

煤炭开采

 证券研究报告
 2019年04月19日

再论山西能源国改，路在何方？

 投资评级
 行业评级 强于大市(维持评级)
 上次评级 强于大市

作者

 彭鑫 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518110002
 pengxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《煤炭开采-行业研究周报:20190414一周煤炭动向:投机需求坚挺、高炉复产导致焦企库存下滑,焦炭短期乐观》2019-04-14
- 《煤炭开采-行业研究周报:20190407一周煤炭动向:港口发运利润倒挂动力煤价格反弹,焦企利润压缩向上游施压》2019-04-07
- 《煤炭开采-行业研究周报:20190331一周煤炭动向:沿海六大电日耗破7,关注动力煤日耗回升情况》2019-03-31

1. “攻坚年”迈入“决胜年”，山西国改剑指全国第一方阵。山西省在此轮表态早且态度坚决，在2017年2月山西省委领导就指示：山西省国改已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口！随后一系列政策密集出台，根据山西国改进程，我们将2017—2019年分别命名为“序幕年”、“攻坚年”和“决胜年”。经过前两年的准备和铺垫，我们认为2019年山西省国改力度将空前。2019年4月15日，山西国资委组织召开省属企业、市国资委负责人会议，将2019年明确为山西省国资国企改革“决胜年”，提出山西国资国企改革已进入窗口期和攻坚期，处于乘数效应最大的阶段，必须以更大的决心、更强的举措向纵深推进，推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵。另外，值得重视的是会上提出，山西今年要大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”，现有上市公司要加强市值管理，逐步提升资产证券化率。可以看到从“2017序幕年”、“2018攻坚年”到“2019决胜年”，山西省国改改革稳步推进，从“顶层设计”到“施工图”再到“全面开工”，2019年山西省国改改革将是重要窗口期。另外，2018年底到2019年初，山西省七大煤企集团中5个集团董事长换帅，或在某一程度上预示了2019年山西七大煤企集团将有小动作。

2. 煤企改革必是重头戏。作为产煤大省，作为产煤大省，山西省国企“一煤独大”现象极为严重，另外山西省七大煤企集团自身也存在“大而不强”、“大而不专”等诸多问题，这些因素都决定山西国改势在必行。虽然有着众多突出的问题，但7大煤炭集团下属的上市公司是山西省国有企业中最多的，山西省18家上市公司中有13家属于7大煤炭集团。众多的上市公司既可以完成对母公司的收购实现整体上市，又可以为集团资产注入上市公司提供平台，极大地丰富了7大煤炭集团国改的方式。因此我们认为本次7大煤炭集团国改将围绕下属的13家上市平台展开，山西国改七大煤企集团必是重头戏！

3. “兼并重组”和“资产注入”是山西煤企国改重要手段。对于煤企集团和上市公司来讲，我们认为最有可能的方式还是“兼并重组”和资产注入，这也符合“2019年将资产证券化率纳入“一企一策”业绩考核”以及2019年提出的“上市公司+”战略。对此，我们对山西七大煤企集团及其对应的煤炭上市平台相关资产进行对比梳理，结论：（1）山西七大煤企集团资产证券化率均较低，除山煤集团资产证券化率为55%外，其他煤企集团均不到50%；（2）集团层面煤炭体量较大，注入空间较大：除山煤集团上市公司煤炭产量占集团的比重达到84%以外，其他上市公司层面体量均不到集团的一半；（3）二者结合，重点关注西山煤电、大同煤业、潞安环能、阳泉煤业。

风险提示：宏观经济大幅下滑，煤价大幅下跌，山西国改进程不及预期



内容目录

1. “攻坚年”迈入“决胜年”，山西国改剑指全国第一方阵	4
1.1. 2017 年之山西国改“序幕年”	4
1.1.1. 副省长挂帅，彰显改革决心。	4
1.1.2. 山西国企改革势在必行	4
1.1.3. 山西七大煤企集团是国改重头戏	7
1.1.4. 2017 年山西国改进程	10
1.2. 2018 年之山西国改“攻坚年”	11
1.2.1. 完善顶层设计，突出改革转型导向	11
1.2.2. 调整国有资本布局，优化改革转型结构	11
1.2.3. 推进重组混改，释放改革转型动力	11
1.2.4. 解决历史遗留问题，卸掉改革转型包袱	11
1.2.5. 防范金融风险，增强改革转型定力	11
1.2.6. 转换经营机制，激发改革转型活力	12
1.3. 2019 年之山西国改“决胜年”	12
2. 山西国改怎么改？	13
2.1. 混合所有制改革	13
2.1.1. What——“混改”是什么	13
2.1.2. Why——为什么要“混改”	14
2.1.3. Who——跟谁“混”	14
2.1.4. How——怎么“混”	14
2.2. 兼并重组	15
2.3. 打造国有资本运营平台	16
3. 山西七大集团及上市公司资产对比	17

图表目录

图 1：山西国有资产中煤炭资产的占比	5
图 2：山西省国企利润总额与煤炭价格的关系	5
图 3：山西省国有企业资产总额和销售收入（单位：亿元）	6
图 4：山西省国有企业资产负债率和流动比例	7
图 5：国改基金模式	15
图 6：引入战略投资者的一般流程	15
图 7：国有资本管理架构的转变	17
表 1：王一新副省长履历	4
表 2：山西省国企存在的 14 个问题	4
表 3：山西省属企业名录	5
表 2：山西省国资委下属 22 家国企股权结构（橙色为煤炭集团）	5
表 5：山西省七大煤企集团 2016-2017 年经营情况	7

表 6：2017 年中国煤炭企业营收排名 20 强名单	8
表 7：2017 年中国煤炭企业产量排名 20 强名单	8
表 8：山西七大煤企集团涉及大量非煤业务	9
表 9：山西七大集团董事会	12
表 10：集团和上市公司资产对比（2017 年）	17

1. “攻坚年”迈入“决胜年”，山西国改剑指全国第一方阵

2019年4月15日，山西省深化国有企业改革大会在太原召开。在继2018年的“攻坚年”之后，山西国资委将2019年明确为山西省国资国企改革“决胜年”，提出山西国资国企改革已进入窗口期和攻坚期，处于乘数效应最大的阶段，必须以更大的决心、更强的举措向纵深推进，推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵。

山西省在此轮表态早且态度坚决，在2017年2月山西省委领导就指示：山西省国企改革已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口！随后一系列政策密集出台，根据山西国改进程，我们将2017—2019年分别命名为“序幕年”、“攻坚年”和“决胜年”。经过前两年的准备和铺垫，我们认为2019年山西省国改力度将空前。

1.1. 2017年之山西国改“序幕年”

1.1.1. 副省长挂帅，彰显改革决心。

2017年1月15日，山西省国资委干部大会召开，副省长王一新兼任省国资委党委书记，郭保民任省国资委党委副书记、省国资委主任。王一新2007-2013年曾于海南省农垦集团先后担任总局局长、党委副书记、党委书记、集团董事长等重要职务，其推进了农垦集团的改革，拥有丰富的国企改革经验。

表 1：王一新副省长履历

时间	职务
2004/07-2007/05	海南省政府副秘书长、研究室主任
2007/05-2010/08	海南省农垦总局（总公司）局长（总经理）、党委副书记
2010/09-2011/07	海南省农垦总局（总公司）局长（总经理）、党委副书记，省农垦集团有限公司董事长、党委书记
2011/07-2013/01	海南省农垦总局党委书记，省农垦集团有限公司董事长、党委书记
2013/01-2017/01	山西省人民政府副省长
2017/01—2018/02	山西省人民政府副省长，省国资委党委书记
2018/02—至今	山西省人民政府副省长

资料来源：山西省国资委，天风证券研究所

1.1.2. 山西国企改革势在必行

2017年2月王新一副省长在山西省国有资产监督管理委员会会议上提出了山西国企现存的14个问题，这也是山西省政府下决心实行国资国企改革的主要原因。这14个问题分别是：

表 2：山西省国企存在的14个问题

序号	山西省国企存在的问题
1	布局不合理，一煤独大问题非常严重。
2	股权结构单一，国有资本一股独大问题严重。
3	产业链条短，同质化竞争情况突出
4	管理粗放，没有建立起真正意义上的现代企业制度
5	行政色彩突出，一些企业官本位思想浓厚
6	创新发展能力普遍偏弱，产业产品处在发展的低端
7	开放发展动能不足，合作共赢的市场化理念尚未成为主流
8	行业竞争力弱，整体盈利能力偏低
9	金融风险巨大，省属国企资产负债率高
10	人才队伍建设与企业不匹配，班子建设专业化不强
11	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

12	企业历史遗留问题多，历史包袱沉重
13	国资监管水平亟待提升
14	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

资料来源：王一新副省长 2017 年 2 月讲话，天风证券研究所

具体来看：

(1) 作为产煤大省，山西省国企“一煤独大”现象极为严重。截止 2017 年上半年，山西省目前共有 32 家省属国有企业，其中包括省国资委下属焦煤集团、同煤集团等 22 家企业，山西财政厅下属 1 家金控集团，省属文化资产管理委员会下属出版传媒集团、山西日报传媒集团等 9 家企业。

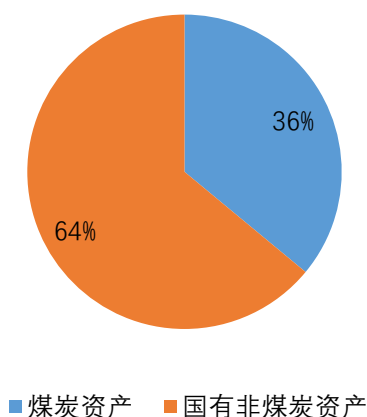
表 3：山西省属企业名录

	下属企业
山西省国有资产管理委员会 (22 家)	焦煤集团，同煤集团，阳煤集团，潞安集团，晋煤集团，山煤集团，晋能集团，太钢集团，太重集团，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，国新能源，水务集团，交投集团，高速集团，路桥集团
山西省财政厅 (1 家)	金控集团
山西省文化资产管理委员会 (9 家)	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：山西省国资委网站，天风证券研究所

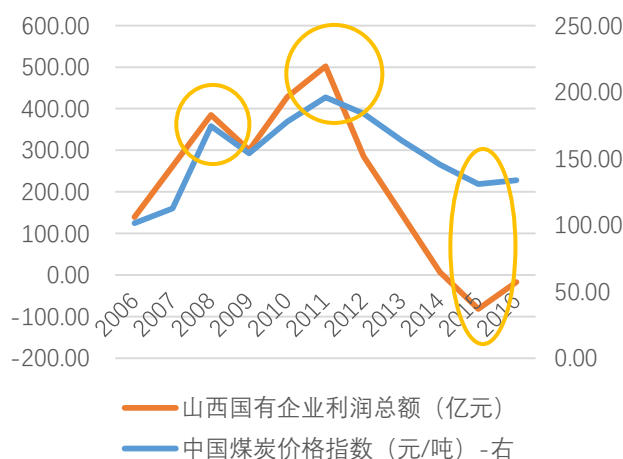
虽然几年来山西省国有企业资产总额在稳步增长，但是发展并不均衡，煤炭资产占国有资产的比重高达 36%，7 大煤炭集团资产在山西国有企业资产中占据不可动摇主体地位，一煤独大问题十分严重。这使得山西省国有企业的经营业绩十分依赖我国煤炭市场行情，煤价高位时山西省国有企业利润喜人，煤炭价格低迷时山西省国有企业利润随之大幅下滑，“成也煤炭，弱也煤炭”的格局极大地限制山西国企健康稳定发展。一煤独大的问题削弱了山西省国有企业抵抗系统性风险的能力，不利于山西省国有企业的健康发展。

图 1：山西国有资产中煤炭资产的占比



资料来源：《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》，天风证券研究所

图 2：山西省国企利润总额与煤炭价格的关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 其次，股权结构单一，国有资本一股独大问题严重。省属 22 家国有企业中有 19 家是国有独资企业。18 家省属国资控股的上市公司中，省属国企持股平均比例达到了 44.18%。山西省股群结构单一也从另一个侧面反映出山西省国有企业具有很大的改革空间。

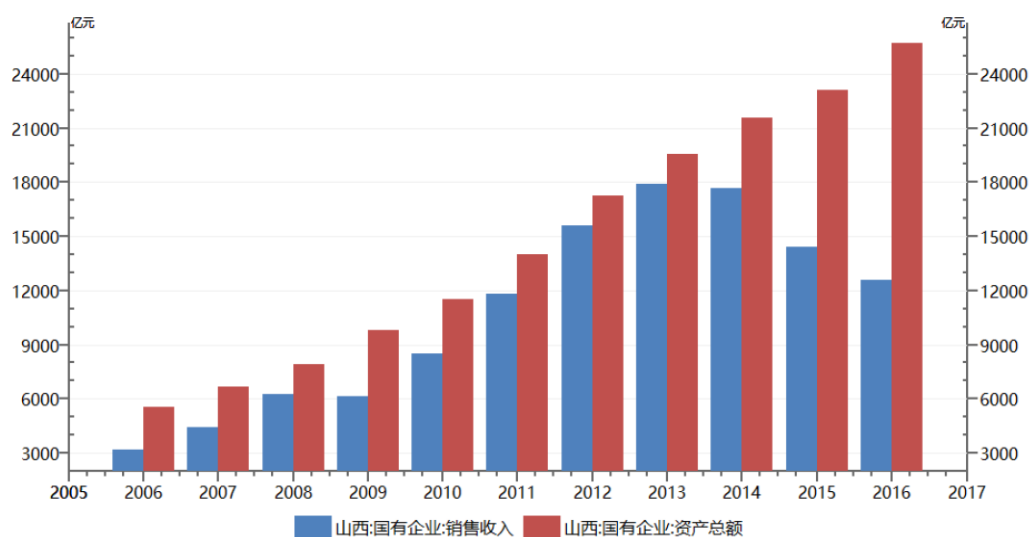
表 4：山西省国资委下属 22 家国企股权结构（橙色为煤炭集团）

集团名称	资产性质	控股股东	控股股东持股比例
焦煤集团	国有独资	山西省政府	100%
潞安集团	国有独资	山西省国资委	100%
晋能集团	国有独资	山西省国资委	100%
山煤集团	国有独资	山西省国资委	100%
同煤集团	国有控股	山西省国资委	65.17%
阳煤集团	国有控股	山西省国资委	54.03%
晋煤集团	国有控股	山西省国资委	62.57%
太钢集团	国有独资	山西省国资委	100%
太重集团	国有独资	山西省国资委	100%
山西国际能源	国有独资	山西省国资委	100%
山西能投集团	国有独资	山西省国资委	100%
黄河水务	国有独资	山西省国资委	100%
山西国控集团	国有独资	山西省国资委	100%
山西建工集团	国有独资	山西省国资委	100%
中条山集团	国有独资	山西省国资委	100%
汾酒集团	国有独资	山西省国资委	100%
山西经贸集团	国有独资	山西省国资委	100%
国新能源	国有独资	山西省国资委	100%
山西交投集团	国有独资	山西省国资委	100%
山西路桥集团	国有独资	山西省国资委	100%
山西水务集团	国有独资	山西省国资委	100%
山西高速集团	国有独资	山西省国资委	100%

资料来源：wind，天风证券研究所

(3) 行业竞争力弱，整体盈利能力偏低。虽然山西省每年的国有企业资产总额都在增长，但是盈利能力近年来却连续下滑。受煤炭市场低迷的影响，山西省国有企业的销售收入、利润总额和净资产利润率都出现了不同程度的下滑。2011-2015年山西省国有企业利润总额和净资产利润率呈现连年下降趋势，15年更是全部亏损。山西省国有企业利润总额从11年的502亿元下降到15年的-81.6亿元，减少583.6亿元，降幅达116.25%。山西省国有企业盈利能力不足也是山西省下定决心开展国企改革的重要原因之一。

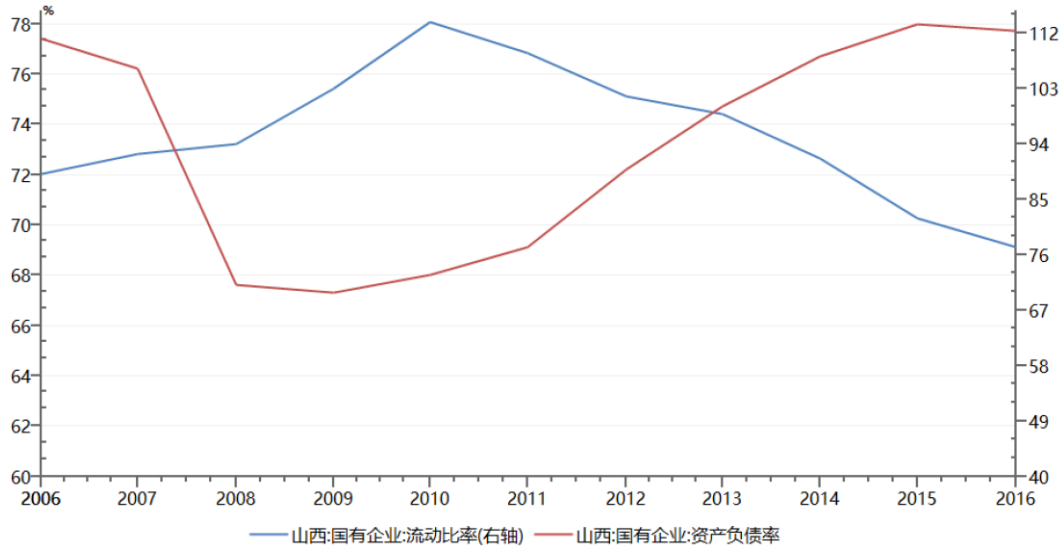
图3：山西省国有企业资产总额和销售收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

(4) 金融风险巨大，2016 山西省国企平均资产负债率高达 77.7%，远高于全国国有企业的平均水平（65%）。山西国企的资产负债率自 09 年以来连续上升，由 09 年的 67.3% 上升至 16 年的 77.7%，7 年来上升了 10.4 个百分点。在资产负债率上涨的同时山西省国企的流动比例连续下降，偿债能力进一步恶化。流动比例由 10 年的最高值 113.9 下降至 16 年的 77.2。负债率上升、偿债能力恶化表明山西省国企目前的经营状况不佳，急需改革增添活力。

图 4：山西省国有企业资产负债率和流动比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

(5) 企业历史遗留问题多，历史包袱沉重。因为历史原因，山西省国有企业承担了过多的社会职能，导致企业业务过于分散，盈利能力不足。以在职员工数量为例，山西省国有企业职工人数多、工作效率低一直是制约企业发展的瓶颈之一。截止 2017 年，山西省国有企业共有在职员工 187.66 万人，虽然近几年来国有企业在在职员工人数一直呈下降趋势，但 17 年山西省国有企业职工数仍占山西省职工总数的 45.77%。

1.1.3. 山西七大煤企集团是国改重头戏

山西省煤炭企业经历了一系列的改革重组之后形成了目前的七大煤炭集团，分别是焦煤集团、同煤集团、阳煤集团、潞安集团、山煤集团、晋煤集团和晋能集团。七大煤炭集团均属于重资产行业，资产总额合计占山西省国有资产总额的 60%。

表 5：山西省七大煤企集团 2016-2017 年经营情况

单位： 亿元	资产总额		负债总额		净资产		营业收入		利润总额		净利润	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
焦煤集团	2,956.70	2,724.60	2,227.00	2,127.20	729.7	597.4	1,526.00	1,670.00	27.7	2.7	11.6	-3.6
同煤集团	3,325.40	2,780.60	2,642.40	2,350.60	683	430.1	1,601.60	1,702.70	8.3	2	0.4	-9.9
阳煤集团	2,153.90	2,140.00	1,799.60	1,838.10	354.3	301.9	1,608.10	1,613.30	19.3	2.3	1.6	-7.8
潞安集团	2,417.80	2,017.20	1,921.90	1,698.80	495.9	318.4	1,607.50	1,600.20	29.3	2.2	10.2	-6.1
晋能集团	2,621.10	2,488.50	2,068.40	1,952.30	552.7	536.2	1,029.2	710.1	16.5	2.6	7.3	-3.9
山煤集团	835.1	811.5	717.1	689.6	118	121.8	545.4	550.1	10	1.9	2	-0.8
晋煤集团	2,491.90	2,290.10	2,083.00	1,945.30	408.9	344.8	1,666.60	1,519.60	30.6	3.2	7.6	-2.4
合计	16,802	15,253	13,459	12,602	3,343	2,651	9,584	9,366	141.7	17	40.7	-35

资料来源：集团官网，Wind，天风证券研究所

2016 年为煤炭供给侧改革元年，煤价大幅回升，然而山西七大煤企集团业绩却仍陷泥潭。

2016 年，山西七大煤企集团合计实现营业收入 9366 亿元，同比下降 14%；利润总额合计 16.9 亿元，同比增长 128%；净利润虽相较 2015 年减亏 21.5 亿元，但依旧“全军覆没”，2016 年合计亏损高达 35 亿元。

1. 山西七大煤企集团“大而不强”

根据中国煤炭工业协会评比的 2017 年中国煤炭企业 50 强名单，山西省七大煤企集团全部入围且均在排在前 20，其中同煤集团、焦煤集团、潞安集团、阳煤集团和晋煤集团位列前 10，整整占据了半壁江上，总体规模优势明显。但是“分而治之”下，单个企业表现并不十分突出，作为“老大”同煤集团与神华集团和冀中能源集团尚有一段较大差距。

表 6：2017 年中国煤炭企业营收排名 20 强名单

排名	企业名称	营业收入（亿元）
1	神华集团有限责任公司	2479.40
2	冀中能源集团有限责任公司	2216.58
3	陕西煤业化工集团有限责任公司	2120.95
4	山东能源集团有限公司	1946.41
5	大同煤矿集团有限责任公司	1701.42
6	山西焦煤集团有限责任公司	1668.97
7	开滦（集团）有限责任公司	1627.77
8	阳泉煤业（集团）有限责任公司	1613.28
9	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	1600.20
10	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	1519.64
11	兖矿集团有限公司	1397.89
12	河南能源化工集团有限公司	1240.51
13	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	1228.60
14	中国中煤能源集团有限公司	777.38
15	晋能集团有限公司	710.14
16	山西煤炭进出口集团有限公司	550.12
17	淮北矿业（集团）有限责任公司	514.44
18	徐州矿务集团有限公司	509.41
19	内蒙古伊泰集团有限公司	411.53
20	重庆市能源投资集团有限公司	377.77

资料来源：中国煤炭工业协会，天风证券研究所

从中煤协公布的另一份榜单上，我们更能体会到山西七大煤企“大而不强”的特点。神华集团煤炭产量 4.3 亿吨，山西省七大煤企之首的同煤集团产量仅为 1.2 亿吨，远远不能与神华集团相抗衡。同时，山西省仅同煤集团一家产量过亿，与其他主要产煤省地位相当，山西“煤海”美誉似乎无从体现。山西七大煤企同质化竞争严重，导致了这种“大而不强”的局面。

表 7：2017 年中国煤炭企业产量排名 20 强名单

排名	企业名称	煤炭产量（万吨）
1	神华集团有限责任公司	43149
2	中国中煤能源集团有限公司	13323
3	山东能源集团有限公司	13050
4	陕西煤业化工集团有限责任公司	12593
5	大同煤矿集团有限责任公司	11786
6	兖矿集团有限公司	11415
7	山西焦煤集团有限责任公司	9151
8	冀中能源集团有限责任公司	8009
9	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7433
10	晋能集团有限公司	7136

11	开滦（集团）有限责任公司	7022
12	河南能源化工集团有限公司	6658
13	阳泉煤业（集团）有限责任公司	6300
14	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	6116
15	内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司	4281
16	黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	4270
17	华电煤业集团有限公司	4208
18	内蒙古伊泰集团有限公司	3923
19	内蒙古汇能煤电集团有限公司	3910
20	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	3457

资料来源：中国煤炭工业协会，天风证券研究所

2.山西七大煤企集团“大而不专”

山西七大煤企集团均涉及了大量非煤业务。种类繁多、名目复杂的“多元经营”造就了其庞大的营收规模，然而众多辅业业务经营不善，导致主业利润被大大摊薄，并且关联度不高的业务间不但无法发挥规模效应优势，反而加剧了公司负担，这也是七大煤企“大而不专”的弊病之一。

表 8：山西七大煤企集团涉及大量非煤业务

集团名称	经营业务
焦煤集团	以煤炭、电力、焦炭、化工为主业，兼营物流贸易、装备制造、材料、民爆、建筑、煤层气、节能环保、金融投资、文化旅游、房地产、大数据等配套辅助产业。
同煤集团	以煤炭、电力为主业，兼有金融、煤化工、冶金、机械制造、物流贸易、建筑建材、房地产、文化旅游等产业
阳煤集团	原煤开采及加工。煤层气开发。建筑安装。勘察设计。物资供销。铁路公路运输。煤气、电力生产。仓储服务。房地产经营。矿石开采、加工。饮食、住宿、文化娱乐服务。机械修造。加工木材、建材、钢材、磁材、化工产品、金属制品、服装、劳保用品、矿灯、广告制作。印刷。消防器材、医疗器械修理、销售。汽车修理。种植、养殖。园林营造。本企业自产的磁材、铝材、玛钢件、服装的出口。进口本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件。房屋、场地及机械设备租赁。制造、加工、销售煤矿机械配件、橡胶制品、输送带、升降带、带芯。
潞安集团	煤炭生产、销售；住宿、餐饮服务；印刷；游泳室内场所服务；木材经营加工；汽油、柴油零售；风化煤、焦炭、建材、化工产品、镀锌铅丝、水泥预制构件、电装制品、橡胶制品、服装的生产及销售；矿产资源开采；煤层气开发；农业开发；电力生产；普通机械制造及维修；医疗服务；电子通讯服务；油料种植、花卉种植；润滑油销售；勘察工程施工；固体矿产勘查；酒店挂历；汽车租赁；会议会展服务等
晋能集团	煤炭、电力、清洁能源、贸易物流、装备制造、房地产、文化旅游等产业
山煤集团	煤炭、焦炭及副产品的出口业务；煤炭、焦炭销售；自营和代理除国家组织统一经营以外的商品和技术进出口业务；开展“三来一补”、进料加工业务；经营对销贸易和转口贸易；投资兴办煤炭、焦炭生产企业；外事咨询服务；房地产开发；批发零售日用百货、建材；酒店管理、住宿、餐饮服务、自有房屋租赁、会展会务服务、汽车租赁、保健、美容美发。
晋煤集团	煤炭开采、煤炭洗选及深加工；煤矿专用铁路运输；甲醇、煤基合成汽油、均四甲苯混合液、液化石油气、硫磺、液氧、液氮等化工产品的生产、深加工及销售；餐饮及住宿服务；煤层气开发利用及项目建设；电力设施承装、承修、承试（三级）；以自有资金对外投资；有线电视广告；职业教育和培训、职业技能鉴定；民爆物品供应；工矿物资、机电设备及配件采购、销售、租赁及维修；废旧物资收购；货物仓储；装卸服务；场地及房屋租赁；劳务输出；矿建；产品及设备进出口以及技术引进；技术开发、技术转让、技术输出、技术许可、技术服务、项目研发；电力销售、电力工程建设；养老服务业；健身娱

乐；自营和代理各类商品及技术的进出口业务；物业；电力；化工。道路普通货物运输；木材经营加工；林木种植、园林绿化；供电运行管理；医药、医疗服务；文化及办公用品、家用电器零售；物流采购；物流；设备租赁；技术咨询服务；计算机软硬件开发及售后服务，本企业内部通信专网运营、通信工程建设；通信设备及器材销售、电力设备的配置及器材销售；批发零售建筑材料等

资料来源：集团官网，天风证券研究所

另外，七大煤炭集团存在资产负债率过高、历史遗留问题多，股权结构不合理等诸多问题，急需改革。

山西省 7 大煤炭集团负债率高企。7 大集团 2016 年资产负债率全部在 75%以上，有 5 家达到了 80%以上。债务负担过重导致 7 大煤炭集团杠杆率高，偿债能力下降，不仅容易使集团整体陷入财务困境还容易引发山西省金融系统的系统性风险。

历史遗留问题多，盲目扩张加重企业负担。因为历史原因和煤炭景气时期集团盲目扩大经营业务规模，7 大集团的业务板块众多但除了煤炭、电力等少数主营板块，其余业务板块大多处于亏损状态，严重拖累了集团整体的盈利能力。山西省本次国改多次强调要突出主营业务，分离企业办社会的职能。

职工人数众多，工作效率不高。7 大煤炭集团在职员工冗杂，人均产煤量低。

股权结构不合理。7 大煤炭集团中有 4 个为国有独资企业，国有控股的同煤、阳煤和晋煤集团控制人持股比例也较高，7 大煤炭集团平均控制人持股比例高达 83.11%，而且同煤、阳煤和晋煤集团虽为国有控股，但其余大股东也均为国资企业，没有改变出资性质。其中同煤集团和阳煤集团第二大股东均为中国信达资管，持股比例分别为 30.12%和 40.42%；晋煤集团第二大股东为国开金融公司，第三大股东为中国信达资管，持股比例分别为 20.36%和 17.07%。

虽然有着众多突出的问题，但 7 大煤炭集团下属的上市公司是山西省国有企业中最多的，山西省 18 家上市公司中有 13 家属于 7 大煤炭集团。众多的上市公司既可以完成对母公司的收购实现整体上市，又可以为集团资产注入上市公司提供平台，极大地丰富了 7 大煤炭集团国改的方式。因此我们认为本次 7 大煤炭集团国改将围绕下属的 13 家上市平台展开，山西国改七大煤企集团必是重头戏！

1.1.4. 2017 年山西国改进程

- 2017 年 1 月 14 日，《2017 山西省政府工作报告》提出：推进国有企业功能界定与分类，积极发展混合所有制经济，完善现代法人治理结构，推进市场化选聘经营管理者，加快剥离企业办社会职能，妥善解决历史遗留问题。积极推进国有资本投资、运营公司改革试点，推动国资监管体制向管资本为主转变。
- 2017 年 5 月 22 日，《关于深化国企改革指导意见》提出：坚持突出主业推动整合重组；对“僵尸企业”实现市场化出清；积极开展资本运作；分层推进国有企业混合所有制改革，支持稳妥推进混合所有制企业职工持股试点；加快剥离企业办社会职能；推进国有资产监管机构职能转变，实现向管资本为主的转变等。
- 2017 年 6 月 9 日，《省属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》提出：省属国有企业要充分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；推进省属国有企业上市；引进战略投资者、鼓励各类资本参与省属国有企业混合所有制改革；鼓励省属国有资本以多种方式入股非国有企业；探索实行省属混合所有制企业职工持股。
- 2017 年 6 月底，山西省公布国企改革“1+3”文件，其中，《关于深化国企改革指导意见》对推进全省国企改革作出全面部署，三个配套文件分别部署省属国企混合所有制改革、分离办社会职能、激发企业家活力三项改革。
- 2017 年 11 月 8 日，阳煤集团和梧桐树资本联合，出资成立 100 亿元规模的阳煤产业

基金，项目将重点围绕阳煤集团的混合所有制改革、并购重组等进行投资。

- 2017年11月27日，山西国资委公布了第一批12个“腾笼换鸟”项目，分别为山西焦煤集团、阳煤集团、潞安集团、晋煤集团、晋能集团旗下相关资产，其中包括所持股权全部出让或部分股权出让。
- 2017年12月27日，由山西民航机场集团改制更名而来的山西航空产业集团挂牌成立，至此，山西省属国有企业公司制改制划上圆满句号。

1.2. 2018年之山西国改“攻坚年”

2017年山西省国企国资改革主要任务在于布局顶层设计，2018年正式迈入对照“施工图”的全面施工阶段，可以说2018年是山西国企国资改革的“深化年”、“攻坚年”。

2018年山西国企改革任务完成如下：

1.2.1. 完善顶层设计，突出改革转型导向

- (1) 制定了《2018年山西省深化国企国资改革行动方案》；
- (2) 确定了828改革施工图，进一步突出转型导向；
- (3) 建立了3张改革清单和任务台账，构建了清晰的改革任务书、路线图和时间表

1.2.2. 调整国有资本布局，优化改革转型结构

- (1) 突出主业：重新确定并公布22户省属企业主业；
- (2) 推进国有资本优化重组：煤机制造集团重组方案已经和省委国有企业改革发展和党建工作领导小组审议；燃气集团初步引入7家境内外战略投资者资金35亿元；潞安现代化工公司引进收起9家战略投资者，投资24.4亿元；

1.2.3. 推进重组混改，释放改革转型动力

- (1) “腾笼换鸟”加快落地：截至2018年，省属国企53个“腾笼换鸟”项目，进入转让程序14人，第三批108个股权转让项目向全国发布
- (2) 加强产融结合：将资产证券化率纳入“一企一策”业绩考核，山西焦化完成重点资产重组；山西三维成功保壳；山煤国际、阳煤化工、太化股份、南风化工、国新能源、漳泽电力通过剥离资产实现保壳。

1.2.4. 解决历史遗留问题，卸掉改革转型包袱

- (1) 强力推动“处僵治困”：制定下发《省属企业处置“僵尸企业”工作方案》、《省属企业开展特困企业专项治理工作方案》，已批复12户省属企业的处置“僵尸企业”工作方案。
- (2) 推动“瘦身健体”：省属企业全部将管理层级压缩至4级以内，减少法人户数825户，减少比例达到18.6%，完成总体压减目标的一半。
- (3) 解决历史遗留问题：截至2018年12月27日，山西省国有企业“三供一业”总体移交率为100%。

1.2.5. 防范金融风险，增强改革转型定力

- (1) 组织应收账款清收专项行动，截至2018年底，省属国企应收账款比年初净下降23.1%；

(2) 平移政府债务 2600 亿元，由国开行牵头的银团贷款全部落地。

1.2.6. 转换经营机制，激发改革转型活力

- (1) 推进市场化选人用人、开展选派外部董事工作、健全法人治理结构
- (2) 深化三项制度改革：在太钢、同煤、焦煤试点“三项制度”改革，在汾酒股份试点股权激励，在云时代公司试点科技人员激励。

1.3. 2019 年之山西国改“决胜年”

4月15日，山西国资委组织召开省属企业、市国资委负责人会议，会上在对2018年成绩回顾的同时，还对2019年山西国资系统重点工作进行了安排部署，将2019年明确为山西省国资国企改革“决胜年”，提出山西国资国企改革已进入窗口期和攻坚期，处于乘数效应最大的阶段，必须以更大的决心、更强的举措向纵深推进，推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵。

山西国资委将2019年重点工作整体概括为“一三五”：

- 一个持续，就是保持国有企业持续稳健发展态势；
- 三大突破，即在优化国有资本布局、加速混合所有制改革、推行市场化契约化管理上实现重大突破；
- 五大支撑，在优化公司治理结构、防范化解重大风险、解决历史遗留问题、完善国资管理体制、加强国企党的建设上加强支撑。

另外，指的重视的是会上提出，山西今年要大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”，现有上市公司要加强市值管理，逐步提升资产证券化率。

可以看到从“2017 序幕年”、“2018 攻坚年”到“2019 决胜年”，山西省国企国资改革稳步推进，从“顶层设计”到“施工图”再到“全面开工”，2019年山西省国企国资改革将是重要窗口期。另外，2018年底到2019年初，山西省七大煤企集团中5个集团董事长换帅，或在某一程度上预示了2019年山西七大煤企集团将有大动作。

表 9：山西七大集团董事会

焦煤集团					
2019/1/9					
原董事会			新董事会		
武华太	董事长	卸任	王茂盛	董事长	新
金智新	副董事长	卸任	黄巍	副董事长	新
山煤集团					
2019/1/30					
原董事会			新董事会		
赵建泽	董事长		赵建泽	董事长	
王为民	副董事长		王为民	副董事长	
戎爱国	副董事长	解聘	刘东奎	董事	新
程长生	董事		韩建书	董事	新
王雁琳	董事		王国胜	董事	新
			程长生	董事	

			王雁琳	董事	
路安集团					
2019/2/1					
原董事会			新董事会		
李晋平	董事长	工作变动	游浩	董事长	新任
游浩	副董事长	工作变动	刘俊义	副董事长	新任
王志清	副董事长	工作变动	张虎龙	外部董事	新任
王光彪	副董事长	工作变动	薛道成	外部董事	
孙玉福	董事	工作变动	李建胜	外部董事	
薛道成	外部董事				
李建胜	外部董事				
阳泉集团					
2018/11/10					
原董事会			新董事会		
王强	董事长	工作变动	杨乃时	董事长	新任
大同煤业					
2018/11/21					
原董事会			新董事会		
张有喜	董事长	免职	郭金刚	董事长	新任
郭金刚	总经理	解聘	崔建军	总经理	新任
晋煤集团					
2017/8/5					
原董事会			新董事会		
贺天才	董事长	卸任	李鸿双	董事长	新任
晋能集团					
2018/11/15					
原董事会			新董事会		
王启瑞	董事长	免除	李国彪	董事长	新任
李国彪	总经理	免除	陈旭忠	副董事长	新任

资料来源：集团公告，天风证券研究所

2. 山西国改怎么改？

通过对山西国改相关文件的解读和借鉴现有国改案例的经验，我们认为本次山西省国有企业改革最可能采取混合所有制改革、兼并重合和打造国有资本运营平台三种方式。

2.1. 混合所有制改革

对于“混改”，我们将其总结为“3W1H”，即混改是什么（what），为什么要混改（why），和谁进行混改（who）和怎样混改（how）。

2.1.1. What——“混改”是什么

国有企业混合所有制改革简单来讲，即国有资本投资项目允许非国有资本参股，通过治理结构形成一种混合的、复杂的产权安排，以形成各所有制下追求的优势互补动机。通过混改，国有企业补齐活力、效率等短板，非公企业补齐资金、资源等短板，从而有效促进生产力的发展。

2.1.2. Why——为什么要“混改”

混改的根本目的是为了激发国企的活力和竞争力。具体原因可以归纳为以下 4 点：第一，通过治理结构的科学化，透明化，以更加市场化的方式让国企更有效地参与竞争并履行社会责任。第二，提高国企的资产回报率，改善国有资产效率。第三，实现市场化条件下国企盈利的持续增长，而非依赖政策和政府关系。第四，国有企业和非公企业融合发展，实现双赢。

2.1.3. Who——跟谁“混”

非公经济有三种：非公企业、社会资本（资金）和自然人资本。在 14 年山西省颁布的《山西省人民政府关于深化国资国企改革的实施意见》中关于积极发展混合所有制经济中提到鼓励各类投资主体通过多种形式参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增发股票。除国家规定的领域外，国有企业资本投资项目可吸收一定比例非国有股份，国有企业在竞争性领域新上项目允许非国有资本控股。积极引入股权投资基金参与国有企业改制上市、重组整合，构建开放型经济体系。探索混合所有制企业员工持股。

2.1.4. How——怎么“混”

已经公布的山西省有关国资国企改革文件中，一共谈到了混合所有制的五种实现方式：开放式改制重组、整体上市或核心资产上市、员工持股、引入基金进行产权制度改革和引入战略投资者。

（1）开放式重组

开放式重组的涵义是业务、资产以及债务等要素的重新组合。其中业务重组包括收购兼并、挂牌转让、人员分流等，资产重组包括资产剥离、股权置换等，债务重组包括债转股等。开放式重组的作用在于优化业务和资源配置、减轻包袱、提高国企竞争力。

（2）整体上市或资产注入

整体上市指的是集团整体上市，例如推进主营业务单一的国企集团资产整体上市。资产注入指的是集团优质资产整体上市，通过非公开发行、并购重组等方式向上市公司注入核心资产。除了整体上市和资产注入外，还存在借壳上市这种股权多元化手段，借壳上市指的是借壳上市，适用于缺少上市平台的国企集团。整体上市或资产注入的作用是提高资产证券化率和实现多途径增资扩股。

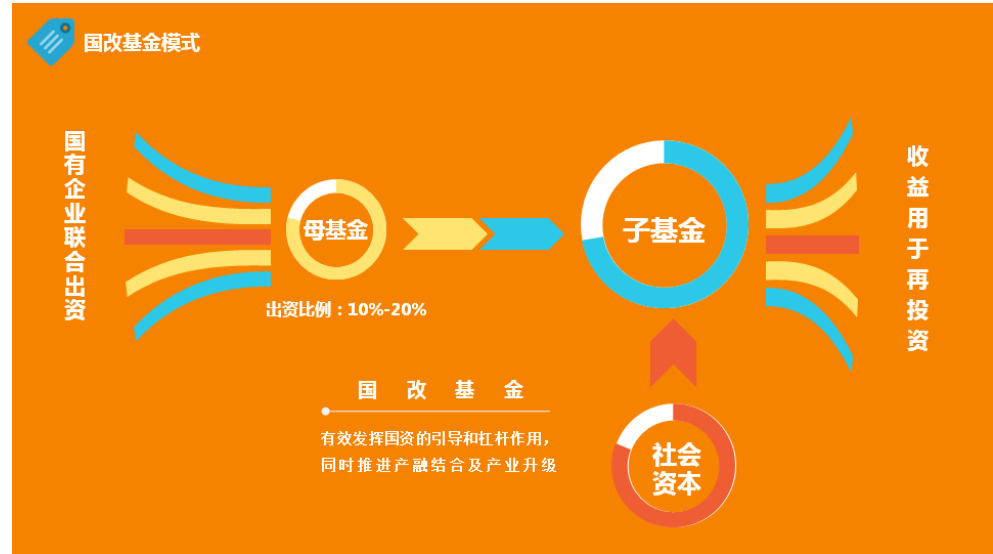
（3）员工持股和股权激励

山西省颁布的《省属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》等文件中明确了本次混改过程中员工持股计划的对象。在本轮改革中的员工持股并不是福利性质的全员持股，而是为了调动人才积极性，激发企业活力而实施的核心人才和高管的持股计划。实施员工持股计划需综合考虑对象范围、激励额度、购股价格、是否分批授予、股权退出机制等多个关键要素。员工持股计划和股权激励的作用是使员工能够以股东身份参与企业决策、分享利润、承担风险，增强员工的“主体感”，降低非人力资源成本，提升公司运营效率和盈利能力。

（4）引入基金进行产权制度改革

引入基金进行产权制度改革是混合所有制改革的一种创新形式，指的是通过设立国改基金，用有限的国有资本作为杠杆，吸引更多的社会资金投资国有企业混合所有制改革，促进产业升级，推动产融结合。国改基金通常采用“母子基金”的架构，国企等联合出资设立母基金，出资比例在 10%-20%左右，其余由子基金管理团队从社会募集，撬动 5 倍到 10 倍杠杆，投资于当地企业的比例一般不低于 80%，基金收益仅用于再投资。

图 5：国改基金模式



资料来源：《聚焦混合所有制改革白皮书》，天风证券研究所

(5) 引入战略投资者

战略投资者一般是指国内外专业的行业或财务投资者，其特点是拥有丰富的投资经验及整合经验，能够在行业、市场、商业模式上给企业提供参考，在资金、管理人才、管理方法、资本市场等方面给企业提供资源，协助被投资企业创造并在资本市场上实现更大的价值。引入战略投资者的一般流程见图 6。

图 6：引入战略投资者的一般流程



资料来源：《聚焦混合所有制改革白皮书》，天风证券研究所

2.2. 兼并重组

兼并重组，即企业的兼并重组，是并购的一种形式，指在企业竞争中，按照一定的程序进行的企业兼并和股权转让，从而实现企业的变型，达到企业重组的目的。兼并重组分为横向并购、纵向并购和混合并购，横向并购指的是同行业、从事相同业务的同质化企业之间的并购，纵向并购指的是产业链上下游之间的并购，混合并购指的是处在不同行业之间企业的并购。兼并重组具有扩大经营规模、提高市场份额、充分发挥协同效应等好处。我们认为山西省本次国改的兼并重组以横向并购和纵向并购为主，横向并购主要体现在晋北、晋中和晋东 3 大煤炭基地的整合上，纵向并购主要体现在煤电一体化兼并重组方面。

山西省在文件中多次提到有关兼并重组的概念，在 17 年 5 月发布的《关于深化国企改革指导意见》中提到了有关企业兼并重组的内容：（1）坚持突出主业推动整合重组。对同质化竞争严重的传统产业，通过专业化重组，推动产业链关键业务重组整合，优化配置同类资源，实行专业化运营，提高产业集中度，提升运行效率，增强市场竞争力。国有企业内部要加大结构调整和资源整合力度，转让退出非主业资产。支持非主业公司独立出来实现专业化发展，或与同行业龙头企业合资合作，共同开发国际、国内市场。（2）通过产融结合培育一批大型企业集团。以市场手段为主、行政手段为辅，引入金融资本，利用上市公司平台，不断提高资源和资本集中度，培育在全球市场上拥有行业重要地位和市场竞争话语权的集团化公司。在山西省发布的《山西省煤炭工业十三五规划》中提出“根据国家规划的晋北、晋中、晋东三大煤炭基地和 14 个矿区总体规划，按照区域煤质和煤层赋存特点，进一步推进三大煤炭基地提质，大力发展大型、特大型煤矿，加快建设现代化矿井，通过不断提升煤炭产业集约高效化水平”、“在晋北、晋中、晋东三个大型煤炭基地内，我省将以大型煤炭企业为主体，按照‘一个矿区原则上由一个主体开发，一个主体可以开发多个矿区’的原则，在企业自愿、市场主导的基础上，进一步加大资源整合、兼并重组力度，晋北动力煤基地培育同煤集团和中煤平朔两个亿吨煤炭集团，晋中炼焦基地培育焦煤集团亿吨级煤炭企业，晋东无烟煤基地培育阳煤集团、潞安集团和晋煤集团三大煤炭集团向亿吨级企业迈进”、“在已有煤炭大集团整合重组基础上，研究探索分基地、分煤种组建世界一流、国内引领的特大型煤炭集团公司”等规划目标。

在企业兼并重组方面，山西省已经有了相关的经验，现有的 7 大煤炭集团都是山西原有的煤炭企业经过一系列兼并重组后形成的。例如 2013 年山西煤销集团与山西国际电力集团合并成立晋能集团，实现了煤电一体化的纵向并购，2016 年，晋煤集团又与山西国际能源集团再次合并，成立晋煤国际能源集团，进一步完善煤电一体化产业链建设。而在今年早些时候中煤集团与新集能源、神华集团与国电集团的合并也为山西省此次采用兼并重组方式进行国改提供了经验。

2.3. 打造国有资本运营平台

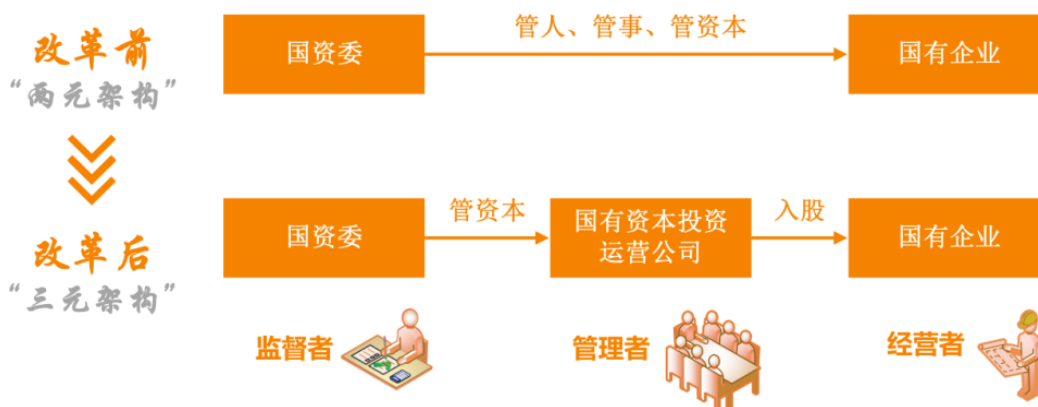
打造“国有资本投资运营公司”是本轮山西国改的重要方式之一，可能也是未来国改最为普遍的一种方式，其目的是完善国有资产管理体制，实现由“管资产”到“管资本”的转变。无论是中央政府还是山西省政府都非常重视国有资本运营平台的建设工作，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出“要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产管理，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”，2016 年中央政府的工作报告也再次提出“以管资本为主推进国有资产监管机构职能转变”。山西省政府颁布的文件中也多次提到了要打造国有资本运营台，《山西省人民政府关于深化国资国企改革的实施意见》、《煤炭供给侧结构性改革实施意见》、《关于深化国企国资改革的指导意见》等文件中都多次提到要“成立投资(运营)公司，提升资本运营效率。以管资本为主加强国有资产监管”。

国有资本投资运营公司可以是新设，也可以由原有的大型国有企业集团，通过剥离其经营性业务重组设立；还可以是原有的大型国有金融性投资公司。国有资本投资运营公司不能进行除投资管理业务之外的其他经营活动，对所投资企业仅作为股东参与经营管理。国有资本投资运营公司可在不同行业的企业持股。

国有资本投资运营公司可以进一步细分为国有资本投资公司和国有资本运营公司。国有资本投资公司以产业资本投资为主，主要是投资实业，以投资融资和项目建设为主。投资实业拥有股权，对持有资产进行经营和管理。国有资本投资公司通过产业资本与金融资本的融合，提高国有资本流动性，开展资本运作、进行企业重组、兼并与收购等。国有资本运营公司主要运营资本、不投资实业，营运的对象是持有的国有资本（股本），包括国有企业的产权和公司制企业中国有股权，运作主要在资本市场，既可以在资本市场融资（发股票），又可通过股权产权买卖来改善国有资本的分布结构和质量。公司运营强调资金的周转循环、追求资本在运动中增值，运作的形式多种多样，通过资本的运营，实现国有资本保值增值。不管是投资公司还是运营公司，二者最终目标均为实现“三权分立”（经营、

运营、监管)。国有投资运营平台的搭建使得国有资本的管理架构由“两元架构”向“三元架构”转变,国资委从原来既是“监管者”又是“管理者”的双重矛盾身份中脱离出来,成为统一监管者,实现了由“管资产”到“管资本”的转变。

图 7: 国有资本管理架构的转变



资料来源: 国资委, 天风证券研究所

在具体实践中, 2014 年国家就宣布选取中粮集团和国投公司这两家央企作为国有资本投资公司试点, 2016 年又公布第二批 9 家试点单位, 其中国有资本运营公司的试点分别是诚通集团和国新公司, 国有资本投资公司试点分别是神华集团、宝钢集团、武钢集团、五矿集团、招商局、中交集团和保利集团。山西省政府也积极开展国有资本投资公司的试点工作并与 2016 年选择焦煤集团作为试点单位。

3. 山西七大集团及上市公司资产对比

对于煤企集团和上市公司来讲, 我们认为最有可能的方式还是“兼并重组”和资产注入, 这也符合“2018 年将资产证券化率纳入“一企一策”业绩考核”以及 2019 年提出的“上市公司+”战略。对此, 我们对山西七大煤企业集团及其对应的煤炭上市平台相关资产进行对比梳理。

结论:

- (1) 山西七大煤企集团资产证券化率均较低, 除山煤集团资产证券化率为 55%外, 其他煤企集团均不到 50%;
- (2) 集团层面煤炭体量较大, 注入空间较大: 除山煤集团上市公司煤炭产量占集团的比重达到 84%以外, 其他上市公司层面体量均不到集团的一半;
- (3) 二者结合, 重点关注西山煤电、大同煤业、潞安环能、阳泉煤业。

表 10: 集团和上市公司资产对比 (2017 年)

集团	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	煤炭产量 (万吨)	上市公司	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	煤炭产量 (万吨)	资产证券化率	上市公司煤炭产量/集团产量
焦煤集团	2,957	2,227	730	12	9,610	西山煤电	579	367	212	16	2,498	24%	26%
						山西焦化	111	84	27	1			
						南风化工	26	29	-3	-4			

同煤集团	3,325	2,642	683	0.4	12,700	大同煤业	269	155	114	6	2,418	23%	19%	
						漳泽电力	484	404	80	-16				
阳煤集团	2,154	1,800	354	2	8,200	阳泉煤业	420	263	156	16	3,545	40%	43%	
						阳煤化工	419	362	57	1				
						原ST三维	20	13	7	1				
潞安集团	2,418	1,922	496	10	8,058	潞安环能	665	461	203	28	3,805	27%	47%	
晋能集团	2,621	2,068	553	7	7,366	通宝能源	120	72	48	1		5%		
山煤集团	835	717	118	2	2,728	山煤国际	459	370	89	4	2,302	55%	84%	
晋煤集团	2,492	2,083	409	8	6,487	蓝焰控股	74	41	33	5		3%		

资料来源：集团官网，Wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com