

固定收益点评

山西七大煤炭集团了解一下？

山西省煤矿产能位居全国第一，煤炭开采历史悠久。截至2018年12月31日，全国证照齐全的煤炭生产矿井总产能为35.27亿吨/年，其中山西省为9.63亿吨/年，位居全国第一。山西煤炭资源具有分布广、品种全、整体煤质优良、开采自然条件优越等特点。全省含煤面积5.88万平方千米，占全省面积近40%。

经过煤炭行业资源整合和企业兼并重组，2017年山西省形成了七大煤炭集团，分别为同煤集团、焦煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、阳煤集团和山煤集团。

本文将从股东背景、资源禀赋、经营情况、盈利能力和债务情况五大方面分析煤炭企业。股东背景主要关注是国企还是民企，煤炭行业具有强周期性，在行业景气度较低时，国企可能会获得一定的政府支持，从而提高抗风险能力。山西七大煤炭集团实际控制人均为山西省国资委，股东背景较强。煤企的生产经营依托其所拥有的煤炭资源禀赋，煤种稀缺性、煤质优劣、煤炭储量、生产能力等因素较为重要，直接影响煤企的营收规模和盈利能力。经营情况方面，除了主业的煤炭业务，还需关注非煤业务。由于煤炭开采成本通常变化较小，煤炭价格波动对煤企盈利情况影响较大，因此煤企通常会延伸产业链，发展非煤业务以降低经营风险，需关注非煤业务类型和盈利能力。常见的非煤业务包括贸易、电力、煤化工和焦化等。盈利能力主要关注煤企整体的盈利表现，包括净利润规模及增速、净资产收益率（ROE）、期间费用率和主营业务收现比率等指标。债务情况主要关注资产负债率、有息债务增长率、有息债务期限及品种结构、短期及长期偿债能力等。

综合来看，我们将山西七家煤炭集团分为三个梯队：第一梯队是焦煤集团和晋煤集团；第二梯队是潞安集团、晋能集团、阳煤集团和同煤集团；第三梯队是山煤集团。

从存量债估值看，焦煤集团和晋煤集团估值水平较低，2年以内存量债估值均低于4%，整体平均估值低于3.7%。而山煤集团估值较高，各期限存量债估值均高于7%，整体平均估值为7.52%。潞安集团整体平均估值在4%左右，阳煤集团、晋能集团和同煤集团整体平均估值在4.2%-4.5%左右。

经过16年以来的供给侧改革去产能，煤价大幅上涨，近两年煤炭企业盈利能力及资产负债率都明显改善，未来煤价虽然可能会震荡回落，但大幅下跌的可能性较小，仍将处于历史较高区间。因此，在目前缺高性价比资产的情况下，煤企借新还旧相对顺畅，当前信用利差处于历史较高分位数并且收益率较高的山西煤企值得关注。例如，山煤集团的1年内个券，晋能集团、同煤集团、阳煤集团和潞安集团的3年内个券。

风险提示：数据口径有偏差，煤炭行业政策超预期。

作者

分析师 刘郁

执业证书编号：S0680518080002

邮箱：liuyu@gszq.com

分析师 姜丹

执业证书编号：S0680518090003

邮箱：jiangdan@gszq.com

相关研究

1、《固定收益定期：信用负面跟踪 20190726》

2019-07-28

2、《固定收益定期：信用负面跟踪 20190725》

2019-07-26

3、《固定收益点评：货币宽松要迟到了吗？》

2019-07-25

4、《固定收益点评：华融湘江银行：聚焦湖南本地，第一大股东为央企》 2019-07-25

5、《固定收益定期：信用负面跟踪 20190724》

2019-07-24



内容目录

山西省煤矿产能位居全国第一.....	4
煤炭企业分析框架.....	5
山西七大煤炭集团面面观.....	6
同煤集团：动力煤储量丰富、产能大，债务负担较重.....	6
焦煤集团：炼焦煤产能全国第一，煤炭和焦化盈利能力较强，负债率最低.....	9
晋煤集团：无烟煤煤质优良，煤炭和煤化工盈利能力较强，短期债务占比较高.....	11
晋能集团：煤种全，煤炭贸易业务有优势，短期债务占比较低.....	14
潞安集团：拓展省外煤矿，非煤业务涉及领域较多.....	16
阳煤集团：无烟煤成块率低，短期偿债能力较弱.....	19
山煤集团：煤炭资源储量少，人员负担小.....	21
总结：山西煤企三梯队.....	23
存量债情况：估值和信用利差分化，2019年下半年及2020年到期集中.....	24
存量债到期集中在2019年下半年及2020年.....	24
焦煤集团和晋煤集团估值较低，山煤集团估值较高.....	25
焦煤集团和晋煤集团信用利差处于历史较低水平，同煤集团、晋能集团和山煤集团处于较高水平.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1：全国煤矿生产能力情况.....	4
图表 2：2018年底山西省七大煤炭集团基本情况.....	5
图表 3：煤炭企业信用分析框架.....	6
图表 4：截至2018年末同煤集团煤矿情况.....	7
图表 5：2016-2018年同煤集团吨煤毛利波动上升（元/吨）.....	8
图表 6：2017-2018年同煤集团营业收入结构及各板块毛利情况（亿元，%）.....	8
图表 7：2016-2018年同煤集团杠杆率持续下降（亿元）.....	9
图表 8：2016-2018年同煤集团现金类资产对短期债务覆盖度持续下降.....	9
图表 9：焦煤集团主要矿井情况（平方公里，万吨，%，年）.....	10
图表 10：2016-2018年焦煤集团吨煤毛利持续增长（元/吨）.....	10
图表 11：2017-2018年焦煤集团营业收入结构及各板块毛利情况（亿元，%）.....	11
图表 12：2016-2018年焦煤集团有息债务规模上升（亿元）.....	11
图表 13：2016-2018年焦煤集团现金类资产对短期债务覆盖度上升.....	11
图表 14：截至2018年末晋煤集团煤矿情况表（万吨，万吨/年，年）.....	12
图表 15：2016-2018年晋煤集团吨煤毛利持续提升（元/吨）.....	13
图表 16：2017-2018年晋煤集团营业收入结构及各板块毛利情况（亿元，%）.....	13
图表 17：2016-2018年晋煤集团有息债务规模增加（亿元）.....	14
图表 18：2016-2018年晋煤集团短期偿债能力情况.....	14
图表 19：晋能集团主要煤矿明细.....	15
图表 20：2016-2018年晋能集团营业收入结构及各板块毛利情况（亿元，%）.....	16
图表 21：2016-2018年晋能集团有息债务规模波动上升（亿元）.....	16
图表 22：2016-2018年晋能集团现金类资产对短期债务覆盖度提高.....	16
图表 23：潞安集团生产矿井和建设矿井情况（万吨，万吨/年，年）.....	17
图表 24：2016-2018年潞安集团煤炭产销率维持较高水平（万吨）.....	18

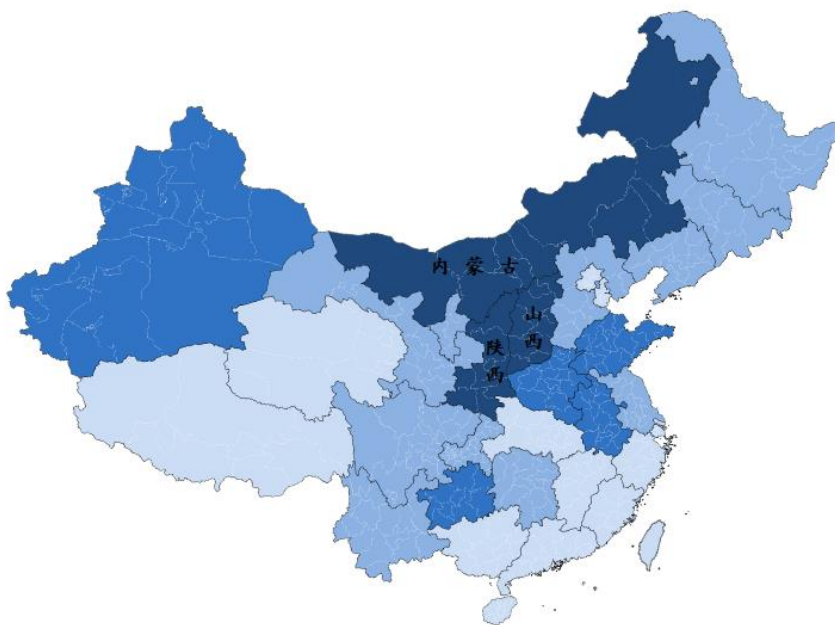
图表 25: 2016-2018 年潞安集团煤炭吨煤毛利持续提升 (元/吨)	18
图表 26: 2017-2018 年潞安集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)	18
图表 27: 2016-2018 年潞安集团资产负债率持续下降 (亿元)	19
图表 28: 2016-2018 年潞安集团现金类资产对短期债务覆盖度明显提高.....	19
图表 29: 截至 2018 年末阳煤集团主要生产矿井情况	20
图表 30: 2016-2018 年阳煤集团煤炭吨煤毛利有所上升 (元/吨)	20
图表 31: 2017-2018 年阳煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)	21
图表 32: 2016-2018 年阳煤集团有息负债规模增加 (亿元)	21
图表 33: 2016-2018 年阳煤集团现金类资产对短期债务覆盖度较低	21
图表 34: 山煤集团煤矿资源情况 (万吨, 万吨/年)	22
图表 35: 2017-2018 年山煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)	23
图表 36: 2016-2018 年山煤集团有息债务规模波动下降 (亿元)	23
图表 37: 2016-2018 年山煤集团现金类资产对短期债务覆盖度波动上升.....	23
图表 38: 七大煤企 2018 年主要经营指标.....	24
图表 39: 山西省七大煤炭集团存量债及到期分布 (亿元, %)	25
图表 40: 山西省七大煤炭集团存量债估值情况 (%)	25
图表 41: 2011 年以来七大煤炭集团当前信用利差所处历史分位数情况.....	26

山西省煤矿产能位居全国第一

山西省煤矿产能位居全国第一，煤炭开采历史悠久。截至 2018 年 12 月 31 日，全国证照齐全的煤炭生产矿井总产能为 35.27 亿吨/年，主要分布于华北地区。其中，山西、内蒙古和陕西位居前三名，分别为 9.63 亿吨/年、8.54 亿吨/年和 4.44 亿吨/年，合计占全国总产能的 64%。

山西省的煤炭资源具有分布广、品种全、整体煤质优良、开采自然条件优越等特点。全省煤炭资源分布在六大煤田：大同煤田、宁武煤田、河东煤田、霍西煤田、西山煤田和沁水煤田，含煤面积 5.88 万平方千米，占全省面积近 40%。煤种及分布上，以动力煤和优质炼焦煤为主，其中，动力煤主要分布在晋北的大同煤田和宁武煤田，焦煤主要分布在晋西的河东煤田、晋中的霍西煤田和西山煤田。其次是无烟煤，主要分布在晋东的沁水煤田。煤质方面，河东煤田离柳矿区的 4#煤，也称“柳林煤”，是世界范围稀有的优质炼焦煤；大同煤田的动力煤、沁水煤田晋城矿区的无烟煤煤质优良。

图表 1：全国煤矿生产能力情况



资料来源：国家能源局，国盛证券研究所

注：颜色越深表示煤矿产能越大

经过煤炭行业资源整合和煤炭企业兼并重组，2017 年山西省形成了七大煤炭集团，分别为大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）、山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）、晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）、山西潞安矿业(集团)有限责任公司（以下简称“潞安集团”）、阳泉煤业(集团)有限责任公司（以下简称“阳煤集团”）和山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）。这七大煤炭集团控股股东均为山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），实际控制人均为山西省国资委。除晋能集团和山煤集团外，其余 5 家均由山西省原中央直属的八大矿务局重组改制而来。

图表 2: 2018 年底山西省七大煤炭集团基本情况

公司名称	总资产 (亿)	资产负债率	总产能 (万吨)	前身	主体评级	大股东
同煤集团	3425.86	78.67%	15630	大同矿务局	AAA	山西省国有资本投资运营有限公司: 65.17%; 中国信达资产管理股份有限公司: 30.12%; 山西煤炭运销集团有限公司: 2.06%; 朔州矿业公司: 1.19%
焦煤集团	3383.97	74.14%	18400	西山、汾西和霍州矿务局	AAA	山西省国有资本投资运营有限公司: 100%
晋煤集团	2755.74	76.71%	10765	晋城矿务局	AAA	山西省国有资本投资运营有限公司: 62.57%; 国开金融有限责任公司: 20.36%; 中国信达资产管理股份有限公司: 17.07%
晋能集团	2686.67	77.38%	14205	-	AAA	山西省国有资本投资运营有限公司: 64.06%; 晋城市国资委: 8.82%; 长治市国资委: 6.83%; 阳泉市国资委: 5.95%; 大同市国资委: 3.68%; 太原市国资委: 2.53%; 晋中市国资委: 2.13%; 临汾市国资委: 1.98%; 吕梁市国资委: 1.57%; 朔州市国资委: 0.88%
潞安集团	2408.79	78.86%	10110	潞安矿务局	AAA	山西省国有资本投资运营有限公司: 100%
阳煤集团	2396.78	76.77%	8050	阳泉矿务局	AAA	山西省国有资本投资运营有限公司: 54.03%; 中国信达资产管理股份有限公司: 40.42%; 山西焦煤集团有限责任公司: 5.55%
山煤集团	843.54	78.97%	3660	-	AA+	山西省国有资本投资运营有限公司: 100%

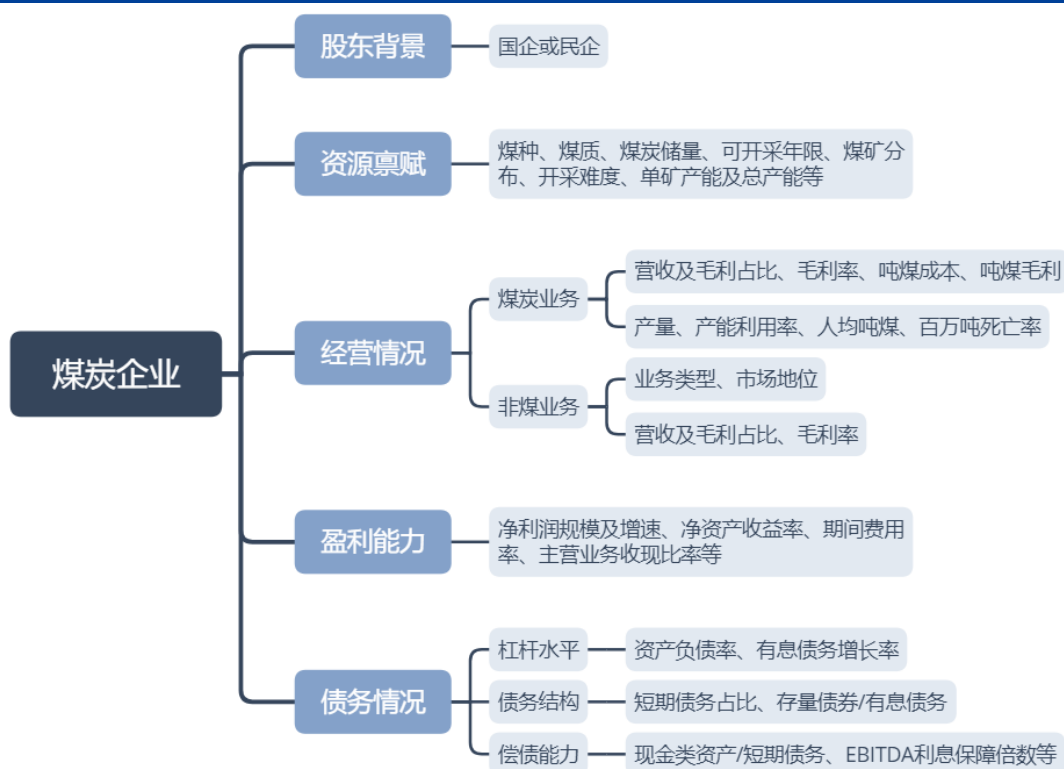
资料来源: Wind, 募集说明书, 评级报告, 公司年报, 国盛证券研究所

注: 总产能中焦煤集团、晋能集团和山煤集团为 2019 年 3 月末数据。

煤炭企业分析框架

本文主要从**股东背景**、**资源禀赋**、**经营情况**、**盈利能力和债务情况**五大方面分析煤炭企业。**股东背景**主要关注是国企还是民企, 煤炭行业具有强周期性, 在行业景气度较低时, 国企可能会获得一定的政府支持, 从而提高抗风险能力。**煤企的生产经营依托其所拥有的煤炭资源禀赋**, 煤种稀缺性、煤质优劣、煤炭储量、生产能力等因素较为重要, 直接影响煤企的营收规模和盈利能力。**经营情况方面**, 除了主业的煤炭业务, 还需关注**非煤业务**。由于煤炭开采成本通常变化较小, 煤炭价格波动对煤企盈利情况影响较大, 因此煤企通常会延伸产业链, 发展非煤业务以降低经营风险, 需关注非煤业务类型和盈利能力。常见的非煤业务包括贸易、电力、煤化工和焦化等。**盈利能力**主要关注煤企整体的盈利表现, 包括净利润规模及增速、净资产收益率 (ROE)、期间费用率和主营业务收现比率等指标。**债务情况**主要关注资产负债率、有息债务增长率、有息债务期限及品种结构、短期及长期偿债能力等。

图表 3: 煤炭企业信用分析框架



资料来源：国盛证券研究所

山西七大煤炭集团面面观

本文接下来根据煤炭企业分析框架，对山西省七大煤炭集团依次进行详细分析。

同煤集团：动力煤储量丰富、产能大，债务负担较重

同煤集团的前身大同矿务局成立于 1949 年 8 月 30 日，为原煤炭部直属的 94 个统配矿务局、山西八大矿务局之一。2000 年 7 月，大同矿务局正式改制为大同煤矿集团有限责任公司。2017 年 8 月，山西省国资委将其持有的同煤集团 65.17% 股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司。同煤集团控股股东由山西省国资委变更为山西国投，实际控制人仍为山西省国资委。

同煤集团煤炭资源储量丰富，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、忻州市。截至 2018 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 1.563 亿吨，资源储量合计 310.10 亿吨，可采储量 141.09 亿吨。煤种以优质动力煤为主，主要煤种为不黏煤和弱黏煤，具有高发热量、低灰、低硫等特点，已形成“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”四大知名品牌。

图表 4: 截至 2018 年末同煤集团煤矿情况

矿区/煤矿	煤种	资源储量 (万吨)	设计产能 (万吨)	投产年份	可采年限
本部					
永定庄	不黏煤、气煤	920.1	200	1954	0.2
同家梁	弱黏煤	12463.9	300	1949	已关闭
四老沟	不黏煤	12648.2	320	1958	15.3
白洞	气煤		90	1958	已注销
雁崖	不黏煤	1660.2	150	1962	已关闭
挖金湾	不黏煤	2351.4	70	1962	3.6
晋华宫	不黏煤	35014.9	450	1956	20.3
马脊梁	不黏煤、气煤	13034.9	380	1952	10.8
大斗沟	弱黏煤	3152.1	180	1960	已关闭
王村	不黏煤	4871.4	100	2011	3.9
云冈	弱黏煤	35212.4	480	1973	27.3
燕子山	不黏煤、气煤	26148.2	480	1988	21.6
四台	不黏煤	42185.0	500	1991	33.4
同忻	气煤、1/3 焦煤	127067.8	1000	2013	55.4
大同煤业					
忻州窑	不黏煤	9822.1	230	1925	14.9
塔山	气煤	459742.2	1500	2008	120.9
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	92480.4	750	-	-
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、 气煤	85783.9	855	-	-
朔州煤电	不黏煤、气煤	97593.4	651	-	-
整合矿井	气煤、贫瘦煤、1/3 焦煤	195435.3	2670	-	-
同发东周窑	长焰煤	153296.6	1000	-	76.5
其他	不黏煤、气煤	-	3700	-	-
合计		1410884.4	-	-	-

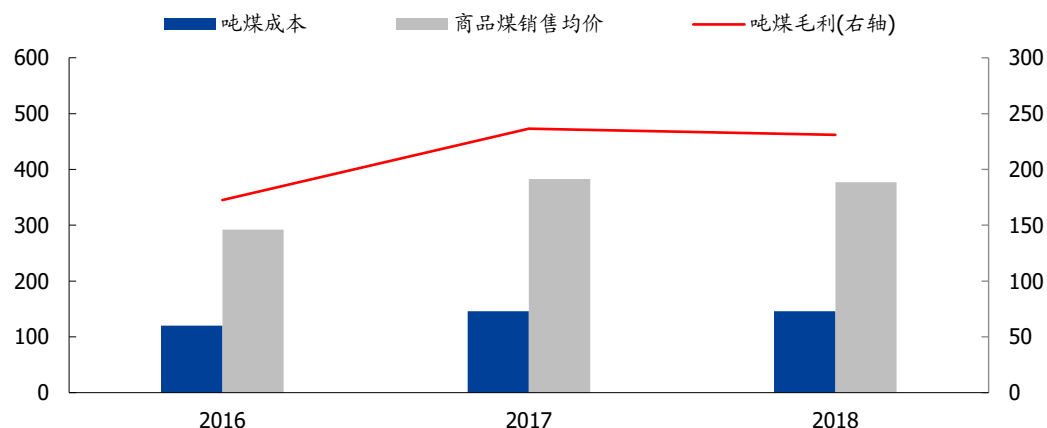
资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: “-”为没有数据, 下同

煤炭主业突出, 去产能带动盈利明显改善。2016-2018 年煤炭业务收入由 591.89 亿元上升至 780.58 亿元, 占比由 34.79% 上升至 44.22%。受益于去产能推进, 2016 年中以来煤炭价格企稳回升, 毛利率由 16 年的 30.79% 上升至 17 年的 36.97%, 18 年小幅下滑至 35.33%。

动力煤煤价低导致集团吨煤毛利和煤炭业务毛利率较低。动力煤煤价在三大煤种中最低, 导致同煤集团的吨煤毛利在七家煤企中处于较低水平, 2018 年为 230.99 元/吨, 明显低于晋煤集团 371 元/吨和焦煤集团 312.25 元/吨。相应地, 同煤集团煤炭业务毛利率较低, 2018 年为 35.33%, 其他 6 家煤企均在 40% 以上。

图表 5: 2016-2018 年同煤集团吨煤毛利波动上升 (元/吨)



资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 吨煤成本为原煤开采成本, 不含洗耗、加工成本。

非煤业务以电力为主, 2017 年出现亏损。2016-2018 年电力业务营业收入由 85.76 亿元上升至 120.21 亿元, 营收占比由 5.04% 上升至 6.81%。受煤炭价格回升影响, 电力业务盈利空间被挤压, 毛利率由 16.29% 下降至 7.99%, 且于 2017 年发生亏损。截至 2018 年 9 月底, 电力装机容量总计 1708.5 万千瓦, 其中火电装机容量占比 90.49%。2016-2018 年, 发电量由 262 亿千瓦时增长 50.46% 至 394.2 亿千瓦时。

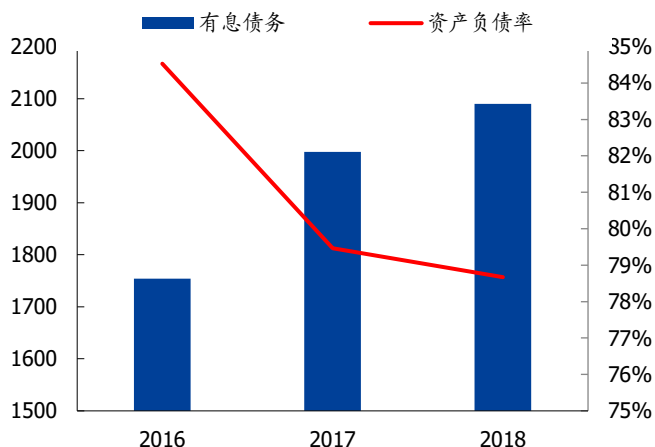
图表 6: 2017-2018 年同煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

业务分类	2017				2018			
	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率
煤炭	689.00	254.70	92.68	36.97	780.58	275.79	88.09	35.33
非煤业务	879.54	7.87	2.86	0.89	937.72	19.65	6.28	2.10
其中: 电力	104.07	-3.80	-1.38	-3.65	120.21	9.61	3.07	7.99
贸易	717.48	4.57	1.66	0.64	766.08	4.50	1.44	0.59
其他	57.99	7.10	2.58	12.24	51.43	5.54	1.77	10.77
主营业务小计	1568.54	262.57	95.55	16.74	1718.30	295.44	94.37	17.19
其他业务小计	32.05	12.24	4.45	38.19	46.84	17.63	5.63	37.64
合计	1600.59	274.81	100.00	17.17	1765.14	313.07	100.00	17.74

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

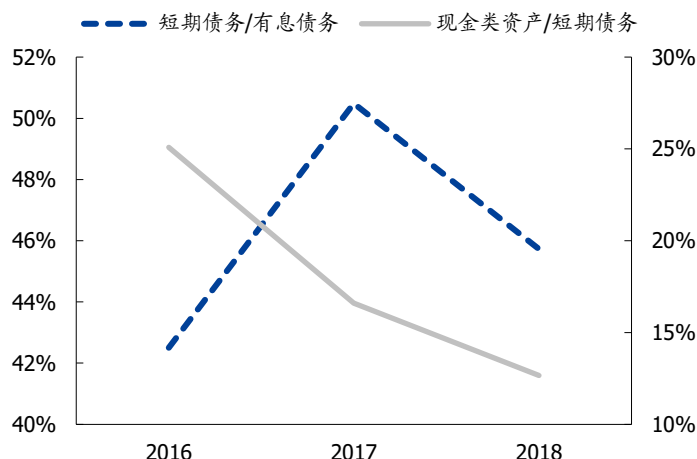
债务方面, 由于承担过多社会职能, 债务负担较重, 短期偿债能力较弱。同煤集团其他应收款常年较高, 2018 年增加至 722.96 亿元。其中, 企业办社会、剥离社会职能退出单位、历史矿井和产能退出矿井的其他应收款余额较高, 使得公司债务负担较重。2017 年资产负债率大幅降至 79.46%, 主要因为采矿权重估, 2018 年小幅降至 78.67%, 仍处于较高水平。2018 年有息债务为 2090 亿, 较 16 年增长 19.17%, 增幅排 7 家煤企首位。2018 年, 现金类资产/短期债务降至 12.66%, 在 7 家煤企中排倒数第二。

图表 7: 2016-2018 年同煤集团杠杆率持续下降 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 8: 2016-2018 年同煤集团现金类资产对短期债务覆盖度持续下降



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

焦煤集团: 炼焦煤产能全国第一, 煤炭和焦化盈利能力较强, 负债率最低

焦煤集团于 2001 年由西山煤电、汾西矿业和霍州煤电为主体组建, 前身分别是成立于 1956 年的西山矿务局、汾西矿务局和成立于 1958 年的霍州矿务局。2017 年 8 月, 山西省国资委将焦煤集团 100% 股权划转至山西省国有资本投资运营有限公司, 焦煤集团成为山西国投全资子公司, 实际控制人仍为山西省国资委。

焦煤集团是目前全国规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商, 在煤种和煤质上均有独特优势。现有煤种包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等炼焦煤所有品种, 其中强粘焦煤和肥煤均为世界稀缺资源, 具有低灰、低硫、低磷、粘结性强、结焦性好等特性, 是钢厂不可或缺的骨架炉料。

炼焦煤生产能力位居全国第一。煤炭资源分布于西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田, 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。截至 2019 年 3 月末, 焦煤集团拥有 96 座矿井, 煤田面积合计 2203.47 平方公里, 年生产能力 1.84 亿吨, 在七家煤企中位居第一, 明显高于第二位的同煤集团 (1.56 亿吨), 资源储量合计 216.96 亿吨, 可采储量 114.22 亿吨。

图表 9: 焦煤集团主要矿井情况 (平方公里, 万吨, %, 年)

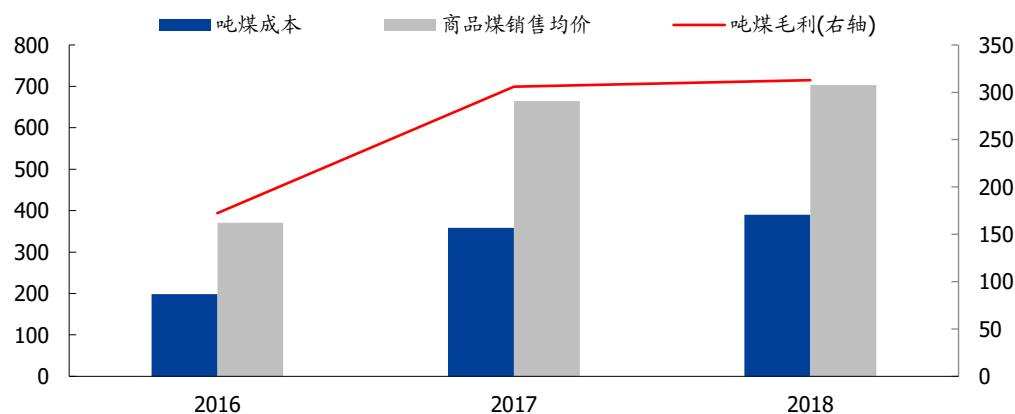
煤矿名称	井田面积	保有储量	可采储量	持股比例	剩余可采年限	煤种
斜沟矿	88.64	208679.7	106558.4	80	58.8	气煤、1/3 焦煤、1/2 中粘煤
沙曲一矿	70.72	125001	64562	51	92.23	肥煤、焦煤、瘦煤
沙曲二矿	63.45	86054	40470	51	97.5	焦煤、瘦煤、贫瘦煤
官地矿	104.5	127947.1	82307.2	100	118	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、 贫煤、无烟煤
马兰矿	104.42	108108.4	60305.8	100	120	肥煤、焦煤、瘦煤、贫 煤
屯兰矿	73.34	92382.6	55653.7	100	88.8	肥煤、焦煤、瘦煤、贫 煤
东曲矿	59.9	74425.4	49396.5	100	88.8	焦煤、瘦煤、贫煤
杜儿坪矿	69.77	74340	46497.1	100	58.8	瘦煤、贫瘦煤、贫煤
金能煤业	20.42	44102	23968	51	97.8	气煤、肥煤、1/3 焦煤
西曲矿	40.69	30614.4	16145.3	100	29.2	肥煤、焦煤、瘦煤
霍宝干河矿	25.38	21793	8813	60	41.9	1/3 焦煤
正太煤业	28	26777	17405	26.01	41	贫瘦煤
庞庞塔矿	13.26	21194	11248	100	26	1/3 瘦煤
吉宁矿	17.68	20609	7460	51	18	贫瘦煤、贫煤
三交河矿	28.03	14385	11708	90.96	27	肥煤、1/3 焦煤
西铭矿	43.03	21087.5	12727.8	100	26.1	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤
柳湾矿	75.33	43658	23066	100	54.11	肥煤、焦煤
双柳矿	29.61	31950	17816	100	41.64	肥煤、焦煤
水峪矿	42.15	33193	20680	100	36.2	肥煤、焦煤
合计	998.34	1206300	676788	-	-	-

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 主要矿井均为合并范围内的矿井, 选取标准为可开采储量 12000 吨 (含) 以上。

炼焦煤稀缺, 煤价回升明显, 吨煤毛利较高。炼焦煤、无烟煤、动力煤三大煤种中, 炼焦煤价格最高, 2016 年年中以来价格回升也最明显。2017 年焦煤集团商品煤销售均价由 2016 年的 370.82 元/吨大幅上升至 664.62 元/吨, 2018 年继续上升至 702.8 元/吨。吨煤毛利由 16 年的 172.34 元/吨大幅上升至 18 年的 312.8 元/吨。煤炭业务毛利率也维持在较高水平, 2018 年为 44.44%。

图表 10: 2016-2018 年焦煤集团吨煤毛利持续增长 (元/吨)



资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 吨煤成本为生产成本

非煤业务以焦化为主，毛利率持续提升。截至2019年3月31日，公司焦炭产能为1164万吨/年。2016-2018年焦炭产量分别为928万吨、943万吨和998万吨；销售均价分别为951.1元/吨、1565.76元/吨和1750.78元/吨。受益于销售均价上涨，2016-2018年，焦化业务营收占比由8.53%上升至13.66%，毛利率由5.03%上升至15.01%。

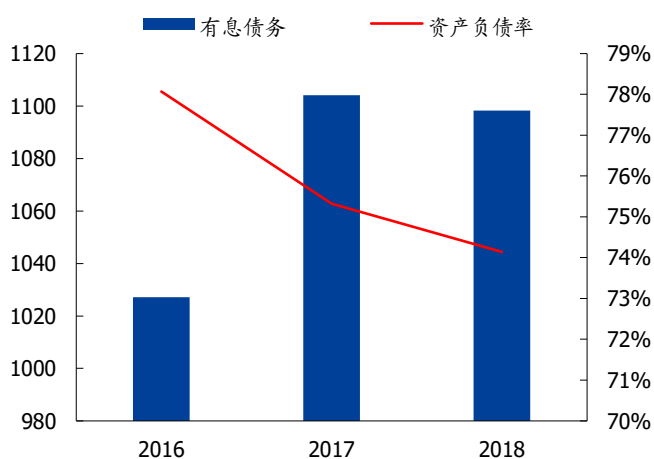
图表 11: 2017-2018 年焦煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

业务分类	2017				2018			
	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率
煤炭	509.70	234.60	87.89	46.48	564.48	250.86	82.49	44.44
非煤业务	948.31	32.32	14.82	3.20	1124.56	53.25	17.51	4.36
其中:								
电力	45.10	-0.98	-0.37	-2.18	57.86	-0.58	-0.19	-1.00
焦炭化工	205.26	16.91	9.04	8.24	230.75	34.63	11.39	15.01
贸易服务	658.69	7.20	2.70	1.09	792.2	10.53	3.46	1.33
建筑建材	20.17	2.93	1.10	14.55	22	3.77	1.24	17.14
其他	19.09	6.26	2.35	32.82	21.75	4.90	1.61	22.53
合计	1458.00	266.92	100.00	18.00	1689.04	304.11	100.00	17.53

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

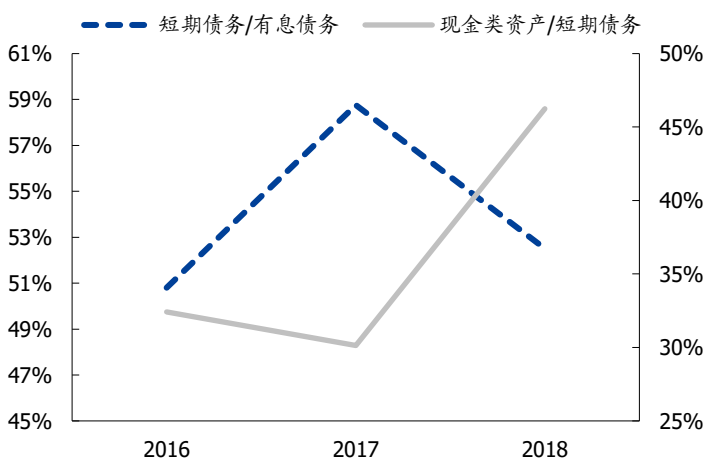
负债率最低，短期偿债能力较强。焦煤集团资产负债率在七大煤企中最低，有息债务规模增速也较慢，债务规模控制良好。2018年，现金类资产/短期债务大幅提高至46.24%，短期偿债能力提高，且在7家煤企中排名第一。

图表 12: 2016-2018 年焦煤集团有息债务规模上升 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 13: 2016-2018 年焦煤集团现金类资产对短期债务覆盖度上升



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

晋煤集团: 无烟煤煤质优良, 煤炭和煤化工盈利能力较强, 短期债务占比较高

晋煤集团的前身为泽州煤矿筹备处, 始建于1958年, 1965年更名为晋城矿务局, 1988年整体产能达到千万吨。2000年晋城矿务局正式改制为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司, 2005年债转股后退出国有独资企业行列。2017年8月, 山西省国资委将其持有的晋煤集团62.57%股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司。晋煤集团控

股股东由山西省国资委变更为山西国投，实际控制人仍为山西省国资委。

无烟煤煤质在全国范围内具有明显竞争优势，煤炭资源分布集中。晋煤集团煤炭资源集中分布在沁水煤田晋东矿区，主要煤种为无烟煤。晋东矿区无烟煤储量丰富，占山西省无烟煤储量的 65%，占全国无烟煤储量的 26%。该矿区无烟煤具备“三低四高”的特点，即低硫、低灰、低挥发分、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度，是化工生产的理想原料。截至 2018 年末，晋煤集团产能为 10765 万吨，合并口径资源储量合计 110.37 亿吨，可采储量 39.72 亿吨。

图表 14: 截至 2018 年末晋煤集团煤矿情况表 (万吨, 万吨/年, 年)

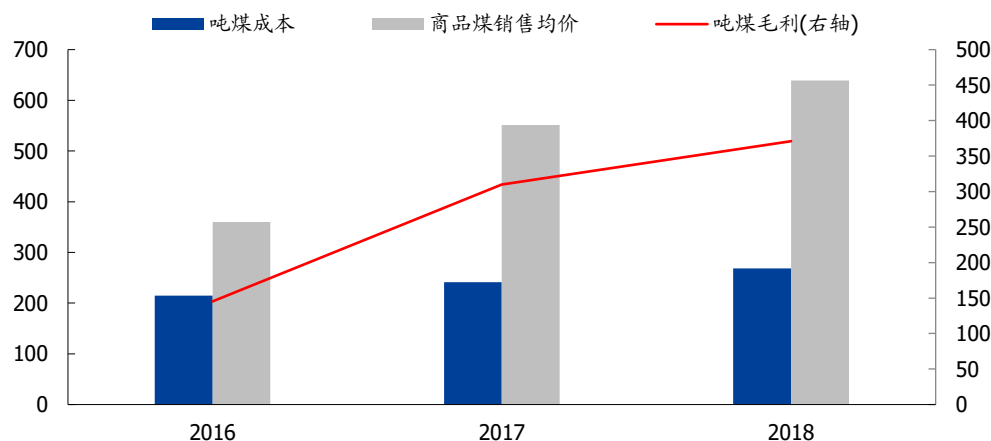
矿井名称	资源储量	可采储量	设计产能	煤种	剩余开采年限	矿井状态
凤凰山	11111	1180	400	无烟煤	2	生产矿井
成庄	65356	36489	830	无烟煤	31	生产矿井
寺河	71911	38345	900	无烟煤	30	生产矿井
赵庄	69806	33117	800	无烟煤、贫煤	30	生产矿井
长平	24670	16755	500	无烟煤	24	生产矿井
寺河矿二号井	13167	8009	180	无烟煤	32	生产矿井
岳城	13951	4924	150	无烟煤	23	生产矿井
赵庄二号井	6198	656	120	贫煤	4	生产矿井
资源整合矿井	131012	53527	1950	-	-	生产矿井
缓建矿井	68386	42283	960	-	-	缓建矿井
古书院矿	7000	0	330	无烟煤	-	关闭矿井
王台铺矿	9033	0	260	无烟煤	-	关闭矿井
高都煤业	0	0	60	无烟煤	-	关闭矿井
广利煤业	969	0	45	无烟煤	-	关闭矿井
东大矿井	88727	42139	500	无烟煤	-	在建及筹建矿井
三交一号矿井	199635	119781	600	焦煤, 肥煤	-	在建及筹建矿井
车寨矿井	19900	-	180	无烟煤	-	在建及筹建矿井
巴楞矿井	150162	-	800	不粘煤	-	在建及筹建矿井
郑庄矿井	66324	-	400	无烟煤	-	在建及筹建矿井
龙湾矿井	28300	-	400	无烟煤	-	在建及筹建矿井
沟底矿井	58099	-	400	无烟煤	-	在建及筹建矿井
合计	1103717	397205	10765	-	-	-

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 表中资源整合矿井为 28 座资源整合矿井总概述, 缓建矿井为 13 座缓建矿井总概述

吨煤毛利突出, 煤炭业务盈利能力强。2016-2018 年晋煤集团煤炭业务营业收入年均增速超过 30%。2016-2018 年集团商品煤销售均价上涨 77.41%, 上涨幅度较大, 吨煤毛利显著提高, 2018 年煤炭业务毛利率为 47.28%, 处于较高水平。

图表 15: 2016-2018 年晋煤集团吨煤毛利持续提升 (元/吨)



资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 吨煤成本为生产成本

非煤业务以煤化工为主, 煤化工业务规模全国领先, 毛利率逐年上升。晋煤集团是我国大型煤化工企业集团之一, 主要产品为合成氨、尿素和甲醇, 其中甲醇的产量近三年增长了 24.67%。受益于尿素价格和甲醇价格波动上升, 2018 年尿素和甲醇吨毛利分别同比大幅增长 1207.78%、131.59%, 化工业务毛利率由 2016 年的 12.22% 上升至 16.12%。

晋煤集团是全国最大的煤层气抽采利用基地, 根据山西省国资委 2018 年 2 月公布的《省属企业主辅业目录》, 燃气产业将作为晋煤集团的主业重点发展。集团出资设立的山西燃气集团有限公司将负责推进山西省省级煤层气(燃气)专业化重组、做大做强晋气品牌。2018 年集团煤层气抽采量 24.31 亿立方米, 煤层气利用量 17.01 亿立方米, 井下瓦斯抽采利用率 56.99%, 高出全国平均水平 18.80 个百分点。虽然集团煤层气业务营收占比相对较小, 但该项业务毛利率高达 53.38%, 未来在政策支持下有较大增长空间。

图表 16: 2017-2018 年晋煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

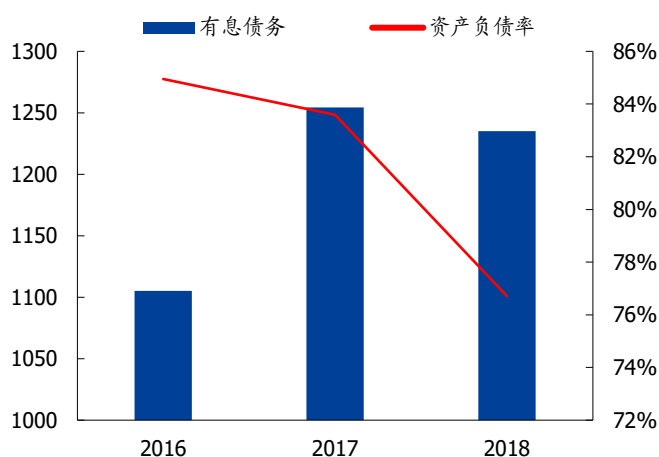
业务分类	2017				2018			
	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率
煤炭	290.57	139.41	62.88	47.98	317.28	150.01	52.31	47.28
非煤业务	1329.90	98.63	44.48	7.42	1323.85	130.88	45.64	9.89
其中: 煤层气	13.94	7.10	3.20	50.92	15.77	8.42	2.94	53.38
贸易	761.59	3.91	1.76	0.51	693.52	4.59	1.60	0.66
化工	484.28	65.42	29.51	13.51	561.52	90.52	31.56	16.12
电力	10.42	1.98	0.89	19.01	10.28	2.17	0.76	21.10
机械	7.14	3.18	1.43	44.54	5.32	2.49	0.87	46.79
其他	52.54	17.05	7.69	32.45	37.44	22.70	7.91	60.62
主营业务小计	1620.48	238.04	107.37	14.69	1641.13	280.89	97.94	17.12
其他业务小计	44.86	-16.35	-7.37	-36.44	67.37	5.91	2.06	8.77
合计	1665.34	221.70	100.00	13.31	1708.50	286.80	100.00	16.79

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

18 年资产负债率下降较多, 短期债务占比较高。2018 年晋煤集团资产负债率为 76.71%, 相较 17 年下降 6.88 个百分点, 主因 18 年采矿权重估增值较多。18 年短期债务占有息债务比例为 62.91%, 处于较高水平。2018 年现金类资产/短期债务为 20.66%, 高于同

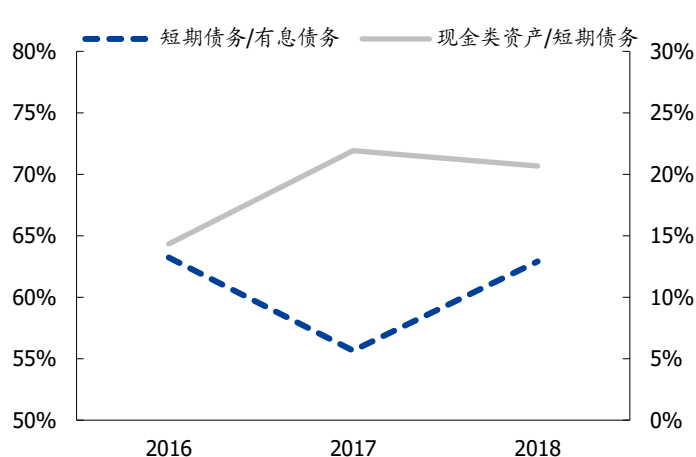
煤集团和阳煤集团，位列7大煤企的倒数第三。

图表 17: 2016-2018 年晋煤集团有息债务规模增加 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 18: 2016-2018 年晋煤集团短期偿债能力情况



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

晋能集团: 煤种全, 煤炭贸易业务有优势, 短期债务占比较低

晋能集团成立于 2013 年 4 月 24 日, 由山西煤炭运销集团有限公司 (以下简称“煤销集团”) 和山西国际电力集团有限公司 (以下简称“山西电力集团”) 重组而来。煤销集团成立于 2007 年 7 月, 前身为山西省煤炭运销总公司; 山西电力集团前身为山西省地方电力公司。2017 年 8 月, 山西省国资委将其持有的晋能集团 64.06% 股权无偿划转至山西省国有资本投资运营有限公司。晋能集团控股股东由山西省国资委变更为山西国投, 实际控制人仍为山西省国资委。

煤炭资源较为分散, 煤种齐全, 矿井资源整合较多。晋能集团煤炭资源遍布全省六大煤田, 煤种涵盖全部 14 类国标分类煤种。煤种分布上, 长治、晋城、阳泉区域以无烟煤为主, 临汾、吕梁以焦煤为主, 山西北部区域以动力煤为主。截至 2019 年 3 月底, 晋能集团拥有 154 座矿井, 井田面积 1293 平方公里, 年生产能力 14205 万吨/年, 资源储量 118 亿吨, 全部为下属全资子公司煤销集团在煤炭资源整合过程中获得。

图表 19: 晋能集团主要煤矿明细

公司名称	矿井名称	生产能力 (万吨)	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	服务年限 (年)	煤种	井田面积 (平方公里)
晋神能源公司	磁窑沟煤业	240	16066	8551	50	长焰煤	10.62
	沙坪煤业	400	75172	38900.7	69.4	长焰煤	10.62
王家岭公司	王家岭煤业	400	78072	44206	63.2	气煤	34.45
长治公司	中能煤业	240	28142	17382	51.7	贫煤	40.82
	三元煤业	260	21250	8049	26	瘦煤	22.94
	王庄煤业	240	202180	79545	31.6	贫煤	16.69
	马堡煤业	150	10450.6	4116	42	贫煤	12.87
	荆宝煤业	120	8940	4590.38	26.5	瘦煤	10.61
	小常煤业	210	25792	5079.3	30.3	瘦煤	16.64
	福达煤业	120	6500.2	2689.4	22	瘦煤	8.14
	程庄煤业	240	11042.1	5968.13	35	无烟煤	8.95
阳泉公司	二景煤业	90	3626.7	1552.3	9.2	无烟煤	3.39
	上社煤业	240	17270.3	10152.5	50.8	无烟煤	12.48
	保安煤业	120	19364	9657.2	50.4	无烟煤	14.32
晋中公司	吕鑫煤业	200	4718	3692.6	38	贫煤	11.45
忻州公司	泰安煤业	180	9964	4456.9	26.5	气煤	6.10
	泰山隆安煤业	240	23620.6	13074.7	79.3	长焰煤	20.32
	猫儿沟煤业	120	13916	8728.06	51.93	长焰煤	5.62
吕梁公司	龙峰煤业	120	10921	5345	31.8	瘦煤	14.73
	金达煤业	150	7713	4500	27	肥煤	9.47
	新工煤业	120	5875	3067	18.9	焦煤	5.45
	锦瑞煤业	120	4175	2603	15.5	焦煤	6.15
能源投资公司	铂龙煤业	120	6070	3605.6	22.7	焦煤	5.99
大同公司	帽帽山煤业	180	40313	17594	61.4	动力煤	17.18
	李家窑煤业	120	20101	12124	101.04	动力煤	14.06
	簸箕掌煤业	120	10597.5	7106.2	42.3	动力煤	6.37
晋城公司	大通煤业	120	12097	6722	40	无烟煤	10.41
	四明山煤业	120	14972	7083.92	45	无烟煤	18.66
	鑫基煤业	120	16808.2	12077.5	71.8	无烟煤	34.51
	盛泰煤业	120	10194	5630	33.5	无烟煤	14.55
	兰煜煤业	120	9496	7542	63.46	无烟煤	9.68
	四通煤业	150	18643.8	13244.3	62.8	焦煤	22.67
	吴兴塬	120	7371	4951	63.4	气肥煤	9.34
临汾公司	盛平煤业	120	8579	5439	28	焦煤	17.71
合计	-	5850	780013	389025.69	-	-	483.96

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 服务年限为矿井可采储量除以储量备用系数与矿井年产能的积。储量备用系数视矿井情况(如地质结构等)而定。

人均吨煤较高, 煤炭业务盈利能力较强。2016-2018 年, 煤炭业务营收占比由 18.18% 上升至 23.47%, 毛利率由 38.02% 上升至 50.66%, 在七大煤企中排第二。2018 年人均吨煤为 978.08 吨/人, 处于较高水平, 较 2017 年增长 14.69%, 生产效率进一步提高。

煤炭贸易业务规模化，物流基础设施较完善，运销网络发达，盈利能力较其他煤企强。公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模 4500 万吨，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地。贸易物流业务毛利率近三年均在 3% 以上，高于其他煤企。

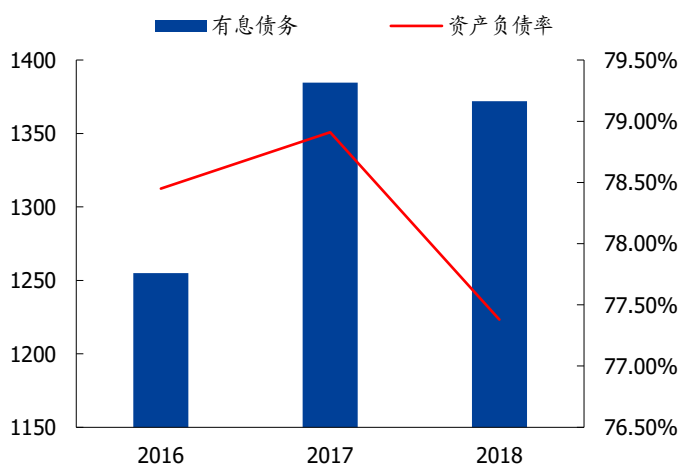
图表 20: 2016-2018 年晋能集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

业务分类	2016			2017			2018		
	营收	占比	毛利率	营收	占比	毛利率	营收	占比	毛利率
煤炭生产	129.13	18.18	38.02	203.48	19.77	49.17	243.31	23.47	50.66
贸易物流	363.94	51.25	3.8	631.11	61.32	3.08	546.63	52.74	4.81
电力	85.9	12.1	13.25	96.21	9.35	5.05	117.07	11.29	7.49
清洁能源	23.97	3.38	29.08	40.1	3.9	23.89	45.24	4.36	24.34
多元业务	107.2	15.1	11.6	58.28	5.66	18.82	84.31	8.13	14.81
合计	710.14	100	13.19	1029.18	100	14.08	1036.56	100	17.54

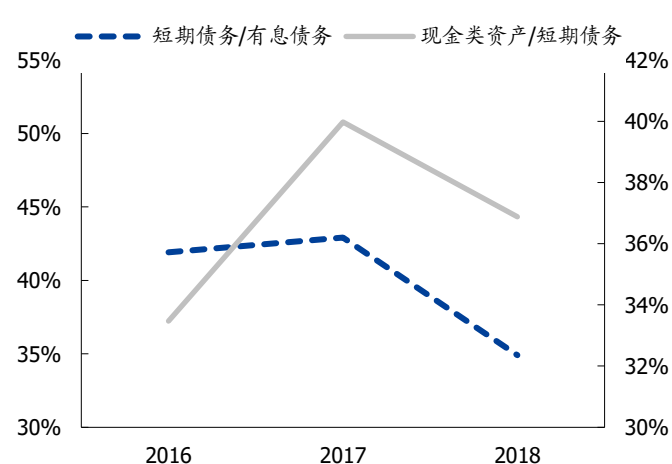
资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

债务方面，短期债务占比较低，长期偿债能力增强。近三年晋能集团短期债务占比相对较低，并且 2018 年下降至 34.91%。从长期偿债能力看，2016-2018 年 EBITDA 利息保障倍数由 2.45 上升至 3.25，长期偿债能力增强。

图表 21: 2016-2018 年晋能集团有息债务规模波动上升 (亿元)


 资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
 注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 22: 2016-2018 年晋能集团现金类资产对短期债务覆盖度提高


 资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
 注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

潞安集团: 拓展省外煤矿, 非煤业务涉及领域较多

潞安集团前身是成立于 1959 年的潞安矿务局, 2000 年正式改组为山西潞安矿业(集团)有限责任公司。2017 年 8 月, 潞安集团控股股东由山西省人民政府独资变更为山西国投独资, 实际控制人仍为山西省国资委。

煤炭资源跨省分布。潞安集团煤炭资源主要分布在沁水煤田东部边缘中段, 在新疆拥有一座主产高发热量不粘煤的优质动力煤煤矿, 目前已形成潞安本部、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。同时, 为扩大基础资源储备, 集团预计还将在内蒙古整合 88 亿吨煤炭资源。目前集团在山西和新疆合计拥有 47 座矿

井，本部矿区规划总面积 2279 平方公里，年生产能力 1.011 亿吨，资源储量 195.48 亿吨。以优质动力煤、喷吹用煤、炼焦配煤及化工用煤为主，主要煤种包括瘦煤、贫瘦煤、贫煤和不粘煤。

图表 23: 潞安集团生产矿井和建设矿井情况 (万吨, 万吨/年, 年)

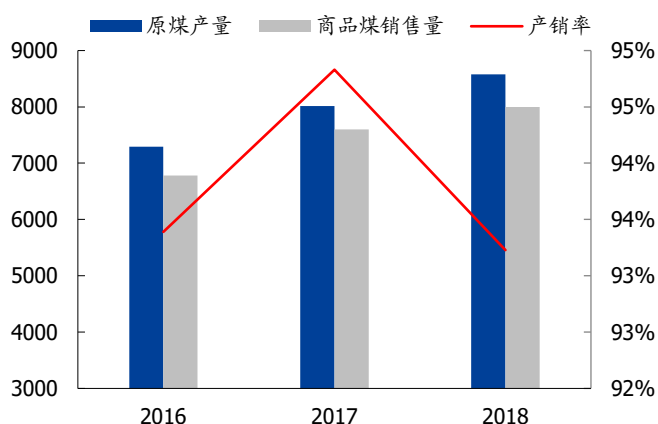
地区	矿井	地质储量	可采储量	可采年限	主采煤种	核定产能	2018 年产量	状态
省内主体矿	五阳煤矿	30166.3	13337.1	26.46	贫瘦煤	360	205.70	在产
	樟村煤矿	15595.5	7473.7	13.35	贫瘦煤	400	356.14	在产
	王庄煤矿	53458.1	23769.9	23.91	贫瘦煤	710	869.20	在产
	常村煤矿	67605.8	37611.1	33.58	贫煤	800	768.28	在产
	司马煤业(本部)	31793.2	16369.9	38.98	瘦煤	300	336.67	在产
	余吾煤业	142532	43479	41.41	贫煤	750	997.98	在产
	潞宁煤业(本部)	11927.1	7120.4	28.26	气煤	180	256.67	在产
	慈林山煤业——夏店煤矿				贫煤		152.33	在产
	慈林山煤业——慈林山煤矿	7490.2	4843	14.41	贫煤	240	150.18	在产
	郭庄煤业(本部)	5635.4	2340.3	9.29	贫煤	180	268.79	在产
	高河能源	93291.2	49051.3	46.72	贫瘦煤	750	1008.20	在产
	李村煤矿	39566	22329.6	33.49	贫煤	300	161.28	在产
	古城煤矿	129786	74215	71.40	贫煤	800	396.86	在建
小计	-	459494.8	205395.7	-	-	4970	5531.42	在产 (12 对)
	-	169352	96544.6	-	-	800	396.86	在建 (1 对)
省内整合矿	-	-	-	-	-	2010	1537.72	在产 (20 对)
	-	-	-	-	-	90		在建 (1 对)
新疆基地(潞新公司)	露天煤矿	806.7	682	1.70	不粘煤	300		在产
	二矿	20361	6219.3	20.20	不粘煤	220	1102.00	在产
	砂墩子矿	93977.3	69401.6	165.20	不粘煤	300		在产
	沙尔湖矿	186039	176737	803.00	长焰煤	200	12.00	在建
小计	-	6500	5200	-	-	820	1114	在产 (3 对)
	-	266000	219400	-	-	200		在建 (1 对)
合计	-	30166.3	13337.1	-	-	7800	8580	在产 (35 对)
	-	15595.5	7473.7	-	-	1090		在建 (3 对)

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

注: 1、表中资源储量不同于国家批复的规划矿区总储量; 2、部分主体矿储量尚未包含石炭纪上统太原组 15#煤层(未取得矿权); 3、整合矿资源储量未提供

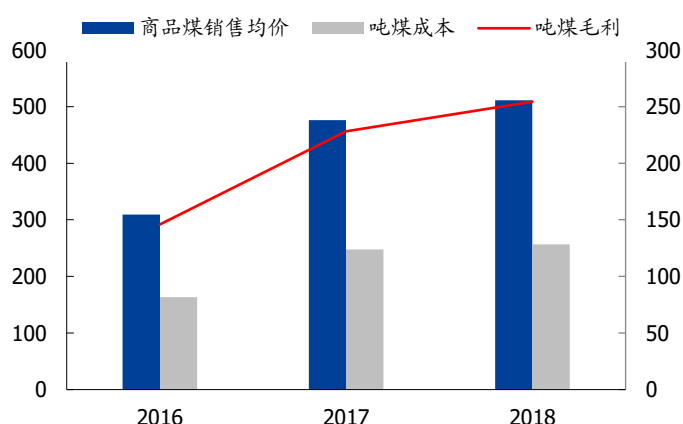
近三年百万吨死亡率为 0, 产销率维持较高水平。2018 年人均吨煤 804.64 吨/人, 生产效率较高。2016-2018 年百万吨死亡率均为 0 人/百万吨, 安全生产水平行业领先。原煤产销率维持在较高水平, 2016-2018 年均超过 93%。

图表 24: 2016-2018 年潞安集团煤炭产销率维持较高水平 (万吨)



资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

图表 25: 2016-2018 年潞安集团煤炭吨煤毛利持续提升 (元/吨)



资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所
注: 吨煤成本为生产成本

非煤业务以化工业务为主, 涉及领域较为分散, 盈利能力不强。2017-2018 年, 非煤业务毛利率有所上升但仍然较低, 2018 年为 2.98%。非煤业务以化工业务为主, 此外还包括贸易、电力、机械、光伏、建筑建材等, 涉及领域较为分散。2018 年, 化工业务营业收入由 2016 年增长 76.81%至 109.55 亿元, 营业收入占比由 3.87%增长至 6.17%, 规模扩张较快。

图表 26: 2017-2018 年潞安集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

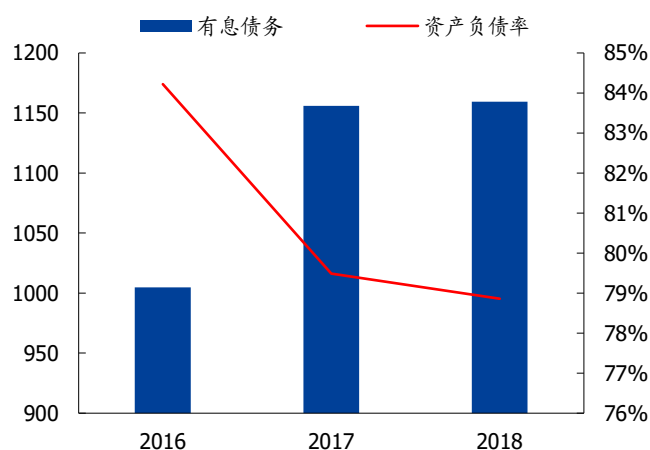
业务分类	2017				2018			
	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率
煤炭	347.06	151.23	84.92	43.57	383.44	165.33	73.49	43.12
非煤业务	1170.77	14.76	8.29	1.26	1337.37	39.79	17.69	2.98
其中: 化肥	29.08	6.93	3.89	23.82	33.73	7.51	3.34	22.27
焦化	47.35	3.87	2.17	8.17	61.70	11.94	5.31	19.35
煤基油	9.92	0.00	0.00	0.02	14.13	0.08	0.04	0.59
化工小计	86.36	10.80	6.06	12.50	109.55	19.53	8.68	12.67
贸易	997.86	0.78	0.44	0.08	897.55	4.51	2.01	0.50
电力	4.58	0.14	0.08	2.99	8.04	0.16	0.07	2.04
机械	0.74	0.10	0.05	12.91	251.35	5.83	2.59	2.32
硅业	9.81	-0.06	-0.04	-0.65	10.62	1.09	0.48	10.26
建筑建材	18.41	1.95	1.09	10.59	23.13	3.22	1.43	13.94
其他	53.02	1.07	0.60	2.02	37.13	5.44	2.42	14.64
主营业务小计	1517.83	165.99	93.21	10.94	1720.81	205.12	91.18	11.92
其他业务小计	89.67	12.09	6.79	13.48	54.61	19.85	8.82	36.36
合计	1607.50	178.08	100%	11.08	1775.42	224.97	100%	12.67

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

债务方面, 资产负债率较高, 短期偿债能力提高。2017 年, 潞安集团因采矿权重估资产负债率大幅降至 79.49%, 2018 年进一步下降至 78.86%, 但仍排七大煤企第二。有息债务规模由 2016 年的 1004.87 亿元增长 15.38%至 2018 年的 1159.39 亿元。从有息负债结构看, 短期债务占比逐年下降但仍然较高。2018 年短期债务占有息债务比重为 57.11%, 现金类资产对短期债务覆盖度由 28.09%持续上升至 43.97%, 短期偿债能力

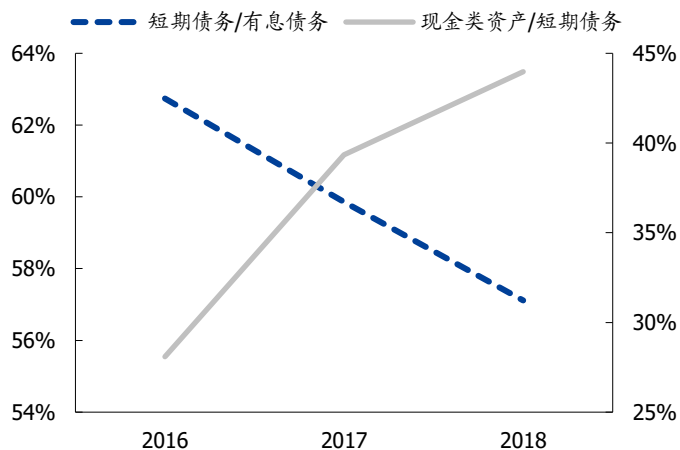
增强。

图表 27: 2016-2018 年潞安集团资产负债率持续下降 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 28: 2016-2018 年潞安集团现金类资产对短期债务覆盖度明显提高



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

阳煤集团: 无烟煤成块率低, 短期偿债能力较弱

阳煤集团前身为阳泉矿务局, 成立于 1950 年, 1998 年改制为国有独资公司, 更名为“阳泉煤业(集团)有限责任公司”。2000 年开始实施债转股工作, 债转股完成后, 集团股东变更为山西省国资委、信达公司和中国建设银行。2017 年, 阳煤集团控股股东由山西省国资委变更为山西国投, 持股比例 54.03%, 实际控制人仍为山西省国资委。

煤炭资源储量较丰富, 无烟煤产量高。阳煤集团煤炭资源主要分布在沁水煤田晋东矿区, 在产矿井分布于山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市。目前集团拥有 44 个在产矿井, 年生产能力 8050 万吨/年, 保有储量 85.6 亿吨, 可采储量 41.5 亿吨。阳煤集团无烟煤产量占全国无烟煤产量的 10% 以上。

无烟煤成块率低, 以末煤居多。阳煤集团所处的沁水煤田主产无烟煤和贫煤、瘦煤、贫瘦煤等烟煤, 其中烟煤分布在煤田东部中段, 无烟煤分布在东部北段和南段, 分别属于潞安矿区、阳泉矿区和晋城矿区, 由潞安集团、阳煤集团和晋煤集团开采。沁水煤田的无烟煤煤质优良, 无烟块煤具备“三低四高”的特点, 但阳泉矿区的无烟煤成块率较低, 以末煤居多, 煤质不如晋城矿区的无烟煤。

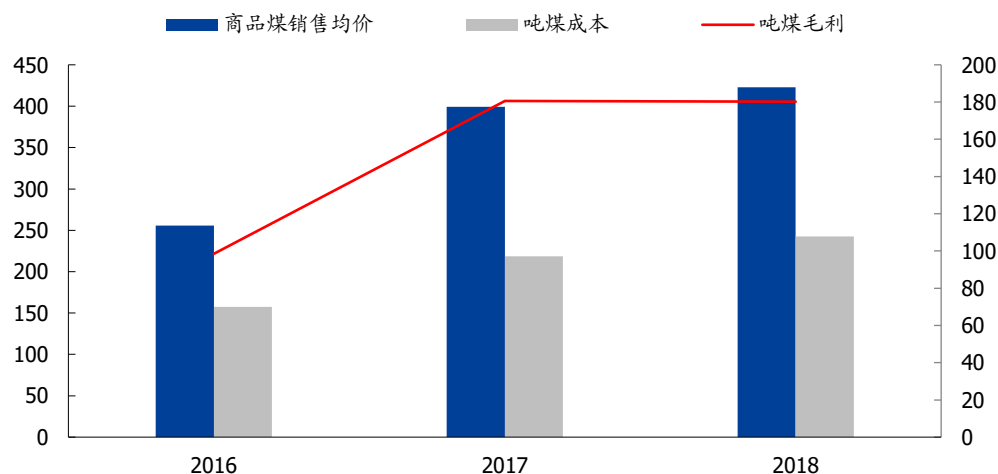
图表 29: 截至 2018 年末阳煤集团主要生产矿井情况

矿名	核定能力 (万吨)	井田面积 (平方公里)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)
国阳一矿	750	83.61	77557.6	46148.2
国阳二矿	810	44.31	43916.2	19588.4
阳煤三矿	350	40	9283.9	278.2
阳煤新景矿	450	64.75	88980.7	53652.5
阳煤五矿	500	66.61	54274.8	23671.2
平舒煤业	90	27.82	12171.6	7958.2
阳煤开元矿	300	27.9	31707.5	13371.3
石港煤业	90	7.47	4806.9	1314.3
寺家庄矿	500	120.25	106460.2	58821.7
阳煤新元矿	300	136.77	130984.2	63256
新大地矿	150	6.53	4364.7	3273.5
坪上煤矿	150	7.41	4780	1737.1
运裕煤矿	150	6.11	1497.7	1123.2
长沟煤矿	180	9.07	3660.4	898.3
孙家沟	120	8.84	15670.8	6486.2
合计	4890	657.45	590117.2	301578.3

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

生产效率较低, 煤炭业务毛利率不如晋煤集团。2018 年阳煤集团人均吨煤为 590.82 吨/人, 排 7 家煤企倒数第二, 生产效率较低。由于主产的无烟煤煤质不如晋煤集团, 阳煤集团的煤炭销售均价较低, 吨煤毛利也较低。

图表 30: 2016-2018 年阳煤集团煤炭吨煤毛利有所上升 (元/吨)



资料来源: 评级报告, 国盛证券研究所

注: 吨煤成本为生产成本

非煤业务以化工、铝电为主, 盈利能力较弱。2018 年营业收入占比合计达 49.67%。化工业务中有多项产品处于亏损状态。电解铝毛利也持续亏损, 盈利能力较弱。此外, 公司整体来看, 毛利率排 7 家煤企最后一位。

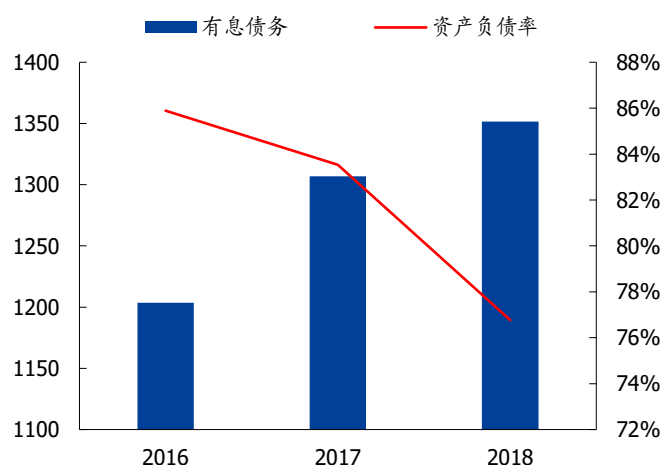
图表 31: 2017-2018 年阳煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

业务分类	2017				2018			
	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率
煤炭	285.38	128.38	69.02	44.98	314.10	141.37	74.32%	45.01
化工	581.37	26.33	14.16	4.53	589.68	26.83	14.11%	4.55
铝业	282.97	4.25	2.28	1.5	274.15	3.90	2.05%	1.42
装备制造	37.66	3.61	1.94	9.59	39.68	3.78	1.99%	9.52
建筑地产	75.19	7.68	4.13	10.22	61.34	6.26	3.29%	10.21
物流贸易	274.35	1.67	0.9	0.61	399.26	2.19	1.15%	0.55
中小企业	37.89	3.45	1.85	9.09	25.39	2.13	1.12%	8.4
其他	33.24	10.62	5.71	31.96	35.40	3.75	1.97%	10.59
合计	1608.06	185.99	100.00	11.57	1739.01	190.21	100.00	10.94

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

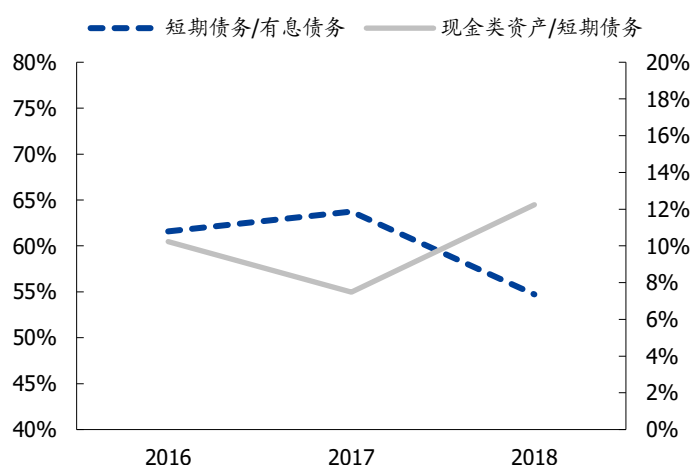
债务方面, 有息负债规模扩张较快, 短期偿债能力最弱。近三年阳煤集团有息债务规模由 1203.50 亿元上升 12.30% 至 1351.58 亿元。从短期偿债能力看, 2018 年现金类资产/短期债务仅 12.24%, 在 7 家煤企中排名垫底。

图表 32: 2016-2018 年阳煤集团有息负债规模增加 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
 注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 33: 2016-2018 年阳煤集团现金类资产对短期债务覆盖度较低



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
 注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

山煤集团: 煤炭资源储量少, 人员负担小

山煤集团原名“山西省地方煤炭对外贸易公司”, 于 1981 年 5 月由山西省政府出资设立, 隶属山西省外经贸局。1995 年以山西省煤炭进出口公司为核心的山西煤炭进出口集团成立, 并于 2008 年整体改制为国有独资公司, 更名为“山西煤炭进出口集团公司”。2017 年 8 月, 山西省国资委将持有的山煤集团 100% 股权划转至山西国投, 山煤集团控股股东变更为山西国投, 实际控制人仍为山西省国资委。

煤炭资源储量较少, 产能较低。截至 2019 年 3 月末, 山煤集团拥有矿井 20 座, 由大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城六地的 54 座煤矿整合而来, 年生产能力 3660 万吨/年, 煤炭资源储量 25.71 亿吨, 可采储量 13.72 亿吨。煤种包括无烟煤、贫煤、贫瘦煤、气煤、长焰煤等。

图表 34: 山煤集团煤矿资源情况 (万吨, 万吨/年)

煤矿名称	概况	煤种	地质储量	可采量	核定/计划能力
经坊煤业	控股	贫瘦煤	43788	22788	300
凌志达煤业	控股	无烟煤	11256.88	7877.88	150
铺龙湾	全资	气煤	11549.2	5537.2	120
霍尔辛赫	控股	贫煤	54209.9	23299.9	400
大平煤业	参股	贫瘦煤	6400.9	3227.9	150
宏远	控股	贫煤	4936.09	2610.09	1200
长春兴	参股	长焰煤、气煤	36389.86	22150.86	450
韩家洼	参股	长焰煤、气煤	9280.61	4378.61	90
鹿台山	全资	无烟煤	2398.93	1566.93	60
草垛沟	全资	不粘煤	2349.7	1106.7	60
河曲露天	参股	长焰煤	26063.62	23462.62	800
豹子沟	全资	贫煤、焦煤	8580.61	5302.61	90
现有矿井小计			217204.30	123309.30	2790.00
东古城	参股	长焰煤、气煤	10935	3829	90
鑫顺	参股	贫煤	3669	2583	180
万家庄	参股	焦煤	7828	1256	120
恒兴	参股	肥煤	5956	1841	90
陆成	参股	肥煤、 ¹³ 焦煤	3009.08	1541.08	90
庄子河	参股	贫煤	7162	2016	120
镇里	参股	贫煤	1379	829	90
上炭水	-	-	0.00	0.00	90
技改矿小计			39938.08	13895.08	870
合计			257142.38	137204.38	3660

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

煤炭产量增速较快, 生产效率较高, 煤炭生产业务盈利能力较强。2016-2018 年, 山煤集团自有煤炭产量分别为 2657 万吨、2727 万吨和 3529 万吨, 年均增长 16% 左右; 由于人员负担小, 生产效率较高, 18 年人均吨煤高达 2039.88 吨/人, 煤炭生产业务毛利率为 62.19%, 盈利能力较强。18 年煤炭生产业务贡献了 90.10% 的毛利润, 是集团主要利润来源。

煤炭贸易业务是传统核心业务, 营业收入规模大但盈利能力弱, 且 14 年以来因贸易业务导致的坏账损失金额较大。山煤集团是国家批准的具有煤炭进出口权的五家公司之一, 煤炭出口量全国第三, 仅次于中煤集团和神华集团。煤炭贸易以内销为主, 进出口为辅, 2018 煤炭内销量为 1.43 亿吨, 进口量为 122.73 万吨。2016-2018 年, 煤炭贸易业务营收占比分别为 78.7%、67.51% 和 65.25%; 毛利率分别为 1.21%、1.89% 和 1.5%, 营收占比高但盈利能力弱。并且, 14 年以来因贸易业务导致的坏账损失金额较大, 超过 50 亿元。

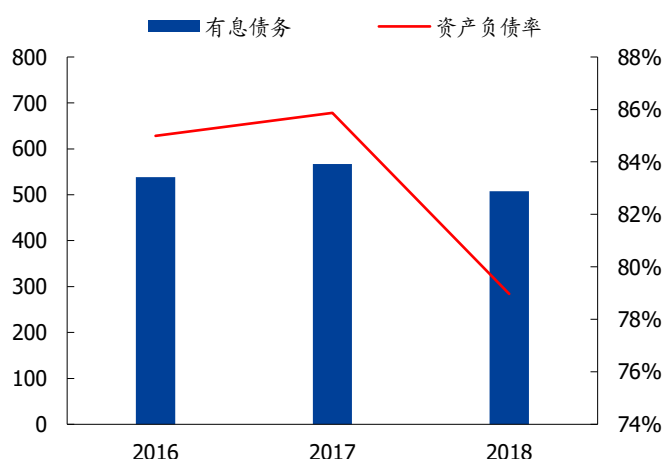
图表 35: 2017-2018 年山煤集团营业收入结构及各板块毛利情况 (亿元, %)

业务分类	2017				2018			
	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率	营收	毛利润	毛利润占比	毛利率
煤炭生产	93.22	57.93	87.73	62.14	119.28	72.99	90.10	61.19
煤炭贸易	368.18	6.97	10.55	1.89	359.84	5.39	6.65	1.50
其他	84.00	1.14	1.72	1.35	72.34	2.63	3.25	3.64
合计	545.40	66.03	100.00	12.11	551.47	81.01	100.00	14.69

资料来源: 募集说明书, 国盛证券研究所

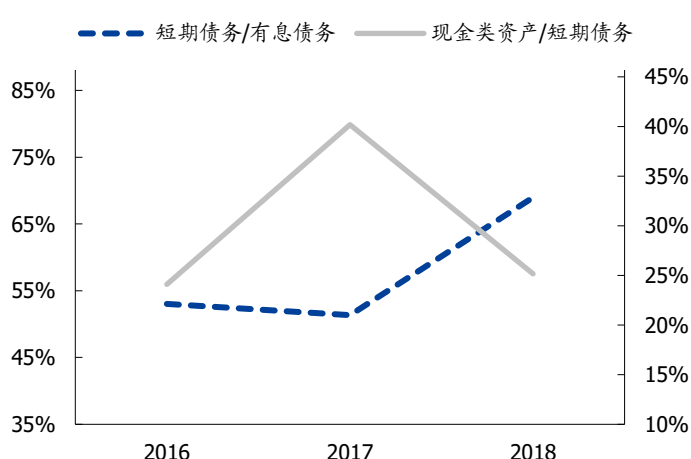
债务方面, 有息负债规模波动下降, 有一定短期偿债压力。16-18 年山煤集团有息债务规模由 538.19 亿元下降至 507.32 亿元; 短期债务占有息债务比重由 53.01% 上升至 68.96%。2018 年现金类资产对短期债务覆盖度在 25% 左右, 有一定短期偿债压力。从长期偿债能力看, 2016-2018 年 EBITDA 利息保障倍数由 1.45 上升至 2.37, 长期偿债能力增强。

图表 36: 2016-2018 年山煤集团有息债务规模波动下降 (亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 有息债务=短期债务+长期借款+应付债券

图表 37: 2016-2018 年山煤集团现金类资产对短期债务覆盖度波动上升



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所
注: 短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债有息部分; 现金类资产=非受限货币资金+交易性金融资产

总结: 山西煤企三梯队

综合来看, 我们将山西省七大煤炭集团分为三个梯队:

第一梯队是焦煤集团和晋煤集团。焦煤集团是全国规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和主供应商, 煤炭业务具备突出的规模优势和煤种煤质优势, 煤价和吨煤毛利较高, 盈利能力较强。债务方面, 资产负债率最低, 短期偿债能力较强。晋煤集团的无烟煤资源储量丰富, 煤质在全国范围有明显竞争优势, 煤价较高; 煤化工业务规模全国领先, 近三年盈利水平明显提升; 同时是全国最大的煤层气抽采利用基地, 承担推进省级燃气产业专业化重组职责。不过短期债务占比较高, 短期偿债能力相对较弱。

第二梯队是潞安集团、晋能集团、阳煤集团和同煤集团。潞安集团拓展省外煤矿, 煤炭资源储量丰富, 毛利率较高。非煤业务以化工业务为主, 还包括贸易、电力、机械、光伏、建筑建材等多个领域, 盈利能力不强。2018 年, 资产负债率 78.9% 较高, 短期偿债能力有所提高。晋能集团由煤销集团和国电集团整合而来, 煤炭生产业务起步较晚, 煤炭资源分散, 资源整合矿井较多。煤炭贸易是煤销集团传统核心业务, 毛利率相对较

高。阳煤集团的无烟煤产量占全国无烟煤产量的 10% 以上，但由于阳泉矿区的无烟煤成块率较低、以末煤居多，煤价和吨煤毛利较低。非煤业务也有多项产品出现亏损，公司整体盈利能力较弱。同煤集团拥有丰富的优质动力煤资源，产能和产量均为亿吨级，但动力煤煤价在三大煤种中最低，吨煤毛利较低。同时集团还承担过多社会职能，历史包袱较重，短期偿债能力较弱。

第三梯队是山煤集团。山煤集团总资产规模最小，18 年为 843.54 亿，而其他 6 家煤企总资产均超过 2000 亿。煤炭资源储量较少，均为资源整合而来，产能较低。近年来煤炭产量增速较快，煤炭生产毛利率较高。山煤集团是国家批准的具有煤炭进出口权的五家公司之一，煤炭贸易营收规模大但盈利能力弱，且 14 年以来因贸易业务导致的坏账损失金额较大。

图表 38: 七大煤企 2018 年主要经营指标

公司	煤炭总储量 (亿吨)	原煤产量 (万吨)	人均吨煤 (吨/人)	吨煤成本 (元/吨)	16-18 百万吨死亡率	煤炭业务毛 利率 (%)	非煤业务毛 利率 (%)
同煤集团	310.10	13721	853.11	145.97	0.1782/0.024/0.007	35.33	2.10
焦煤集团	216.96	10011	535.50	386.58	0.066/0.070/0	44.44	4.36
晋煤集团	110.37	5910	728.72	268.22	0.0164/0.077/0.017	47.28	9.89
晋能集团	118.00	8448	978.08	-	0.014/0.136/0.083	50.66	-
潞安集团	435.60	8580	804.64	256.87	0/0/0	43.12	2.98
阳煤集团	85.60	6501	590.82	242.62	0/0/0.015	45.01	3.43
山煤集团	25.71	3529	2039.88	87.06	0/0/0	61.19	1.86

资料来源: Wind, 募集说明书, 公司年报, 评级报告, 国盛证券研究所

注: 煤炭总储量中焦煤集团、晋能集团和山煤集团为 2019 年 3 月末数据; 人均吨煤=原煤产量/员工人数。

存量债情况: 估值和信用利差分化, 2019 年下半年及 2020 年到期集中

存量债到期集中在 2019 年下半年及 2020 年

2019 年下半年至 2020 年, 七大煤炭集团存量债到期及回售 (以下简称“到期”) 占比大多高于 60%。其中, 阳煤集团到期压力最大, 到期规模为 531 亿, 到期占比达 80%。晋煤集团、同煤集团、潞安集团和晋能集团到期占比在 61%-68% 区间。山煤集团由于 2020 年到期规模很小, 到期占比 38%, 处于较低水平。

在 2019 年下半年, 焦煤集团无债券到期, 同煤集团和山煤集团到期压力相对较大。19 年下半年, 同煤集团到期规模为 335 亿元, 占存量债比重为 28%; 山煤集团虽然到期规模较小 (46.6 亿), 占比 33% 居首位。

图表 39: 山西省七大煤炭集团存量债及到期分布 (亿元, %)

发行人	存量债 (2019.7.19)	2019 年		2020 年		2021 年	
		到期及回售 额 (亿元)	占比	到期及回售额 (亿元)	占比	到期及回售 额 (亿元)	占比
同煤集团	1184.5	335.0	28%	429.1	36%	256.3	22%
焦煤集团	273.0	0.0	0%	159.0	58%	84.0	31%
晋煤集团	340.0	70.0	21%	160.0	47%	80.0	24%
晋能集团	588.5	76.2	13%	285.6	49%	186.7	32%
潞安集团	533.9	133.8	25%	200.1	37%	75.0	14%
阳煤集团	665.0	153.0	23%	378.0	57%	58.0	9%
山煤集团	141.4	46.6	33%	7.0	5%	72.8	51%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

焦煤集团和晋煤集团估值较低, 山煤集团估值较高

我们选取 2019 年 7 月 19 日存量债, 并剔除永续债, 将具有回售条款的债券到期日调整为回售日, 采用行权收益率。最后, 不同主体分剩余期限计算平均估值 (算术平均)。

从存量债估值看, 焦煤集团和晋煤集团估值水平较低, 2 年以内存量债估值均低于 4%, 整体平均估值低于 3.7%。而山煤集团估值较高, 各期限存量债估值均高于 7%, 整体平均估值为 7.52%。潞安集团整体平均估值在 4% 左右, 阳煤集团、晋能集团和同煤集团整体平均估值在 4.2%-4.5% 左右。其中, 晋能集团和同煤集团剩余期限 2 年以上债券平均估值高于 5%。

图表 40: 山西省七大煤炭集团存量债估值情况 (%)

发行人	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上	整体平均估值
同煤集团	4.22	4.98	5.04	5.12	4.53
焦煤集团	3.37	3.64	-	4.10	3.66
晋煤集团	3.55	3.87	4.27	-	3.67
晋能集团	4.06	4.63	5.30	-	4.55
潞安集团	3.71	4.24	4.55	4.42	3.97
阳煤集团	3.90	4.63	4.85	-	4.19
山煤集团	7.02	7.94	8.34	-	7.52

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

焦煤集团和晋煤集团信用利差处于历史较低水平, 同煤集团、晋能集团和山煤集团处于较高水平

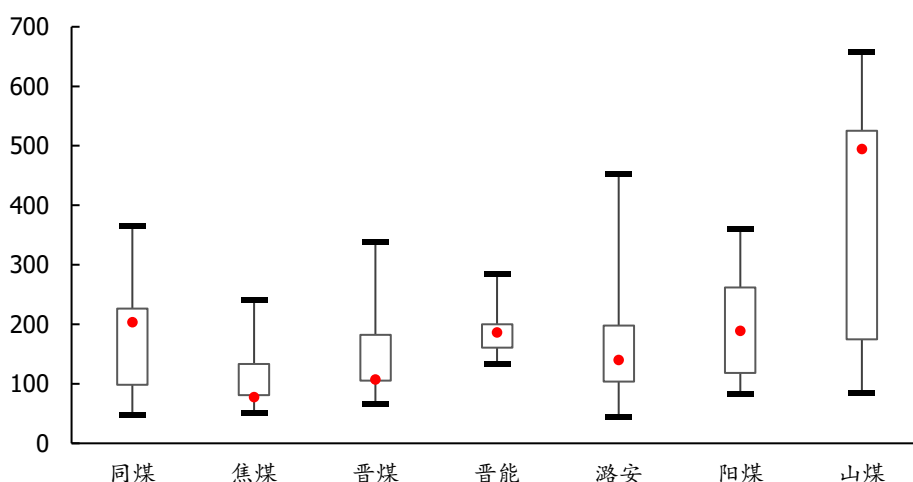
我们选取 2011 年 1 月 7 日至 2019 年 7 月 19 日为历史区间, 剔除永续债、剩余期限半年以内以及 5 年以上的债券, 并采用算术平均法计算每家煤企的信用利差 (债券估值减同期限国开债)。2011 年以来, 煤炭行业经历了产能过剩导致的煤价自高点持续下跌和去产能之后煤价逐步回升至较高水平的过程。

潞安集团信用利差压缩幅度最大, 晋能集团最小。供给侧改革去产能, 使得 2016 年年中以来煤价大幅上涨, 煤企信用利差随之从高点回落。与 2016 年 7 月 1 日相比, 潞安

集团信用利差压缩幅度最大，超过 300bp。其次是晋煤集团，超过 200bp。焦煤集团、阳煤集团、山煤集团和同煤集团超过 150bp。而晋能集团信用利差压缩幅度最小，仅为 76bp。

目前焦煤集团和晋煤集团信用利差较低，同煤集团、晋能集团和山煤集团信用利差处于较高分位数。2019 年 7 月 19 日，焦煤集团和晋煤集团信用利差最低，分别为 77bp 和 107bp，而山煤集团信用利差达 494bp，其余 4 家煤企信用利差在 140-200bp 左右。从历史分位数看，焦煤集团和晋煤集团信用利差同样处于历史较低水平，分别为 15.5% 和 27%；而同煤集团、晋能集团和山煤集团信用利差分位数较高，分别为 67.8%、62.1% 和 59.5%；潞安集团和阳煤集团信用利差分位数在 45% 左右。

图表 41：2011 年以来七大煤炭集团当前信用利差所处历史分位数情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

注：箱线图，从下至上，依次是利差最小值、1/4、3/4、最大值，红点为 2019 年 7 月 19 日值，历史区间为 2011 年 1 月 7 日至今

经过 16 年以来的供给侧改革去产能，煤价大幅上涨，近两年煤炭企业盈利能力及资产负债率都明显改善，未来煤价虽然可能会震荡回落，但大幅下跌的可能性较小，仍将处于历史较高区间。因此，在目前缺高性价比资产的情况下，煤企借新还旧相对顺畅，当前信用利差处于历史较高分位数并且收益率较高的山西煤企值得关注。例如，山煤集团的 1 年内个券，晋能集团、同煤集团、阳煤集团和潞安集团的 3 年内个券。

风险提示

- 1、数据口径有偏差：本文数据来自募集说明书、评级报告和公司年报等，如果数据口径存在偏差，可能对分析结果有影响。
- 2、煤炭行业政策超预期：若政策超预期变化使得煤价大幅下跌，煤企偿债能力将变弱。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com