

煤炭开采

山西国企改革专题报告

——攻坚克难，关键一役

评级：增持（维持）
分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

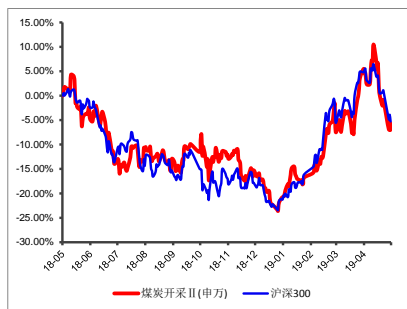
Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	808,700
行业流通市值(百万元)	205,094

行业-市场走势对比

相关报告

<<永泰能源 2018 年报、2019 一季报点评：财务费用大幅上升拖累业绩，债务问题有望逐步解决>>2019.05.07

<<焦炭产销量大增促公司业绩增长>>2019.04.29

<<兖州煤业（600188.SH）2019 年一季度报点评：煤价上涨，利润略增>>2019.04.29

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评 级
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
陕西煤业	8.61	0.28	1.04	1.10	1.13	30.8	8.3	7.8	7.6	1.63	买入
中国神华	18.5	1.14	2.26	2.21	2.26	16.2	8.2	8.4	8.2	1.07	买入
兖州煤业	10.7	0.42	1.38	1.61	1.65	25.5	7.8	6.7	6.5	0.97	买入
潞安环能	7.68	0.29	0.93	0.89	1.00	26.5	8.3	8.6	7.7	0.89	买入
西山煤电	6.23	0.14	0.50	0.57	0.64	45.2	12.5	10.9	9.7	0.93	买入
恒源煤电	7.25	0.04	1.10	1.22	1.20	181.3	6.6	5.9	6.0	0.89	买入
淮北矿业	11.5	0.34	0.41	1.68	1.85	34.1	28.3	6.9	6.3	1.41	买入

投资要点

- **信达资产持有煤炭企业股权的由来。**上世纪 90 年代末，煤炭价格低迷，行业普遍亏损，为了处理不良资产，以信达等为主的资产管理公司承接了银行的债转股资产，信达债转股资产中煤炭行业占比超 60%。煤炭企业集团谋求资本运作的时候，大股东是关联方需要回避，由于信达股权占比高，因此往往具有一票否决的能力，信达的态度对山西煤企资本运作具有非常重要影响。
- **山西将如何选择信达股权的退出路径？**信达资产持有山西煤企股权比例较高（涉及同煤、阳煤、焦煤、晋煤四大集团），净资产账面价值已高达 516 亿元（2017 年），如果用现金或上市公司股权去支付，操作难度比较大，我们认为可能由省国资委对信达持有的煤炭股权进行集中打包处理，可能会参考淮南矿业的模式，主要用其他资产进行置换，再叠加部分股权或现金对付，进而解决问题。
- **国资国企存在诸多问题，山西国企改革迫在眉睫。**山西国企存在“一煤独大”、“一股独大”、盈利能力低、抗风险能力弱等多方面问题，山西省政府领导高度重视国企改革，一系列定调如：“非改不可、不彻底改不行、不能再错过窗口期”、“国企不改，转型无望”等，使得山西省国企改革备受资本市场关注。
- **2019 年山西国企改革工作看点有哪些？**当前山西省缺乏有影响力、震撼力的重大混改项目，特别是集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后。正如山西省委书记所言，2019 年要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵，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”。我们认为，经历了两年多时间的摸底和准备，山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速阶段。
- **全面盘点山西 7 大煤炭集团资产。**（1）山西焦煤集团——全国最大的炼焦煤生产企业，集团层面 70%煤炭产量未上市。（2）潞安矿业集团——喷吹煤行业龙头企业，集团层面煤制油项目以及 50%煤炭产量未上市。（3）同煤集团——山西省最大的动力煤生产企业，集团层面 80%煤炭产量未上市。（4）阳煤集团——全国最大的无烟煤生产企业，集团层面 50%煤炭产量未上市。（5）山煤集团——山西地区证券化程度最高的煤炭集团，集团层面仅有 15%煤炭产量未上市。（6）晋煤集团——全国最大的煤层气开发和煤化工企业&重要的无烟煤生产基地，煤层气开采是亮点，集团资产证券化率仅为 3%。（7）晋能集团——打造煤电一体化平台，集团资产证券化率仅为 5%。
- **风险提示：**经济增速不及预期风险；政策调控力度过大风险；可再生能源持续替代风险。

内容目录

信达资产煤炭股权问题的研究.....	- 5 -
信达资产持有煤炭企业股权的由来.....	- 5 -
煤企信达股权问题的解决途径探讨.....	- 10 -
国企改革吹响冲锋号角，剑指山西煤炭企业集团.....	- 12 -
国资国企存在诸多问题，山西国企改革迫在眉睫.....	- 12 -
怎么改？2017 年至 2019 年山西国企改革进程梳理.....	- 16 -
全面盘点山西 7 大煤炭集团资产.....	- 19 -
山西焦煤集团——全国最大的炼焦煤企业.....	- 19 -
潞安矿业集团——喷吹煤行业龙头企业.....	- 22 -
同煤集团——山西省规模最大的动力煤企业.....	- 25 -
阳煤集团——全国最大的无烟煤生产企业.....	- 27 -
山煤集团——山西地区证券化程度最高的煤炭集团.....	- 30 -
晋煤集团——全国最大的煤层气开发和煤化工企业&重要的无烟煤生产基地.....	- 31 -
晋能集团——打造煤电一体化平台.....	- 33 -
风险提示.....	- 35 -

图表目录

图表 1: 信达资产的股权结构关系图（截至 2017 年末）.....	- 5 -
图表 2: 信达资产收入结构（2018 年）.....	- 6 -
图表 3: 信达资产税前利润结构（2018 年）.....	- 6 -
图表 4: 信达资产债转股资产中煤炭占比超 60%.....	- 6 -
图表 5: 信达资产债转股资产账面价值与煤价走势较为一致.....	- 6 -
图表 6: 信达资产持有的主要煤炭企业股权一览表.....	- 7 -
图表 7: 信达资产持有的主要煤炭企业股权一览表（续）.....	- 8 -
图表 8: 信达资产持有的山西煤炭企业股权情况.....	- 9 -
图表 9: 冀中、盘江用集团持有的上市公司股权对付.....	- 11 -
图表 10: 开滦用一半现金和一半上市公司股权进行对付.....	- 11 -
图表 11: 山西煤炭企业集团假设用上市公司股权进行支付.....	- 12 -
图表 12: 山西四大煤炭集团资产负债率仍在高位.....	- 12 -
图表 13: 山西国企现存的 14 大矛盾和问题.....	- 13 -
图表 14: 山西企业 100 强之前 10 名名单（2018 年）.....	- 13 -
图表 15: 山西省国资委下属 22 家国企股权结构情况.....	- 14 -
图表 16: 18 家省属国资控股上市公司股权结构情况.....	- 14 -
图表 17: 山西国企利润与煤价关系高度拟合.....	- 15 -
图表 18: 山西国有企业销售收入和净资产利润率.....	- 15 -

图表 19: 国有企业资产负债率对比 (%)	- 15 -
图表 20: 国有企业流动比率对比 (%)	- 15 -
图表 21: 山西省国有企业职工占比相比全国偏高	- 16 -
图表 22: 2017-2018 年山西国企改革取得的成果展示	- 18 -
图表 23: 山西焦煤集团及旗下三家上市公司股权结构图	- 20 -
图表 24: 2017 年山西焦煤集团资产证券化率	- 20 -
图表 25: 2017 年山西焦煤集团收入结构占比	- 20 -
图表 26: 2017 年山西焦煤集团毛利结构占比	- 21 -
图表 27: 2017 年西山煤电收入结构占比	- 21 -
图表 28: 2017 年山西焦化收入结构占比	- 21 -
图表 29: 2017 年南风化工收入结构占比	- 21 -
图表 30: 山西焦煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)	- 22 -
图表 31: 潞安矿业集团及旗下上市公司股权结构图	- 23 -
图表 32: 2017 年潞安矿业集团资产证券化率	- 23 -
图表 33: 2017 年潞安矿业集团收入结构占比	- 23 -
图表 34: 2017 年潞安矿业集团毛利结构占比	- 24 -
图表 35: 2017 年潞安环能收入结构占比	- 24 -
图表 36: 潞安矿业集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)	- 24 -
图表 37: 同煤集团及旗下两家上市公司股权结构图	- 25 -
图表 38: 2017 年同煤集团资产证券化率	- 26 -
图表 39: 2017 年同煤集团收入结构占比	- 26 -
图表 40: 2017 年同煤集团毛利结构占比	- 26 -
图表 41: 2017 年大同煤业收入结构占比	- 26 -
图表 42: 2017 年漳泽电力收入结构占比	- 26 -
图表 43: 同煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)	- 27 -
图表 44: 阳煤集团及旗下三家上市公司股权结构图	- 28 -
图表 45: 2017 年阳煤集团资产证券化率	- 28 -
图表 46: 2017 年阳煤集团收入结构占比	- 28 -
图表 47: 2017 年阳煤集团毛利结构占比	- 29 -
图表 48: 2017 年阳煤收入结构占比	- 29 -
图表 49: 2017 年阳煤化工收入结构占比	- 29 -
图表 50: 2017 年太化股份收入结构占比	- 29 -
图表 51: 阳煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)	- 29 -
图表 52: 山煤集团及旗下上市公司股权结构图	- 30 -
图表 53: 2017 年山煤集团资产证券化率	- 31 -

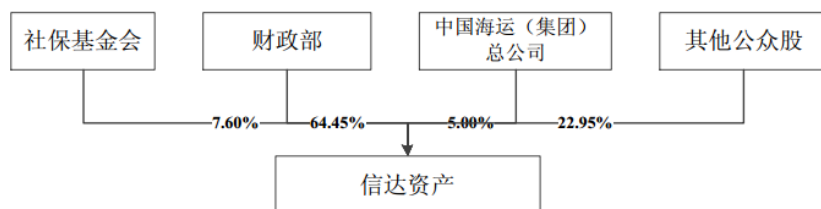
图表 54: 2017 年山煤集团收入结构占比.....	- 31 -
图表 55: 2017 年山煤集团毛利结构占比.....	- 31 -
图表 56: 2017 年山煤国际收入结构占比.....	- 31 -
图表 57: 山煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年).....	- 31 -
图表 58: 晋煤集团及旗下上市公司股权结构图.....	- 32 -
图表 59: 2017 年晋煤集团资产证券化率.....	- 33 -
图表 60: 2017 年晋煤集团收入结构占比.....	- 33 -
图表 61: 2017 年晋煤集团毛利结构占比.....	- 33 -
图表 62: 2017 年蓝焰控股收入结构占比.....	- 33 -
图表 63: 晋能集团及旗下上市公司股权结构图.....	- 34 -
图表 64: 2017 年晋能集团资产证券化率.....	- 35 -
图表 65: 2017 年晋能集团收入结构占比.....	- 35 -
图表 66: 2017 年晋能集团毛利结构占比.....	- 35 -
图表 67: 2017 年通宝能源收入结构占比.....	- 35 -

信达资产煤炭股权问题的研究

信达资产持有煤炭企业股权的由来

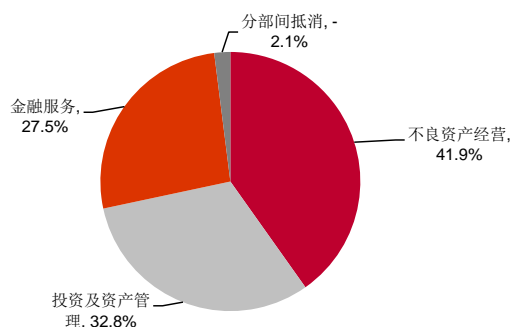
- 国内四大资产管理公司诞生于上世纪 90 年代末，专业化处置银行体系内不良资产。上世纪 90 年代末，为解决中国银行体系内的巨额不良资产，促进实体经济平稳健康发展，中央政府相继成立了中国信达资产管理公司（简称“信达”）、中国华融资产管理公司（简称“华融”）、中国东方资产管理公司（简称“东方”）、中国长城资产管理公司（简称“长城”）等 4 家国有资产管理公司，分别从几大国有银行按账面值相继承接 1.4 万亿元的巨额不良资产，收购资金主要来自央行再贷款和向四大行发行金融债。所谓债转股，是指资产管理公司通过收购银行的不良资产，把原来银行与企业间的债权债务关系，转变为金融资产管理公司与企业间的股权关系。
- 信达资产：首家成立的资产管理公司，2013 年港股成功上市。**中国信达资产管理公司于 1999 年 4 月 19 日成立，是国内首家成立的资产管理公司，是经国务院批准由财政部全资设立的国有非银行金融机构，初始注册资本为 100 亿元。2010 年 6 月，信达资产实现股份制改造，更名为中国信达资产管理股份有限公司，并于 2013 年 12 月在香港联交所主板上市（01359.HK）。2012 年以来，信达先后引入了社保基金会、瑞士银行集团、中信资本、渣打银行、中远海运金融控股等战略投资者，截至 2017 年公司注册资本达到 362.6 亿元，财政部持股 64.45%，是公司控股股东。

图表 1：信达资产的股权结构关系图（截至 2017 年末）

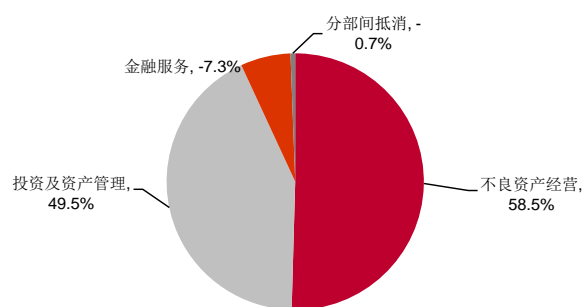


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 信达资产主要从事不良资产经营业务、金融服务业务、投资和资产管理业务等。不良资产经营业务是公司营业和利润主要来源，其业务范围包括：（1）通过收购或受托的方式对金融机构和非金融机构企业的不良债权资产进行管理和处置；（2）管理和处置债转股资产；（3）对问题金融机构和非金融企业进行托管清算和重组等。2018 年信达资产实现营业收入 1070.3 亿元，其中不良资产经营占比 41.9%、投资及资产管理占比 32.8%、金融服务占比 27.5%；公司实现税前利润 187.9 亿元，其中不良资产经营占比 58.5%、投资及资产管理占比 49.5%、金融服务占比 -7.3%。

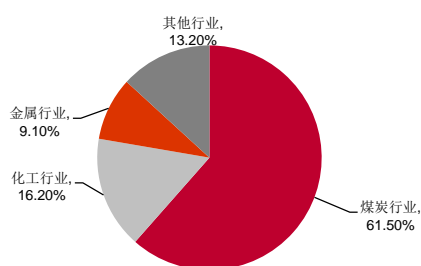
图表 2: 信达资产收入结构 (2018 年)


来源: wind、中泰证券研究所

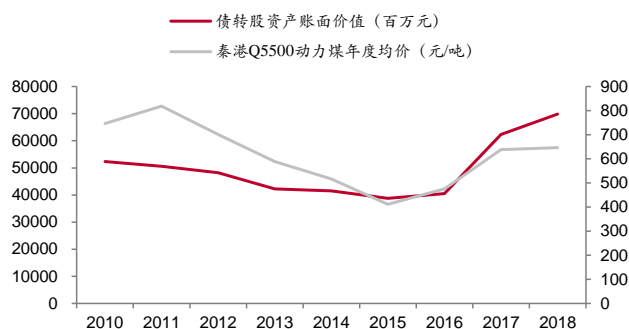
图表 3: 信达资产税前利润结构 (2018 年)


来源: wind、中泰证券研究所

- 信达的债转股资产账面价值与煤价的关联度较高。**信达资产主要通过债转股、以股抵债和其他不良资产经营相关的交易获得债转股资产，且大部分集中在煤炭、化工和金属行业的一些行业龙头企业。根据公司上市说明书披露，截至 2013 年 6 月 30 日，债转股账面价值按行业分类，煤炭占比 61.5%、化工占比 16.2%、金属行业占比 9.1%、其他占比 13.2%。由于煤炭债转股资产的金额巨大，公司债转股资产账面价值与煤价涨跌走向非常一致，2011-2015 年账面价值持续下降，2016-2018 年账面价值回升较快。截至 2018 年公司债转股户数为 167 家，账面价值 698.9 亿元，相对 2010 年户数减少 73 家，但账面价值增加 175.8 亿元。

图表 4: 信达资产债转股资产中煤炭占比超 60%


来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 信达资产债转股资产账面价值与煤价走势较为一致


来源: wind、中泰证券研究所

- 煤炭行业信达股权问题的由来。**上世纪 90 年代末，煤炭价格低迷，行业普遍亏损，为了处理不良资产，信达资产承接了国开行、建行的债转股资产，相继成为了全国各地众多煤炭企业的股东。根据中国信达上市公告书披露，截至 2011 年，公司持有煤炭集团直接股权或其子公司股权的 21 家债转股企业合计生产煤炭 16.1 亿吨，占全国煤炭生产总量的 45.6%，涉及的企业包括神华、中煤、同煤、山西焦煤、山东能源等大型煤炭企业集团。

图表 6: 信达资产持有的主要煤炭企业股权一览表

企业名称	排名	煤炭产量 (2011年/万吨)	持股情况 (于2013年6月30日)
神华集团有限责任公司	1	40708	直接持股 •无 子公司持股 •神华准格尔能源有限责任公司42.24% •宁夏宁东铁路股份有限公司25.90% •宁夏灵信煤业有限责任公司52.46%
中国中煤能源集团有限公司	2	16357	直接持股 •无 子公司持股 •太原煤炭气化(集团)有限公司11.15%
大同煤矿集团有限责任公司	3	11537	直接持股 •30.12% 子公司持股 •无
山西焦煤集团有限责任公司	4	11006	直接持股 •无 子公司持股 •西山煤电(集团)有限责任公司35.47% •霍州煤电集团有限责任公司36.97% •山西汾西矿业(集团)有限责任公司36.02%
山东能源集团有限公司	5	10821	直接持股 •无 子公司持股 •山东中兴能源有限责任公司20.74% •山东东岳能源有限责任公司40.24%

来源: 信达资产公告、中泰证券研究所

图表 7: 信达资产持有的主要煤炭企业股权一览表 (续)

冀中能源集团有限责任公司	6	10215	直接持股
			•无
			子公司持股
			•冀中能源股份有限公司2.82% •冀中能源邯郸矿业集团有限公司10.70%
陕西煤业化工集团有限责任公司	7	10186	直接持股
			•无
			子公司持股
			•陕西煤业股份有限公司2.00%
开滦(集团)有限责任公司	11	7058	直接持股
			•无
			子公司持股
			•开滦能源化工股份有限公司1.61%
淮南矿业(集团)有限责任公司	12	6751	直接持股
			•24.84%
			子公司持股
			•无
阳泉煤业(集团)有限责任公司	14	5852	直接持股
			•40.42%
			子公司持股
			•阳煤化工股份有限公司2.48%
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	15	5254	直接持股
			•16.45%
			子公司持股
			•无
中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	18	4757	直接持股
			•2.83%
			子公司持股
			•无
内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	21	3776	直接持股
			•31.82%
			子公司持股
			•无
淮北矿业(集团)有限责任公司	23	3373	直接持股
			•无
			子公司持股
			•淮北矿业股份有限公司6.79%
义马煤业集团股份有限公司	24	3362	直接持股
			•18.42%
			子公司持股
			•河南大有能源股份有限公司4.01%
辽宁铁法能源有限责任公司	28	2568	直接持股
			•无
			子公司持股
			•铁法煤业(集团)有限责任公司30.46%
贵州盘江投资控股(集团)有限公司	36	1723	直接持股
			•无
			子公司持股
			•贵州盘江精煤股份有限公司1.44%
沈阳煤业(集团)有限责任公司	37	1576	直接持股
			•无
			子公司持股
			•沈阳焦煤股份有限公司16.40%
重庆市能源投资集团公司	40	1366	直接持股
			•无
			子公司持股
			•重庆松藻煤电有限责任公司20.54% •重庆天府矿业有限责任公司6.38% •重庆南桐矿业有限责任公司0.29%
阜新矿业(集团)有限责任公司	43	1210	直接持股
			•无
			子公司持股
			•阜新中宝能源有限责任公司45.55%
江西省煤炭集团公司	49	1006	直接持股
			•无
			子公司持股
			•安源煤业集团股份有限公司0.64%

来源: 信达资产公告、中泰证券研究所

- 信达资产持有山西同煤集团、阳煤集团、晋煤集团、焦煤集团下属三家子集团等 6 家公司股权。具体落实到山西来看，2005 年 12 月 11 日，山西省国资委与信达资产等金融机构，同煤集团、阳煤集团、晋煤集团以及焦煤集团旗下的西山煤电集团公司、山西汾西矿业（集团）有限责任公司和山西霍州煤电集团等六户煤炭企业，正式签署了延期债转股的协议，信达资产成为出资方股东方。目前，信达资产持有同煤集团 30.12% 股权（出资 51.3 亿元），阳煤集团 40.42% 股权（出资 30.6 亿元），晋煤集团 16.45% 股权（出资 6.7 亿元），山西焦煤集团下属子公司西山煤电集团 35.47% 股权（出资 32.8 亿元）、霍州煤电集团 36.97% 股权（出资 16.3 亿元）、汾西矿业集团 36.02% 的股权（出资 12.7 亿元）。
- 信达持有的山西省煤企股权净资产实现了大幅增值，年均增值率 7%-22%。随着煤炭企业发展规模壮大，信达持有的煤企股权净资产实现了大幅增值，我们以山西煤企 2017 年末净资产测算，信达资产持有同煤集团的净资产份额达到 127.5 亿元，增值率高达 148%，年均增值率 8%，阳煤集团的净资产份额为 143.2 亿元，增值率高达 367%，年均增值率 14%，西山煤电集团的净资产份额为 92.7 亿元，增值率为 182%，年均增值率 9%，霍州煤电集团的净资产份额为 37.3 亿元，增值率为 129%，年均增值率 7%，汾西矿业集团的净资产份额为 45.5 亿元，增值率为 259%，年均增值率 11%，晋煤集团净资产份额为 69.8 亿元，增值率为 947%，年均增值率 22%。

图表 8：信达资产持有的山西煤炭企业股权情况

集团名称	信达所持资产金额 (万元)	持股比例 (%)	注册资本金 (万元)	集团净资产 (2017年末, 万元)	信达持有的净资产份额 (万元)	增值率	年均报酬率
同煤集团	513,116	30.12%	1,703,464	4,233,015	1,274,984	148%	8%
阳煤集团	306,415	40.42%	758,037	3,543,275	1,432,192	367%	14%
西山煤电集团	328,109	35.47%	925,033	2,613,215	926,907	182%	9%
霍州煤电集团	162,732	36.97%	440,173	1,009,857	373,344	129%	7%
汾西矿业集团	126,994	36.02%	352,565	1,264,149	455,346	259%	11%
晋煤集团	66,646	17.07%	390,520	4,089,945	697,990	947%	22%
合计	1,504,012	32.91%	4,569,792	16,753,456	5,160,764	243%	11%

来源：集团公告，中泰证券研究所

备注：年均增值率从 2005 年算至 2017 年

- 煤炭企业集团谋求整体上市或资产注入等资本运作的时候，大股东是关联方需要回避，剩余股东需要三分之二表决通过才行，由于信达股权占比高，因此往往具有一票否决的能力，信达的态度对山西煤企资本运作具有非常重要的影响。

煤企信达股权问题的解决途径探讨

- 探讨信达股权退出的问题，我们需要从意愿和能力两个角度去分析，一是双方是否都愿意退出，二是煤企是否有能力去解决这个问题？
- 从意愿的角度来看，山西省推进国企改革的决心非常大，省政府领导认为国企国资改革已到了“非改不可”的地步，煤炭产值在省国资内占据半壁江山，如何盘活国有煤炭资产是改革非常关键的一环，经过多年股权沉淀，信达也希望能增强股权流动性和稳定分红率，因此双方的意愿都比较强。从能力角度来看，2016年以来，即供给侧改革以来，煤炭价格迅速攀升至中高位，煤企逐渐恢复了盈利能力、现金流得到大幅改善、资产负债率有所下降，山西煤炭企业集团迎来了解决集团与上市公司同业竞争问题的较好时间窗口，而这就先要解决好信达资产股权退出的问题。
- 如何化解信达股权退出问题，有经验可供探讨？我们判断，山西的底线应该是稳住企业的控制权以及不希望大额资金外流，信达的诉求是增强资产流动性和稳定的分红等，那么以什么价格以及什么方式进行支付，就成为双方谈判的关键点。我们通过探讨一些信达资产煤矿股权退出的案例，来分析和预测山西煤企集团将如何化解这一难题。
- **(1) 潞安模式：现金回购股权**
- 2004年10月，信达资产对外发布了处置潞安矿业集团股权的公告，随后潞安集团回购了信达、东方等资产公司债转股的股权，重新成为山西独资的国有企业。现金收购简单易行，但比较适合股权资产规模小。
- **(2) 冀中、盘江模式：用集团持有的上市公司股权对付**
- **冀中：**2010年12月28日，冀中能源发布公告，控股股东冀中能源集团将收购信达资产持有的峰峰集团（属于冀中能源集团子公司）14.89%的股权，并以其持有的上市公司3300万股流通股作为支付对价。
- 信达资产持有冀中峰峰集团14.89%的股权，出资额为4.54亿元，根据峰峰集团的公告，截至2010年末该公司净资产为74.5亿元，按股权比例信达合计持有11.09亿元，增值率为144%，置换的上市公司股价在公告日（2010年12月28日）前30个交易日均价为33.8元，实际换股数3300万股，换股市值11.14亿元，基本等于其占有的净资产价值。
- 转让完成后，信达资产持有冀中能源上市公司股权比例为2.82%，冀中集团及其一致行动人持有上市公司股份68.31%，仍为公司的控股股东。
- **盘江：**2011年9月30日，盘江股份发布公告，控股股东盘江煤电集团拟履行减少其注册资本程序（减少12.42亿元），将其持有的部分上市公司股份作为减资支付对价，支付给拟参与其减资的股东兖矿集团（持股31.4%）、华融资产（持股6.72%）、信达资产（持股5.77%）以及中国建行（持股2.65%），减资完成后盘江煤电集团将成为贵州盘江投资控股（集团）的全资子公司，股权架构更加清晰，有利于企业中长期发展。
- 信达资产持有盘江煤电集团5.77%的股权，出资额为1.54亿元，根据公告，2011年盘江煤电评估净资产为122.5亿元，按股权比例信达合计持有7.07亿元，增值率为359%，置换的上市公司股价在公告日（2011年9月30日）前30个交易日均价为30.09元，实际换股数2351.8万股，换股市值7.1亿元，基本等于其占有的净资产价值。
- 转让完成后，兖矿集团、华融资产、信达资产、中国建行等持有盘江股

份上市公司股权比例分别为 11.6%、2.48%、2.13%和 0.98%，盘江煤电集团持股下降 17.19%至 24.19%，贵州盘江投资控股（集团）持股 34.48%，二者合计持股 58.67%（原先为 75.86%），贵州盘江投资控股（集团）仍为公司的控股股东。

图表 9：冀中、盘江用集团持有的上市公司股权对付

集团名称	对应上市公司	信达出资额 亿元	信达持股比例	公司净资产 亿元	评估时间	信达折算净资产额 亿元	增值率	实际换股数	换股价格 元/股	换股市值 亿元
冀中峰峰集团	冀中能源	4.54	14.89%	74.50	2010年末	11.1	144%	3300	33.77	11.1
盘江煤电	盘江股份	1.54	5.77%	122.5	2011年末	7.1	359%	2352	30.09	7.1

来源：wind，中泰证券研究所

- **（3）开滦模式：一半现金支付、一半上市公司股权对付。**
- 2013 年 5 月 9 日，河北省国资委与信达资产、开滦集团签订《股权转让协议》，约定：信达资产将其持有的开滦集团 26.45%股权转让给河北省国资委，转让后河北国资委全资控股开滦集团，信达资产持有的股权价格为 38 亿元，开滦集团代国资委垫付，其中股权转让款中的 19 亿元参与认购开滦股份上市公司的定增。
- 信达资产持有开滦集团 25.6%的股权，出资额为 25.6 亿元，根据集团公告，2012 年末开滦集团净资产为 223.4 亿元，按股权比例信达合计持有净资产份额 59.1 亿元，而股权支付价格为 38 亿元，占净资产为 64.3%。2017 年，信达资产拿出 19 亿元参与开滦股份的定增，定增价格为 5.38 元，实际换股数 3.53 亿股。
- 定增完成后，信达资产持有上市公司股份 22.24%，开滦集团持股下降 12.62%至 44.12%，仍为公司的控股股东。

图表 10：开滦用一半现金和一半上市公司股权进行对付

集团名称	对应上市公司	信达出资额 亿元	信达持股比例	公司净资产 亿元	评估时间	信达折算净资产额 亿元	实际换股数	换股价格 元/股	现金 亿元	合计支付价格 亿元	增值率
开滦集团	开滦股份	25.6	26.45%	223.43	2012年末	59.10	35316	5.4	19	38	48%

来源：wind，中泰证券研究所

- **（4）淮南矿业模式：子公司资产对付。**
- **淮南矿业：**根据 2017 年 12 月《安徽省人民政府关于淮南矿业（集团）有限责任公司整体改制方案的批复》，淮南矿业整体改制方案涉及信达资产公司的主要内容有：
 - （1）淮南矿业向信达资产转让淮矿地产 60%的股权（作价约 47 亿元），同步实施淮南矿业向信达资产定向减资（信达资产阶段性退出全部其所持有的淮南矿业 22.6%股权），淮南矿业成为国有独资公司。中国信达获得淮矿地产 60%股权后，拟由上市公司信达地产股份有限公司采取非公开发行方式，收购淮矿地产 100%股权（其中：中国信达 60%，淮南矿业 40%）。
 - （2）在淮南矿业成为国有独资公司状态下，将淮南矿业现有国有划拨土地作价并作为安徽省国资委对淮南矿业的增资。
 - （3）中国信达在淮南矿业国有划拨土地完成作价出资后，即对淮南矿业增资 30 亿元。

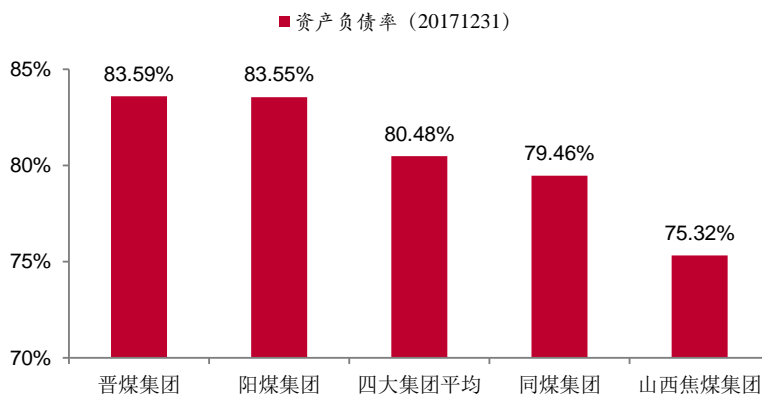
- 由于信达资产持有山西煤企股权比例较高(主要涉及同煤、阳煤、焦煤、晋煤四大集团),按照2017年净资产评估,信达持有的山西4大集团净资产额高达516亿元,四大集团平均资产负债率高到80.5%(2017年),如果按照净资产价值且用上市公司股权去支付,将使得集团散失上市公司控股权,所以单独依靠集团自身去解决问题的难度比较大,我们认为可能由省国资委对信达持有的煤炭股权进行打包,进行一揽子集中处理,有可能参考淮南矿业的模式,主要用其他资产进行置换,再叠加部分股权或现金对付,进而去解决问题。

图表 11: 山西煤炭企业集团假设用上市公司股权进行支付

集团名称	信达所持资产金额 (万元)	信达持股比例 (%)	集团净资产 (2017年末,万元)	信达持有的净资产份额 (万元)	对应上市公司	股价 (20190430)	换股数	总股本 (万股)	换股后信达持股比例	控股股东持股份额 (20190430)	信达换股后集团持股 比例
同煤集团	513,116	30.12%	4,233,015	1,274,984	大同煤业	5.02	253,981	167,370	152%	57.5%	-94.3%
阳煤集团	306,415	40.42%	3,543,275	1,432,192	阳泉煤业	6.26	228,785	240,500	95%	58.3%	-36.8%
西山煤电集团	328,109	35.47%	2,613,215	926,907	西山煤电	6.88	134,725	315,120	43%	54.4%	11.6%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 山西四大煤炭集团资产负债率仍在高位



来源: 集团公告、中泰证券研究所

国企改革吹响冲锋号角，剑指山西煤炭企业集团

国资国企存在诸多问题，山西国企改革迫在眉睫

- 山西国企存在“一煤独大”、“一股独大”、盈利能力低、抗风险能力弱等14大问题。2017年2月，王一新副省长在国有资产监督管理委员会工作会议上发表题为《解放思想 抢抓机遇 迎难而上 不辱使命 坚决打赢国企改革攻坚战》的讲话，极言山西省进行国企改革的重要性和迫切性，系统分析了山西国企现存的14大问题，比如产业结构布局不合理、一煤独大、股权结构单一、产业链条短、行政色彩重、盈利能力低、资产负债高等一系列问题。

图表 13: 山西国企现存的 14 大矛盾和问题

1	一是布局不合理，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	二是股权结构单一，国有资本一股独大问题严重。省属22家国有企业中19家仍然是国有独资，个别企业仍未完成公司制改造。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%；
3	三是产业链条短，同质化竞争情况突出；
4	四是管理粗放，没有建立起真正意义上的现代企业制度；
5	五是行政色彩突出，一些企业官本位思想浓厚；
6	六是创新发展能力普遍偏弱，产业产品处在发展的低端；
7	七是开放发展动能不足，合作共赢的市场化理念尚未成为主流；
8	八是行业竞争力弱，整体盈利能力偏低；
9	九是金融风险巨大，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	十是人才队伍建设与企业不匹配，班子建设专业化不强；
11	十一是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	十二是企业历史遗留问题多，历史包袱沉重；
13	十三是国资监管水平亟待提升；
14	十四是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。

来源：2017年2月王一新副省长《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》，中泰证券研究所

- “一煤独大”的现象非常严重。作为全国产煤大省，山西省“一煤独大”的现象非常严重，仅煤炭一项就支撑着全省工业的半壁江山，2018年度山西企业100强，山西7大煤炭集团皆位列前十，晋煤集团、阳煤集团、潞安集团、同煤集团和山西焦煤集团占据前五名，营收总额为8009亿元，占到100强总营收的51.5%，超过其他95家企业的总和。
- 山西省国资委4月12日对外公布数据，2019年一季度，从省属企业增加值完成情况来看，煤炭产业占比55.2%，比2018年的56.5%降低了1.3个百分点，尽管近些年非煤产业结构调整力度持续加大，但煤炭产业仍然占据半壁江山，高度依赖传统煤炭能源的经济发展模式仍然是山西省国企改革面临的首要问题。

图表 14: 山西企业 100 强之前 10 名名单 (2018 年)

名次	企业名称	营业收入 (亿元)
1	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	1667
2	阳泉煤业(集团)有限责任公司	1608
3	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	1607
4	大同煤矿集团有限责任公司	1601
5	山西焦煤集团有限责任公司	1526
6	晋能集团有限公司	1029
7	太原钢铁(集团)有限公司	810
8	中国铁路太原局集团有限公司	783
9	山西煤炭进出口集团有限公司	545
10	山西建设投资集团有限公司	403

来源：山西省企业联合会、山西省企业家协会，中泰证券研究所

- “一股独大”的现象非常严重。山西省属22家国有企业中(备注：2017年9月山西省国资委将所持有的省属22家户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司)，19家仍然是国有独资。截至2019年一季度末，山西省上市公司合计37家，其中18家属于省国资控股，11家属于七大煤炭集团，省属国资平均持股比例为44.3%。国资控股占比高，“一股独大”式经营，行政色彩较为浓厚，缺少有效的权力制衡机

制，容易滋生大量内部人控制和关联交易等问题。

图表 15: 山西省国资委下属 22 家国企股权结构情况

序列	集团名称	资产性质	控股股东	实际控制人	控股股东持股比例
1	焦煤集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
2	潞安集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
3	晋能集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
4	山煤集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
5	同煤集团	国有控股	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	65.17%
6	阳煤集团	国有控股	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	54.03%
7	晋煤集团	国有控股	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	62.57%
8	太钢集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
9	太重集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
10	山西国际能源	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
11	山西能投集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
12	黄河水务	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
13	山西国控集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
14	山西建工集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
15	中条山集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
16	汾酒集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
17	山西经贸集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
18	国新能源	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
19	山西交投集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
20	山西路桥集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
21	山西水务集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%
22	山西高速集团	国有独资	山西省国有资本投资运营有限公司	山西省国资委	100%

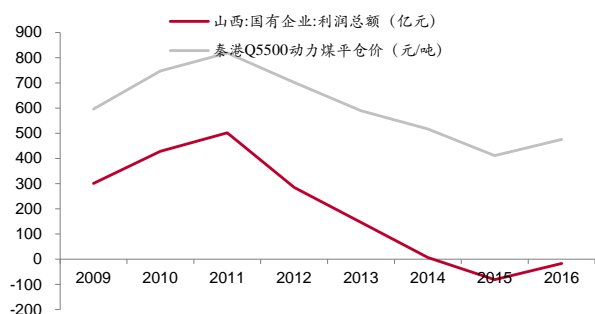
来源：山西省国资委，中泰证券研究所

图表 16: 18 家省属国资控股上市公司股权结构情况

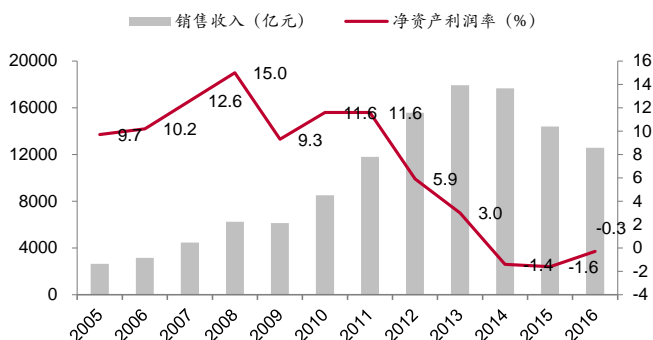
上市公司	所属集团	第一大股东	持股比例 (%)	实际控制人
西山煤电	山西焦煤集团	山西焦煤集团有限责任公司	54%	山西省国资委
山西焦化	山西焦煤集团	山西焦化集团有限公司	51%	山西省国资委
ST南风	山西焦煤集团	山西焦煤运城盐化集团有限责任公司	26%	山西省国资委
大同煤业	大同煤矿集团	大同煤矿集团有限责任公司	57%	山西省国资委
漳泽电力	大同煤矿集团	大同煤矿集团有限责任公司	29%	山西省国资委
阳泉煤业	阳煤集团	阳泉煤业(集团)有限责任公司	58%	山西省国资委
阳煤化工	阳煤集团	阳泉煤业(集团)有限责任公司	24%	山西省国资委
太化股份	阳煤集团	太原化学工业集团有限公司	43%	山西省国资委
潞安环能	潞安集团	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	62%	山西省国资委
山煤国际	山煤集团	山西煤炭进出口集团有限公司	59%	山西省国资委
蓝焰控股	晋煤集团	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	40%	山西省国资委
通宝能源	晋能集团	山西国际电力集团有限公司	57%	山西省国资委
山西路桥	山西路桥集团	山西路桥建设集团有限公司	28%	山西省国资委
太钢不锈	太钢集团	太原钢铁(集团)有限公司	63%	山西省国资委
国新能源	国新能源集团	山西省国新能源发展集团有限公司	32%	山西省国资委
太原重工	太原重工	太原重型机械(集团)制造有限公司	26%	山西省国资委
山西汾酒	汾酒集团	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	59%	山西省国资委
山西证券	山西金融投资控股集团	山西金融投资控股集团有限公司	31%	山西省财政厅

来源：wind，中泰证券研究所

- 产业竞争力弱，低端同质化严重，整体盈利能力偏低。**山西省经济严重依赖煤炭资源，国有企业主要集中在上游燃料原料领域，以煤、冶、电、化等传统产业为主导，产业链条短，产品附加值低，科技创新能力不足，差异化竞争能力弱，资源和政策依赖严重，缺乏高端产业技术。国企盈利高度受制于煤炭价格，尤其是 2011 年煤价见顶以来，山西国有企业净资产利润率持续下滑，2015、2016 年利润总额分别为-81.6 亿元和-17.3 亿元，净资产利润率分别为-1.6%和-0.3%，省属国企迫切需要降低煤炭资产占比，弱化煤炭跌价风险，提升国有企业抗风险能力和盈利能力。

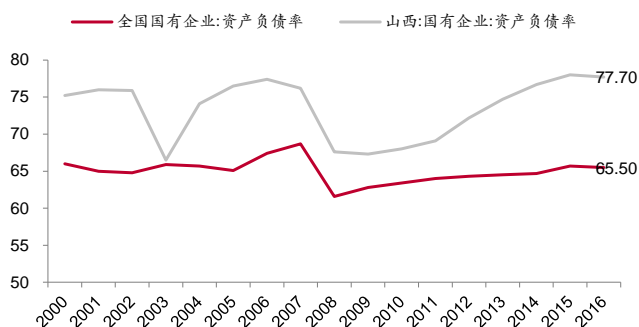
图表 17: 山西国企利润与煤价关系高度拟合


来源: wind、中泰证券研究所

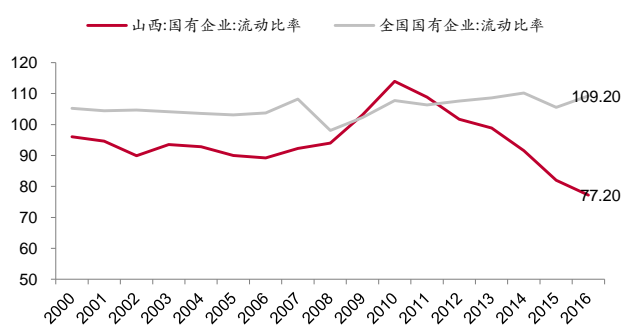
图表 18: 山西国有企业销售收入和净资产利润率


来源: wind、中泰证券研究所

- 资产负债率高，金融风险大。**自 2009 年以来，山西国有企业的资产负债率逐步攀升，截至 2015 年末资产负债率高达 78%，较 2009 年上升了 10.7 个百分点，2016 年资产负债率略降至 77.7%，实现了 2009 年以来首次下降，但仍远高于全国国有企业的平均水平 65.5%。从偿债能力来看，山西省国有企业流动比率从 2009 年 1.03 降至 2016 年的 0.77，显著低于全国国有企业平均流动比率 1.09。

图表 19: 国有企业资产负债率对比 (%)


来源: wind、中泰证券研究所

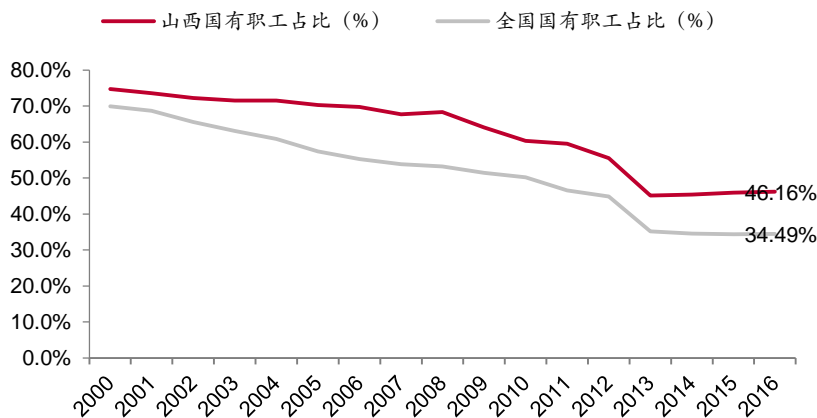
图表 20: 国有企业流动比率对比 (%)


来源: wind、中泰证券研究所

- 历史遗留问题多，企业包袱沉重。**国有企业承担了不少社会职能，导致人员冗杂，效率低下，这方面饱受诟病。尽管近些年山西国有企业在减

员提效等方面作了大量努力，山西省国有企业职工人数也在下降，但整体规模仍然很大。2016 年底，山西省国有企业职工人数为 190.3 万人，占全省职工比例为 46.2%，而同期全国占比仅为 34.5%。

图表 21：山西省国有企业职工占比相比全国偏高



来源：wind、中泰证券研究所

怎么改？2017 年至 2019 年山西国企改革进程梳理

- 山西国资国企存在诸多问题，改革迫在眉睫，从 2017 年起，山西省政府领导高度重视国企改革，一系列定调如：“非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行、历史关口、必须下定决心、不能再错过窗口期、大刀阔斧的改革”等，使得山西省国企改革备受资本市场关注。接下来我们通过梳理 2017 年至 2019 年山西国企改革的政策指引及取得的成果，来深入探讨山西国企改革的思路，究竟如何改革，2019 年的着重点又有哪些。
- **2017 年：山西国企改革拉开序幕之年。**
- 2017 年 1 月 14 日，《2017 山西省政府工作报告》提出：坚持国企国资改革方向，坚持市场化、法治化取向，推动国有企业瘦身健体、固本培元、提质增效、转型升级。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。制定出台国企国资改革方案，全面启动省属国有企业改革。
- 2017 年 2 月，春节后上班第一天，山西省委书记骆惠宁、省长楼阳生分赴晋城和焦煤集团就推进国企国资改革进行专题调研并提出具体要求，**这事实上扣动了山西国企国资改革的发令枪。**
- 2017 年 2 月 9 日，山西省国有资产监督管理工作会议上，副省长王一新指出目前山西省国资国企存在的十四个方面的主要矛盾和问题，明确推进国资国企改革，要彻底转变职能、改革监管理念和方法、管好国有资产的宏观布局、用好监管导向指挥棒、确立以利润为中心的考核指标

体系等。

- 2017年5月22日，山西省常委会议审议通过《关于深化国企国资改革的指导意见》以及三个配套意见，标志着“1+N”顶层设计图出炉。《指导意见》主要包括总体要求、完善现代企业制度、优化国有资本布局结构、发展混合所有制经济、解决国有企业历史遗留问题、完善国有资产管理体制、深入推进市县国企国资改革、坚持党的领导加强党的建设、为国企国资改革创造良好环境等九大核心内容。
- 2017年8月17日，山西省国资委印发国企国资改革“21项重点工作”，这是“1+N”顶层设计出台之后，山西省国企国资改革又一重要里程碑，标志着国企国资改革正式推进到“施工阶段”。
- **2018年：山西国企改革攻坚之年。**
- 2018年继续加强政策的顶层设计，3月12日，《2018年山西省深化国企国资改革行动方案》出炉，分为8方面28项重点（简称828工程），是在2017年国企国资改革八个方面21项重点任务的基础上，新增了7条，涉及11项内容，包括将适时整合地方金融类企业、促进央企民企合作、规范完善国有资本投资运营公司职责，加快“腾笼换鸟”、“僵尸企业”出清等。
- 2018年5月3日，山西省召开省属国企深化改革转型发展推进会，省委书记骆惠宁出席会议并讲话，用足非常之力、坚守恒久之功，加快推动国企国资改革和转型发展取得更大突破。“国企不改、转型无望”，把国企改革转型作为决定山西转型前途的关键一招。会议要求加快推进重大改革举措落地见效和专业集团重组；突出以改促转提升动能，推进供给侧结构性改革，省属煤企带头减产量、去产能等。
- 2018年8月3日，山西省国企上半年工作座谈会在太原召开，省国资委与23户省属企业签订了转型发展目标“军令状”——一年和三年转型发展目标责任书，以考核为指挥棒将把更多资源配置到发展新产业和新动能方面，力争到2020年，以制造业为主的非煤增加值占比达到50.6%，实现煤与非煤产业“结构反转”。
- **2017年-2018年山西国企改革成果，主要包括：**
 - （1）2017年2月，省国资委与汾酒集团签订了三年任期经营目标考核责任书；2018年2月，山西省国资委与18户省属企业签订了经营业绩目标责任书。“一企一策”制定经营业绩目标责任书，要体现行业平均值、净资产报酬率、人均劳动生产率等反映企业效益、质量的关键指标，煤炭企业还要重点考核吨煤成本，资产证券化率也纳入“一企一策”业绩考核中。这实际上确立了以效益（或利润）为中心的考核指标体系，有助于煤炭企业剥离非煤贸易业务，聚焦主业。
 - （2）2017年7月31日，山西省国有资本投资运营有限公司成立，省国资委将所持的22家省属国企股权全部注入，这标志着山西省国有资产管理体制从“管资产”向“管资本”转变迈出了实质性步伐，有助于实现所有权和经营权的分离，建立现代化企业制度。
 - （3）2017年，山西省完成注册并挂牌6家专业化大集团，分别是山西国投公司、山西文旅集团、山西大地集团、山西云时代公司、山西交控集团和山西航空产业集团，这标志着全省产业转型升级有了抓手，进一

步优化了资本布局。

- **(4) 加速了混改:** 2017-2018 年集团公司层面的混改, 汾酒集团和建投集团作为试点, 汾酒集团的改革就是推进核心的主业优质资产上市, 从而实现整体上市。建投集团的改革, 在全国范围内积极引进战略投资者。同时, 山西省国资委积极推进“腾笼换鸟”项目, 向全社会发出开放股权, 截至 2018 年底, 省属国企 53 个“腾笼换鸟”项目, 进入转让程序 14 个, 预估价值 25.4 亿元, 第三批 108 个涉及 304 亿元股权转让项目, 向全国发布。
- **(5) 试点员工持股:** 2017 年省国资委共筛选出第一批 5 户省属二级混合所有制企业开展员工持股试点, 分别是: 汾酒集团所属山西杏花村汾酒厂股份有限公司、太钢集团所属山西太钢碧水源环保科技有限公司、阳煤集团所属中催技术有限公司、潞安集团所属山西潞安精蜡化学品有限公司、同煤集团所属大同煤矿集团朔州煤电怀仁宏腾陶瓷建材开发有限公司。
- **(6) 促进了国有资本优化重组:** 2018 年省煤机制造集团重组方案出台; 2018 年 3 月晋煤集团下属的燃气集团实现重组, 引入 7 家境内外战略投资者资金 35 亿元, 2019 年 3 月 8 户省属国企签署山西燃气集团增资协议, 股份制改造迈出了实质性步伐; 潞安现代化化工公司引入首批 9 家战略投资者, 投资 24.4 亿元。对于大煤炭企业之间重组, 国资委要求充分运用七户煤炭企业所拥有的上市公司这个平台, 把优质资产通过置换、定增方式装进去, 实现资源的资产化、资产的资本化、资本的股份化、股份的证券化, 提升煤炭资源的价值, 提升煤炭企业可持续发展的能力。

图表 22: 2017-2018 年山西国企改革取得的成果展示

成果	主要内容
确立了以效益为中心的考核指标体系	山西省国资委与汾酒集团、18 户省属企业签订了经营业绩目标责任书 要体现行业平均值、净资产报酬率、人均劳动生产率等反映企业效益、质量的关键指标, 煤炭企业还要重点考核吨煤成本 资产证券化率也纳入“一企一策”业绩考核中
管资产向管资本转变	省国资委将所持的 22 家省属国企股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司 有助于实现所有权和经营权的分离, 建立现代化企业制度
优化产业布局	山西国投公司、山西文旅集团、山西大地集团、山西云时代公司、山西交控集团和山西航空产业集团等 6 家专业化大集团成立 全省产业转型升级有了抓手, 进一步优化资本布局
混合所有制改革	汾酒集团的改革就是推进核心的主业优质资产上市 建投集团的改革, 在全国范围内积极引进战略投资者 “腾笼换鸟”项目, 向全社会开放股权
试点员工持股	2017 年第一批 5 户省属二级混合所有制企业开展员工持股试点
国有资本优化重组	2018 年省煤机制造集团重组方案出台 2018 年 3 月晋煤集团下属的燃气集团实现重组, 引入了 7 家境内外战略投资者 潞安现代化化工公司引入首批 9 家战略投资者

来源: 政府网站, 中泰证券研究所

- **2019 年: 山西国企改革深入之年。**
- 2019 年 4 月 15 日, 山西省再度召开深化国有企业改革大会, 省委书记骆惠宁强调深化国资国企改革是推动山西省高质量转型发展的关键一招, 要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵, 尤其提到要善于用好用活上市公司, 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。

- 2019年4月16日,《2019年国资国企改革行动方案》出炉,4月25日,山西省国资委副主任在省政府新闻会上就《2019年国资国企改革行动方案》进行了解读,2019年改革的主要目标:实现“135”战略目标,即“1”是保持国有企业持续稳健发展态势,“3”是在优化资本布局、加速混改、推行市场化契约化管理三方面实现重大突破,“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。
- 经历了2017年开幕之年、2018年攻坚之年,山西省国企改革在确立以效益为中心的考核指标体系、管资产向管资本转变、优化产业布局、混合所有制改革、试点员工持股、国有资本优化重组等方面取得了一定的进展和成绩,但正如省国资委所讲山西省缺乏有影响力、震撼力的重大混改项目,特别是集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后。
- 正如山西省委书记所讲,2019年要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵,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”。我们认为,经历了两年多时间的摸底和准备,山西煤炭集团混改有望进入实质性操作阶段,资产注入或整体上市等资本运作有可能加快进程。

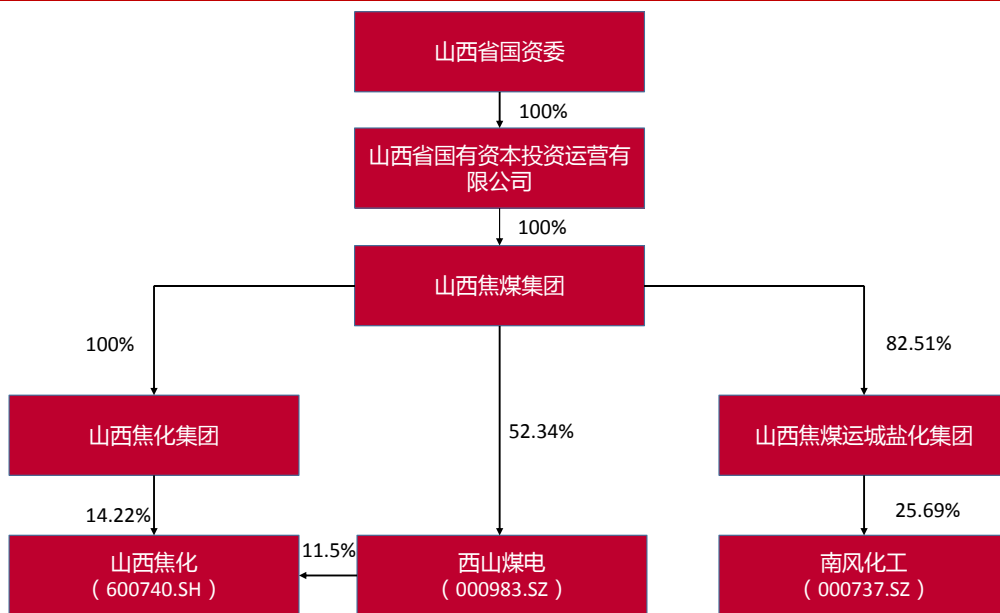
全面盘点山西7大煤炭集团资产

山西焦煤集团——全国最大的炼焦煤企业

- **集团概况:**山西焦煤集团有限责任公司是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业,是全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业,是国家规划的14个大型煤炭基地骨干企业之一,位列2017年世界企业500强第433位。
- 山西焦煤集团组建于2001年10月,属于山西省国有独资企业,总部位于山西省太原市,目前拥有西山煤电、汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤、山西焦化等32个二级子公司,拥有西山煤电、山西焦化、南风化工三个A股上市公司,拥有6大主力生产和建设矿区,下辖100座煤矿,生产能力1.74亿吨/年;28座洗煤厂,入洗能力1.26亿吨/年;5座焦化厂,焦炭产能1164万吨/年;9座燃煤电厂,总装机容量3468MW;14座煤层气及余气余热电厂,装机容量219MW;盐化日化产能256万吨/年。
- 山西焦煤主导产品有焦煤、肥煤、1/3焦、瘦煤、气肥煤、贫煤等多个煤种,其中强粘焦煤和肥煤均是世界稀缺资源,具有低灰、低硫、低磷、粘结性强、结焦性好等特征,是大钢厂大高炉不可或缺的骨架炉料;化工产品主要有冶金焦、铸造焦、焦粉、甲醇、炭黑、硫磺、化妆洗涤用品等,产品市场涵盖国内外20多个省市和地区。
- 山西焦煤一方面突出煤炭主业发展,建设亿吨大型煤炭基地;另一方面发展“煤-电-材、煤-焦-化”两条主导产业链的循环经济体系,构建以煤炭、电力、焦化、商贸为支柱产业的循环经济产业链,实现资源利用综合化、环境保护最优化,形成“循环经济、绿色发展”模式,下属公司

西山煤电（集团）有限责任公司和山西焦化集团有限公司是国家级第一批循环经济试点单位。

图表 23: 山西焦煤集团及旗下三家上市公司股权结构图

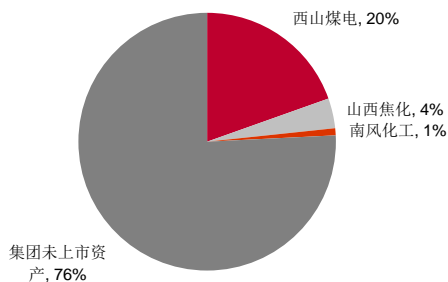


来源：集团公告、中泰证券研究所

■ 3 家上市公司概况:

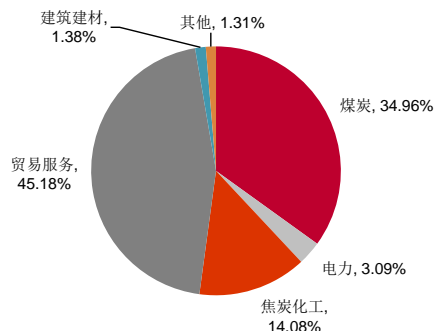
- 西山煤电（000983.SZ）是山西焦煤集团下属最大的上市平台，也是煤炭资产的主要上市平台，截至 2017 年末总资产为 578.56 亿元。
- 山西焦化（600074.SH）是集团下属焦化品（焦炭&炼焦化工品）主要上市平台，截至 2017 年末总资产为 111.25 亿元。
- 南风化工（000737.SZ）原主要生产销售无机盐产品和日用洗涤剂产品，2018 年 12 月公司将日化板块资产出售给控股股东山焦盐化，目前主要从事无机盐化工业务，截至 2017 年末总资产为 26.16 亿元。
- 2017 年末，三家上市公司总资产合计为 715.97 亿元，而山西焦煤集团为 2956.73 亿元，集团资产证券化率仅为 24.2%。

图表 24: 2017 年山西焦煤集团资产证券化率

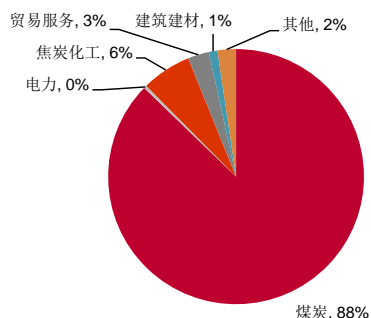


来源：集团公告、中泰证券研究所

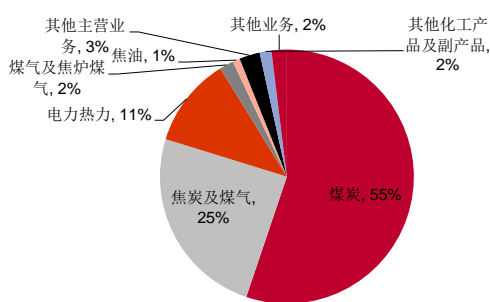
图表 25: 2017 年山西焦煤集团收入结构占比



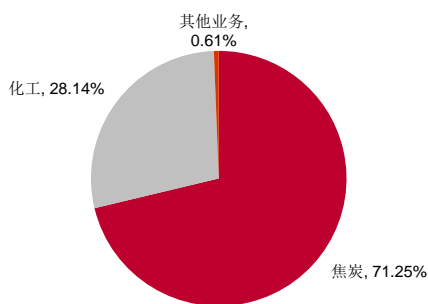
来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 26: 2017 年山西焦煤集团毛利结构占比


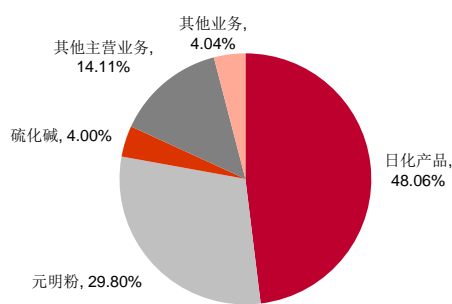
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 27: 2017 年西山煤电收入结构占比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 28: 2017 年山西焦化收入结构占比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: 2017 年南风化工收入结构占比


来源: wind、中泰证券研究所

- **煤炭资产的注入空间较大。**
- 一是煤炭资产，西山煤电是专注于煤炭资产的上市平台，根据集团公告，2017 年集团原煤产能 9285 万吨(产能数据不考虑资源整合煤矿，下同)，上市公司西山煤电为 2810 万吨，占比 30.3%，集团产量 9610 万吨，西山煤电产量 2498 万吨，占比 26%，西山煤电的煤炭产能及产量仅为集团的 30%左右，集团层面的大量煤矿未实现资产证券化。
- 二是焦炭资产，目前来看西山煤电和山西焦化均拥有部分焦炭资产，且山西焦化被集团定位为焦炭资产的主要上市平台，就焦炭产能和产量而言，目前焦炭已有 74%左右装入到了两家上市公司，其中 30%左右已装入到了山西焦化。
- 三是电力资产，西山煤电是公司电力资产的主要上市平台，2017 年集团发电量 144 亿度，西山煤电为 131 亿吨，西山煤电占比 91%。

图表 30: 山西焦煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)

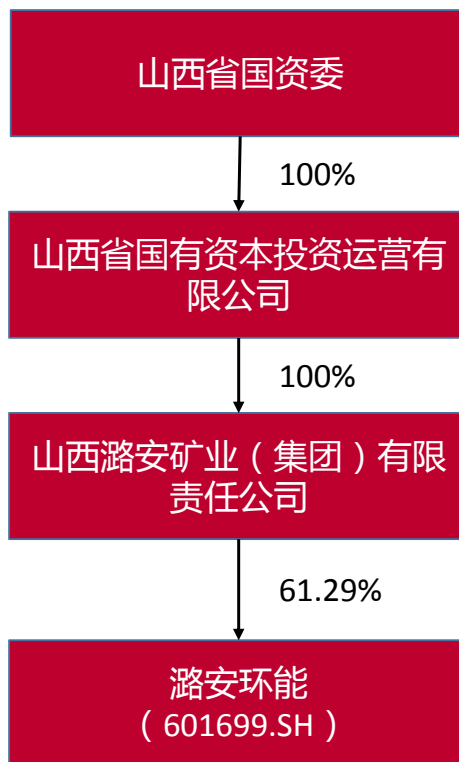
一、煤炭资产	山西焦煤集团	西山煤电	-	上市公司占比
原煤产能 (万吨)	9285	2810	-	30.3%
原煤产量 (万吨)	9610	2498	-	26.0%
二、焦炭资产	山西焦煤集团	西山煤电	山西焦化	上市公司占比
焦炭产能 (万吨)	1164	540	324	74%
焦炭产量 (万吨)	943	431	264	74%
三、电力资产	山西焦煤集团	西山煤电	-	上市公司占比
发电量 (亿度)	144	131	-	91%

来源: 集团公告、中泰证券研究所

潞安矿业集团——喷吹煤行业龙头企业

- **集团概况:** 山西潞安矿业 (集团) 有限责任公司的前身是成立于 1959 年 1 月 1 日的潞安矿务局, 2000 年 7 月完成改制并变更为现名。截至 2018 年 9 月底, 公司注册资本为 41.99 亿元, 是山西省政府出资设立的国有独资企业, 控股股东为山西省国有投资运营有限公司, 实际控制人为山西省国资委。
- 公司本部位于长治市襄垣县侯堡镇, 矿井位于山西省最大的沁水煤田, 开采的煤种主要有瘦煤、贫瘦煤, 具备特低硫、低磷、低中灰、高发热量等优点, 发热量在 5500-6500 千卡/千克, 是国家重要的优质动力煤和喷吹煤生产基地, 属于山西省五大煤炭企业集团之一。截至 2017 年底, 公司拥有全资以及控股子公司 63 家, 拥有一家上市公司——潞安环保能源开发股份有限公司 (简称“潞安环能”)。
- 近些年, 潞安集团一方面巩固提升集约高效优势, 实现“老矿井减人提效, 新矿井集约高效”, 另一方面通过在内蒙和新疆等地布局, 储备了丰富的煤炭资源。集团在内蒙古整合煤炭储量 88 亿吨, 在新疆重组新疆哈密煤业成立潞安新疆煤化工公司, 取得了 190 亿吨左右的煤炭储量, 为“百年潞安”储备了资源基础。目前, 集团已形成潞安本部、宁夏、忻州、临汾、晋中、新疆等六大矿区, 煤炭总储量在 435.6 亿吨, 按照亿吨生产, 也可稳定生产 200 年以上。

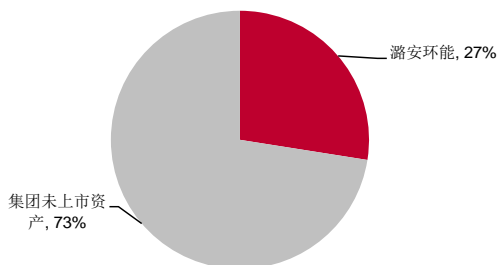
图表 31: 潞安矿业集团及旗下上市公司股权结构图



来源: 集团公告、中泰证券研究所

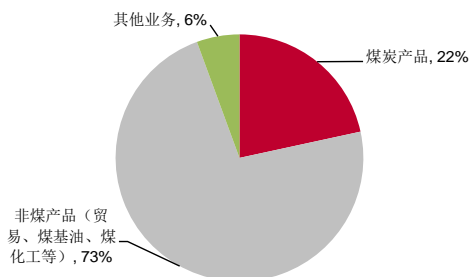
- 旗下 1 家上市公司情况:
- 潞安环能 (601699.SH) 是潞安矿业集团下属唯一上市公司平台, 以煤炭开采销售业务为主, 截至 2017 年底, 潞安环能总资产为 664.7 亿元, 而同期集团为 2417.8 亿元, 集团的资产证券化率为 27%。

图表 32: 2017 年潞安矿业集团资产证券化率

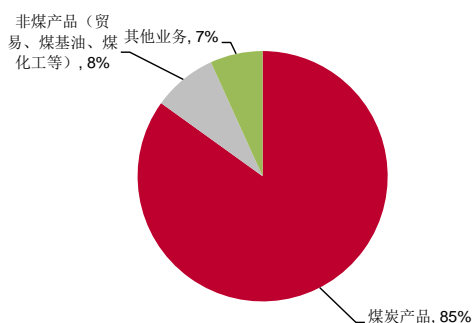


来源: 集团公告、中泰证券研究所

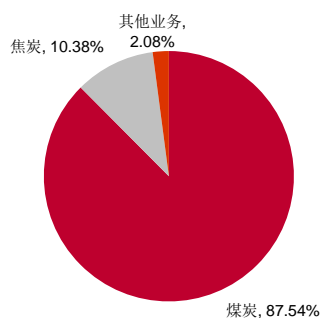
图表 33: 2017 年潞安矿业集团收入结构占比



来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 34: 2017 年潞安矿业集团毛利结构占比


来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 35: 2017 年潞安环能收入结构占比


来源：wind、中泰证券研究所

- 我们通过梳理集团以及上市公司的资产，认为潞安矿业集团在煤炭开采和煤制油项目等资产领域有整合注入的可能性。
- 一是煤炭资产，潞安环能是专注于煤炭资产的上市平台，但其煤炭产能以及产量占整体集团的 50% 左右，集团层面仍有大量煤矿资产可以实现资产证券化。
- 二是焦炭资产，集团和上市公司均有少量的焦炭资产，但总量并不大，就焦炭产能和产量而言，目前焦炭已有超过 50% 左右装入到了上市公司。
- 三是煤制油项目资产，2016 年 4 月，集团拟将潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目注入上市公司，但考虑标的资产处于基建期、短期内较难达到预期利润，随后放弃了资产重组，（该项目以高硫、高灰、高灰熔点劣质煤为主要原料，一期建设年产 100 万吨煤间接液化制油生产线，二期建设以钴基蜡油为原料年产 80 万吨清洁油品及高端精细化学品生产线），未来随着该项目逐渐成熟，其继续注入上市公司平台的想象空间比较大。

图表 36: 潞安矿业集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)

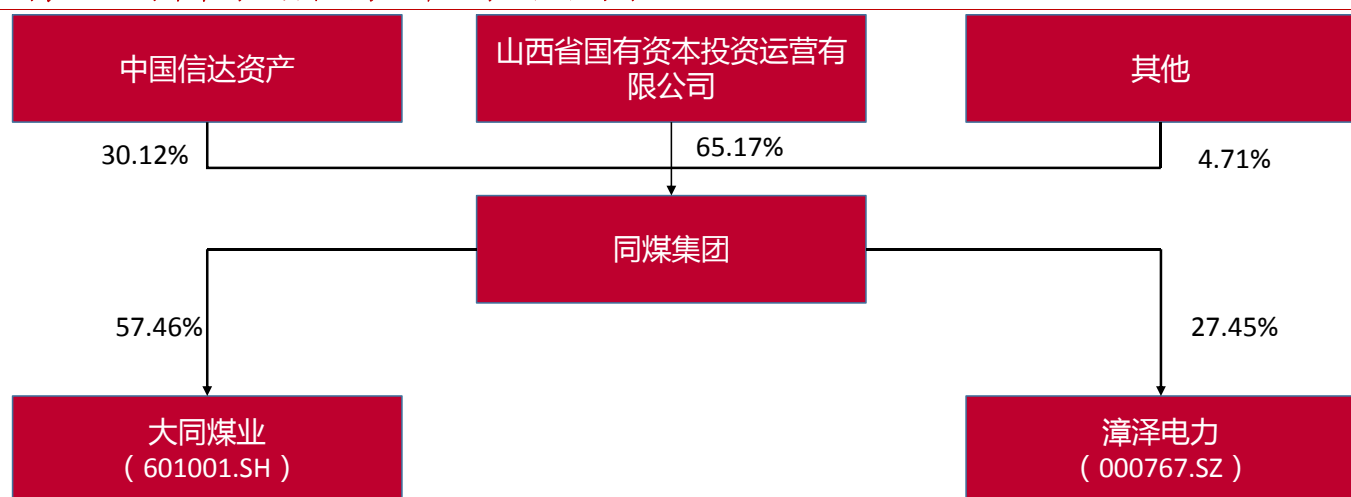
	潞安矿业集团	潞安环能	上市公司占比
一、煤炭资产			
原煤产能（万吨）	8920	4550	51%
原煤产量（万吨）	8015	4160	52%
二、焦炭资产			
焦炭产能（万吨）	426	216	51%
焦炭产量（万吨）	264	148	56%
三、电力资产			
发电量（亿度）	144	131	91%

来源：集团公告、中泰证券研究所

同煤集团——山西省规模最大的动力煤企业

- **集团概况：**大同煤矿集团有限责任公司（同煤集团），前身是 1949 年成立的大同矿务局，2000 年 7 月改制更名并至今，是全国亿吨级动力煤生产企业之一和煤电一体综合化发展的能源大集团。
- 同煤集团以大同、宁武、河东三大煤田资源为基础，主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市。截至 2017 年末，同煤集团拥有矿井 67 座，年生产能力 1.563 亿吨，资源储量合计 310.1 亿吨。同煤集团主要煤种主要为弱粘结煤、长焰煤、气煤等，主要以生产优质的动力煤炭为主，煤炭供应全国 5 大火力电网、3 大港口、6 大城市的煤气发生炉以及全国 26 个省市自治区 2800 多家大中型企业。
- 同煤集团旗下拥有上市公司 2 个（大同煤业和漳泽电力），公司依托“煤电一体化”的战略思路，经过多年发展，已形成以煤炭、电力业务为主导，贸易、金融、煤化工、冶金、机械制造等多产业化发展格局。

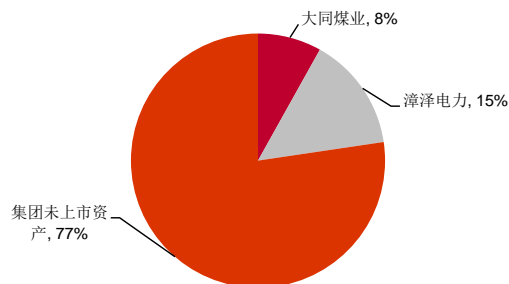
图表 37：同煤集团及旗下两家上市公司股权结构图



来源：集团公告、中泰证券研究所

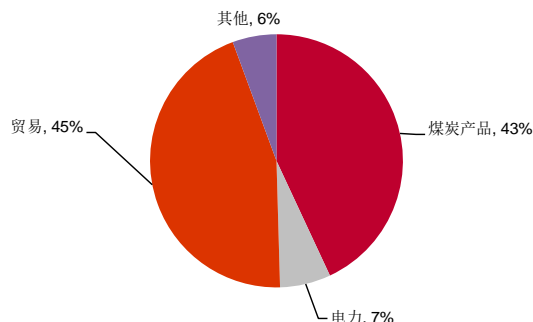
- **旗下 2 家上市公司资产情况：**
- 同煤集团旗下拥有两家上市公司平台，分别是煤炭专业化平台大同煤业（601001.SH）和电力专业化平台漳泽电力（000767.SZ），截至 2017 年末，大同煤业总资产 269 亿元、漳泽电力 484 亿元，同期集团为 3325 亿元，集团资产证券化率为 23%。

图表 38: 2017 年同煤集团资产证券化率



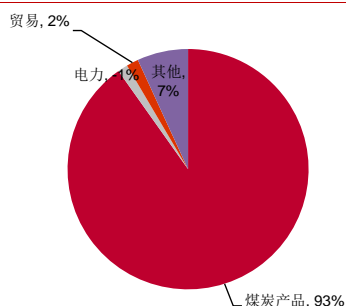
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 39: 2017 年同煤集团收入结构占比



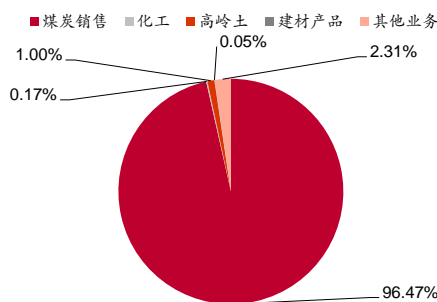
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 40: 2017 年同煤集团毛利结构占比



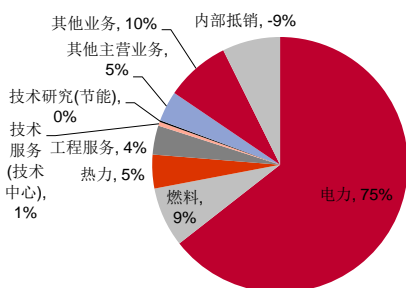
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 41: 2017 年大同煤业收入结构占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 42: 2017 年漳泽电力收入结构占比



来源: wind、中泰证券研究所

- 通过梳理集团和上市公司资产，我们认为同煤集团主要在煤炭资产领域具有较大的整合空间。
- 一是煤炭资产，大同煤业是专注于煤炭资产的上市平台，但其煤炭产能

以及产量仅占集团整体 20%左右，集团层面仍有大量煤矿资产可以实现资产证券化。

- 二是电力资产，漳泽电力是同煤集团下属主要电力资产运营平台，就发电量来说，电力资产的证券化程度较高，未来可注入的资产可能是一些在建项目。

图表 43: 同煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)

一、煤炭资产	大同煤矿集团	大同煤业	上市公司占比
原煤产能 (万吨)	15630	2230	14%
原煤产量 (万吨)	12700	2418	19%
二、电力资产	大同煤矿集团	漳泽电力	上市公司占比
发电量 (亿度)	222	289	130%

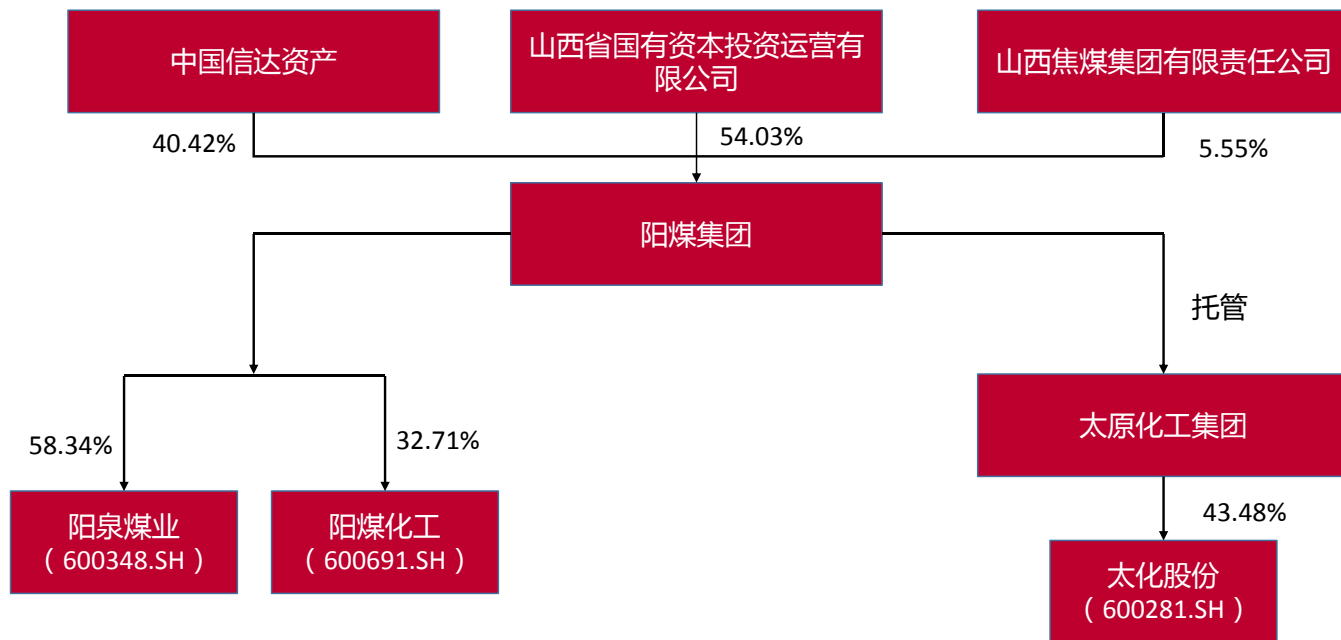
来源: 集团公告、中泰证券研究所

阳煤集团——全国最大的无烟煤生产企业

- **集团概况:** 阳煤(集团)有限责任公司(简称“阳煤集团”)前身是 1950 年 1 月成立的阳泉矿务局, 1997 年 12 月改制并更名。阳煤集团是我国目前最大的无烟煤生产企业和冶金喷吹煤生产基地、无烟煤出口基地, 是国家首批确认的特大型企业和全国 500 家最大工业企业之一, 是国家规划的 13 个大型煤炭基地—晋东煤炭基地的重要组成部分。2005 年 12 月经过企业债转股后, 现已成为由山西省国资委、中国信达资产管理公司和山西焦煤共同出资组建的大型煤炭企业集团。
- 阳煤集团经过 60 年的发展, 已经成为一个以煤炭产业为基础, 以电力、铝业、煤化工为主导产业, 以建筑房地产开发、煤机制造、磁性材料、建材、煤层气开发利用为支持产业的特大型企业集团。煤炭产业拥有煤矿 44 处, 分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市, 煤炭产能 8050 万吨, 是全国第一大无烟煤生产基地。化工产业主要是以资源和资本为纽带, 整合重组了运城丰喜集团、河北正元集团、三维集团等一批全国知名化工企业。化工企业数量 27 家, 分布在山西、河北、山东、新疆四省十三市, 产业规模省内最大、全国前三位, 化工商品产能 1000 万吨, 主导产品是农用化工、基础化工、新型煤化工、化工新材料、精细化工 19 个系列、85 种。铝业公司拥有铝矾土矿生产和在建产能 220 万吨、氧化铝 110 万吨、电解铝 23 万吨、金属镓 25 吨以及配套的 40.5 万千瓦电站, 已经形成了“煤—电—铝”和“铝土矿—氧化铝—电解铝—铝品加工”两条完整的产业链条。装备制造产业有 7 家企业, 拥有煤机、化机成套制造和输送带系列产品制造能力, 其中化机生产规模居全国前三位。
- 阳煤集团地处全国最大的煤田—沁水煤田, 主要生产“阳优”牌无烟煤系列产品, 主要产品有末煤、块煤、喷粉煤等 23 个品种, 其中 14 个品

种荣获国家、部、省优质产品称号。产品以其发热量高、低硫、低灰分性能及较低价格在无烟煤市场占有较强优势，是电力、冶金、化工、建材、民用的上好原料和燃料，在全国设有便捷高效的销售网络，在华北、华东、东北等地区拥有大量稳定的客户。

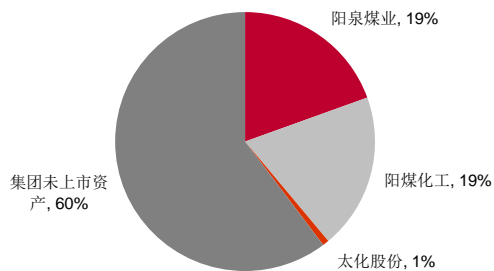
图表 44: 阳煤集团及旗下三家上市公司股权结构图



来源：集团公告、中泰证券研究所

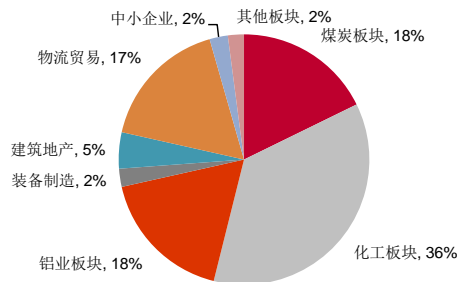
- 旗下 3 家上市公司资产情况：
- 阳煤集团下属 3 家上市公司，分别是阳煤、阳煤化工和太化股份，阳煤是煤炭资产的上市平台，阳煤化工是煤化工资产的上市平台，太化股份是山西省国资委全资子公司，授权委托给阳煤集团管理，其主要从事焦炭贸易等业务。
- 截至 2017 年末，阳煤、阳煤化工、太化股份等三家公司总资产为 856 亿元，同期集团为 2154 亿元，集团资产证券化率仅为 40%。

图表 45: 2017 年阳煤集团资产证券化率

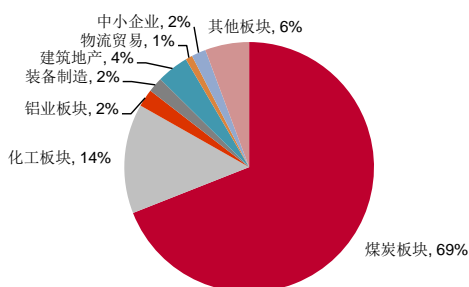


来源：集团公告、中泰证券研究所

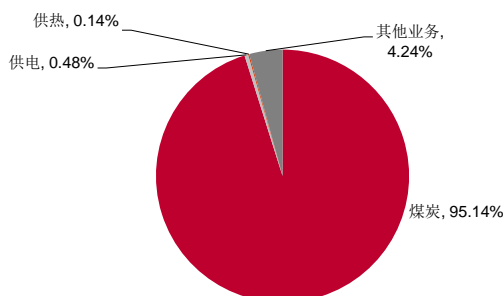
图表 46: 2017 年阳煤集团收入结构占比



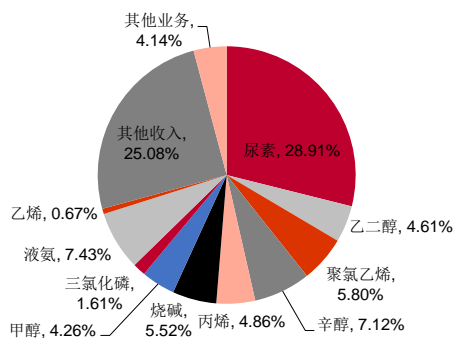
来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 47: 2017 年阳煤集团毛利结构占比


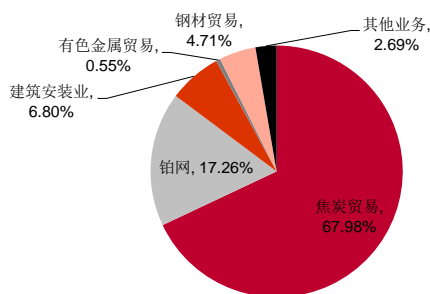
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 48: 2017 年阳煤收入结构占比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 49: 2017 年阳煤化工收入结构占比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 50: 2017 年太化股份收入结构占比


来源: wind、中泰证券研究所

- 通过梳理集团和上市公司资产，我们认为阳煤集团主要在煤炭资产领域具有较大的整合空间。
- 一是煤炭资产，阳煤是专注于煤炭资产的上市平台，其煤炭产量仅为集团的 50%左右，集团层面仍有大量煤矿可以实现资产证券化。
- 二是煤化工资产，阳煤化工是专注于煤化工业务的上市平台，就主要产品来讲，证券化程度较高。

图表 51: 阳煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)

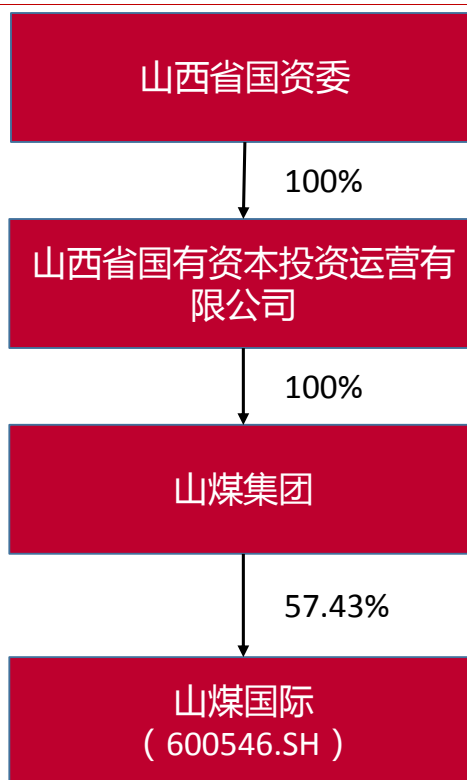
一、煤炭资产	阳煤集团	阳泉煤业	上市公司占比
原煤产能 (万吨)	8050	3000	37%
原煤产量 (万吨)	6,767	3,545	52%
二、尿素资产	阳煤集团	阳泉煤业	上市公司占比
尿素产量 (万吨)	397	397	100%

来源: 集团公告、中泰证券研究所

山煤集团——山西地区证券化程度最高的煤炭集团

- **集团概述：**山西煤炭进出口集团有限公司原名“山西省地方煤炭对外贸易公司”，成立于1981年5月9日，隶属于山西省外经贸局，主要承担地方煤炭和地方产品的出口业务，办理对外成交、报关、结汇和港口有关业务。2008年4月，公司整体改制为国有独资公司，并更为现名。
- 目前，山煤集团以煤炭开采销售和煤炭贸易为业务核心，拥有中国煤炭出口专营权（中国四家之一、山西省唯一一家）、中国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列，是中国最大的煤炭经销企业之一。山煤集团是山西省煤炭资源整合的七家主体之一，具有兼并、重组、整合地方中小煤矿，建立煤源基地的资格。山煤集团旗下拥有“山煤国际”上市公司，是全国首家整体上市的煤炭企业。
- 从2003年起，公司在做大做强煤炭销售的同时，加大了对煤源基地的投入。截至2018年三季度末，山煤集团在大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城六个地区已成功整合54座煤矿，形成了20座主体矿井，资源储量28.27亿吨，总产能3410万吨。公司自产原煤属于较高高热值的优质动力煤，部分经洗选后可作为高炉喷吹用煤，产品价格水平较高，盈利能力较强。

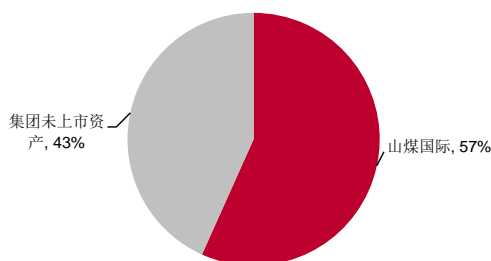
图表 52：山煤集团及旗下上市公司股权结构图



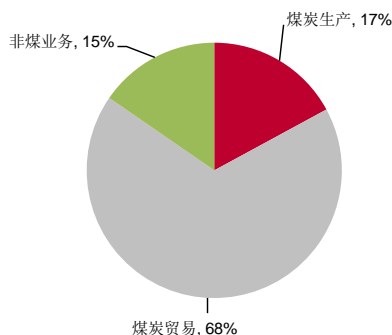
来源：集团公告、中泰证券研究所

- **旗下1家上市公司资产情况：**
- 截至2017年末，山煤国际总资产为459亿元，占集团比重为57%，是

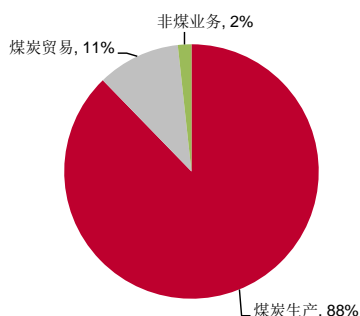
山西 7 大煤企中资产证券化程度最高的企业。目前，山煤国际煤矿产能和产量占集团比重都约 85%左右，煤矿资产化程度较高。

图表 53: 2017 年山煤集团资产证券化率


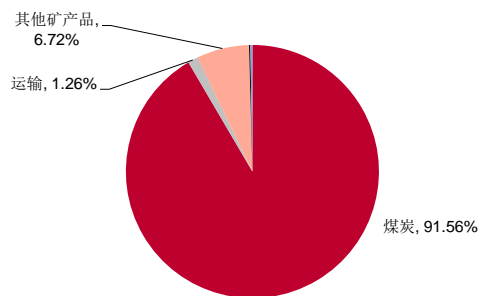
来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 54: 2017 年山煤集团收入结构占比


来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 55: 2017 年山煤集团毛利结构占比


来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 56: 2017 年山煤国际收入结构占比


来源：wind、中泰证券研究所

图表 57: 山煤集团与旗下上市公司资产对比 (2017 年)

一、煤炭资产	山煤集团	山煤国际	上市公司占比
原煤产能 (万吨)	3660	3140	86%
原煤产量 (万吨)	2,727.49	2302	84%

来源：集团公告、中泰证券研究所

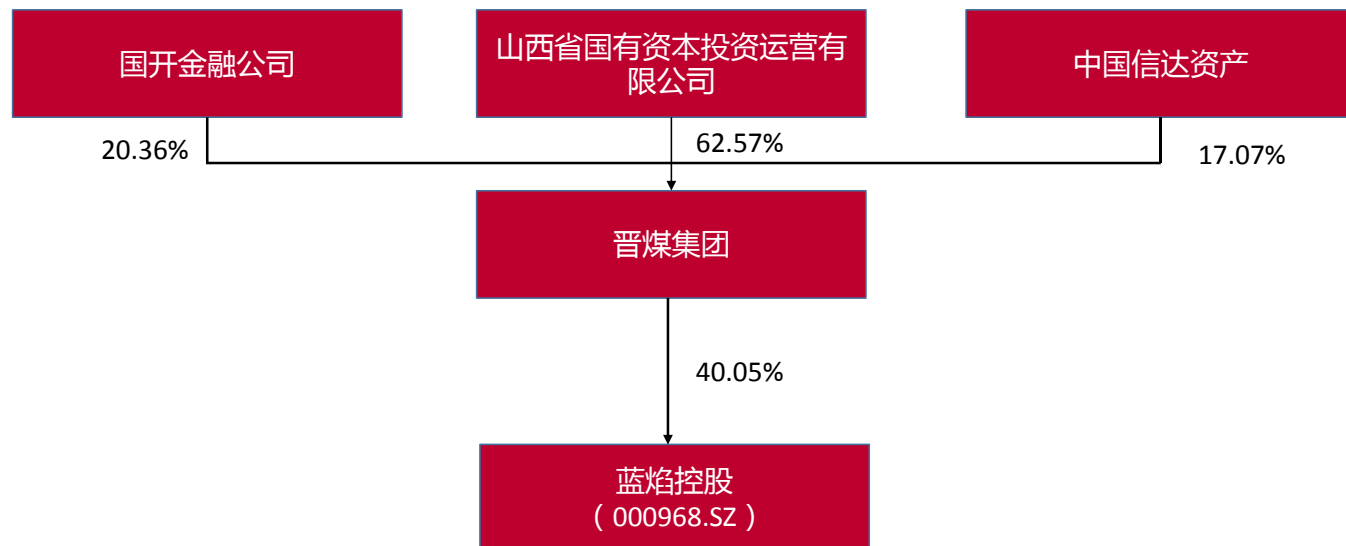
晋煤集团——全国最大的煤层气开发和煤化工企业&重要的无烟煤生产基地

- 集团概述：**晋煤集团前身为晋城矿务局，始建于 1958 年，历经 2000 年公司制、2005 年债转股两次改制，现为山西省国有资本投资运营有限公司控股（股比 62.57%），国开金融（股比 20.36%）、中国信达（股比 17.07%）多元股东持股的有限责任公司，是全国最大的煤层气开发利用企业、我国优质无烟煤重要的生产基地、最大的煤化工企业集团、最大

的瓦斯发电企业和山西最具活力的煤机制造企业。集团现有 69 个二级子公司、12 个分公司、1 个托管企业，在岗员工总 14 万余人，经营范围覆盖全国 11 个省份 30 多个地市，是一家跨区域、跨行业、跨所有制的现代综合能源企业集团。2017 年实现营业收入 1666.58 亿元、利润 30.62 亿元。

- 晋煤集团所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%。2017 年底，晋煤集团拥有 60 座矿井，设计生产能力 10765 万吨/年，资源储量合计 110.37 亿吨，可采储量合计 52.92 亿吨。晋煤集团主要生产无烟煤，产品包括洗中块、洗小块、洗末煤等品种，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，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料。
- 2003 年以来，公司煤化工产业迅猛发展，截至 2017 年末，公司已在江苏、山东等 9 个农业大省拥有 21 家控股煤化工企业，主要产品有：合成氨、尿素、甲醇、硝酸铵、复合肥、磷肥、吗啉、二甲基甲酰胺、苯胺、二甲醚等。2017 年，完成总氨产量 1574.97 万吨，同比增加 39.39 万吨，约占全国总产量的 24%；尿素产量 989.34 万吨，同比减少 272.48 万吨，约占全国总产量的 20%；甲醇产量 394.15 万吨，同比增加 57 万吨，约占全国总产量的 15%，为全国产量最大的煤化工企业集团。

图表 58：晋煤集团及旗下上市公司股权结构图

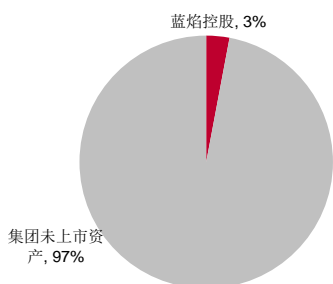


来源：集团公告、中泰证券研究所

- 旗下 1 家上市公司资产情况。
- 2017 年末，蓝焰控股总资产为 73.5 亿元，同期集团为 2492 亿元，集团资产证券化率仅为 3%。
- 蓝焰控股主要从事煤层气勘探、开发、利用和煤矿瓦斯治理等业务，煤层气资产是晋煤集团一大亮点，正如王一新副省长所讲“晋煤如果能将煤层气利用产业做大，完全可以培育一个走出山西的有国际地位的专业化新集团”，山西燃气集团的成立，利于整合天然气上下游资源，将助力

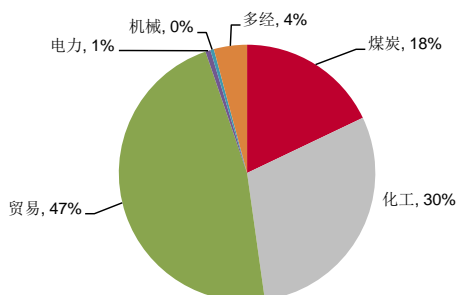
晋煤集团煤层气产业的发展壮大。

图表 59: 2017 年晋煤集团资产证券化率



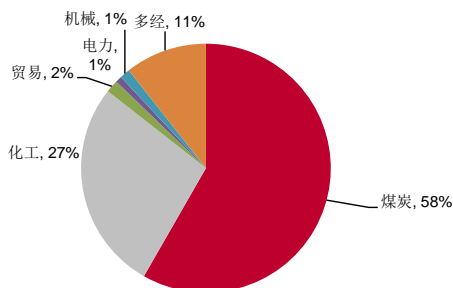
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 60: 2017 年晋煤集团收入结构占比



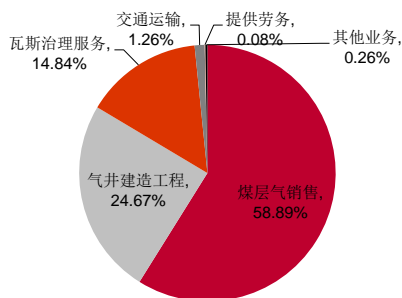
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 61: 2017 年晋煤集团毛利结构占比



来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 62: 2017 年蓝焰控股收入结构占比



来源: wind、中泰证券研究所

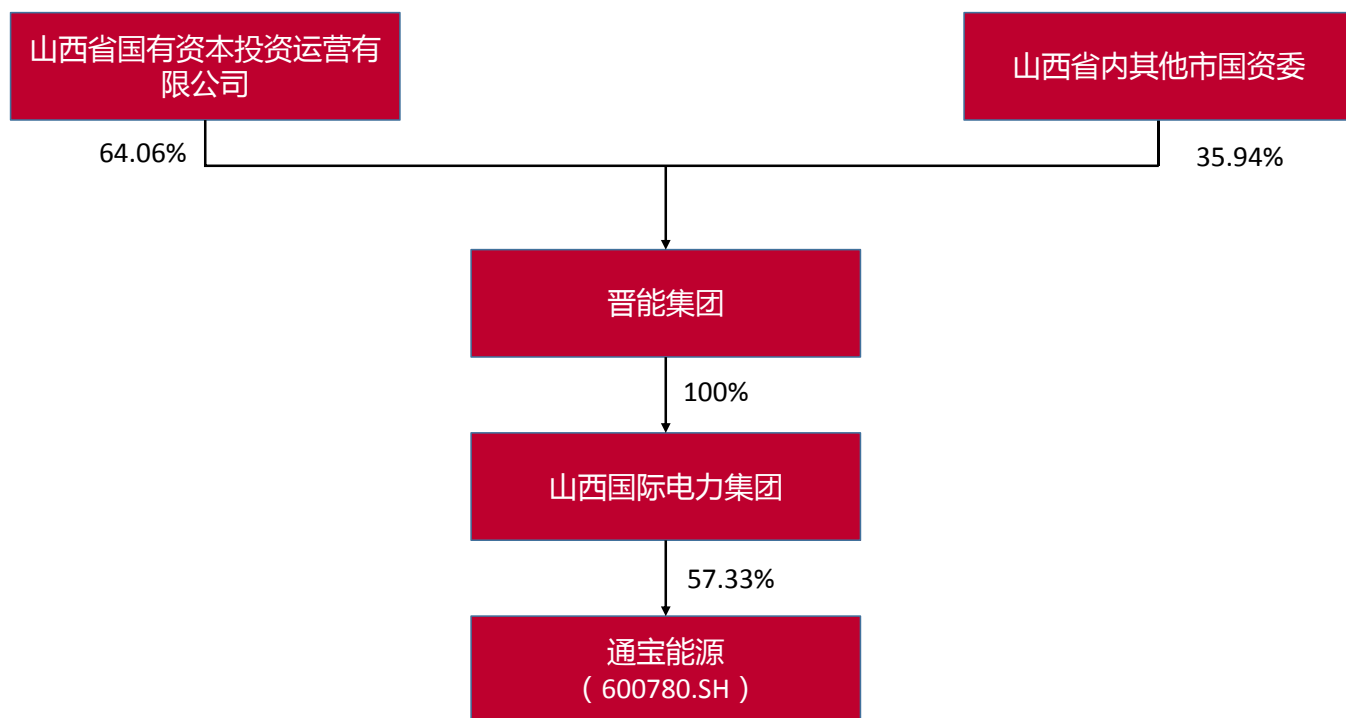
晋能集团——打造煤电一体化平台

- 集团概述:** 晋能集团有限公司 (简称“晋能集团”) 成立于 2013 年 4 月 24 日, 是由山西煤炭运销集团有限公司和山西国际电力集团有限公司合并重组成立, 是山西省国资委七大煤业集团之一, 现已初步建成了传统能源清洁化、清洁能源规模化、煤电网一体化、多元产业市场化的现代化综合能源集团。山西省国有资本投资运营有限公司持有晋能集团 64.06% 股权, 晋能集团实际控制人仍为山西省国资委。
- 集团下属山西煤炭运销集团有限公司 (简称“煤销集团”) 作为山西省煤炭资源整合七大主体之一, 公司整合矿区井田地质储量 118 亿吨, 矿井 163 座, 批复总产能达 14865 万吨。目前公司煤矿分布范围广, 煤种齐全, 包括无烟煤、贫煤、气煤、主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域。
- 公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务, 公司设立煤炭贸易管理局作为集团煤炭贸易物流专业化管理公司, 承担集团日常煤炭贸易物流工作的督导与管理, 下设 11 个市公司、18 个直属煤炭贸易物流公司、65 个县 (区) 公司开展煤炭贸易物流业务。年煤炭贸易量超过 1.5 亿吨, 占全

省煤炭贸易量的 20%左右。

- 集团 2016 年煤炭产量 7136 万吨，入围 2017 中国煤炭企业 50 强，排名 15；入围 2017 中国煤炭企业产量 50 强，排名 10。煤矿投产产能、电力投产装机在全省名列第三，清洁能源装机全省第一；建成了全省唯一的吕梁局域电网，全省产能最大、转化率最高的光伏电池组件生产基地和全省最大的供热企业；营业收入重新跨入千亿行列，在省属企业中排名靠前。

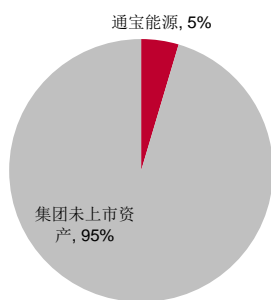
图表 63：晋能集团及旗下上市公司股权结构图



来源：集团公告、中泰证券研究所

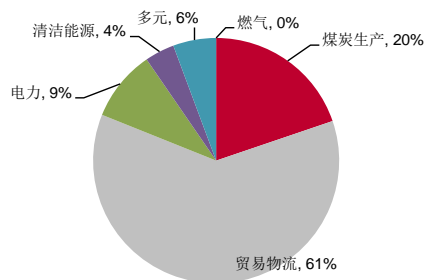
- 旗下 1 家上市公司资产及集团资产注入情况。
- 2017 年末，通宝能源总资产为 120 亿元，同期集团为 2621 亿元，集团资产证券化率仅为 5%。
- 一是电力资产，通宝能源是晋能集团旗下专业化的发电运营平台，2017 年晋能集团发电量为 189.6 亿度，通宝能源为 47.97 亿吨，证券化率为 25%。
- 二是煤炭资产，2017 年煤炭产量达 7366 万吨，全国排名第 15 位，煤炭资产主要来源于合并之前的山西煤销集团，而且尚未实现上市，2013 年山西煤销集团与山西国际电力集团合并，是为了打造煤电一体化平台，借助通宝能源这个上市平台，未来也有可能向煤电一体化的目标转向。

图表 64: 2017 年晋能集团资产证券化率



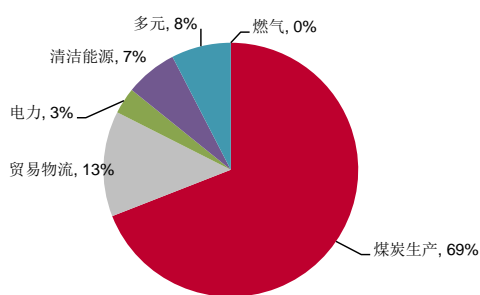
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 65: 2017 年晋能集团收入结构占比



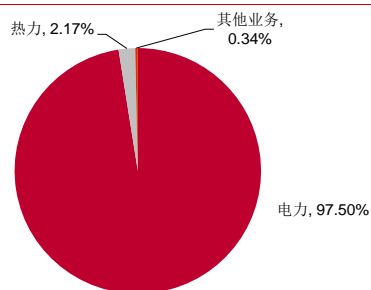
来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 66: 2017 年晋能集团毛利结构占比



来源: 集团公告、中泰证券研究所

图表 67: 2017 年通宝能源收入结构占比



来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

- **(1) 经济增速不及预期风险。**中小城市房地产市场降温、地方政府财政吃紧、与美国贸易摩擦等，都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格。
- **(2) 政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **(3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。