

煤炭开采 II 行业

山西省国企改革推进，关注各煤企龙头优势

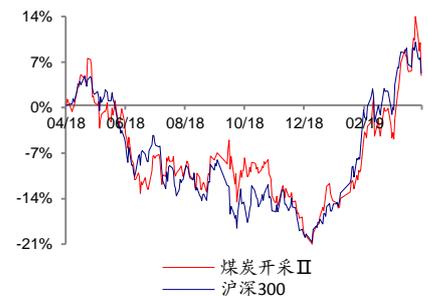
行业评级
买入

前次评级

买入

报告日期

2019-05-04

相对市场表现

分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究:

煤炭开采行业月度数据点 2019-04-18

评:3月煤炭整体供给增量不大,下游行业产量普遍延续高增长

煤炭开采 II 行业:煤价弱势维稳,4月关注大秦线检修以及煤矿复产情况 2019-04-02

煤炭开采 II 行业:短期供给偏紧继续支撑煤价,3月关注下游复工 2019-03-05

联系人: 徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

● 背景: 2019 年是山西国改决胜年

根据山西省政府网,2019 年为山西国改决胜年,2019 年 4 月 15 日召开的全省深化国有企业改革大会提出,三大突破力推国资国企改革,分别为优化国有资本布局、推进混合所有制改革、加强市场化契约化管理。根据国务院新闻办公室,4 月 25 日山西省对《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》进行了解读,提出改革目标与具体措施。

● 改革重点: 混改、证券化率提高、效率提升

混改: 山西省属国企面临的股权结构单一,国有资本一股独大问题严重,对此在全省深化国有企业改革大会提出,所有竞争性企业原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革。2019 年山西燃气集团重组方案公布,引入战略投资者,通过非公开协议方式、“不动用现金、下沉部分股权”等多种方式实现持股。

证券化率提升: 山西省七大煤炭集团的上市资产占集团总资产的比例普遍较低,截止 2018 年三季度,除了山煤集团(59.1%)外,其余六家集团资产证券化率都不到 30%。山西省深化国有企业改革大会提出:支持更多优质资产通过重组向上市公司集中,同时 2018 年山煤国际、大同煤业陆续公告拟收购国有煤矿资产,实现证券化率提升,目前均已完成收购。

效率提升: 1) 降低资产负债率:根据太原日报,2017 年山西省属国有企业平均负债率同比下降 1.69 个百分点,实现自 2007 年以来的首次下降。同时,山西省国资委要求,2018 年省属国有企业负债率再下降 1.5 个百分点,2019 年下降 1.5 个百分点; 2) 精细化利润考核:在以往重收入规模的粗放式考核方式下,煤炭企业普遍做大贸易业务而效益未有提升,未来有望将逐步转变为重利润的精细化考核方式,企业也从生产型转变为经营型。

● 相关公司详解——集团资产、主要业务及财务数据

焦煤集团(下属上市公司西山煤电): 山西焦煤集团产能 1.74 亿吨/年(根据集团发债说明书,下同),资产证券化率 24%。按产量来看,17 年集团原煤为 9610 万吨,西山煤电仅占 26%,山西焦煤集团是山西省属焦煤资产的主体,焦煤的深度重组是 2019 年山西国改的主要措施之一,山西焦煤集团有望受益。

同煤集团(下属上市公司大同煤业): 同煤集团是全国除神华集团外产量最高的煤炭企业,资产证券化率 23%,17 年集团煤炭产量 1.27 亿吨,而上市公司产量仅 2849 万吨,占比 14%,同时集团塔山煤矿 21%股权于 18 年 4 月公告拟注入上市公司,根据大同煤业 2018 年年报,塔山矿工变更已完成。

潞安集团(下属上市公司潞安环能): 潞安集团为全国最大的喷吹煤生产基地,资产证券化率 28%,17 年集团和上市公司喷吹煤产量分别为 1710 和 1433 万吨(原煤产量分别为 8015 和 4160 万吨)。除上市公司外,集团还有司马、郭庄、高河等优质资源。

阳煤集团(下属上市公司阳泉煤业): 旗下拥有 3 家化工上市平台,主要业务优势为无烟煤和化工,资产证券化率 39.7%,17 年集团和上市公司产量分别为 6767 万吨和 3535 万吨。

山煤集团(下属上市公司山煤国际): 集团负担相对较轻,煤炭产能规模不大,后续不良资产有望陆续剥离,未来有望轻装上阵,17 年资产证券化率 55%,山西煤炭集团中最高。

● 山西国企改革有望逐步推进,重点关注西山煤电、潞安环能、阳泉煤业、大同煤业、山煤国际

我们认为 19 年山西省国企改革将成为工作重点,资产整合、股权转让及盈利释放、效率提升将提速。重点公司包括:西山煤电、潞安环能、阳泉煤业、大同煤业,此外省内煤企还包括兰花科创、山煤国际。

风险提示: 煤价超预期下跌,国企改革进展低于预期。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国神华	601088.SH	RMB	19.69	2019/4/29	买入	26.5	2.21	2.22	8.91	8.87	4.3	4	11.8	10.6
陕西煤业	601225.SH	RMB	9.02	2019/4/29	买入	12.76	1.16	1.23	7.78	7.33	3.6	3.1	20.1	18.8
兖州煤业	600188.SH	RMB	11.45	2019/4/30	买入	13	1.62	1.65	7.07	6.94	6.1	5.9	13	12.1
潞安环能	601699.SH	RMB	8.25	2019/4/26	买入	10.4	1.04	1.11	7.93	7.43	4.7	4.3	13.2	12.2
西山煤电	000983.SZ	RMB	6.88	2019/4/24	买入	8.26	0.59	0.63	11.66	10.92	5.8	5.3	8.5	8.4
大同煤业	601001.SH	RMB	5.02	2019/4/29	持有	5.6	0.5	0.51	10.04	9.84	3.1	2.8	13.2	11.9
山煤国际	600546.SH	RMB	5.13	2019/4/3	增持	5.46	0.39	0.4	13.15	12.83	0.62	0.58	12.4	11.2
阳泉煤业	600348.SH	RMB	6.26	2019/4/29	买入	7.62	0.88	0.94	7.11	6.66	3.3	2.5	9.1	8.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

山西国改：2019 年进入“决胜年”	5
改革重点预判：混改、证券化率提高、效率提升	7
改革重点之一：混改	7
改革重点之二：证券化率提升	10
改革重点之三：效率提升	11
相关公司详解——集团资产、主要业务及财务数据	13
焦煤集团：国企改革试点单位，资产证券化率 24%	14
潞安集团：喷吹煤业务优势突出，资产证券化率 28%	18
同煤集团：动力煤煤炭产能居前，塔山矿 21% 股权已注入上市公司	20
阳煤集团：煤化工龙头，产业优势突出	23
山煤集团：上市公司煤炭产能占比 91%，河曲露天 51% 股权已注入上市公司	26
观点：山西国企改革有望逐步推进，重点关注西山煤电、潞安环能、大同煤业、阳泉煤 业、山煤国际	29
风险提示	30

图表索引

图 1: 山西省七大煤炭集团资产证券化率整体较低(截止 2018 年 9 月 30 日)	10
图 2: 焦煤集团股权结构图(截止 2019 年 3 月底)	15
图 3: 焦煤集团 2018 年前 3 季度归母净利 5.3 亿元	16
图 4: 焦煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 17.1%	16
图 5: 截止 2017 年末, 焦煤集团资产证券化率为 24.2%	16
图 6: 潞安集团股权结构图(截止 19 年 3 月底)	18
图 7: 潞安集团 2018 年前 3 季度归母净利 0.47 亿元	19
图 8: 潞安集团 2018 年前 3 季度毛利率为 9.8%	19
图 9: 截止 2017 年末, 潞安集团资产证券化率为 27.5%	19
图 10: 同煤集团股权结构图(截止 19 年 3 月底)	21
图 11: 同煤集团 2018 年前 3 季度归母净利-0.02 亿元	21
图 12: 同煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 17.4%	21
图 13: 截止 2017 年末, 同煤集团资产证券化率为 23%	22
图 14: 阳煤集团股权结构图(截止 19 年 4 月)	24
图 15: 阳煤集团 2018 年前 3 季度归母净利 6.6 亿元	24
图 16: 阳煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 11.2%	24
图 17: 截止 2017 年末, 阳煤集团资产证券化率为 39.7%	25
图 18: 山煤集团股权结构图(截止 19 年 3 月底)	26
图 19: 山煤集团 2018 年前 3 季度归母净利 5.3 亿元	27
图 20: 山煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 11.8%	27
图 21: 截止 2017 年末, 山煤集团资产证券化率为 55%	27
表 1: 目前山西省国资国企存在的 14 个主要矛盾和问题	5
表 2: 山西省省属企业情况(截止 2019 年一季度末)	8
表 3: 山西省七大煤炭集团旗下上市公司股权状况(截止 2018 年三季度末)	9
表 4: 山西省属上市公司资本运作(单位: 亿元)	11
表 5: 七大煤炭集团资产负债率(单位: %)	12
表 6: 七大煤炭集团旗下上市公司资产负债率(单位: %)	12
表 7: 2018 年 Q1-Q3 山西省主要 18 家上市公司及其母公司经营概况	13
表 8: 山西省七大煤企合计煤炭产能 7.5 亿吨	14
表 9: 焦煤集团主要矿井情况	17
表 10: 山西焦煤集团各煤炭子公司披露产能及产量情况(单位: 万吨)	17
表 11: 潞安集团主要生产矿井情况	20
表 12: 同煤集团主要矿井原煤生产情况	22
表 13: 阳煤集团主要生产矿井情况	25
表 14: 山煤集团主要生产矿井情况	28

山西国改：2019 年进入“决胜年”

根据山西省人民政府网报道，4 月 15 日山西省深化国有企业改革大会召开，提出 2019 年是山西省国企改革决胜年，并通过三大突破力推国资国企改革，根据国务院新闻办公室报道，4 月 25 日山西省政府新闻办举行新闻发布会，对《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》进行深度解答。2017 年我们曾发布国企改革系列四篇报告，对煤炭国企特别是山西国企主要业务和财务、财务经营数据，以及国企改革可能的重点和方向做了分析。近期，国改预期再次提升，我们认为相比两年前，煤炭业务盈利已有大幅好转，混改、资产整合等改革方向也逐步成为可能。

➤ 2017 年以来政策面国企改革方向逐步明确：

1、《2017 年山西省政府工作报告》：明确表示 2017 年要深化国企国资改革，积极推进国有资本投资、运营公司改革试点，全面启动省属国有企业改革。

2、2017 年 2 月，山西省书记、省长调研煤炭企业（太原日报）：

- 2 月 3 日至 4 日，山西省委书记骆惠宁在晋城调研晋煤集团等煤炭国有企业，并表示：深化国企国资改革是决定山西转型前途的关键一招，国企国资带头改好改到位，转型发展才有最大的动力和希望。
- 同期，山西省长楼阳生也在焦煤集团进行调研。作为山西国企改革试点，山西高层对焦煤集团寄予厚望。期间，楼阳生要求上述企业尽快制定国企改革方案，在分离企业办社会职能、增强焦煤产业竞争力等方面先行一步。

3、2017 年 6 月《省属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》（山西省政府网）：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；

4、山西国有资本投资运营公司于 2017 年 7 月 31 日成立（人民网）；山西 22 家集团股权已划转至国资运营公司；

5、2017 年 11 月山西国资委公布第一批 12 个“腾笼换鸟”项目（山西省人民政府网）：包括山西焦煤集团、阳煤集团、潞安集团、晋煤集团、晋能集团旗下相关资产，所持股权全部出让或部分股权出让。

表 1：目前山西省国资国企存在的 14 个主要矛盾和问题

序号	主要问题
1	布局不合理，一煤独大问题非常严重。煤炭资产占我省国有资产的比重达到 36%，新动能、新产业、新业态、新模式发展严重不足。
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。 |
| 10 | 人才队伍建设与企业发展不匹配，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。 |

数据来源：山西省国资委、广发证券发展研究中心

➤ 2018 年山西国改深化年：

1、2018 年 1 月 2 日山西国资委公布第二批腾笼换鸟项目名单(山西省人民政府网)：

共有 41 个项目，其中包括全资国企全部或部分股权出让、所持国企控股权或部分股权的全部出让，共涉及 41 家国企股权，拟转让国企股权分别为太钢集团、焦煤集团、同煤集团、阳煤集团、晋煤集团、潞安集团、山西国际能源集团、山西能交投（山西汽车运输集团）、山西文旅集团（含山西经贸集团和山西投资集团）、山煤集团、山西国新能源集团和山西水务集团等 12 家省属国企旗下资产。

1、2018 年 2 月 27 日《2018 年山西省深化国企改革行动方案》：引导支持各类所有制性质的企业参与国有企业改革，推动交叉持股，相互融合；对煤机、煤化工、燃气产业，结合企业主业辅业发展规划和方向进行适当的重组。

2、2018 年 3 月山西燃气集团成立（山西省人民政府网）：初步引入 7 家境内外战略投资者；

3、截至 2018 年 9 月三供一业已交过半（山西省人民政府网）：山西省国有企业“三供一业”剥离移交实际完成率为 50.50%。

4、上市公司方面：

- 同煤集团塔山矿 21%股权已注入大同煤业：根据大同煤业 2018 年 4 月 27 日公告，大同煤业拟以现金收购同煤集团持有的塔山煤矿 21%股权，评估价值为 24.87 亿元。根据大同煤业 2018 年年报，塔山煤矿已完成股权工商登记变更。

- 山煤集团河曲露天煤矿 51%股权已注入山煤国际：根据山煤国际 2018 年 6 月 2 日公告：以现金支付方式购买山煤集团中汇大地分别持有的河曲露天 31%和 20%的股权，合计 51%的股权，交易总对价为人民币 23.72 亿元。根据山煤国际 2018 年 7 月公告，标的资产已经完成工商变更。

➤ 2019 年是山西国改决胜年：

根据山西政府网报道，2019 年 4 月 15 日召开的全省深化国有企业改革大会提出，2019 年是山西省国企改革决胜年，三大突破力推国资国企改革：

- 在优化国有资本布局上取得突破，推动省属国企质量变革：七家省属煤炭集团，每家都要选择 1-2 个非煤高新技术产业，确定目标，加强培育，做大做强，同时建立健全配套激励机制；
- 在推进混合所有制改革上取得突破，推动省属国企效率变革：明确所有竞争性企业，原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革，同时推进省属煤企集团公司面向全国引进战投，推出一批煤矿类子企业混改项目，允许民营企业控股。
- 在加强市场化契约化管理上取得突破，推动省属国企动力变革：推进市场化选聘和契约化管理，推进市场化激励约束机制改革。

根据国务院新闻办公室报道，4 月 25 日山西省政府对《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》进行了解读：

- 2019 年改革目标：
 - “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。
 - 主要经济目标，利润总额同比增长 10%以上，资产负债率同比下降 1.5 个百分点，经济增加值力争增长 12.5%以上。
- 2019 年改革具体措施：
 - 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；推出一批煤矿类子企业混改项目，允许民营企业控股。
 - 推进重点领域深度重组，重点推动煤机、燃气、现代化工、焦煤、通航等领域的深度重组。

同时，山西燃气集团重组方案公布，是山西国改的重要一步（蓝焰控股 2019 年 2 月 20 日公告）：晋煤集团以旗下燃气板块资产向燃气集团增资，太原煤炭气化等以其所持燃气及相关资产向燃气集团增资，同时引进战略投资者：大同煤矿集团、阳泉煤业集团、西山煤电、潞安矿业集团分别以货币出资，通过非公开协议方式向燃气集团增资。另外，华润燃气投资、中石油昆仑燃气、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。国开金融、中国信达采取“不动用现金、下沉部分股权”的方式，在燃气集团实现持股。

改革重点预判：混改、证券化率提高、效率提升

改革重点之一：混改

1、现状：股权结构单一，国有资本一股独大问题严重

山西省属国有企业中 18 家仍然是国有独资，个别企业仍未完成公司制改造。省属国有企业中，七大煤炭集团国有持股比例均超过 50%，焦煤集团、潞安集团、晋能集团、山煤集团股权结构上看为国有独资。

目前，在 A 股上市公司中有 38 家来自山西省，其中 18 家上市公司的实际控制人是山西省国资委。而山西省七大煤炭集团旗下的上市公司就有 13 家，这 13 家上市公司中有 7 家属于煤炭及相关行业，其中有 5 家属于煤炭行业（大同煤业、西山煤电、阳泉煤业、潞安环能、山煤国际），1 家属于焦化行业（山西焦化），1 家属于煤层气行业（蓝焰控股）。5 家煤炭行业的上市公司的第一大股东的持股比例均超过 50%，属于绝对控股。

表 2：山西省省属企业情况（截止 2019 年一季度末）

山西省属企业名称	简称	大股东名称	持股比例	所属行业
山西焦煤集团有限责任公司	山西焦煤	山西国资委	100%	煤炭
晋能集团有限公司	晋能集团	山西国资委	64%	煤炭
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	潞安集团	山西国资委	100%	煤炭
山西煤炭进出口集团有限公司	山煤集团	山西国资委	100%	煤炭
大同煤矿集团有限责任公司	同煤集团	山西国资委	65%	煤炭
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	晋煤集团	山西国资委	63%	煤炭
阳泉煤业（集团）有限责任公司	阳煤集团	山西国资委	54%	煤炭
太原钢铁（集团）有限公司	太钢集团	山西国资委	100%	钢铁
山西国际能源集团有限公司	山西国际能源	山西国资委	100%	能源
山西省国新能源发展集团有限公司	国新能源	山西国资委	100%	能源
山西能源交通投资有限公司	山西能投集团	山西国资委	100%	能源
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	汾酒集团	山西国资委	100%	酿酒
山西省高速公路集团有限责任公司	山西高速集团	山西国资委	100%	交通
山西省交通开发投资集团有限公司	山西交投集团	山西国资委	100%	交通
山西建筑工程（集团）总公司	山西建工集团	山西国资委	100%	建筑
山西路桥建设集团有限公司	山西路桥集团	山西国资委	100%	建筑
山西省黄河万家寨水务集团有限公司	黄河水务	山西国资委	100%	公共事业
中条山有色金属集团有限公司	中条山集团	山西省人民政府	100%	有色金属
太原重型机械集团有限公司	太重集团	山西省人民政府	100%	机械
山西省经贸投资控股集团有限公司	山西经贸集团	山西省人民政府	100%	金融
山西金融投资控股集团有限公司	山西金控集团	山西财政厅	100%	金融
山西省国有资产投资控股集团有限公司	山西国控集团	山西国资委		金融
山西水务投资集团有限公司	山西水务集团	山西国资委		公共事业
山西出版传媒集团有限责任公司	山西出版传媒集团	山西省人民政府		传媒
山西日报传媒（集团）有限责任公司	山西日报传媒集团	山西日报社		传媒
山西广电信息网络（集团）有限责任公司	山西广电网络集团	山西广播电视台		传媒
山西广播电视传媒（集团）有限责任公司	山西广电传媒集团	山西广播电视台		传媒
山西演艺（集团）有限责任公司	山西演艺集团	山西省文化厅		传媒

山西影视(集团)有限责任公司	山西影视集团	山西财政厅	传媒
山西文化旅游产业投资集团有限公司	山西文旅投资集团	山西旅游局	文化
山西文物博物产业集团有限责任公司	山西文博集团	山西财政厅	文化
山西工艺美术集团有限责任公司	山西工美集团	山西省工艺美术馆	文化

数据来源: Wind、山西省国资委、广发证券发展研究中心

表 3: 山西省七大煤炭集团旗下上市公司股权状况 (截止 2018 年三季度末)

上市公司	控股股东	持股比例	间接控股股东	实际控制人
大同煤业	同煤集团	57.46%		山西省国资委
漳泽电力	同煤集团	28.54%		山西省国资委
西山煤电	焦煤集团	54.40%		山西省国资委
山西焦化	山西焦化集团	54.14%	焦煤集团	山西省国资委
南风化工	山西焦煤运城盐化集团	25.69%	焦煤集团	山西省国资委
阳泉煤业	阳煤集团	58.34%		山西省国资委
阳煤化工	阳煤集团	24.19%		山西省国资委
太化股份	太原化学工业集团	43.48%	阳煤集团	山西省国资委
山西三维	山西三维华邦集团	27.79%	阳煤集团	山西省国资委
蓝焰控股	晋煤集团	40.05%		山西省国资委
潞安环能	潞安集团	61.63%		山西省国资委
通宝能源	山西国际电力集团	57.33%	晋能集团	山西省国资委
陕煤集团	山西煤炭进出口集团	58.44%		山西省国资委
国新能源	山西省国新能源发展集团	31.64%		山西省国资委
山西汾酒	汾酒集团	58.52%		山西省国资委
太钢不锈	太钢集团	62.70%		山西省国资委
太原重工	太原集团	25.84%		山西省国资委
山西证券	山西金控集团	30.45%		山西省财政厅

数据来源: Wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

2、政策: 所有竞争性企业原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革

根据山西省人民政府网报道, 2019年4月15日的全省深化国有企业改革大会上, 省国资委党委书记、主任郭保民表示所有竞争性企业原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革, 并提出:

- **在加大混改力度方面, 放开股权比例限制, 让投资者有更大的股权比例空间。** 2019年要推动太重、文旅、汾酒、建投、中条山、大地、云时代等竞争类企业和三家科研院所改制企业, 分批在集团层面试点混改。推进省属煤企集团公司面向全国引进战投, 推出一批煤矿类子企业混改项目, 允许民营企业控股。新设立、新并购的增量新动能新产业企业, 原则上都要实现股权多元化。
- **规范推进混改, 强化混改全流程监督, 确保依法资产评估、公开透明交易。** 借鉴复制中国联通混改经验, 重点在科技型子企业试点员工持股, 打造员工与企业“利益共同体”。把引进各类资本和转换经营机制有机结合起来, 深化混改内涵。通过混改整合产业链上下游资源, 放大国有资本功能, 引导和带动非公经济发展。

根据国务院新闻办公室，4月25日的新闻发布会上，山西省国资委副主任张宏永表示：1) 对于混改要整体上加大力度：运用进退流转等多种方式推进混改，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；将混改方式从以债转股为主，向多种方式转变；将持股对象从非上市企业向上市公司集中；2) 推进省属煤企集团层面面向全国各类所有制企业引进战略投资者；推出一批煤矿类子企业混改项目，允许民营企业控股。

山西燃气集团引入战略投资者，多种方式实现混改（蓝焰控股2019年2月20日公告）：省内战略投资者：大同煤矿集团、阳泉煤业集团、西山煤电、潞安集团分别以货币出资5000万元，通过非公开协议方式向燃气集团增资，同时省外战略投资者华润燃气投资、中石油昆仑燃气、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。国开金融、中国信达采取“不动用现金、下沉部分股权”的方式，在燃气集团实现持股。

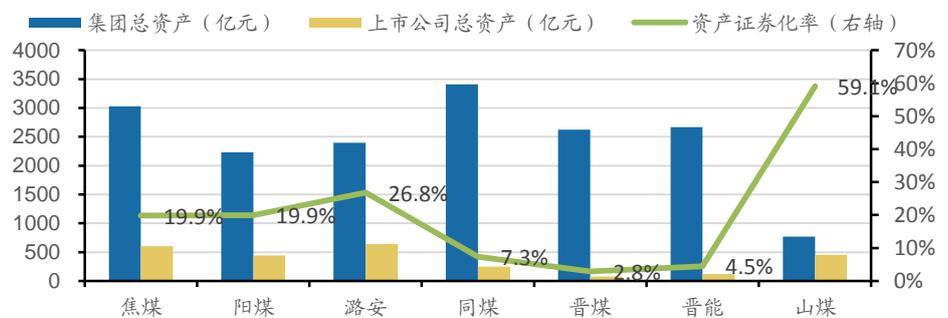
改革重点之二：证券化率提升

目前，山西省七大煤炭集团的上市资产占集团总资产的比例普遍较低，根据集团发债说明书及上市公司年报与季报，截止2018年三季度，除了山煤集团（59.1%）外，其余六家集团资产证券化率都不到30%（潞安26.8%；阳煤19.9%；焦煤19.9%；同煤7.3%；晋能4.5%；晋煤2.8%）。

省属的18家上市公司在IPO之后，更多地运用了间接融资和发债券融资，资本市场的再融资功能没有充分利用，尤其是主要的4家煤炭上市公司大同煤业、西山煤电、阳泉煤业和潞安环能从未利用过股权再融资。

根据山西省人民政府网，全省深化国有企业改革大会提出，实施“上市公司+”战略。2019年内完成汾酒集团整体上市、大地控股港股上市，推动新三板挂牌企业择机转板上市，鼓励新动能企业科创板上市，加快培育子企业新三板挂牌，支持更多优质资产通过重组向上市公司集中，提升省属国企资产证券化率。上市公司要加强市值管理，改善公司治理，规范资本运作，积极开展再融资。加强亏损上市公司专项治理，严防退市风险。

图1：山西省七大煤炭集团资产证券化率整体较低（截止2018年9月30日）



数据来源：wind、集团发债说明书、集团信用评级报告、上市公司年报、广发证券发展研究中心

表 4: 山西省属上市公司资本运作 (单位: 亿元)

公司	上市以来累计募资	直接融资						间接融资			
		首发	占比 (%)	股权再融资	占比 (%)	发债券融资	占比 (%)	累计新增短期借款	占比 (%)	累计新增长期借款	占比 (%)
*ST 山煤	355.7	4.2	1.2	81.7	23	45	12.7	184.1	51.7	40.7	11.5
阳煤化工	239.9	--	--	49.2	20.5	--	--	112	46.7	78.7	32.8
西山煤电	234.5	18.7	8	--	--	60	25.6	46.8	20	109	46.5
阳泉煤业	137.3	12.3	9	--	--	44	32	57.7	42	23.3	17
大同煤业	110	18.9	17.2	--	--	50	45.5	6.6	6	34.4	31.3
ST 煤气	75.1	6.9	9.2	17.2	22.9	35	46.6	0.5	0.7	15.4	20.6
山西焦化	66	1.5	2.3	28.6	43.3	--	--	16	24.3	19.9	30.1
太钢不锈	947.9	10.8	1.1	100.9	10.6	480	50.6	59.9	6.3	296.3	31.3
漳泽电力	354.8	0.9	0.3	79.2	22.3	97	27.4	55.7	15.7	122	34.4
太原重工	201.9	3.3	1.6	33.5	16.6	45	22.3	78	38.6	42.1	20.9
国新能源	179.6	0.2	0.1	50	27.9	--	--	19.7	11	109.6	61
潞安环能	174.3	19.8	11.4	--	--	--	--	70.8	40.7	83.6	48
山西证券	79.7	31.2	39.2	48.5	60.9	--	--	--	--	--	--
通宝能源	47.5	1.2	2.5	22.3	46.9	--	--	-0.2	--	24.3	--
山西三维	45.2	3.3	7.4	9.7	21.4	16	35.4	15.4	34.1	0.8	1.8
南风化工	16.6	4	24.1	5.5	33.2	--	--	5.4	32.6	1.7	10
太化股份	6.4	5.8	90.8	--	--	--	--	0.6	9.2	--	--
山西汾酒	1.8	1.6	69.5	0.7	30.5	--	--	-0.4	--	--	--

数据来源: Wind、上市公司年报、上市公司招股说明书、广发证券发展研究中心

改革重点之三: 效率提升

1、降低资产负债率:

根据山西省人民政府网, 山西省国资委主任郭保民表示, “降杠杆是金融支持国企改革、降低企业负债率的关键之举, 也是贯彻供给侧结构性改革政策、落实高质量发展要求、做强做优做大国有资本的不二选择。”

根据太原日报, 2017年, 山西省属国有企业平均负债率同比下降1.69个百分点, 实现自2007年以来的首次下降。同时, 山西省国资委要求, 2018年省属国有企业负债率下降1.5个百分点, 2019年再下降1.5个百分点。

煤炭集团来看, 根据集团发债说明书以及wind数据, 七大煤炭集团2018年三季度末平均资产负债率为79.1%, 相较于2017年底下滑1.7个百分点, 相较于2016年底下滑3.9个百分点, 其中阳煤集团资产负债率相较于2008年以来的最高点下滑最多, 达3.6个百分点, 其次是晋煤集团、同煤集团, 分别为3.3个百分点、2.4个百分点。

上市公司方面，5家煤炭上市公司，加上蓝焰控股与山西焦化，2018年末平均资产负债率为60.7%，相较于2015年下滑12个百分点，历史变动方面，剔除并购重组的蓝焰控股和山西焦化，阳泉煤业资产负债率相较于2012年以来的最高点下滑最多，达13.9个百分点，其次是山煤国际、潞安环能，分别为7.2、3.8个百分点。

表 5：七大煤炭集团资产负债率（单位：%）

集团名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-3
同煤集团	72.9	79.6	82.7	85.0	84.5	79.5	78.2
焦煤集团	74.2	76.9	79.4	78.8	78.1	75.3	74.7
阳煤集团	76.3	78.5	82.1	85.8	85.9	83.5	81.5
晋煤集团	76.9	79.9	81.9	82.7	84.9	83.6	82.5
潞安集团	75.4	79.7	82.1	83.0	84.2	79.5	77.9
晋能集团	70.6	73.2	76.9	77.3	78.5	78.9	77.3
山煤集团	81.8	82.5	83.0	85.0	85.0	85.9	82.0

数据来源：Wind、上市公司年报及季报、广发证券发展研究中心

表 6：七大煤炭集团旗下上市公司资产负债率（单位：%）

上市公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
大同煤业	34.6	46.1	50.3	63.4	61.7	57.6	61.0
西山煤电	61.0	59.2	61.2	63.7	64.0	63.4	64.0
山西焦化	85.5	67.1	68.2	75.7	75.5	75.6	51.5
阳泉煤业	53.7	48.2	55.3	60.4	66.4	62.8	52.5
蓝焰控股	63.1	69.7	81.4	94.1	76.1	55.7	50.8
潞安环能	58.2	62.0	64.1	65.3	68.9	69.4	65.6
山煤国际	76.2	76.5	80.6	86.5	83.4	80.6	79.4

数据来源：Wind、集团发债说明书、集团信用评级报告、广发证券发展研究中心

2、精细化利润考核

根据山西省国资委，2017年1月15日山西省国资委党委书记的副省长王一新发表重要讲话《解放思想、紧抓机遇、迎难而上、不辱使命，坚决打赢国资国企改革攻坚战》提出：山西省国资委的监管和考核方式也有望发生改变，将从以前重收入规模的粗放式考核方式转变为重利润的精细化考核方式，旨在引导企业在改革过程中从生产型转变为经营型。

基本思路是改革任期目标责任书的签订办法：

(1) 企业年度和领导人任期的主要经济指标是由国资委根据不同企业情况研究提出，根据企业实际所处行业、资产规模、质量、行业平均资产报酬率、净资产报酬率、平均单位成本、人均劳动生产率等各项重要参数和企业意见。

(2) 目标责任书的签订将对公众完全公开透明，是否完成约定的指标直接与企业领导的业绩挂钩，激励政策导向鲜明。国资委在此过程中的角色是按年度对签约企业

的目标成绩进行考核，将经营的权限下放至企业，不干预企业的围观经营。

2017年以来山西省国有企业盈利水平大幅提升：2017年山西省国有企业利润总额达1024亿元，同比增350%，2018年为1356亿元，同比增34.05%。

表 7：2018 年 Q1-Q3 山西省主要 18 家上市公司及其母公司经营概况

集团	上市公司	归属于母公司净利润 (亿元)		营业收入 (亿元)	
		集团	上市公司	集团	上市公司
同煤集团	大同煤业	-0.02	6.58	1295.28	78.87
	漳泽电力		1.90		80.92
焦煤集团	西山煤电	5.26	15.23	1318.13	233.72
	山西焦化		12.87		52.03
	南风化工		-1.63		15.20
阳煤集团	阳泉煤业	6.65	14.04	1231.60	252.85
	阳煤化工		1.09		151.14
	太化股份		-0.35		5.35
	山西三维		-1.02		12.95
晋煤集团	*ST 煤气	7.07	4.78	1252.86	14.18
潞安集团	潞安环能	0.47	22.29	1302.29	173.20
晋能集团	通宝能源	3.25	1.64	753.74	42.64
山煤集团	*ST 山煤	5.31	4.03	460.39	359.40
国新能源	国新能源	-4.18	0.13	114.44	70.08
汾酒集团	山西汾酒	13.14	12.64	106.39	69.15
太钢集团	太钢不锈	24.53	40.61	589.70	550.66
太重集团	太原重工	-1.00	0.07	84.76	41.55
山西金控集团	山西证券	-	1.16	-	43.51

数据来源：Wind、集团发债说明书、集团信用评级报告、上市公司年报、广发证券发展研究中心

相关公司详解——集团资产、主要业务及财务数据

煤炭产能产量方面，根据集团发债说明书，山西省七大煤企合计煤炭产能7.5亿吨，2017年煤炭产量合计5.3亿吨，占山西省总产量的54.3%，旗下上市公司产能合计1.62亿吨，2017年产量1.50亿吨，占集团的22%、28%。

财务数据方面，根据集团发债说明书以及wind数据，山西七大煤炭集团2017年实现营业收入、归母净利分别为9577亿元、3.7亿元，营业收入同比增2.3%、归母净利扭亏为盈（16年全年为-30亿元。），2018年Q1-Q3实现营业收入、归母净利分别为7614.3亿元、28.0亿元，营业收入同比增9.3%，归母净利扭亏为盈（17年前三季度为-13.13亿元）。

表8: 山西省七大煤企合计煤炭产能7.5亿吨

集团	产能 (万吨)	17年产量 (万吨)	上市公司	产能 (万吨)	17年产量 (万吨)	产能占比	产量占比
山西焦煤集团	17,400	9,610	西山煤电	3445	2498	20%	26%
同煤集团	16,000	12,700	大同煤业	2210	2418	14%	19%
晋煤集团	10,765	5,854					
晋能集团	10,300	7,366					
潞安集团	8,920	8,015	潞安环能	4130	4160	46%	52%
阳煤集团	8,050	6,767	阳泉煤业	3670	3545	46%	52%
山煤集团	3,030	2,727	山煤国际	2730	2647	91%	97%

资料来源: 集团发债说明书、评级报告、上市公司年报

焦煤集团: 国企改革试点单位, 资产证券化率 24%

1、股权结构: 国有独资企业, 旗下拥有三家不同行业上市平台

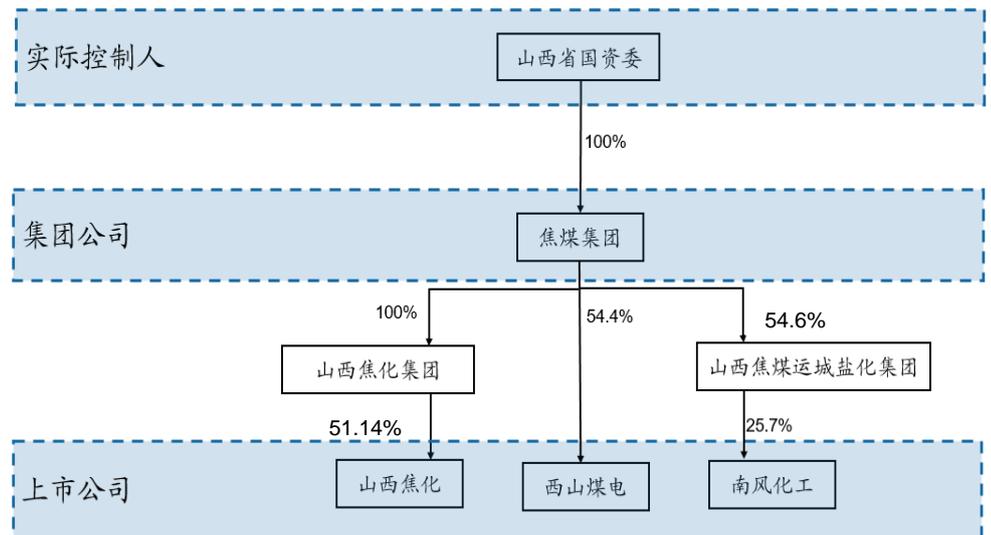
山西焦煤集团是2001年10月山西省人民政府批准由原西山煤电集团、汾西矿业集团以及霍州煤电集团三家山西省中部大型煤炭企业合并组建而成的国有独资公司, 山西省国资委持有公司100%股权, 为公司控股股东和实际控制人。根据集团发债说明书以及wind数据, 控股或参股A股上市公司3家, 分别为西山煤电(000983.SZ)、山西焦化(600740.SH)、南风化工(000737.SZ)。

西山煤电: 位于西山矿区, 总部设在太原市, 主要开采西山煤田。焦煤集团持有其54.4%的股权, 是焦煤集团最大, 也是煤炭业务方面的唯一上市平台。

山西焦化: 山西省重点建设的3个年产300万吨焦炭的龙头企业之一, 也是全国焦化行业第一家上市公司, 截至19年3月底, 焦煤集团持有其51.14%的股权。

南风化工: 控股股东为山西焦煤运城盐化集团, 而运城盐化是目前中国最大的无机盐、洗涤剂、钾肥生产基地, 同时也是焦煤家屯的全资子公司, 截至19年3月底, 焦煤集团间接持有南风化工25.7%的股权, 是焦煤集团在日用化工品方面的主要上市平台。

图 2: 焦煤集团股权结构图 (截止 2019 年 3 月底)



数据来源：wind、上市公司一季报、广发证券发展研究中心

2、财务状况：18年前3季度盈利5.3亿元，资产证券化率24%

根据集团发债说明书以及wind数据，营业收入方面，公司2018年Q1-Q3实现营业收入1318.1亿元，同比增28.5%，2017年为1521.7亿元，同比降8.6%。

归母净利：公司2018年Q1-Q3实现归母净利5.3亿元，扭亏为盈（17年Q1-Q3为-3.6亿元），2017年为8.0亿元，扭亏为盈（16年为-0.7亿元）。

盈利指标方面：公司2018年Q1-Q3毛利率为17.12%，同比降2.7%，2017年毛利率为18.0%，同比增7.0%；18年Q1-Q3净利率为1.43%，同比增1.4%，2017年净利率为0.76%，同比增1.0%。

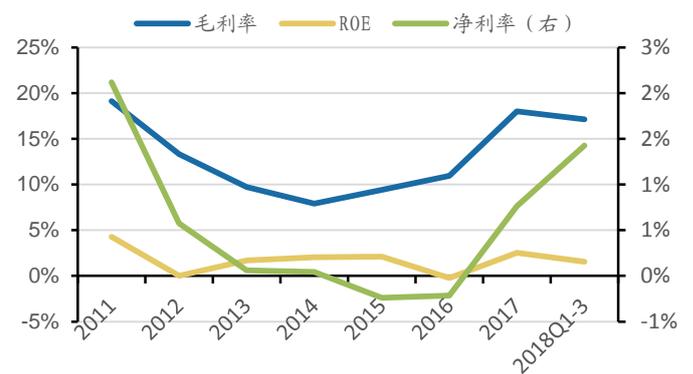
截至17年底，集团资产证券化率达24.2%（即上市总资产占集团总资产比例），另外，上市公司营收占比24.0%，毛利占比38.4%，原煤产量占比26%。

图 3: 焦煤集团 2018 年前 3 季度归母净利润 5.3 亿元



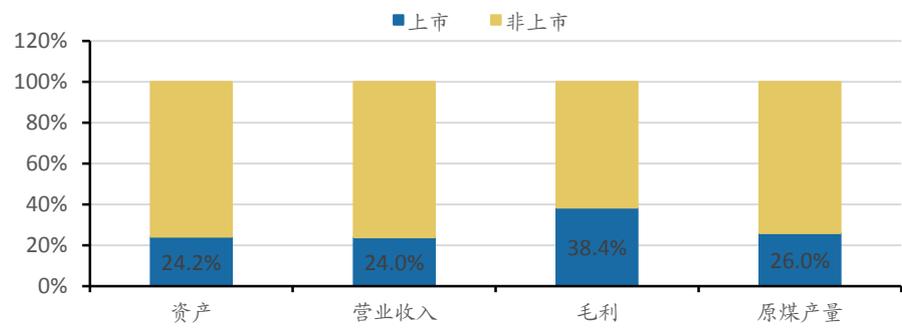
数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 4: 焦煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 17.1%



数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 5: 截止 2017 年末, 焦煤集团资产证券化率为 24.2%



数据来源: wind、集团发债说明书, 广发证券发展研究中心

3、煤矿方面: 产能1.74亿吨, 17年产量同比增长5.0%

公司主要生产焦煤、肥煤, 截至18年3月末, 公司拥有煤矿100座, 原煤产能1.74亿吨/年, 煤炭资源储量211.03亿吨, 可开采储量114.31亿吨。按照公司披露的主要生产矿井9285万吨计算, 按是否上市划分, 上市子公司合计产能3445万吨, 非上市子公司合计产能5840万吨, 上市产能占比37.1%, 非上市产能占比62.9%。

产量方面, 17年集团煤炭产量9610万吨, 同比增长5.0%, 18年一季度为2329万吨, 西山煤电煤炭17年原煤产量2498万吨, 占集团的26%, 18年上半年为1337万吨。

4、政策提出推动焦煤领域深度重组, 预计山西焦煤集团受益

19年4月25日的《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》解读发布会提出: 推进重点领域深度重组, 重点推动煤机、燃气、现代化工、焦煤、通航等领域的深度重组。

山西焦煤集团是山西省焦煤行业龙头, 是省属焦煤资产的主体, 随着山西国改推进, 预计山西焦煤集团的深度重组有望推进。

表9: 焦煤集团主要矿井情况

	煤矿名称	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	剩余开采年限 (年)
上市	斜沟矿	210,485	123,539	58.8
	西铭矿	21,511	13,151	26.1
	马兰矿	108,535	60,527	120
	西曲矿	30,989	16,378	29.2
	小计	371,520	213,595	-
未上市	屯兰矿	92,835	55,921	88.8
	东曲矿	74,867	49,712	88.8
	官地矿	128,423	82,608	118
	杜儿坪矿	74,785	46,819	58.8
	沙曲一矿	125,551	64,894	92.4
	沙曲二矿	87,400	41,000	97.5
	金能煤业	44,102	23,968	97.8
	三交河矿	14,759	11,976	27
	霍宝干河矿	28,264	16,410	6
	正太煤业	26,777	17,405	41
	鹿鹿塔矿	21,902	11,779	26
	水峪矿	33,769	21,029	36.8
	柳湾矿	43,993	23,296	54.71
	双柳矿	32,324	18,057	42.24
	吉宁矿	21,382	12,802	18
小计	851,133	497,676	-	
合计	1,222,653	711,271	-	

数据来源: 集团发债说明书、广发证券发展研究中心

表 10: 山西焦煤集团各煤炭子公司披露产能及产量情况 (单位: 万吨)

公司类型	公司名称	产能 (万吨)	资源储量 (万吨)	2018 年 1-3 月产量 (万吨)	2017 年产量 (万吨)	2016 年产量 (万吨)	2015 年产量 (万吨)
上市	西山煤电	3445	511320	1035	3950	3824	4750
	汾西矿业	2900	264808	506	2478	2555	2481
非上市	霍州煤电	2340	159302	571	2261	2121	2755
	华晋焦煤	390	139956	180	792	521	395
	投资公司	210	16649	38	129	131	154
小计		5840	580715	1295	5660	5328	5785
合计		9285	1092035	2330	9610	9152	10535

数据来源: 集团发债说明书、广发证券发展研究中心

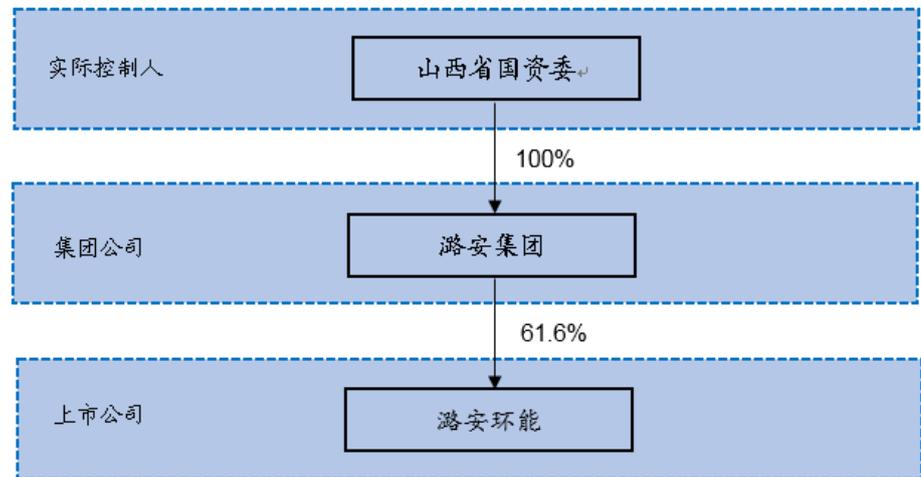
潞安集团：喷吹煤业务优势突出，资产证券化率 28%

1、股权结构：国有独资公司，潞安环能为集团上市平台

潞安集团是山西省人民政府批准成立的国有独资公司，山西省人民政府国有资产监督管理委员会是公司的唯一出资人与实际控制人。潞安集团的前身为山西潞安矿务局，成立于1959年，是全国512户国家重点企业之一。2000年7月，山西潞安矿务局正式改组为山西潞安矿业（集团）有限责任公司。煤炭的生产和销售是集团的核心业务，公司的非煤业务收入主要为贸易、煤基油、煤化工等业务。

截至2019年3月底，潞安环能是集团唯一上市平台，潞安集团持股61.6%，公司主营业务包括原煤开采、煤炭洗选、煤焦冶炼。

图 6：潞安集团股权结构图（截止 19 年 3 月底）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2、财务状况：归母净利逐步回升，17年实现扭亏为盈

根据集团发债说明书以及wind数据，营业收入方面，公司2018年Q1-Q3实现营业收入1302.3亿元，同比增3.8%，2017年为1607.5亿元，同比增0.5%。

归母净利：公司2018年Q1-Q3实现归母净利0.47亿元，同比增26.7%，2017年为0.03亿元，实现扭亏为盈（2016年为亏损7.1亿元）。

盈利指标方面：公司2018年Q1-Q3毛利率为9.8%，同比增2.8个百分点，2017年毛利率为11.08%，同比增4.3个百分点；18年Q1-Q3净利率为1.28%，同比增1.1个百分点，2017年净利率为0.63%，同比增1.0个百分点。

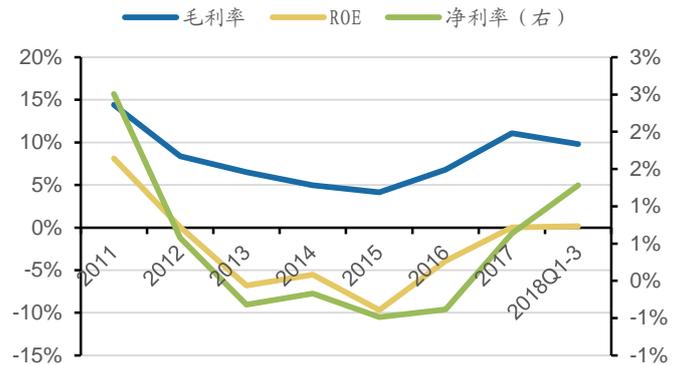
截至17年底，集团资产证券化率达27.5%，上市公司营收占比14.6%，毛利占比53.9%，原煤产量占比51.9%。

图 7: 潞安集团 2018 年前 3 季度归母净利润 0.47 亿元



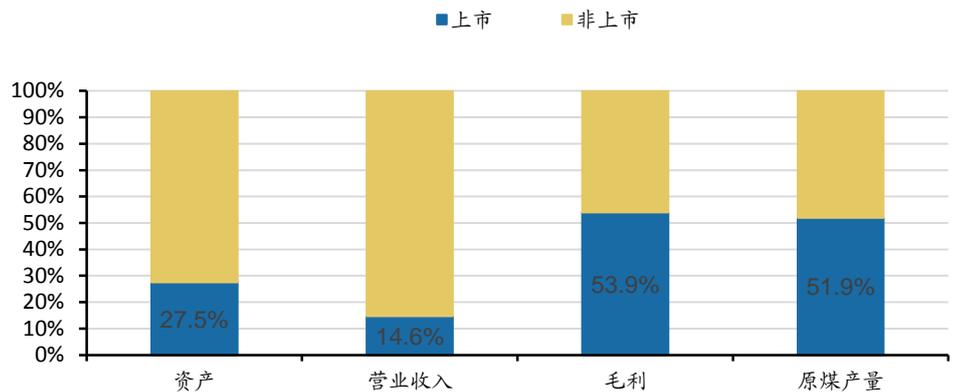
数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 8: 潞安集团 2018 年前 3 季度毛利率为 9.8%



数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 9: 截止 2017 年末, 潞安集团资产证券化率为 27.5%



数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

3、煤矿方面: 潞安集团合计产能8920万吨, 17年产量同比增长9.2%

公司主要生产喷吹煤、洗精煤, 目前拥有39座煤矿, 煤炭核定产能8920万吨, 其中在产产能7530万吨, 在建产能1390万吨。按是否上市划分, 上市的主要生产煤矿共有6座, 合计产能4130万吨, 占比46.3%, 非上市的主要生产煤矿共有7座, 合计产能4790万吨, 占比53.7%。

产量方面, 17年集团煤炭产量8015万吨, 同比增长9.2%, 18年一季度产量1955万吨, 潞安环能17年产量4160万吨, 占集团的52%, 18年产量4150万吨, 同比小幅下滑。

表 11: 潞安集团主要生产矿井情况

矿井	产能 (万吨)	17 年产量 (万吨)	地质储量 (万吨)	剩余可采储 量(万吨)	剩余开采年限 (年)	状态	
五阳煤矿	360	201	30166	13337	26	在产	
漳村煤矿	400	320	15596	7474	13	在产	
王庄煤矿	710	860	53458	23770	24	在产	
常村煤矿	800	802	67606	37611	34	在产	
上市	余吾煤业公司	750	1002	142532	43479	41	在产
潞宁煤业公司	180	214	11927	7120	28	在产	
整合矿	930	761	-	-	-	在产&在建	
小计	4130	4160	321285	132791	-	-	
司马煤业公司	300	334	31793	16370	39	在产	
慈林山煤矿	240	315	7490	4843	14	在产	
郭庄煤业公司	180	270	5635	2340	9	在产	
高河能源	750	901	93291	49051	47	在产	
李村煤矿	300	40	39566	22330	33	在产	
未上市	古城煤矿	800	288	129786	74215	71	在建
潞安新疆公司	1020	988	272500	224600	-	在产&在建	
省内整合矿	1200	807	-	-	-	在产&在建	
小计	4790	3944	-	-	-	-	
合计	8920	8104	-	-	-	-	

数据来源: 集团发债说明书、广发证券发展研究中心

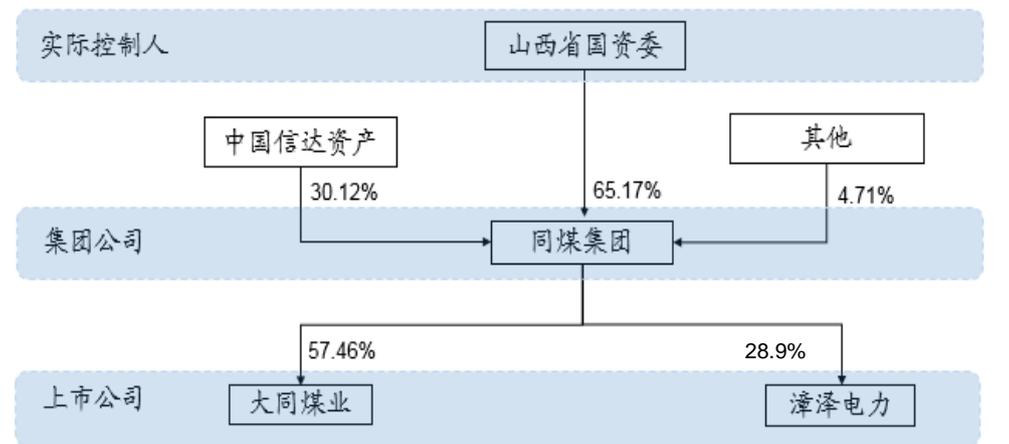
同煤集团: 动力煤煤炭产能居前, 塔山矿 21%股权已注入上市公司

1、股权结构: 实际控制人为山西省国资委, 拥有大同煤业和漳泽电力两家上市公司

同煤集团前身是大同矿务局, 成立于1949年, 2000年改制成大同煤矿集团有限责任公司, 大股东及实际控制人为山西省国资委(持股比例65.17%)。集团控股或参股大同煤业和漳泽电力两家上市公司, 持股比例分别为57.46%和28.9%。

大同煤矿集团有限责任公司是山西省大型煤炭集团公司之一, 也是全国最大的煤炭生产销售企业之一, 正在建设的晋北煤炭基地是国家规划的14个大型煤炭基地之一。

图 10: 同煤集团股权结构图 (截止 19 年 3 月底)



数据来源: wind、上市公司一季报、广发证券发展研究中心

2、财务状况: 盈利能力逐步回升

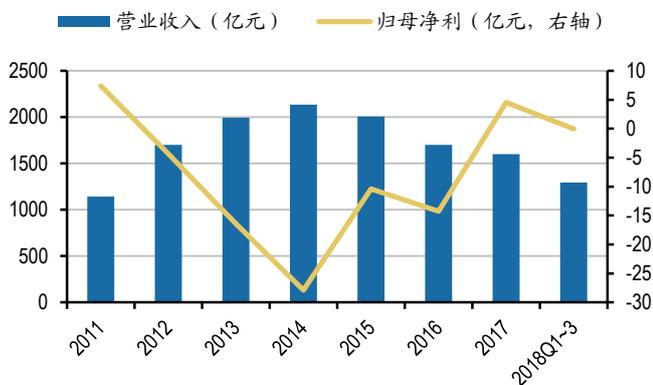
根据集团发债说明书以及wind数据, 营业收入方面, 公司2018年Q1-Q3实现营业收入1295.3亿元, 同比增13.5%, 2017年为1600.5亿元, 同比降5.9%。

归母净利润: 公司2018年Q1-Q3实现归母净利润-0.02亿元, 而17年同期为-8.9亿元。2017年归母净利润为4.5亿元, 实现扭亏为盈(16年归母净利润为-14.3亿元)。

公司2018年Q1-Q3毛利率为17.4%, 同比降0.1个百分点, 2017年毛利率为17.1%, 同比增4.4个百分点; 18年Q1-Q3净利率为0.18%, 而17年同期为-0.58%, 2017年净利率为0.02%, 相较于16年提升0.61个百分点。

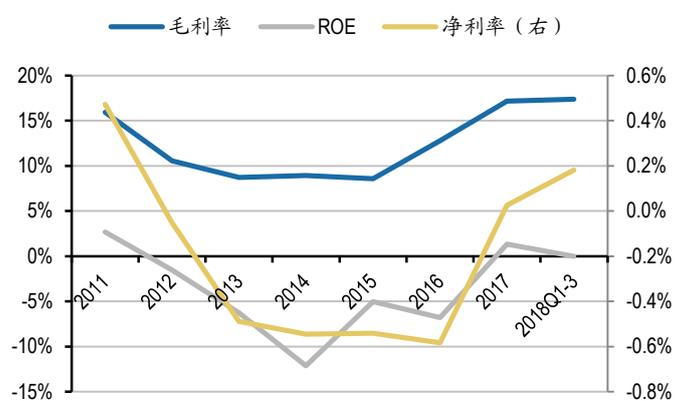
截至17年底, 集团资产证券化率达23%, 上市公司营收占比12%, 毛利占比15%, 原煤产量占比19%。

图 11: 同煤集团 2018 年前 3 季度归母净利润-0.02 亿元



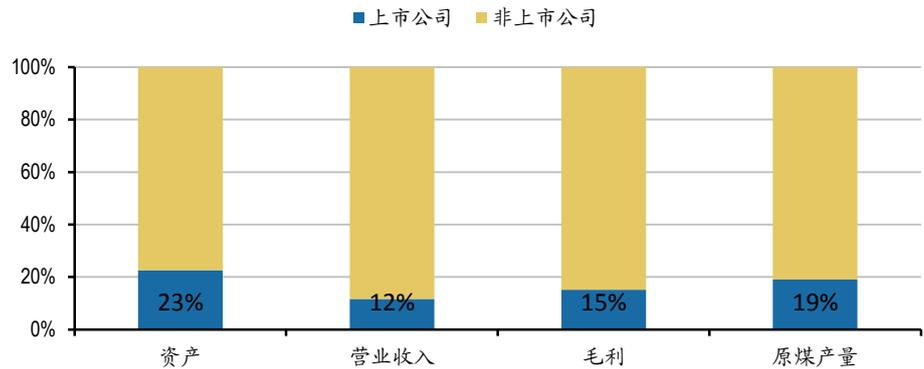
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 12: 同煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 17.4%



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 13: 截止 2017 年末, 同煤集团资产证券化率为 23%



数据来源: wind, 集团发债说明书, 广发证券发展研究中心

3、煤矿方面: 同煤集团可采储量30.0亿吨, 17年产量同比增长7.75%

同煤集团现拥有3座矿井, 分别为忻州窑矿、塔山煤矿及色连矿, 合计地质储量为55.3亿吨、可采储量30.0亿吨, 全部为优质动力煤。其中, 色连矿为在建矿井, 位于鄂尔多斯; 其余2座矿井均为在产矿井, 均处于大同地区。

同煤集团主要产品为弱粘煤、焦煤、气煤, 生产核心工艺为综采, 现有选煤厂28座, 总设计洗选能力12285万吨, 在建选煤厂4座, 设计洗选能力4000万吨, 合计产能1.6亿吨, 其中上市产能2210万吨, 非上市产能1.38亿吨, 上市、非上市产能占比分别为13.8%、86.2%。

产量方面, 17年集团煤炭产量1.27万吨, 同比增长7.75%。按是否上市划分, 上市的主要生产煤矿共有4座, 合计产量为2849万吨, 占集团总产量的22.4%。

4、大同煤业完成收购集团塔山煤矿

根据大同煤业2018年4月公告, 拟现金收购同煤集团所持有的塔山煤矿21%股权, 资产评估价值为24.83亿元, 若收购完成, 大同煤业将持有塔山矿合计72%股权, 2017年塔山煤矿实现营业收入、归母净利润分别为83.41亿元、17.39亿元, 产能1500万吨。根据大同煤业2018年年报, 塔山煤矿已完成股权工商登记变更。

表 12: 同煤集团主要矿井原煤生产情况

矿井	煤种	设计产能 (万吨)	17年产量 (万吨)	资源储量 (万吨)	可采年限 (年)
煤峪口*	弱黏煤	-	159.06	7,441.29	-
忻州窑	不黏煤	230	155.22	10,402.70	15.5
上市 燕子山*	不黏煤、气煤	480	349.1	32,290.60	20.6
塔山	气煤	1,500	2,186.11	466,237.50	122
上市矿井小计	-	2210	2849.49	516372.09	158.1
非上市 本部					

永定庄	不黏煤、气煤	200	200	6,285.20	8.6
同家梁	弱黏煤	300	-	12,673.50	已关闭
四老沟	不黏煤	320	205.56	12,266.10	14.3
白洞	气煤	90	153	3,011.10	29
雁崖	不黏煤	150	32.5	1,469.50	已关闭
挖金湾	不黏煤	70	120.43	1,935.90	2.6
晋华宫	不黏煤	450	423.87	31,563.60	20.4
马脊梁	不黏煤、气煤	380	457.22	17,379.00	9.8
大斗沟	弱黏煤	180	55.36	3,352.00	4.9
王村	不黏煤	100	177.8	4,311.00	2.9
云冈	弱黏煤	480	205.93	38,083.50	26.6
四台	不黏煤	500	280.16	50,621.40	32.9
同忻	气煤、1/3焦煤	1,000	1,376.20	139,450.70	59.8
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	750	1,290.80	97,270.10	-
地煤公司	弱粘煤、1/3焦煤、气煤	855	470.5	99,230.90	-
朔州煤电	-	651	1,270.91	111,845.60	-
整合矿井	-	2670	550.27	209,355.00	-
同发东周窑	-	1000	684.1	177,062.00	-
其他	-	3,700	-	-	-
非上市矿井小计	-	13846	7954.61	1017166.1	211.8
合计	-	16056	10804.1	1533538.19	-

数据来源：Wind、公司发债说明书、广发证券发展研究中心

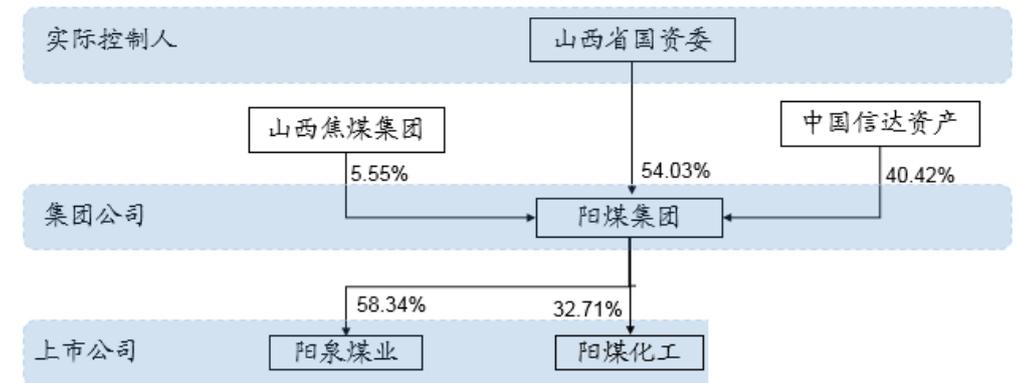
阳煤集团：煤化工龙头，产业优势突出

1、股权结构：山西国投、中国信达拥有90%以上股权，集团旗下3家上市公司

阳煤集团是国有控股的有限责任公司，公司控股股东为山西省国有资本投资运营有限公司，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。截至2019年3月底，山西省国有资本投资运营有限公司持股比例为54.03%，中国信达公司持股比例为40.42%，山西焦煤集团有限责任公司持股比例为5.55%。

阳煤集团是全国最大的无烟煤生产基地和喷吹煤加工基地之一，无烟煤生产规模居全国首位（国内市场占比10%以上）、喷吹煤产量居全国首位（占公司煤炭总销量的15%左右）。

图 14: 阳煤集团股权结构图 (截止 19 年 4 月)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2、财务状况: 18年前三季度归母净利同比大幅提升, 经营业绩逐步好转

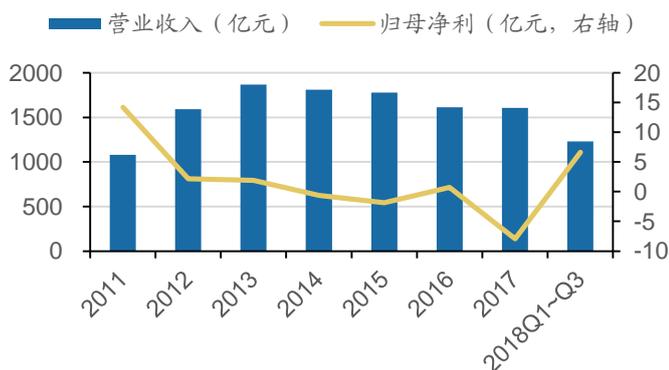
根据集团发债说明书以及wind数据, 营业收入方面, 公司2018年Q1-Q3实现营业收入1231.6亿元, 同比增5.38%, 2017年为1607.3亿元, 同比降0.33%。

归母净利: 公司2018年Q1-Q3实现归母净利6.6亿元, 2017年全年为-7.9亿元。

公司2018年Q1-Q3毛利率为11.2%, 同比增0.7个百分点, 2017年毛利率为11.5%, 同比增4.0个百分点; 18年Q1-Q3净利率为0.72%, 同比增0.70个百分点, 2017年净利率为0.10%, 而16年同期为-0.49%。

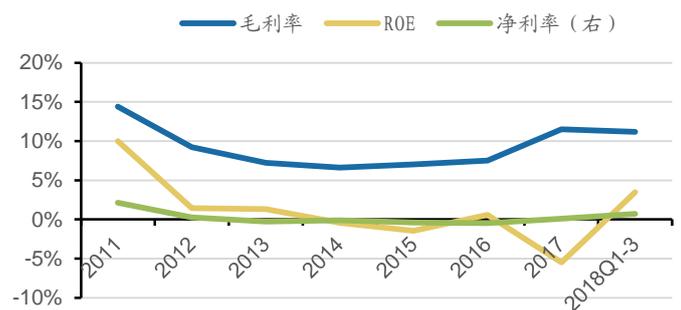
截至17年底, 集团资产证券化率达39.7%, 上市公司营收占比33.2%, 毛利占比66.8%, 原煤产量占比52.4%。

图 15: 阳煤集团 2018 年前 3 季度归母净利 6.6 亿元



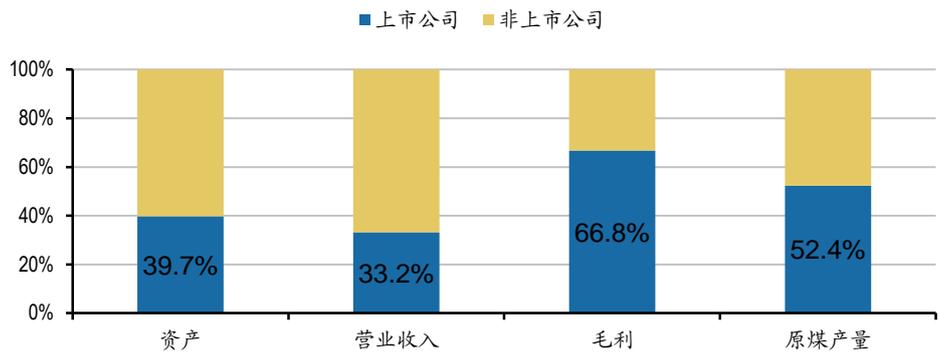
数据来源: Wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 16: 阳煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 11.2%



数据来源: Wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 17: 截止 2017 年末, 阳煤集团资产证券化率为 39.7%



数据来源: wind, 集团发债说明书, 广发证券发展研究中心

3、煤矿方面: 阳煤集团拥有 44 座煤矿, 核定产能 8050 万吨

集团煤炭资源丰富, 控股股东阳煤集团煤炭储量达 85.6 亿吨, 核定产能 8050 万吨:

- 产能方面: 目前控股股东阳煤集团拥有 44 座煤矿, 生产矿井核定产能 8050 万吨, 其中在产产能 4450 万吨, 在建产能 3600 万吨, 未上市产能 4380 万吨, 上市产能、未上市产能占比 45.6%、54.4%。
- 产量方面: 2017 年阳泉集团煤炭产销量分别为 6767 万吨、7079 万吨, 同比分别增长 3.2%、0.9%, 18 年上半年产量 3379 万吨, 上市公司阳泉煤业 17 年产量 3545 万吨, 占集团的比例为 52.4%, 18 年 3854 万吨, 同比增 8.7%。

表 13: 阳煤集团主要生产矿井情况

矿井	地质储量 (万吨)	剩余可采储量 (万吨)	剩余开采年限 (年)	状态	产能 (万吨)	17 年产量 (万吨)	产能利用率
一矿	78625	47273	45.0	在产	750	867	116%
二矿	66157	32900	29.0	在产	810	940	116%
新景矿	89668	54326	77.6	在产	450	669	149%
开元矿	32541	13893	33.1	在产	300	350	117%
平舒矿	12268	8038	63.8	在产	500	285	57%
景福矿	6698	5166	41.0	在产	90	83	92%
泊里煤业	-	-	-	在建	500	-	-
整合矿	-	-	-	-	-	-	-
裕泰煤业	6290	710	8.4	在产	60	51	85%
兴裕煤业	5370	888	7.0	在产	90	75	83%
榆树坡煤业	39872	14105	84.0	在产	120	225	188%
小计	337489	177299	-	-	3670	3545	97%
阳煤五矿	68,860	30,099	28	在产	500	747	149%
寺家庄矿	106,971	59,084	84	在产	500	400	80%
阳煤新元矿	131,610	64,576	154	在产	300	237	79%
新大地矿	4,521	3,428	16	在产	150	122	81%
坪上煤矿	4,780	1,737	8	在产	150	152	101%
运裕煤矿	1,498	1,123	5	在产	150	150	100%

长沟煤矿	3,910	1,086	4	在产	180	180	100%
孙家沟	16,205	8,112	48	在产	120	361	301%
小计	-	-	-	-	2050	2349	115%
合计	-	-	-	-	5720	5894	103%

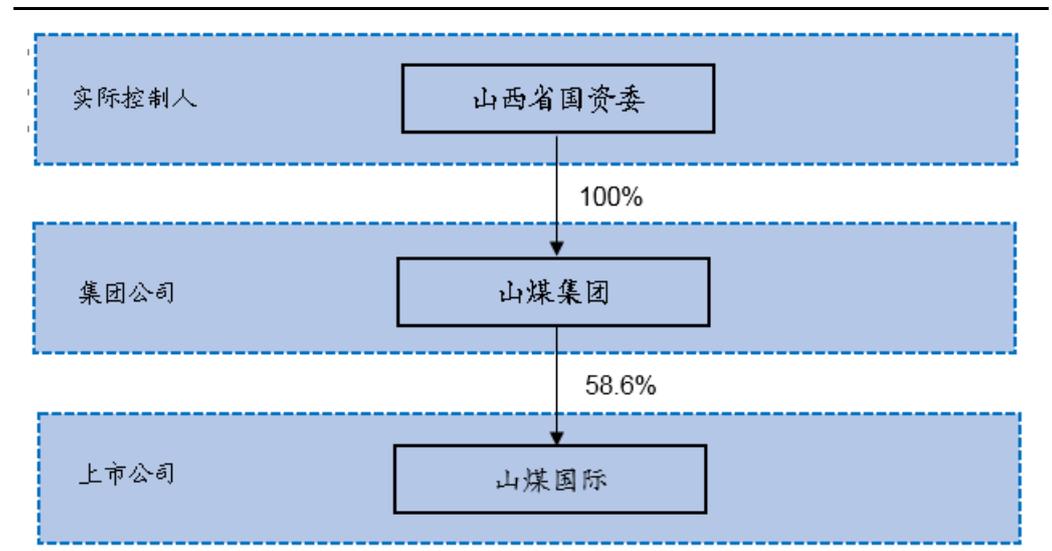
数据来源：集团发债说明书、广发证券发展研究中心

山煤集团：上市公司煤炭产能占比 91%，河曲露天 51%股权已注入上市公司

1、股权结构：国有独资公司，山煤国际为集团上市平台

山西煤炭进出口集团有限公司为山西省政府直属国家大型企业，公司原名“山西省地方煤炭对外贸易公司”，成立于1981年5月9日，由山西省政府出资设立，注册资金为147,400万元。经过一系列更名和资金注入，2008年4月2日，集团整体改制为国有独资公司，更名为“山西煤炭进出口集团有限公司”，目前集团注册资金为200,000万元，山西省国有资产监督管理委员会持有山煤集团 100%股权，也是集团实际控制人。集团主要以煤炭生产销售和金融投资为业务核心。山煤国际是集团唯一上市平台，截至19年3月底，山煤集团对其持股58.6%。

图18：山煤集团股权结构图（截止19年3月底）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2、财务状况：盈利能力逐步回升

根据集团发债说明书以及wind数据，营业收入方面，公司2018年Q1-Q3实现营业收入460.4亿元，同比增0.2%，2017年为545.4亿元，同比降0.9%。

归母净利润：公司2018年Q1-Q3归母净利润为5.3亿元，实现扭亏为盈（17年同期为-4.9亿元）。2017年为-3.4亿元，同比减亏（16年为-4.7亿元）。

公司2018年Q1-Q3毛利率为11.8%，同比增长3.8个百分点，2017年毛利率为12.1%，

同比增3.6个百分点；18年Q1-Q3净利率为1.1%，17年同期为0.03%，2017年净利率为0.36%，相较于16年提升0.5个百分点。

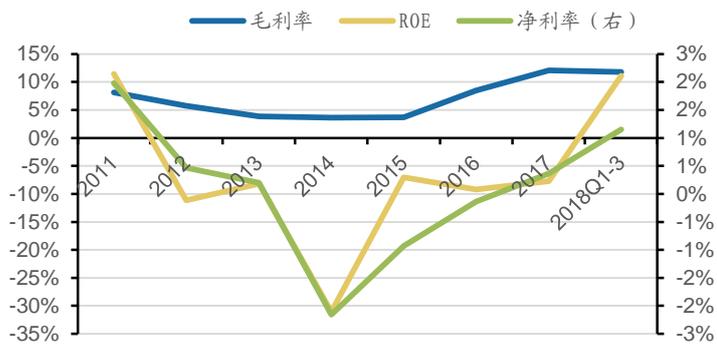
截至17年底，集团资产证券化率达55%，上市公司营收占比75.1%，毛利占比89.5%，原煤产量占比97%。

图 19: 山煤集团 2018 年前 3 季度归母净利 5.3 亿元



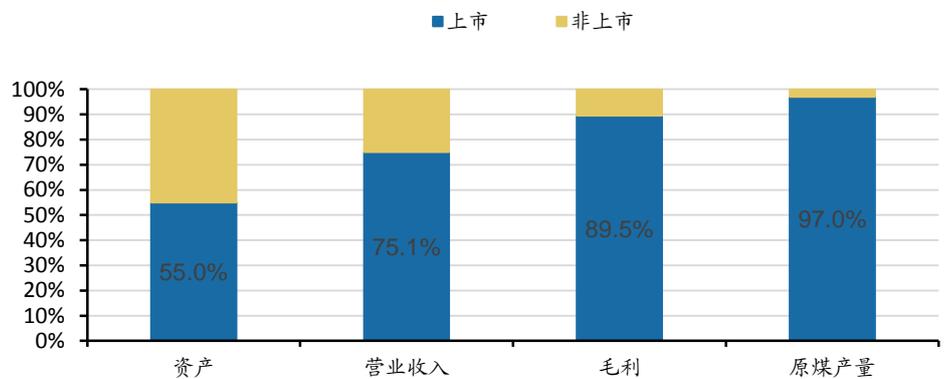
数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 20: 山煤集团 2018 年前 3 季度毛利率为 11.8%



数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

图 21: 截止 2017 年末，山煤集团资产证券化率为 55%



数据来源: wind、集团发债说明书、广发证券发展研究中心

3、煤矿方面：山煤集团可采储量13.6亿吨，17年产量同比增长2.7%

山煤集团现拥有20座矿井，其中，生产矿井12座，技改矿井8座，合计地质储量为25.5亿吨、可采储量13.6亿吨，全部为优质动力煤。

山煤集团主要产品为原煤和洗精煤，总产能3030，其中上市产能2730万吨，非上市产能300万吨，上市、非上市产能占比分别为90.1%、9.9%。

产量方面，17年集团煤炭产量2727万吨，同比增长2.7%，18年前三季度产量为2630

万吨,按是否上市划分,上市的主要生产煤矿共有14座,17年合计产量为2647万吨,占集团总产量的97%。

4、山煤国际收购河曲露天煤业51%股权

根据山煤国际2018年6月公告,拟现金收购东山煤集团、中汇大地分别持有河曲露天煤业31%、20%的股权,目标公司51%股权的评估值为23.72亿元,根据山煤国际2018年7月公告,河曲露天工商变更登记手续已完成。河曲露天煤业主产优质动力煤,产能800万吨/年,煤质好,成本低,根据公司年报数据测算,2018年吨煤净利达80元/吨,盈利能力居于行业高位。2017、2018年河曲露天实现营业收入分别为7.35亿元、21.21亿元,净利润分别为1.09亿元、7.31亿元,盈利大幅增长主要源于河曲露天在2017年由于环保原因停产7-8个月,2018年产量同比大幅提升。

表14: 山煤集团主要生产矿井情况

	矿井	煤种	地质储量 (万吨)	可采量 (万吨)	核定产能 (万吨)	16年产量 (万吨)	17年产量 (万吨)	18年 Q1-3 产 量(万吨)
上市	经坊矿	贫瘦煤	43788	22788	300	261	240.6	169
	凌志达矿	无烟煤	11256.88	7877.88	150	175	240.2	226
	铺龙湾矿	气煤	11549.2	5537.2	120	285	260.3	229
	霍尔辛赫矿	贫煤	54209.9	23299.9	400	455	414.66	317
	大平矿	贫瘦煤	6400.9	3227.9	150	110	110.83	76
	宏远矿	贫煤	4936.09	2610.09	120	30	103.1	80
	长春兴矿	长焰煤、气煤	36389.86	22150.86	450	626	656.97	476
	韩家洼矿	长焰煤、气煤	9280.61	4378.61	90	149	162.5	145
	豹子沟矿	贫煤、焦煤	8580.61	5302.61	90	27	96.24	42
	鹿台山矿	无烟煤	2398.93	1566.93	60	57	16.59	62
	河曲露天	长焰煤	26063.62	23462.62	800	441	345	78
	小计	-	188791	98739.98	2730	2175	2301.99	1822
未上市	万家庄	焦煤	7828	1256	120			
	恒兴	肥煤	5956	1841	90			
	陆成	肥煤、1\3焦煤	3009.08	1541.08	90			
	草垛沟	不粘煤				41	80.5	730
	新西沟	-						
	小计	-	16793.08	4638.08	300	41	80.5	730
	合计	-	254793	205584	103378	3030	2216	2382.49

数据来源: 集团发债说明书、广发证券发展研究中心

观点: 山西国企改革有望逐步推进, 重点关注西山煤电、 潞安环能、大同煤业、阳泉煤业、山煤国际

2019年是山西国改决胜年。2019年4月15日召开的全省深化国有企业改革大会提出, 2019年是山西省国企改革决胜年, 三大突破力推国资国企改革, 分别为优化国有资本布局、推进混合所有制改革、加强市场化契约化管理, 推动省属国有企业质量、效率、动力变革, 同时明确所有竞争性企业, 原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革, 同时推进省属煤企集团公司面向全国引进战投, 推出一批煤矿类子企业混改项目, 允许民营企业控股。2019年4月25日对《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》进行了解读, 提出改革目标与具体措施。

焦煤集团(下属上市公司西山煤电): 山西焦煤集团是全国最大的焦煤集团, 集团生产能力1.74亿吨/年, 集团拥有最优质的焦煤资源, 下属西山煤电、汾西煤业、霍州煤电等平台, 资产证券化率24%。按照产量来看, 17年集团原煤和精煤产量分别为9610, 西山煤电仅占26%, 随着国改推进西山煤电的焦煤优势有望继续扩大。

同煤集团(下属上市公司大同煤业): 同煤集团是全国除神华集团外产量最高的煤炭企业, 资产证券化率23%, 17年集团煤炭产量1.27万吨, 而上市公司产量仅2849万吨, 占比14%, 同时根据大同煤业2018年年报, 集团的塔山煤矿21%股权已注入上市公司, 大同煤业有望充分受益。

潞安集团(下属上市公司潞安环能): 潞安集团为全国最大的喷吹煤生产基地, 资产证券化率28%, 17年集团和上市公司喷吹煤产量分别为1710和1433万吨(原煤产量分别为8015和4160万吨)。除上市公司外, 集团还有司马、郭庄、高河等优质资源。

阳煤集团(下属上市公司阳泉煤业): 旗下拥有3家化工上市平台, 主要业务优势为无烟煤和化工, 资产证券化率39.7%, 17年集团和上市公司产量分别为6767万吨和3535万吨。

山煤集团(下属上市公司山煤国际): 集团负担相对较轻, 煤炭产能规模不大, 后续不良资产有望陆续剥离, 未来有望轻装上阵, 17年资产证券化率55%, 山西煤炭集团中最高, 同时17年集团和上市公司产量分别为2727万吨和2647万吨, 上市公司产量占比97%。

我们认为19年山西省国企改革将成为工作重点, 资产整合、股权转让及盈利释放、效率提升将提速。重点公司包括: 西山煤电、潞安环能、阳泉煤业、大同煤业、山煤国际, 此外省内煤企还包括兰花科创以及非煤企业蓝焰控股以及山西焦化。

风险提示

宏观经济增速低于预期，煤价超预期下跌，国企改革进展低于预期。

广发煤炭行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年煤炭行业新财富第一名团队成员。
徐 哲 琪：研究助理，浙江大学会计学硕士，2017 年煤炭行业新财富第一名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。