企业混改为主扩大到与存量企业混改并重，将持股对象从非上市企业向上市公司集中。国有资本持股比例的边界上，从绝对控股降低到相对控股，放开股权比例限制，让投资者有更大的股权比例空间。所有竞争性企业，原则上都要开展混合所有制改革；对一般竞争性子企业，允许出让全部股份；对战略竞争性企业，控股下限34%，对重大事项保留重要话语权。

2) 股权层面改革的意义空前重大：根据王一新副省长的发言内容，股权多元化的作用和意义从未像今天这样，被国资、国企两个层面都认识和重视。对国企而言，股权多元化将带来天然的股东制衡，是规范公司治理的根基；对国资而言，股权多元化意味着国有资产资本化，可以加快向“管资本”“管股权”转变，不必再事无巨细地“管资产”“管企业”，让国有企业完全地走向市场；同时，股权多元化可以让国有资产动起来、活起来，在国资层面灵活地吞吐资产，实现国有资本的有序进退，更好地优化国有资本布局。推进股权多元化、推进混改不存在试点的问题，谁家条件成熟就可以先行一步。

3) 有效防范国有资产流失：山西省国资委副主任张宏永在《关于深化国企国资改革的指导意见》及相关配套文件新闻发布会上明确表示，通过国企改革发展混合所有制经济，是一个做蛋糕的过程，而不是分蛋糕的过程，只有把蛋糕做大做好才会有收益。既然有了收益必然会涉及到分配的问题，无论是民营资本还是国有资本，对企业而言都是股东，股东的天然权利就是要获取资本收益，发展混合所有制、实现股东多元化，股东依法依规获取收益，并不会涉及国有资产的流失。

4. 股权激励+引入战投+资产注入多手段并行，建议关注积极转型类公司

我们详细梳理了山煤、阳煤、潞安、同煤、焦煤、晋煤、晋能等七大煤炭集团在手煤炭资产和相关上市平台，结合《2019年国资国企改革行动方案》提出的“135”战略目标，推断2019年山西省国改最有可能取得重大突破的方式包括股权激励、资产注入、引入战略投资者和战略转型等，建议关注积极转型类公司：1) 山煤国际：煤炭主业毛利率一骑绝尘，业绩释放+国企改革+战略转型值得期待；2) 西山煤电：高股息率煤焦一体化龙头，价值属性凸显；3) 潞安环能：潞安集团旗下唯一上市平台，有望承接煤化工之外优质资产。

4.1. 七大煤炭集团资产梳理，总体来看资产负债率较高、证券化率较低

一、山煤集团：资产证券化率最高、历史包袱最轻的煤炭集团

集团简介：山煤集团全称为山西煤炭进出口集团有限公司，前身为成立于1981年5月的山西省地方煤炭对外贸易公司，拥有中国煤炭出口专营权（中国五家之一、山西省唯一一家）和中国内销煤经销资格，并被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体之一，具有兼并、重组、整合地方中小煤矿，建立煤源基地的资格，是山西省大型煤炭企业集团之一。

在手煤矿资源：截至2019年3月末，集团拥有煤矿地质储量合计25.71亿吨、可采储量合计13.72亿吨，矿井20座，其中生产矿井12座，总产能为2790万吨；过渡生产同时技改煤矿8座，总产能为870万吨；在产煤矿5座，总产能为570万吨。

股权结构及旗下上市公司：山西省国投持有集团100%股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有唯一上市平台山煤国际，集团持有山煤国际59.43%股权。

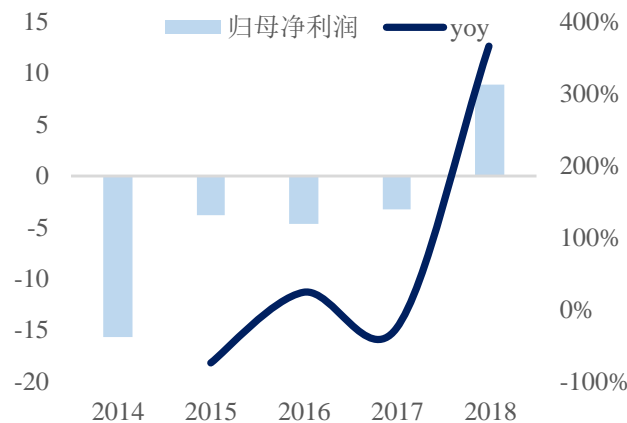
财务数据：2016-2018年，集团分别实现营收550.12、545.40、551.47亿元；归母净利润-4.67、-3.36、8.92亿元；毛利率分别为8.48%、12.11%、14.69%；净利率分别为-0.14%、0.36%、3.53%；截至2018年年末，集团资产负债率为78.97%、证券化率为57.30%（上市公司总资产/集团总资产），是山西七大煤炭集团中资产证券化率最高的。

图 15：2014-2018 年山煤集团的营收情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

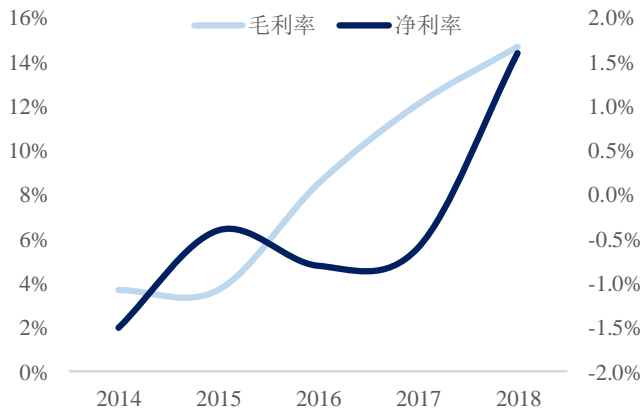
图 16：2014-2018 年山煤集团的归母净利润情况（亿元）



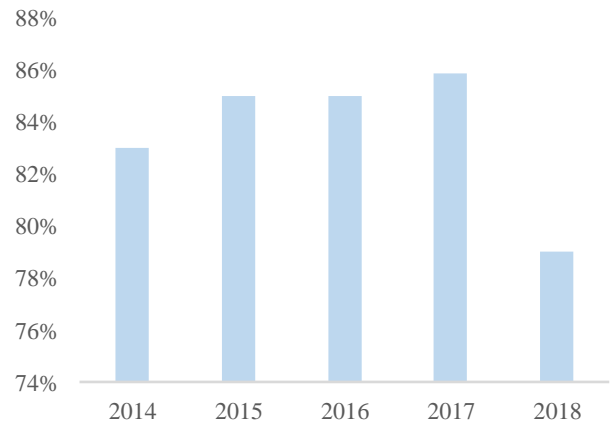
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 17：2014-2018 年山煤集团盈利情况（毛利率左轴）

图 18：2014-2018 年山煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 7：山煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览（单位：万吨、万吨/年、%）

煤矿名称	持股比例	地质储量	可采储量	计划产能	16年产量	17年产量	18年产量
经坊	75	43788	22788	300	261	169	229
凌志达	62.99	11257	7878	150	175	226	286
铺龙湾	100	11549	5537	120	285	229	280
霍尔辛赫	51	54210	23300	400	455	317	400
大平	35	6401	3228	150	110	76	110
宏远	65	4936	2610	120	30	80	123
长春兴	51	36390	22151	450	626	476	620
韩家洼	51	9281	4379	90	149	145	180
草垛沟	100	2350	1107	60	41	62	88
河曲露天	100	26064	23463	800	441	730	1018
豹子沟	100	8581	5303	90	27	78	132
鹿台山	100	2399	1567	60	57	42	62
在产合计		217206	123311	2790	2657	2630	3528

数据来源：Wind、东吴证券研究所

二、阳煤集团：集团煤炭资源丰富且资产证券化率较低，未来存在注入预期

集团简介：阳煤集团全称为阳泉煤业（集团）有限责任公司，前身为 1950 年 1 月成立的阳泉矿务局，1997 年 12 月改制为国有独资公司，是我国目前最大的无烟煤生产企业和冶金喷吹煤生产基地、无烟煤出口基地。经过 60 余年的发展，阳煤集团已经成为一个以煤炭产业为基础，以电力、铝业、煤化工为主导产业，以建筑房地产开发、煤机制造、磁性材料、建材、煤层气开发利用为支持产业的特大型企业集团。

在手煤矿资源：截至 2018 年年末，阳煤集团拥有生产矿井 44 个，核定产能合计

8050 万吨，保有储量合计 85.6 亿吨、可采储量合计 41.5 亿吨。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 58.04% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有 2 个上市平台，分别为阳泉煤业（集团持股 58.34%）和阳煤化工（集团持股 24.19%）。

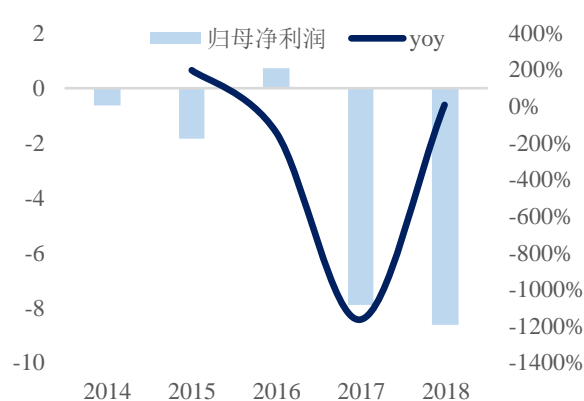
财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1613.28、1608.06、1739.01 亿元；归母净利润 0.74、-7.91、-8.67 亿元；毛利率分别为 7.51%、11.52%、10.88%；净利率分别为 -0.49%、0.10%、0.41%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 76.77%、证券化率为 36.57%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 19：2014-2018 年阳煤集团的营收情况（亿元）



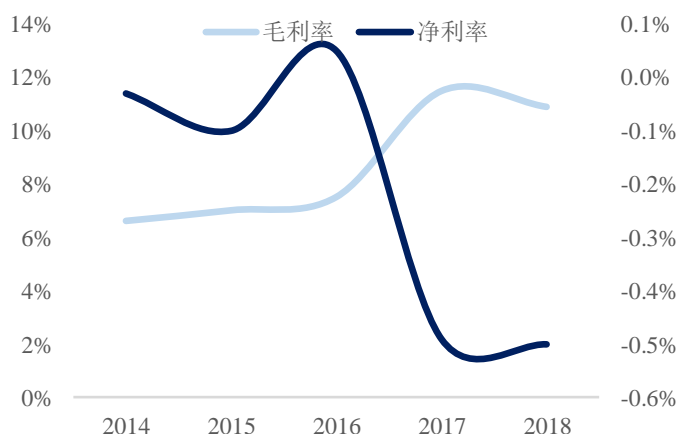
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 20：2014-2018 年阳煤集团的归母净利润情况（亿元）



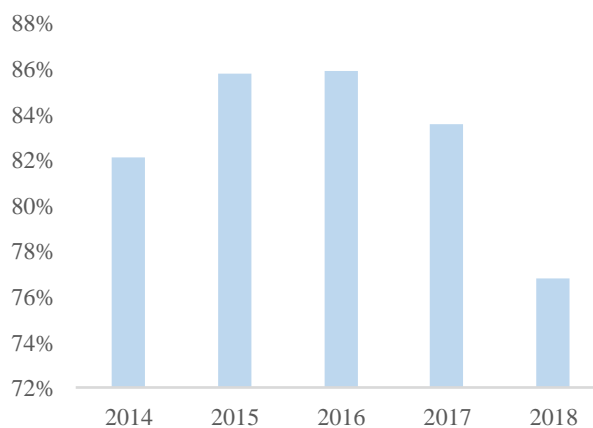
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 21：2014-2018 年阳煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 22：2014-2018 年阳煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 8：阳煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览

煤矿名称	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨)	17年产量(万吨)	18产量(万吨)
国阳一矿	7.76	4.61	750	750	750
国阳二矿	4.39	1.96	810	810	810
阳煤三矿	0.93	0.03	350	68.88	350
阳煤新景矿	8.90	5.37	450	360	450
阳煤五矿	5.43	2.37	500	746.85	500
平舒煤业	1.22	0.80	90	71.21	90
阳煤开元矿	3.17	1.34	300	239.19	300
石港煤业	0.48	0.13	90	0	90
寺家庄矿	10.65	5.88	500	400	478.10
阳煤新元矿	13.10	6.33	300	237.18	81.96
新大地矿	0.44	0.33	150	122.16	99.95
坪上煤矿	0.48	0.17	150	152.22	145.94
运裕煤矿	0.15	0.11	150	149.70	453.09
长沟煤矿	0.37	0.09	180	180	180
孙家沟	1.57	0.65	120	361.06	120
合计	59.04	30.17	4890	4648.45	4899.03

数据来源：Wind、东吴证券研究所

三、潞安集团：喷吹煤行业龙头，立志于打造新型高端现代煤化工产业

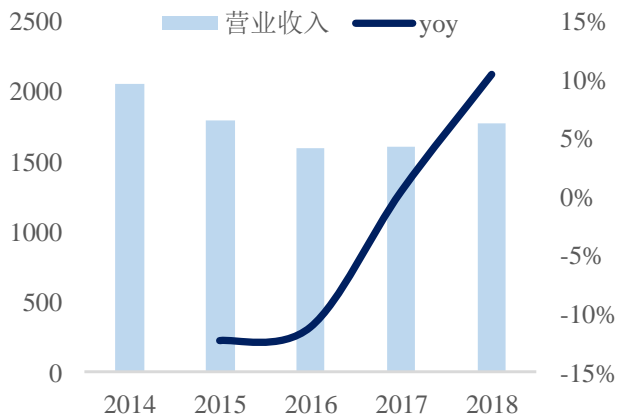
集团简介：潞安集团全称为潞安矿业（集团）有限责任公司，前身为成立于 1959 年的潞安矿务局，是全国 512 户国家重点企业之一，目前在世界 500 强中排名 448 位，在中国煤炭行业排名第 9 位。公司主业为煤炭开采，辅以煤炭基础发展循环经济，初步形成煤炭产品、非煤产品和其他业务三大板块。截至 2017 年年末，集团拥有全资及控股子公司 63 家，其中全资子公司 25 家、控股子公司 38 家，另有 6 家参股公司。

在手煤矿资源：截至 2018 年年末，集团已形成潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭总储量达到 435.6 亿吨，按照亿吨级生产能力，可稳定生产 200 年以上。

股权结构及旗下上市公司：山西省国投是集团唯一出资人，集团实际控制人是山西省国资委，集团旗下拥有唯一上市平台潞安环能，集团持有潞安环能 61.61% 股权。

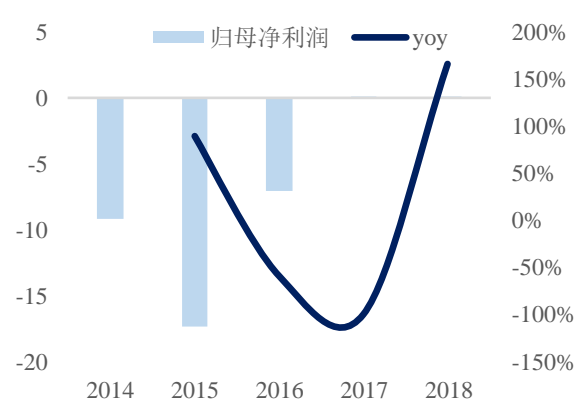
财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1600.2、1607.5、1775.42 亿元；归母净利润-7.10、0.03、0.08 亿元；毛利率分别为 6.79%、11.08%、12.58%；净利率分别为 -0.38%、0.63%、0.66%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 78.86%、证券化率为 27.09%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 23：2014-2018 年潞安集团的营收情况（亿元）



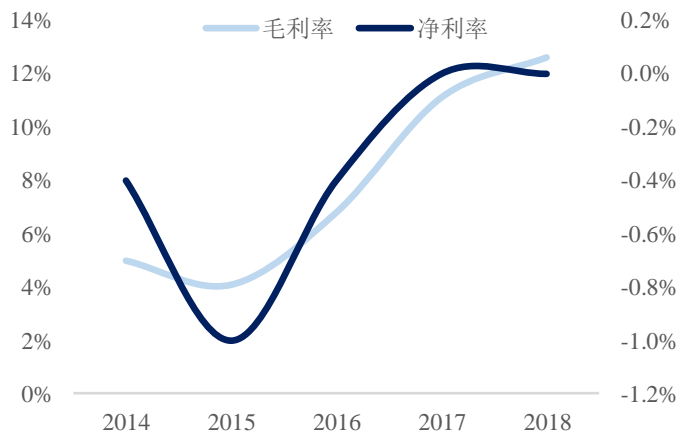
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 24：2014-2018 年潞安集团的归母净利润情况（亿元）



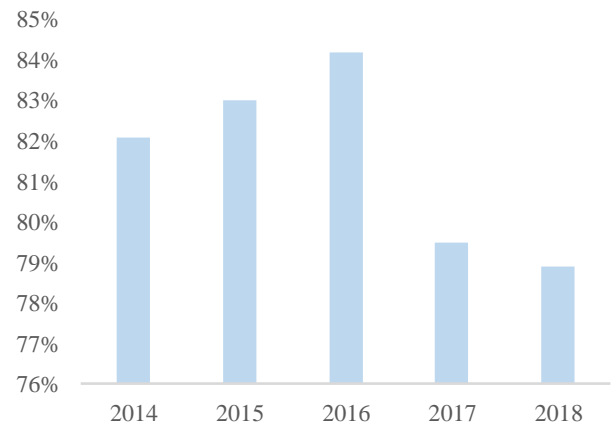
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 25：2014-2018 年潞安集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 26：2014-2018 年潞安集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 9：潞安集团及上市公司持有在产煤矿资源一览

地区	煤矿名称	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨)	17年产量(万吨)
省内主体矿	五阳煤矿	30166.3	13337.1	360	200.67
	樟村煤矿	15595.5	7473.7	400	320.04
	王庄煤矿	53458.1	23769.9	710	860.20
	常村煤矿	67605.8	37611.1	800	802.20
	司马煤业	31793.2	16369.9	300	333.67
	余吾煤业	142532	43479	750	1001.89
	潞宁煤业	11927.1	7120.4	180	214.00
	慈林山煤业夏店矿	7490.2	4843	240	177.16
	慈林山煤业慈林山				138.20

矿					
	郭庄煤业	5635.4	2340.3	300	270.00
	高河能源	93291.2	49051.3	750	901.20
	李村煤矿	39566	22329.6	300	39.93
	古城煤矿	129786	74215	800	288.37
小计	在产	459494.8	205395.7	4670	5129.31
	在建	169352	96544.6	1100	328.3
省内整合 矿	在产			2040	1568.64
	在建			90	
新疆基地 (潞新公 司)	露天煤矿	1100	900	300	969.13
	二矿	5400	4300	220	
	砂墩子矿	80000	52700	300	
	沙尔湖矿	186000	166700	200	
小计	在产	6500	5200	520	988.48
	在建	266000	219400	500	
合计	在产			7230	8014.72
	在建			1690	

数据来源：Wind、东吴证券研究所

四、同煤集团：煤炭资源储备最丰富、资产证券化率最低的煤电一体化集团

集团简介：同煤集团全称为大同煤矿集团有限责任公司，前身为成立于 1949 年的大同矿务局，是原煤炭部直属的 94 个统配矿务局、山西八大矿务局之一，集团按照“煤电一体化”的战略思路，依托煤炭资源优势，目前已经逐渐发展成为集煤炭、电力、贸易和其它业务板块在内的综合性大型能源集团。

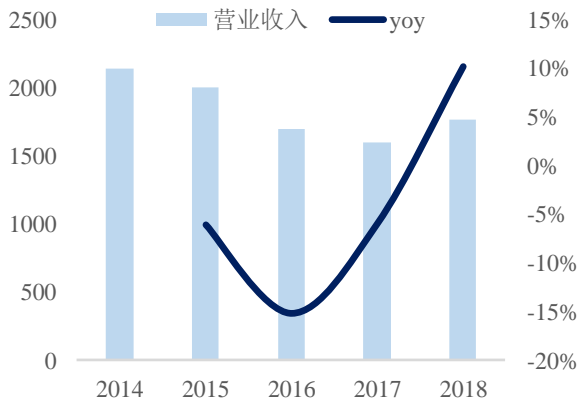
在手煤矿资源：集团以大同、宁武、河东三大煤田资源为基础，主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市。截至 2017 年末，同煤集团拥有 67 座矿井，井田面积合计 2015.57 平方公里，年生产能力 1.56 亿吨，资源储量合计 310.10 亿吨，其中：生产矿井 53 座，煤炭资源储量 143.86 亿吨，年生产能力 1.11 亿吨；资源整合矿井 28 座（20 座在产，8 座技改），煤炭资源储量 19.21 亿吨，年生产能力 0.21 亿吨；在建及筹建矿井 15 座，煤炭资源储量 120.34 亿吨，年生产能力 0.54 亿吨；山西省政府给予同煤集团配置矿井 6 座，资源储量 26.5 亿吨。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 65.17% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有 2 个上市平台，分别为大同煤业（集团持股 57.46%）和漳泽电力（集团持股 28.87%）。

财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1702.69、1601.62、1765.97 亿元；归

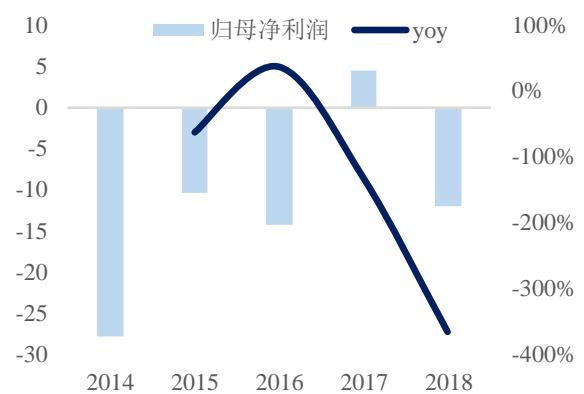
母净利润-14.27、4.52、-12.03 亿元；毛利率分别为 12.76%、17.17%、17.74%；净利率分别为-0.58%、0.02%、0.20%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 78.67%、证券化率为 22.11%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 27：2014-2018 年同煤集团的营收情况（亿元）



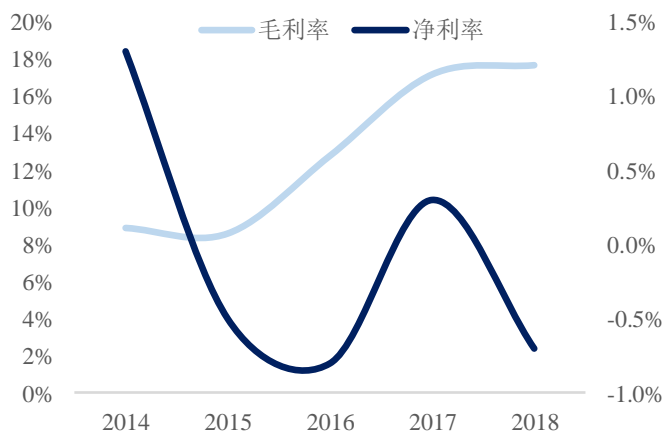
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 28：2014-2018 年同煤集团的归母净利润情况（亿元）



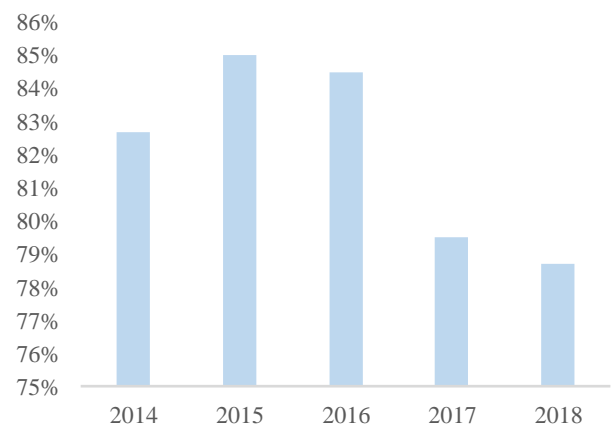
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 29：2014-2018 年同煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 30：2014-2018 年同煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 10：同煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览

煤矿名称	地质储量(亿吨)	核定产能(万吨)	16 年产量(万吨)	17 年产量(万吨)	18 年产量(万吨)
本部			6783.29	6537.52	6539.50
煤峪口			231.95	159.06	105.80
永定庄	920.1	200	219.22	200.00	280.07
同家梁	12463.9	300	114.55	-	-
四老沟	12648.2	320	253.51	205.56	85.11

忻州窑	9822.1	230	225.16	155.22	100.16
白洞	90	1958	104.13	153.00	164.00
雁崖	1660.2	150	111.62	32.50	
挖金湾	2351.4	70	63.83	120.43	163.37
晋华宫	35014.9	450	365.19	423.87	285.69
马脊梁	13034.9	380	427.36	457.22	640.00
大斗沟	3152.1	180	140.87	55.36	
王村	4871.4	100	123.03	177.80	185.22
云冈	35212.4	480	422.96	205.93	85.05
燕子山	26148.2	480	461.51	349.10	370.20
四台	42185	500	478.99	280.16	165.63
塔山	459742.2	1500	1845.06	2186.11	2375.00
同忻	127067.8	1000	1194.35	1376.20	1534.20
轩岗煤电	92480.4	750	948.57	1290.80	1227.40
地煤公司	85783.9	855	657.36	470.50	703.90
朔州煤电	97593.4	651	1194.81	1270.91	1426.99
整合矿井	195435.3	2670	415.65	550.27	537.98
同发东周窑	153296.6	1000	737.16	684.10	901.28
其他	-	3700	1049.30	1896.00	2384.61
总产量	1410884		11786.11	12700.10	13721.66

数据来源：Wind、东吴证券研究所

五、焦煤集团：优质炼焦煤行业龙头，西山煤电有望承接更多煤炭资产

集团简介：焦煤集团全称为山西焦煤集团有限责任公司，是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商，是全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业，是国家规划的 14 个大型煤炭基地骨干企业之一，位列 2017 年世界企业 500 强第 433 位。

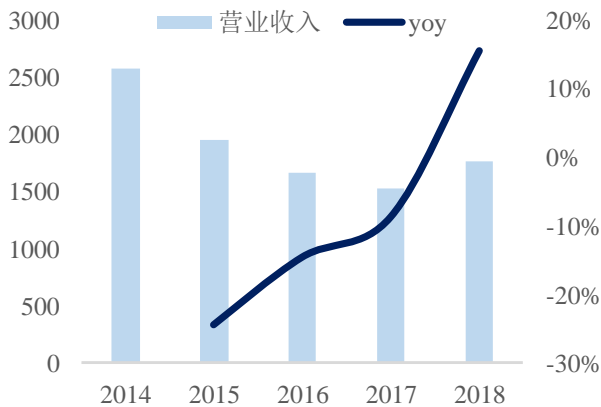
在手煤矿资源：集团拥有 6 大主力生产和建设矿区，下辖 100 座煤矿，生产能力 1.74 亿吨/年；28 座洗煤厂，入洗能力 1.26 亿吨/年；5 座焦化厂，焦炭产能 1164 万吨/年；9 座燃煤电厂，总装机容量 3468MW；14 座煤层气及余气余热电厂，装机容量 219MW；盐化日化产能 256 万吨/年。

股权结构及旗下上市公司：山西省国投是集团唯一出资人，集团实际控制人是山西省国资委，集团旗下拥有 3 个上市平台，分别为：西山煤电（集团持股 54.40%）、山西焦化（集团持股 51.14%）、st 南风（集团持股 25.69%）。

财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1668.97、1526.02、1765.65 亿元；归

母净利润-0.66、8.02、9.36 亿元；毛利率分别为 10.96%、18.00%、17.53%；净利率分别为-0.22%、0.76%、1.57%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 74.14%、证券化率为 25.66%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 31：2014-2018 年焦煤集团的营收情况（亿元）



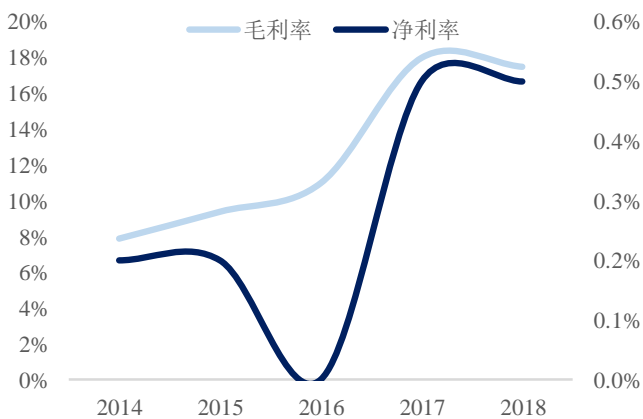
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 32：2014-2018 年焦煤集团的归母净利润情况（亿元）



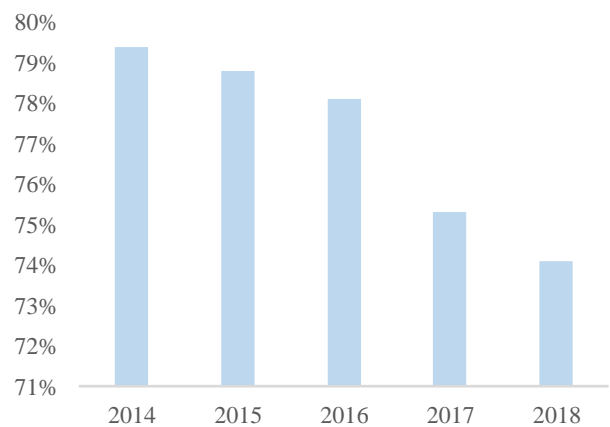
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 33：2014-2018 年焦煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 34：2014-2018 年焦煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 11：焦煤集团及上市公司原煤生产情况

煤矿名称	核定产能 (万吨)	15 年产量 (万吨)	16 年产量 (万吨)	17 年产量 (万吨)
西山煤电	3445	4750	3824	3950
汾西矿业	2900	2481	2555	2478
霍州煤电	2340	2755	2121	2261
华晋焦煤	390	395	521	792
投资公司	210	154	131	129

合计

9285

10535

9151

9610

数据来源：Wind、东吴证券研究所

六、晋煤集团：牵头组建山西燃气集团，打造煤层气抽采利用龙头

集团简介：晋煤集团全称为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，前身为 1958 年成立的泽州煤矿筹备处，是全国煤炭行业特大型企业，其主要生产地域为国家 13 个大型煤炭基地之一的晋东煤炭基地，是 19 个首批发布的煤炭国家规划区之一，是我国优质无烟煤重要的生产基地、全国最大的煤化工企业集团和全国最大的煤层气抽采利用基地。

在手煤矿资源：晋煤集团所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%。截至 2017 年末，晋煤集团拥有 60 座矿井，设计生产能力 10765 万吨/年，资源储量合计 110.37 亿吨，可采储量合计 52.92 亿吨，其中：生产矿井 36 座（含资源整合矿井 28 座），煤炭资源储量 40.72 亿吨，可采储量 19.60 亿吨，设计生产能力 5830 万吨/年；缓建矿井 13 座，煤炭资源储量 6.84 亿吨，可采储量 4.23 亿吨，设计生产能力 960 万吨/年；新增资源矿井 7 座，煤炭资源储量 61.11 亿吨，设计生产能力 3280 万吨/年。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 62.57% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有唯一上市平台蓝焰控股，集团持有蓝焰控股 40.05% 股权。

财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1519.64、1666.58、1709.55 亿元；归母净利润 0.20、3.87、3.48 亿元；毛利率分别为 9.56%、13.31%、16.79%；净利率分别为 -0.16%、0.46%、0.92%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 76.71%、证券化率为 2.90%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 35：2014-2018 年晋煤集团的营收情况（亿元）

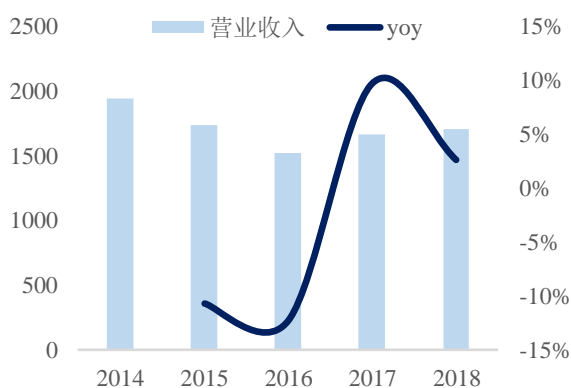
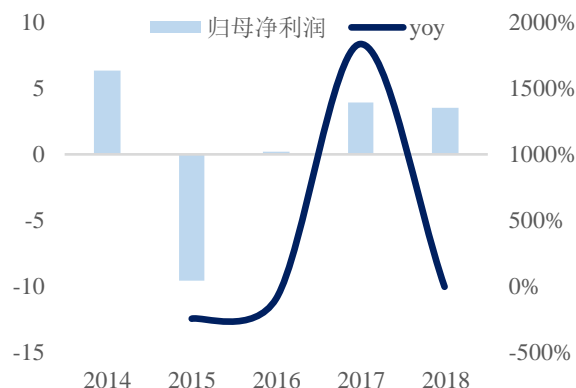
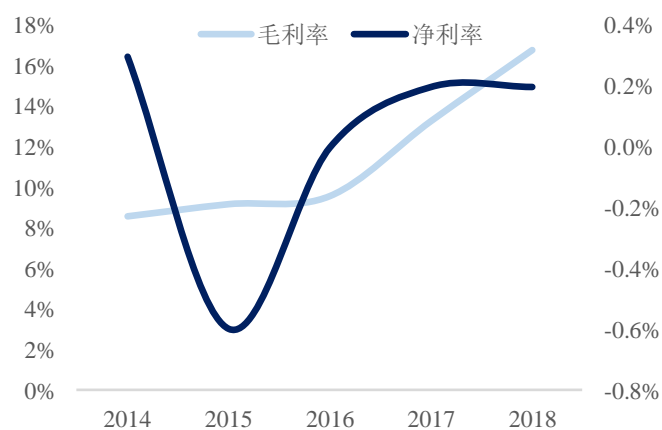


图 36：2014-2018 年晋煤集团的归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

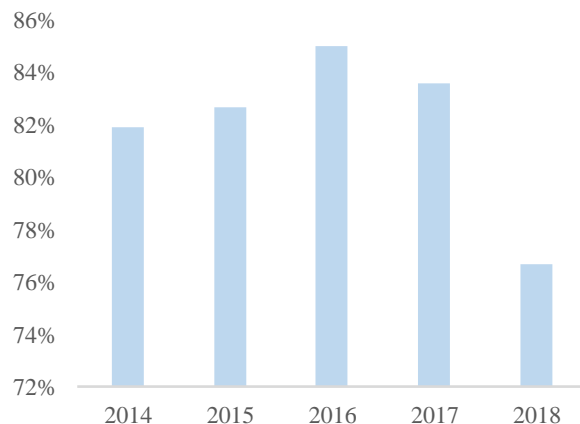
图 37：2014-2018 年晋煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 38：2014-2018 年晋煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

七、晋能集团：成立时间最晚，煤电一体化的综合能源集团

集团简介：晋能集团全称为晋能集团有限公司，前身为 2013 年成立的晋能有限责任公司，致力于建设全省“煤电一体，绿色发展”的现代综合能源集团，目前已经形成了以煤炭、电力、清洁能源为主业，贸易物流、多元产业共同发展的产业格局。

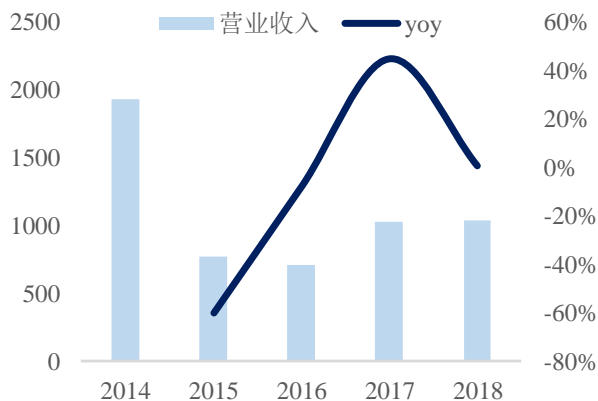
在手煤矿资源：集团下属山西煤炭运销集团有限公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源。集团整合矿区井田规划总面积 1293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 163 座。目前集团煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、主焦煤等。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 64.06% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有唯一上市平台通宝能源，集团持有通宝能源 57.33% 股权。

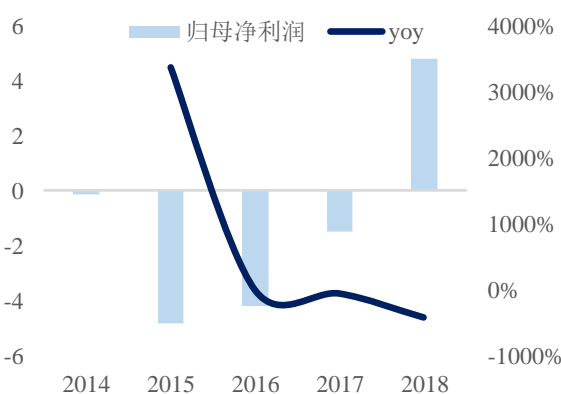
财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 710.14、1029.18、1036.56 亿元；归母净利润 -4.20、-1.47、4.83 亿元；毛利率分别为 13.19%、14.08%、17.54%；净利率分别为 -0.55%、0.71%、1.77%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 77.38%、证券化率为 4.46%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 39：2014-2018 年晋能集团的营收情况（亿元）

图 40：2014-2018 年晋能集团的归母净利润情况（亿元）

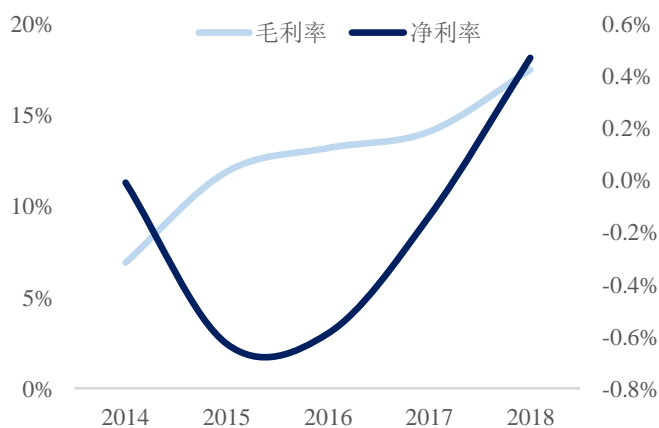


数据来源：Wind、东吴证券研究所



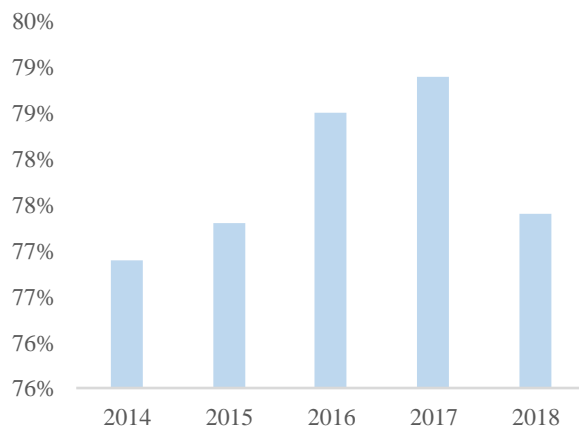
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 41：2014-2018 年晋能集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 42：2014-2018 年晋能集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.2. 山西国企改革方式探讨：股权激励+资产注入等手段有望取得重大突破

根据《2019 年国资国企改革行动方案》，2019 年山西省国改的两个主要目标之一是实现“135”战略目标，即“1”是保持国有企业持续稳健发展态势，“3”是在优化资本布局、加速混改、推行市场化契约化管理三个方面实现重大突破，“5”是在优化公司治理结构、防范化解重大风险、解决遗留问题、完善国资管理体制、加强国企党建五个方面加强支撑。从“135”战略目标中，我们推断 2019 年山西省国改最有可能取得重大突破的方式是**股权激励、资产注入、引入战略投资者和战略转型**。

1) **优化资本布局，明确要求七家煤炭企业要选择 1-2 个非煤高新技术产业作为转型主攻方向**。以山煤集团为例，2017 年山煤灵丘一期 60MW 光伏电站实现并网发电，2018 年 6 月山煤灵丘二期 30MW 光伏扶贫项目提前 10 天实现并网发电，且各项技术指标优良；总投资 32 亿元的河曲低热值煤发电项目正在推进，建成后每年将就地转化煤

矸石、煤泥等低热值煤 260 万吨；与中科院山西煤化所合作的以超级活性炭、碳纤维、石墨烯为主碳基科技新材料创新项目，已入驻山西转型综改示范区潇河产业园区等，逐渐走出了一条“依托煤而不依赖于煤”的转型发展道路。

2) **加快混合所有制改革，引入战略投资者，支持省属国有企业同国内外行业领军企业从股权层面加强战略合作。**以晋煤集团旗下的山西燃气集团为例，根据燃气集团重组整合方案，省外战略投资者华润燃气投资（中国）有限公司、中石油昆仑燃气有限公司、香港中华煤气有限公司以货币出资方式，通过非公开协议方式向燃气集团进行增资；同时积极引入中燃、北燃、新奥、华润等国内优秀城市燃气运营商，边组建边形成生产力。

3) **推行市场化契约化管理，针对上市公司推动股票期权、限制性股票为主的股权激励。**探索实行省属混合所有制企业员工持股，员工持股主要采取增资扩股、出资新设等方式，以货币出资为主，优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业和科技服务型企业开展试点，支持对企业经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干持股。

4) **利用好上市公司平台，通过持续不断将国有资产注入上市公司，实现国有资本证券化、股份化。**上市公司是国企改革的主要平台，也是发展混合所有制经济的重要途径，充分运用好山西省七大煤炭集团所拥有的上市公司这个平台，通过产融结合的模式，把优质资产通过置换、定增方式装进去，实现资源的资产化、资产的资本化、资本的股份化、股份的证券化。

4.3. 建议关注积极转型类公司【山煤国际】、【西山煤电】、【潞安环能】等

山煤国际：煤炭主业毛利率一骑绝尘，业绩释放+国企改革+战略转型值得期待

1) **核心竞争力明显：**拥有优质煤种+长协比例低+人员负担轻+原煤工效高，使得公司 2016-2018 年煤炭生产业务毛利率为 56.08%、62.36%、66.33%，领先全行业；考虑到公司多年来在煤炭生产业务上一直强调提升生产效率，我们预计未来该业务高毛利率仍然能够维持。

2) **内生增长一：**2018 年公司收购大股东旗下河曲露天 51% 股权，权益产能增加 408 万吨；河曲露天 2018 年实现净利润 7.38 亿元，远超 1.50 亿元的业绩承诺；考虑到公司中期产能规划是达到 5000 万吨/年，河曲露天剩余股权和旧产能置换进入上市公司值得期待。

3) **内生增长二：**剥离亏损贸易子公司股权，资产减值规模大幅下降。2019 年 4 月，公司公告拟挂牌出售“辰天国贸”等五家全资子公司各 49% 股权、控股子公司内蒙晟达 39% 股权以及控股子公司江苏物流旗下的天津公司等 5 家子公司各 49% 股权，如果按照

2018 年财务数据测算，则出让这些亏损子公司股权后，有望增厚公司净利润 6.81 亿元。

4) **国企改革形成重要催化**：我们在前文中已经介绍，山西省国改最有可能取得重大突破的方式包括股权激励、资产注入、引入战略投资者和战略转型等，而山煤集团作为优化资本布局的先行者，2017 年山煤灵丘一期 60MW 光伏电站实现并网发电、2018 年 6 月山煤灵丘二期 30MW 光伏扶贫项目提前 10 天实现并网发电，未来走出一条“依托煤炭而不依赖于煤炭”的转型发展道路值得期待。Wind 一致预期 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45、0.51、0.56 元，对应 PE 分别为 11、10、9 倍，建议关注。

风险提示：煤炭价格显著下行、新产能投放不达预期、国企改革进展不达预期等。

西山煤电：高股息率煤焦一体化龙头，价值属性凸显

1) **高股息率是基础**：根据公司公告，2019 年公司每股派发现金红利 0.30 元，分红比例达到 52.46%、股息率为 4.78%，考虑到此前公司资本开支最大的项目古交电厂已经接近完工，短期内并无大额资本开支计划，因此高分红比例有望维持。

2) **未来 3 年内生增长达到超过 10%**：在建矿井方面，鸿兴和登富康有望于今明两年投产，再加上部分技改矿井，预计到未来 2-3 年内有会新增产能 300 万吨释放，占比公司 2018 年原煤产量（2745 万吨）达到 10.93%。

3) **外延并购潜力充足**：我们在前文中已经介绍，焦煤集团旗下有 3 大上市平台（西山煤电、山西焦化、st 南风），集团资产证券化率仅为 25.66%（上市公司总资产/集团总资产），未来公司有望成为焦煤集团旗下的煤炭资产整合平台，目前公司煤炭产能和产量占比集团尚不到 30%，仍有充分注入潜力和空间。Wind 一致预期 2019-2021 年 EPS 分别为 0.63、0.68、0.71 元，对应 PE 分别为 10、9、9 倍，建议关注。

风险提示：煤炭价格显著下行、新产能投放不达预期、国企改革进展不达预期等。

潞安环能：潞安集团旗下唯一上市平台，有望承接煤化工之外优质资产

1) **潞安集团旗下唯一上市平台，煤炭资产注入仍有空间**：公司作为潞安集团旗下唯一上市平台，自上市以来，集团已经先后将余吾煤业、潞宁煤业及部分整合煤矿注入上市公司。同时根据《避免同业竞争协议》及上市时的解决同业竞争承诺，对于潞安集团已存在的涉煤资产或业务，上市公司享有优先购买权，同时潞安集团在法律法规及政策等条件允许下，尽最大可能配合上市公司开展收购工作。目前集团在手煤炭总产能 8920 万吨/年、在产产能为 7230 万吨/年，上市公司在产产能为 4130 万吨/年，占比集团为 57.12%，集团整体资产证券化率仅为 27.09%（上市公司总资产/集团总资产），后续资产注入仍存空间。

2) 潞安集团转型现代煤化工，公司有望承接煤化之外优质资产。在山西省国资委发布的省属企业主辅业目录中，潞安集团的主业已经变更为“现代煤化工”，而“煤炭开采和洗选业”成了辅业，一定程度上意味着现代煤化工正在成为潞安集团的“新标签”。通过梳理潞安集团旗下资产及业务，可以发现除了煤炭和煤化工相关业务之外，集团还积极布局新能源业务，集团全资子公司山西潞安光伏发电有限公司成立于2016年5月，专业从事太阳能光伏发电项目的开发及运营，先后开发完成了长治50MW光伏农业大棚发电项目、长治20MW分布式光伏发电项目、运城50MW光伏发电项目的建设，并承担了长治地区的光伏扶贫任务，总装机容量突破200MW。我们分析认为，未来公司作为集团旗下唯一上市平台，不排除承接煤化工相关业务以外的优质资产。Wind一致预期2019-2021年EPS分别为1.01、1.06、1.12元，对应PE分别为8、8、7倍，建议关注。

风险提示：煤炭价格显著下行、新产能投放不达预期、国企改革进展不达预期等。

5. 风险提示

宏观经济下行使得下游用煤需求减弱，煤炭销量不达预期；

风电、光伏等新能源装机快速投运，挤压火电用煤需求；

安全、环保事件造成新产能投放不达预期；

煤炭价格显著下行；

国企改革政策推进不达预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

