

积极布局当下，静待改革硕果

——山西国企改革系列报告之一

行业深度

◆**为何此时再提山西国改？**2019年是山西国改“决胜年”，中央层面也提出了能源革命重大战略。在当前国际形势下，煤炭既是国内核心能源也是区域经济转型重要抓手，从已取得成绩与改革目标来看未来空间依然较大。

◆**投资安全边际在何处？**2018年末煤炭行业吨煤市值仅585元/吨，在行业盈利水平修复至10%以上后，估值却创2006年以来新低。当前动力煤、焦煤长协机制效果显著，已成为稳定煤价的有效手段。虽然我们无法对未来产能投放进度作出准确预测，但产业集中度提升与政策经验积累使政府对煤价的调控能力大幅提高。政策核心在于平衡行业风险与经济转型，稳煤价依然是主要调控目标。

◆**自上而下看国改投资机会：**同煤集团、焦煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、阳煤集团、山煤集团等七大煤炭集团是山西国企改革核心主体。根据光大煤炭团队研究框架，从资产证券化程度、上市平台控制权、偿债能力、资源禀赋、盈利能力、管理层、公司战略共7个维度，寻找改革“最小阻力方向”。从集团层面来看，省内规模大、盈利能力弱、债务负担重、资本运作空间广的企业更有可能走在国企改革前列。盈利能力好，历史包袱轻的企业更有可能通过兼并重组的方式，横向延伸产业链结构，积极朝多元化方向探索。我们通过可比、可量化数据自上而下构建了七大煤炭集团国改潜力打分表，由高到低依次为同煤、焦煤、潞安、阳煤、晋煤、晋能、山煤。

◆**自下而上看国改投资机会：**基于各集团/上市平台具体情况，我们对集团上市平台国改潜在方向作出研判：（1）西山煤电，控股股东或变更，煤炭资产注入空间较大；（2）山西焦化，集团加速煤化工延伸，焦化资产存在注入预期；（3）潞安环能，省内在产主体矿存在较大注入空间；（4）阳泉煤业，关联交易占比高，托管资产具有注入可能性；（5）大同煤业，集团煤炭资源丰富，资产注入想象空间较大；（6）山煤国际，新能源领域产业链布局、拓宽产品结构；（7）蓝焰控股，控股股东或将变为山西燃气集团。

◆**投资建议：**2019年上半年，金融去杠杆、经济增速放缓、国际贸易扰动等压制煤炭估值风险因素已大幅释放，市场风险偏好正在回升。煤炭行业盈利水平已连续三年维持历史高位，估值却创2006年以来新低。从长周期的角度，估值与盈利终将匹配，均值回归法则也将发挥作用，改革或是估值提升最大催化剂。山西国企改革正处于“决胜年”窗口期，叠加中央提出的能源革命重大战略，存在改革预期的低估值煤炭股具有较高风险收益比。维持煤炭行业“增持”评级，建议关注西山煤电、山西焦化、潞安环能、阳泉煤业、大同煤业、山煤国际、蓝焰控股等山西国改标的。

◆**风险分析：**宏观经济大幅下行；先进产能投放过快、违规超产现象严重；山西国企改革、能源革命政策推进力度不及市场预期。

增持（维持）

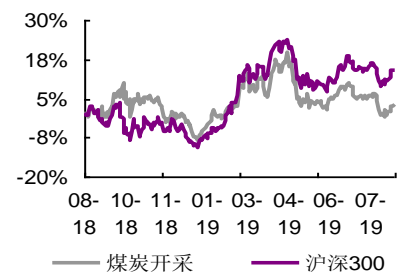
分析师

菅成广（执业证书编号：S0930519080002）

021-52523799

jiangc@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

当周期失去弹性，估值提升的催化剂是什么？随着供给侧改革取得阶段性成果，煤价波动收窄，行业周期性蜕化，板块估值创 2006 年以来新低。两年来市场不乏关于煤炭等周期股估值提升的讨论，我们认为煤炭开采不同于钢铁、有色等加工型周期行业，在我国区域经济转型中具有重要意义。

本篇报告复盘了过去 20 年煤炭板块估值变迁，对山西国企改革催化剂、投资安全边际、煤企国改研究框架、集团/上市平台改革机遇等重要问题做了详细探讨。

我们区别于市场的观点

2019 年是山西国改决胜年，中央层面也提出了能源革命重大战略。在当前国际形势下，煤炭既是国内核心能源也是区域经济转型重要抓手，从已取得成绩来看未来推进空间依然较大。在煤价稳、估值低的情况下，具有较高投资安全边际。

我们构建了煤炭行业吨煤市值指标，以过去 20 年为复盘周期，结合行业利润率、行业资产证券化率综合判断煤炭行业真实估值水平。

我们建立了煤炭企业国企改革研究框架，即“集团属性-国改映射-跟踪指标”体系，通过可比、可量化数据自上而下构建了七大煤炭集团国改潜力打分表。同时基于各集团/上市平台具体情况，自下而上对其潜在改革路径作出研判。

投资观点

2019 年上半年，金融去杠杆、经济增速放缓、国际贸易扰动等压制煤炭估值风险因素已大幅释放，市场风险偏好正在回升。煤炭行业盈利水平已连续三年维持历史高位，估值却创 2006 年以来新低。从长周期的角度，估值与盈利终将匹配，均值回归法则也将发挥作用，改革或是估值提升最大催化剂。山西国企改革正处于“决胜年”窗口期，叠加中央提出的能源革命重大战略，具有改革预期的低估值煤炭股具有较高风险收益比。维持煤炭行业“增持”评级，建议关注西山煤电、山西焦化、潞安环能、阳泉煤业、大同煤业、山煤国际、蓝焰控股等山西国改标的。

目 录

1、 为何此时再提山西国改？	4
1.1、 政策催化：能源革命+国改决胜年	4
1.2、 改革空间：透过数据看“六座大山”	5
2、 安全边际在何处：煤价稳，估值低	8
2.1、 政策对煤价调控能力大幅提升	8
2.2、 煤价稳定器之一：动力煤长协效果显著	10
2.3、 煤价稳定器之二：焦煤煤长协效果显著	11
2.4、 20 年煤炭板块盈利、估值复盘	12
3、 国改投资机会在哪里？	13
3.1、 自上而下：煤企国改研究框架探讨	13
3.2、 焦煤集团	14
3.3、 潞安集团	18
3.4、 阳煤集团	20
3.5、 同煤集团	24
3.6、 山煤集团	28
3.7、 晋煤集团	31
4、 投资建议	34
5、 风险分析	34

1、为何此时再提山西国改？

1.1、政策催化：能源革命+国改决胜年

中央层面，2019年5月中央全面深化改革会议审议通过《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》以及《关于各地区各部门贯彻落实中央全面深化改革委员会会议精神深入推进改革督察工作的报告》等能源领域重要文件。作为国内煤炭主产区和能源基地的山西省，正式成为全国首个能源革命综合改革试点。选择山西作为首个能源革命综合改革试点，与该省的资源禀赋、产业基础和能源结构调整进程密切相关。

能源革命是习近平总书记在中央财经领导小组第六次会议上提出的重大战略抉择。2017年已出台了《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》，要求作为重要能源基地和老工业基地的山西“为其他资源型地区经济转型提供可复制、可推广的制度性经验”。《山西日报》从17年开始就以专栏形式解读能源革命规划和成果，近年来省政府在持续推进能源革命工作。提升非煤产业经济占比，推动现代煤化工、新能源、科技产业是能源革命的核心内容。

表 1：提升非煤产业经济占比，推动现代煤化工、新能源、科技产业是能源革命的核心内容

时间	标题	能源革命领域
2017/9	奋力打造全国能源革命排头兵	山西要义无反顾地不当“煤老大”，大力发展 非煤产业 。
2017/12	深化煤层气价格改革 理顺煤层气价格机制	省委、省政府十分重视推进 煤层气 产业的发展，把煤层气产业摆在深化改革的重要位置。
2018/4	勇当能源革命排头兵的领跑者	优化能源供给结构，重点布局煤炭深加工、煤层气转化等项目，因地制宜发展 风能、太阳能 等可再生能源。
2018/9	大同争当对外开放能源革命“两个尖兵”	预计到2020年，大同市 新能源 占总能源比重将从现在的13%提升到50%并继续跃升，彻底改变“一煤独大”格局。
2018/9	让科技创新成为能源革命的第一动力	新能源供给比例大幅提升，传统煤炭能源供给比例逐渐下降； 新能源 等新兴产业在产业结构中的占比不断增加，煤炭及其相关产业占比逐渐减少。
2018/9	山西书写“打造全国能源革命排头兵”新画卷	能源供给连续第二年获得国家 光伏 建设规模指标总数排名全国第一。
2018/12	山西基础研究“靶向”能源革命排头兵	煤基低碳 联合基金是国家层面的项目，我省专项基础研究基金设立后，符合山西资源型地区经济社会发展需要。
2019/4	军民融合助力打造“能源革命排头兵”	我省在 新能源汽车 领域的布局正初见成效，如何引导落地我省的这些新能源汽车企业发挥自身优势进入军工科研生产领域值得研究；再比如 光伏电池、氢燃料电池 作为移动能源，能为军队的能源提供有力保障。

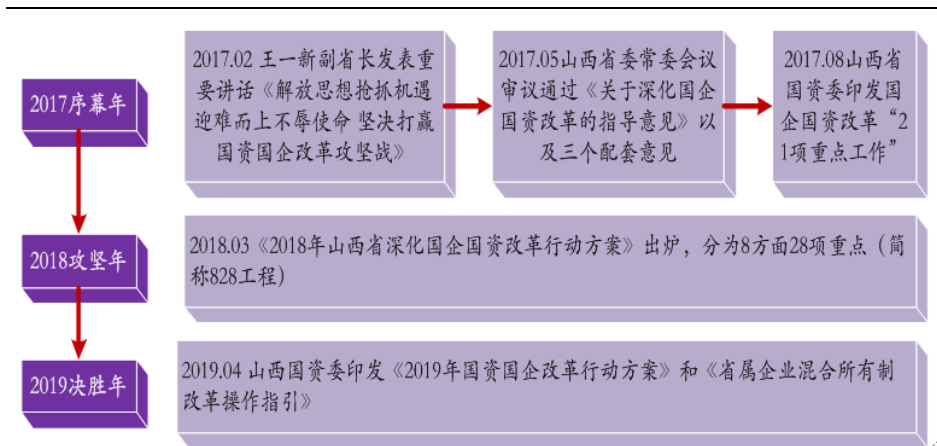
资料来源：山西日报，光大证券研究所

在地方层面，从“2017 序幕年”、“2018 攻坚年”到“2019 决胜年”，山西省国企改革稳步推进，从“顶层设计”到“施工图”再到“全面开工”，2019年山西省国改将是重要窗口期。

- **2017 序幕年**：副省长王一新《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》重要讲话，拉开了山西国改的序幕。
- **2018 攻坚年**：山西国企改革施工图敲定。《2018年山西省深化国资改革行动方案》出炉，要求加快“腾笼换鸟”、“僵尸企业”出清、参与全国“双百”行动等。
- **2019 决胜年**：山西省国企改革再度加速。根据《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》，2019 年要在优化资本布局、加速混改、推行市场化契约化管理三个方面实现重大突破。

图 1：2019 年是山西国改“决胜年”



资料来源：山西省人民政府，光大证券研究所

图 2：2019 年山西国改路线

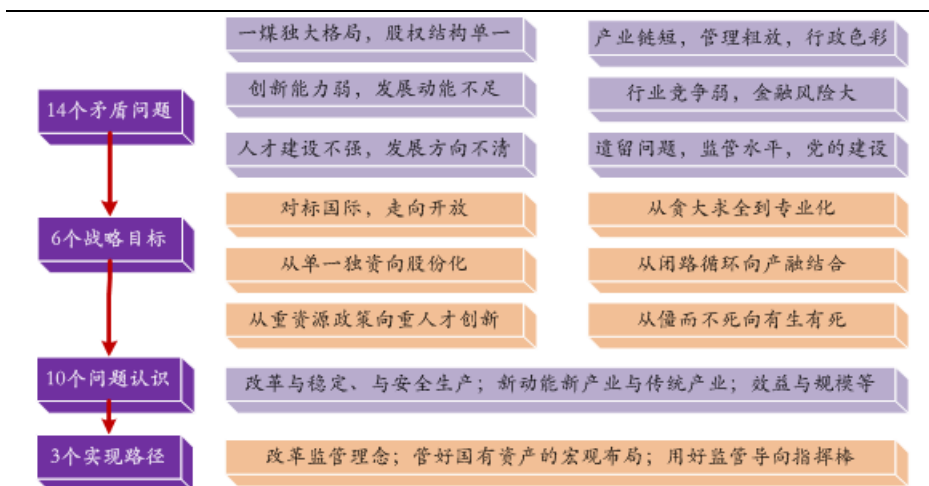


资料来源：山西省人民政府，光大证券研究所

1.2、改革空间：透过数据看“六座大山”

在《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》重要讲话中，王一新副省长提出了山西国改亟需解决的 14 个主要矛盾。从当前已取得改革成果与改革目标的差距，可以对未来改革空间与力度作出判断。

图 3：山西国改总规划

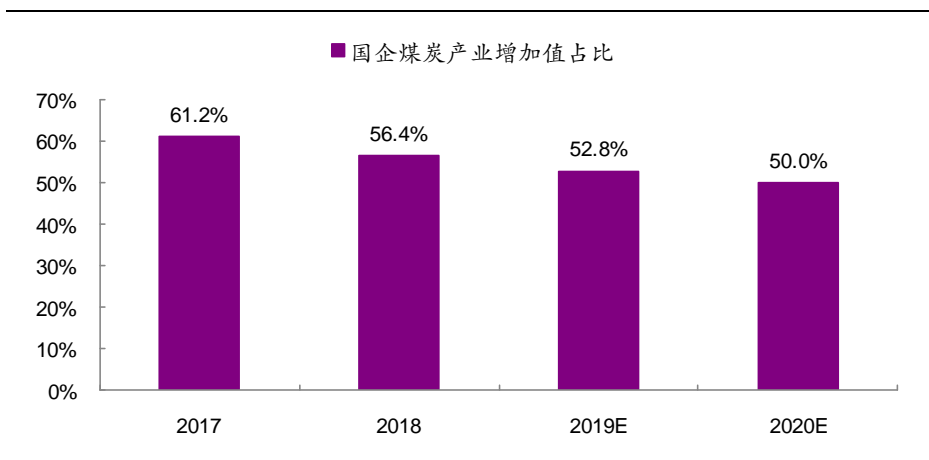


资料来源：山西省人民政府，光大证券研究所

➤ 矛盾之一：布局不合理，国有煤炭一煤独大

2017年山西省属国企煤炭产业增加值占比61.2%，18年下降4.8个百分点。根据山西省政府规划，2019年该指标将进一步降至52.8%以下。到2020年，省属国企煤炭产业增加值占比降低到50%以下，实现煤与非煤产业的历史性“结构反转”。

图 4：2019年国有煤炭产业增加值占比预计下降至52.8%



资料来源：山西省政府网站，光大证券研究所（注：2019/2020为山西省政府规划目标）

➤ 矛盾之二：股权结构单一，国有资本一股独大

2017年省属22家国有企业中19家是国有独资，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%。截至2019年8月，省属22家国有企业中18家仍然是国有独资，股权结构单一、国有资本一股独大的情况依然存在。

表 2：山西国投下属的22家集团（2019年6月）

序号	集团名称	主要经营业务	实际控制人	持股比例
1	太原钢铁（集团）有限公司	矿山采掘和钢铁生产、加工、配送、贸易	山西省国资委	100%
2	山西焦煤集团有限责任公司	煤炭、发电、焦化	山西省国资委	100%
3	大同煤矿集团有限责任公司	煤炭开采与洗选	山西省国资委	65.17%

4	阳泉煤业(集团)有限责任公司	煤炭开采和洗选, 煤化工和煤电铝	山西省国资委	54.03%
5	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	煤炭开采与洗选和煤化工	山西省国资委	100%
6	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	煤炭开采与洗选和煤化工	山西省国资委	62.57%
7	太原重型机械集团有限公司	机械制造	山西省国资委	100%
8	晋能集团有限公司	煤炭生产、电力、燃气和新能源	山西省国资委	64.06%
9	山西国际能源集团有限公司	电力、热力、燃气	山西省国资委	100%
10	山西能源交通投资有限公司	物流、铁路运营、新能源(煤层气开发利用等)和金融服务	山西省国资委	100%
11	山西黄河万家寨水务集团有限公司	供水、发电、水利水电工程开发与运营管理	山西省国资委	100%
12	山西省文化旅游投资控股集团有限公司	文化旅游、酒店管理、景区开发运营	山西省国资委	100%
13	山西交通控股集团有限公司	投资融资、勘察设计、工程建设、高速公路运营	山西省国资委	100%
14	山西省国有资产投资控股集团有限公司	科研、设计、军工、电子、机械、冶金、化工、纺织、轻工、建材、建筑等多个行业	山西省国资委	100%
15	山西建设投资集团有限公司	建筑施工、基础设施投资建设运营和房地产	山西省国资委	100%
16	中条山有色金属集团有限责任公司	有色金属开采与洗选	山西省国资委	100%
17	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	白酒生产销售、贸易、旅游和餐饮	山西省国资委	100%
18	山西煤炭进出口集团有限公司	煤炭生产与销售、铁路运营和房地产	山西省国资委	100%
19	山西省国新能源发展集团有限公司	燃气、中药材、贸易	山西省国资委	100%
20	山西水务投资集团有限公司	水源工程、供排水工程、水利水电工程项目及其他项目的开发和建设和经营管理	山西省国资委	100%
21	山西大地环境投资控股有限公司	全省土地整治、固废处置、矿山修复项目投融资、资产管理	山西省国资委	100%
22	山西云时代技术有限公司	软件和信息技术服务	山西省国资委	100%

资料来源: 山西省国资委, Wind, 光大证券研究所 (注: 颜色部分为山西七大煤炭集团)

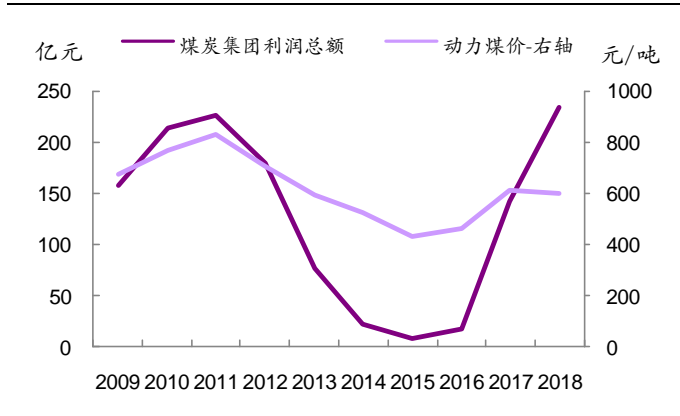
➤ 主要矛盾之三: 产业链条短, 同质化竞争情况突出

如前所述当前山西省经济结构中煤炭产业占比超过 50%, 省内煤矿资产主要集中于 7 大煤炭集团。集团除了煤炭业务外, 主要收入来源还包括贸易、有色、钢铁、化工等其他行业。但是从集团业务和煤价走势来看, 非煤业务板块利润贡献较低, 集团总体盈利水平高度依赖煤价, 导致省内经济受煤炭行业景气度影响较高。

➤ 主要矛盾之四: 行业竞争力弱, 整体盈利能力偏低

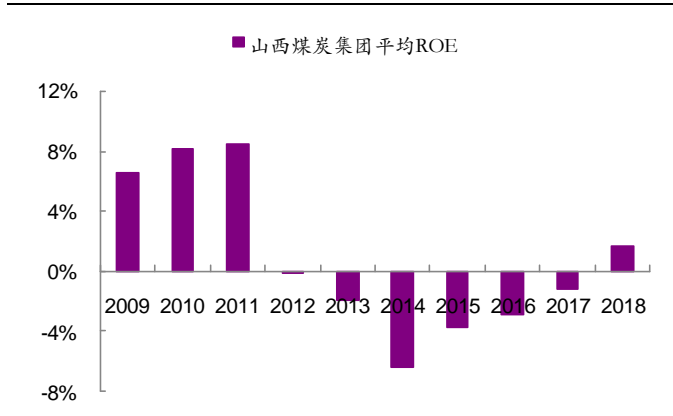
自供给侧改革以来, 煤炭行业景气度大幅回升, 但山西煤炭集团平均 ROE 水平远低于上一轮周期高点, 且数值在 5% 以下。

图 5: 煤炭集团业务单一, 高度依赖煤价



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 煤炭集团 ROE 水平较低



资料来源: Wind, 光大证券研究所

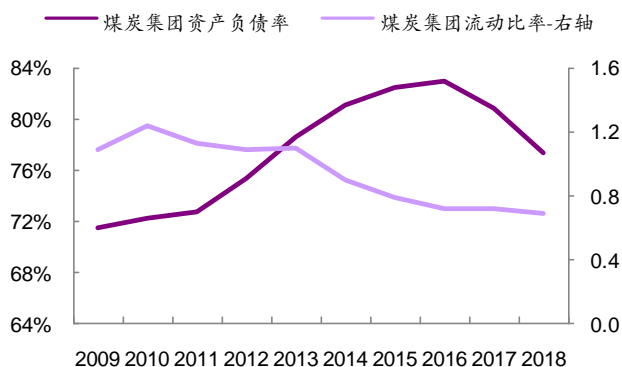
➤ **主要矛盾之五：金融风险巨大，资产负债率高**

2017 年省属国企平均资产负债率达到 79.4%，远高于全国国有企业的平均水平。2018 年煤炭集团资产负债率 77%、流动比率 0.69，财务杠杆率与短期债务压力依然存在。

➤ **主要矛盾之六：企业历史遗留问题多，人员包袱沉重**

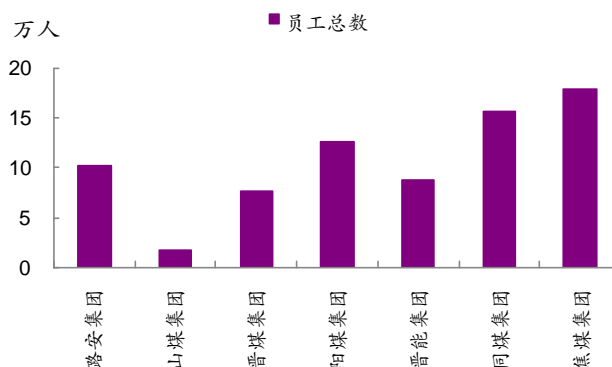
煤炭属于人力资源密集型行业，煤炭集团总员工数量超过 70 万人，在保障就业、稳定社会秩序方面具有重要作用。随着煤炭去产能的推进，部分退出产能员工存在转岗及再就业需求。

图 7：煤炭集团资产负债率高



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：煤炭集团人员负担重 (2018 年)



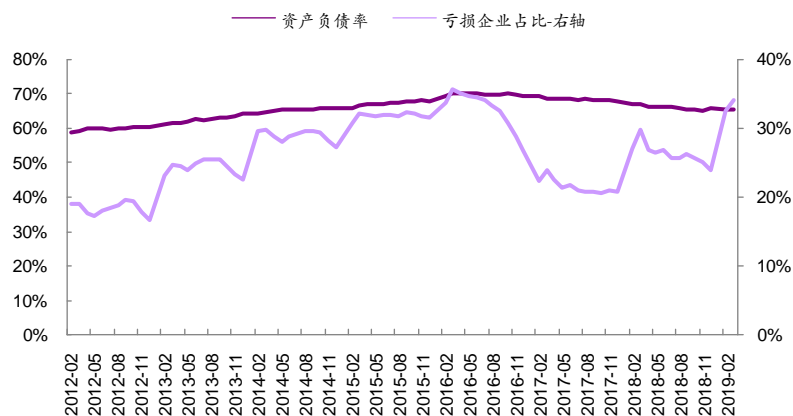
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、安全边际在何处：煤价稳，估值低

2.1、政策对煤价调控能力大幅提升

当前供给侧改革已经取得阶段性成果，煤炭供给侧核心矛盾在于行业风险与经济转型之间的平衡。2018 年末煤炭行业资产负债率仅比上年下降 2 个百分点，亏损企业占比回升 4 个百分点。虽然经历了 2016 年中期以来两年多复苏，行业仍未从根本上走出困境，若产能释放过快可能导致群体性债务违约风险的出现。从政策角度来看，确立煤炭合理价格区间，引导行业长协价格体制完善将是未来主要调控目标。

图 9：2018 年煤炭行业资产负债率 66%、亏损企业占比 24%



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

煤炭建设有其固有规律，一座煤矿从立项至合法生产，周期往往长达 6-8 年时间。我们在《从去产能到调结构，煤运版图变革在即——煤炭行业 2019 年下半年投资策略》研究报告中强调，2018 年末全国进入联合试运转的煤矿产能供给 3.74 亿吨，预计未来 2 年年均增量 1 亿吨左右。2018 年动力煤消费量同比增速 2.3%，假设未来两年动力煤消费量增速接近发电量增速为 3%，那么 19-20 动力煤需求年均增加 1 亿吨，2019 年供需缺口约 0.5 亿吨。

表 3：2018 年供需缺口较上年收窄 (单位：亿吨)

年份	煤炭消费量		进出口			煤炭产量			可供量		平衡差额
	数量	增长率	进口	出口	净进口	数量	增长率	库存减量	数量	增长率	
2017	38.6	0.4%	2.7	0.08	2.6	35.2	3.3%	0.21	38	2.9%	-0.6
2018	39.8	3.0%	2.8	0.05	2.8	36.8	4.5%	-0.27	39.3	3.5%	-0.5

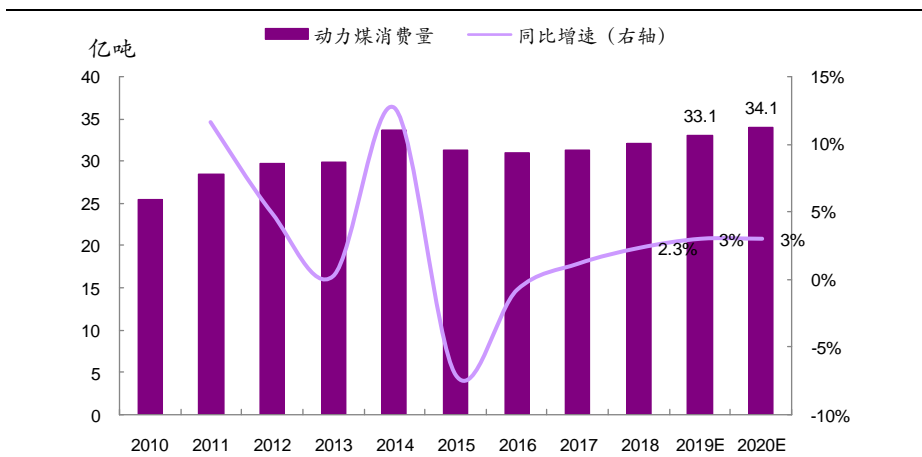
资料来源：国家能源局，Wind，光大证券研究所

表 4：2019 年煤炭产量预计增加 1.04 亿吨

产能来源	2019 年边际产量增量 (亿吨)	2020 年边际产量增量 (亿吨)
1.合法建设煤矿	0.48	0.48
2.核准煤矿	0.71	0.58
3.产能核增煤矿	0	0
4.去产能 (-)	0.15	0.15
合计	1.04	0.91

资料来源：国家能源局，光大证券研究所测算

图 10：在 3% 增速假设下未来 2 年动力煤需求年均增加 1 亿吨



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

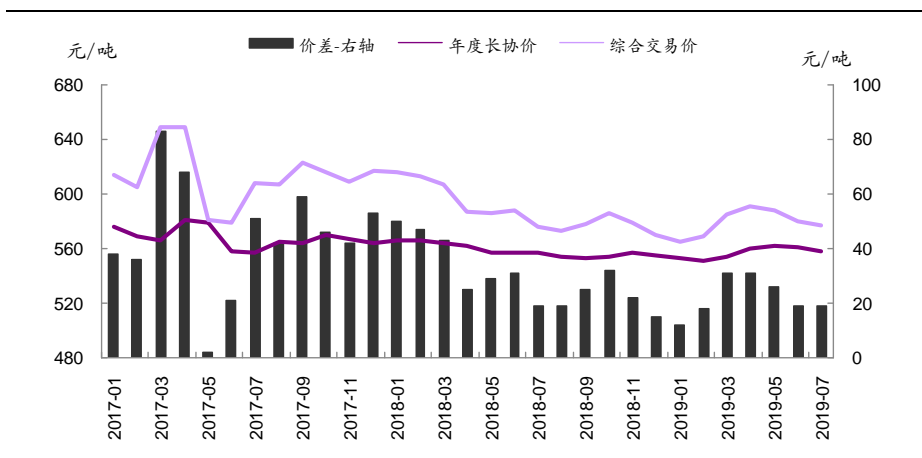
2.2、煤价稳定器之一：动力煤长协效果显著

根据国家发改委《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，2019 继续参照“基准价+浮动价”定价机制确定电煤长协价格，价格原则上应稳定在《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》绿色区间以内。对外购煤长协确因采购成本较高的，价格应不超过黄色区间上限。绿色区域为价格上下波动 6% 以内，即 500-570 元/吨，黄色区域为价格上下波动幅度在 6%-12% 之间，即上限为 600 元/吨。

2016 年底，神华集团等大型煤炭企业在发改委稳定煤价的要求下，以 535 元/吨基准价标准制定长协价格。相比于市场煤，长协煤虽然弹性不足但更具稳定性，并且铁路部门为其优先匹配铁路运力。

以 Q5500 大卡动力煤的年度长协与综合交易价（包含长协及现货）作为观察指标，可以发现电煤价格的两个趋势：（1）电煤价格波动幅度逐步收窄，呈现弱弹性特征。（2）现货与长协价差逐步收窄，现货价向长协价回归。供给侧改革已取得阶段性成果，政府对煤炭市场的调控、引导能力加强。随着产能及铁路运力的有序释放，双轨制下套利空间也将消失。

图 11：年度长协与现货价差收窄



资料来源：煤炭市场网，光大证券研究所

2.3、煤价稳定器之二：焦煤长协效果显著

2016年11月，在国家发改委的倡导下，由中国煤炭工业协会和中国钢铁工业协会指导，山西焦煤集团与中国宝武、首钢、河北钢、鞍钢、马钢、华菱钢6家钢铁企业率先签订中国焦煤长协，开创了国内煤焦钢产业链以长协模式主导供需合作的先河。

山西焦煤集团长协客户从2016年的6家扩张到2018年的23家。2019年在煤焦钢中长期合同洽谈会上签订长协合同量为3600万吨，占比稳步提高。山西焦煤集团中长协定价机制经过3年实践，逐步趋于完善：

- **基准价：**2018年维持2017年基础价格，2019年根据中价·新华山西焦煤价格指数调整。
- **长协用户回款方式：**2018年由承兑调整为现汇，提升现金回款比例。
- **长协销售量：**2018年新增3家长协钢厂客户，长协销量增加300万吨。

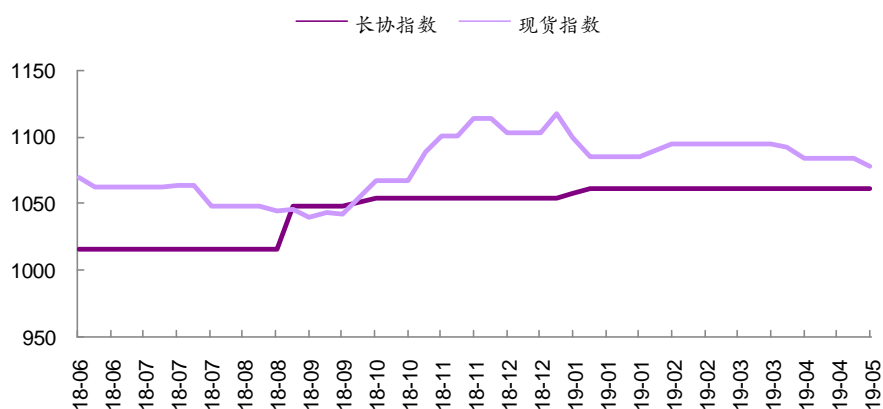
表 5：2016-19 焦煤中长协议发展历程

时间	主要历程
2016	山西焦煤集团与中国宝武、首钢、河北钢、鞍钢、马钢、华菱钢6家钢铁企业率先签订中国焦煤长协，开创了国内煤焦钢产业链以长协模式主导供需合作的先河。
2017	中国8家主要焦煤生产企业与钢焦企业的长协合同量达到8000万吨以上，约占中国焦煤年需求量的20%。
2018	山西焦煤集团长协用户稳步发展到23家，年焦煤长协量3300多万吨以上，占到焦煤总资源量的85%以上，全年合同兑现率达到95%；6月首个国家级炼焦煤价格指数——中价·新华山西焦煤价格指数发布。
2019	山西焦煤等8家中国焦煤品牌集群成员单位，与全国钢铁、焦炭共50余家企业签订2019年炼焦煤中长期合同8900万吨，占全国炼焦煤供需合同量的60%

资料来源：煤炭市场网，中国煤炭网，光大证券研究所

自2018年6月，首个国家级炼焦煤价格指数——中价·新华山西焦煤价格指数诞生，该指数由国家发展改革委价格监测中心和中国经济信息社共同编制并发布。样本数据主要来自山西焦煤焦炭国际交易中心“焦煤在线”电商平台的合同数据。自发布以来，焦煤长协指数稳步抬升。与现货指数相比，除了价差之外长协波动率更低。

图 12：焦煤长协指数稳步抬升



资料来源：煤炭市场网，光大证券研究所

2.4、20 年煤炭板块盈利、估值复盘

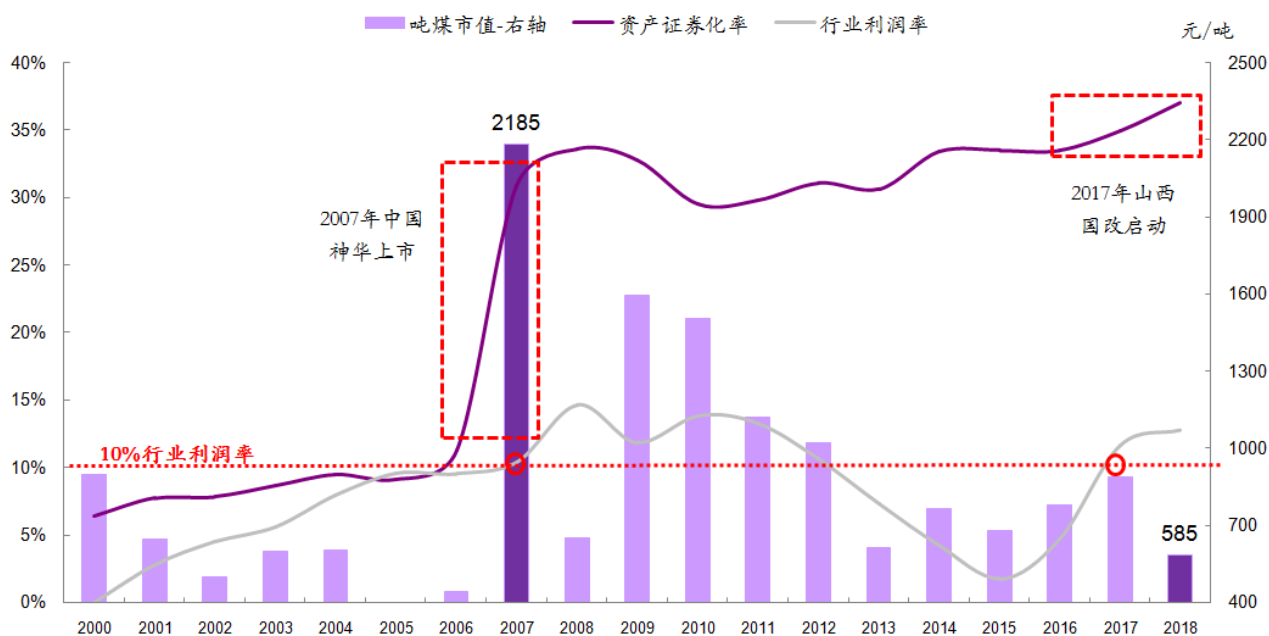
煤炭作为上游资源品，商品价格、企业盈利、行业景气度具有明显周期性。做长周期复盘时并不适宜用 PE/PB 估值，因为 PE 估值不能准确反映盈利受经济周期的影响，PB 以资产盈利能力相同为假设前提，而煤矿因地质条件不同盈利能力差异极大。

回归煤炭资源价值属性，我们构建了煤炭行业吨煤市值指标，以过去 20 年为复盘周期，结合行业利润率、行业资产证券化率综合判断煤炭行业真实估值水平。

回顾过去 20 年行业发展历史，2007 年与 2018 年是特别值得关注的年份。2007 年中国神华上市，行业资产证券化率大幅提升，估值水平达到 2185 元/吨历史高点，对应煤炭行业利润率 10%。这一时期煤炭股高估值的第一要素是流动性泛滥，即经济过热煤炭下游需求旺盛，叠加政府主动投放流动性。

2018 年末煤炭行业吨煤市值仅 585 元/吨，在行业盈利水平修复至 10% 以上后，估值却创 2006 年以来新低。同时 2016 年的煤炭供给侧改革、2017 年的山西国企改革在提升资产证券化率方面效果并不明显。金融去杠杆、经济增速放缓、国际贸易扰动等压制煤炭估值的风险因素经过释放，市场风险偏好正在回升。从长周期的角度，估值与盈利终将匹配，均值回归法则也将发挥作用，改革或是估值提升的最大催化剂。

图 13：2000 年至今煤炭行业估值变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

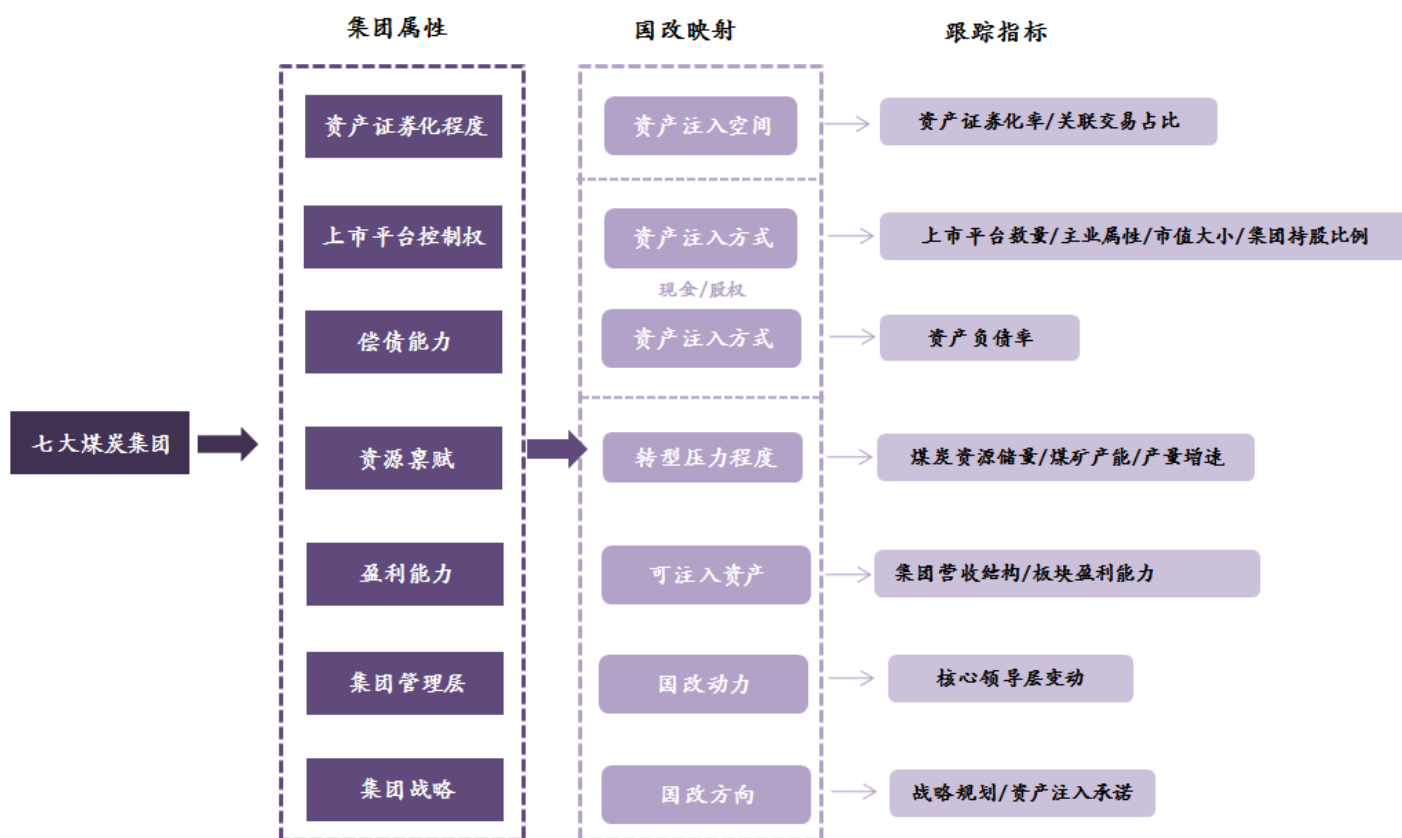
3、国改投资机会在哪里？

3.1、自上而下：煤企国改研究框架探讨

同煤集团、焦煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、阳煤集团、山煤集团等七大煤炭集团是山西国企改革核心主体。根据光大煤炭团队研究框架，从资产证券化程度、上市平台控制权、偿债能力、资源禀赋、盈利能力、管理层、公司战略等 7 个维度，研判各个集团及其上市公司改革潜力、方式、对应资产/产业，努力寻找改革“最小阻力方向”。

从上述 7 大维度出发，我们可以找到每个维度对应的国改要素，包括资产注入空间、资产注入方式（现金/权益）、转型压力程度、可注入资产、改革动力、改革方向等。对每个国改要素我们则构建了可量化的跟踪指标。

图 14：山西煤炭集团国改分析框架



资料来源：光大证券研究所

从集团层面来看，山西省内规模大、盈利能力弱、债务负担重、资本运作空间广的企业更有可能走在国企改革的前列。盈利能力好，历史包袱轻的企业更有可能通过兼并重组的方式，横向延伸产业链结构，积极朝多元化方向探索。

所选指标中原煤产量占比反映企业经营规模，占比越高对省内经济的拉动作用越明显，改革重要性越大；原煤同比增速反映企业煤炭主业增长潜力，

增速越低说明主业增长瓶颈越近,越有发展非煤业务现实需求;资产负债率、短期债务占比反映企业当期财务杠杆水平,杠杆率越高资金需求越大;净资产收益率作为企业盈利能力的重要指标可以反映企业转型紧迫性,盈利能力越低越需要通过改革提高竞争力;人均产量一方面反映了企业生产效率,另一方面反映了企业人员负担,该指标越低说明企业人员安置需求越高;资产证券化率与国资投资公司持股指标,反映了企业股权集中度与未来证券化提升空间。

我们先将人均产量之外指标乘以 100,采用如下打分机制构建标的池:

- 1) 取原煤产量占比指标,得到系数*5,对应权重为 0.2;
- 2) 取原煤产量同比增速,得到系数,对应权重为 0.1。
- 3) 取资产负债率指标,得到系数,对应权重为 0.05。
- 4) 取短期债务/总债务指标,得到系数,对应权重为 0.1。
- 5) 取净资产收益率指标,得到系数*-5,对应权重为 0.2。
- 6) 取人均产量指标,得到系数*-50,对应权重为 0.1。
- 7) 取资产证券化率指标,100 减该指标得到系数,对应权重为 0.2。
- 8) 取山西省国资投资公司持股指标,100 减该指标得到系数,对应权重为 0.05。

表 6: 七大煤炭集团国改潜力打分表 (2018 年)

集团	原煤产量占比	得分	同比增速	得分	资产负债率	得分	短期债务/总债务	得分	净资产收益率	得分	人均产量(吨)	得分	资产证券化率	得分	山西省国资投资公司持股	得分	总分
同煤集团	23%	23.4	8%	-0.8	79%	3.9	51%	5.1	-3%	2.7	878	-1.8	22%	15.6	65%	3.3	51.5
焦煤集团	17%	17.1	4%	-0.4	74%	3.7	71%	7.1	3%	-2.6	557	-1.1	26%	14.9	100%	5.0	43.7
潞安集团	14%	13.6	-1%	0.1	79%	3.9	68%	6.8	0%	0.0	775	-1.5	27%	14.6	100%	5.0	42.5
阳煤集团	14%	14.0	0%	0.0	77%	3.8	64%	6.4	-4%	4.1	648	-1.3	37%	12.6	54%	2.7	42.3
晋煤集团	11%	11.5	4%	-0.4	77%	3.8	72%	7.2	1%	-1.0	872	-1.7	3%	19.4	63%	3.1	42.0
晋能集团	14%	14.4	15%	-1.5	77%	3.9	47%	4.7	1%	-1.1	955	-1.9	4%	19.1	64%	3.2	40.8
山煤集团	6%	6.0	29%	-2.9	79%	3.9	71%	7.1	14%	-13.9	2037	-4.1	57%	8.6	100%	5.0	9.8

资料来源:各集团债券募集说明书,各集团社会责任报告,Wind,光大证券研究所

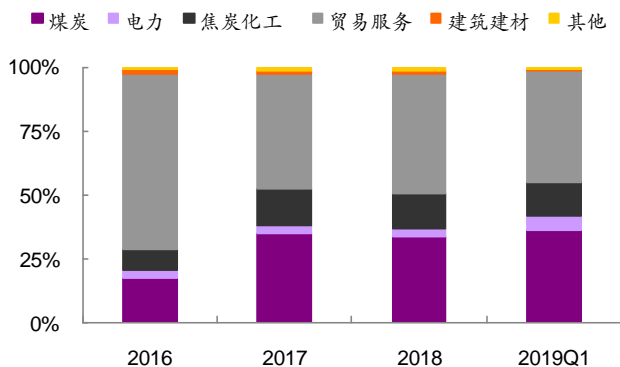
3.2、焦煤集团

3.2.1、集团资产特征:焦煤、焦炭资源优势显著

焦煤集团是我国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业,炼焦精煤年产量超过 4000 万吨。2018 年末集团煤炭地质储量 217 亿吨,可采储量 114 亿吨。2019 年 3 月末集团原煤在产产能为 0.94 亿吨。集团现有选煤厂 28 座,总设计洗选能力 1.18 亿吨/年。

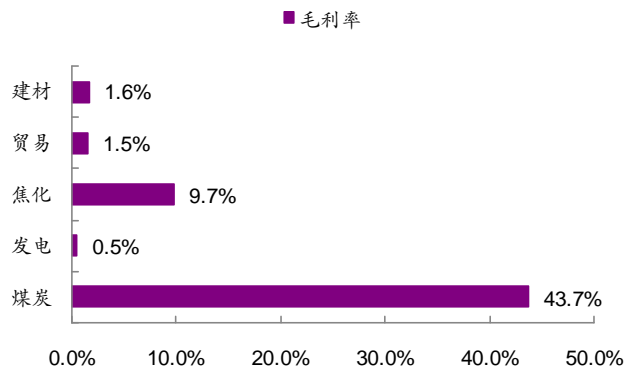
集团收入主要来源于煤炭、焦炭及贸易业务,利润主要来自煤炭和焦炭板块。贸易业务毛利率水平较低,其他业务收入金额较小。从收入规模及盈利能力来看,煤炭、焦化相关资产或是未来改革的主要领域。

图 15：集团营收结构



资料来源：焦煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

图 16：集团业务毛利率（2019Q1）



资料来源：焦煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

3.2.2、集团管理层变化

2019年1月8日原晋煤集团总经理王茂盛出任焦煤集团党委书记、董事长，原共青团山西省委书记黄巍出任党委副书记、副董事长，并提名总经理。王茂盛此前任晋煤集团总经理，而原集团董事长武华太曾于2010年至2014年出任晋煤集团党委书记、董事长，同期王茂盛任晋煤集团副总经理。拟出任焦煤集团总经理的黄巍曾于2011年出任潞安集团副总经理。管理层变化将为集团发展带来新的活力，加速省内外优质焦煤资源整合重组，提升焦煤产业集中度。

3.2.3、集团改革领域战略规划

截至2018年末，集团三家上市公司分别为西山煤电（000983）/ST南风（000737）/山西焦化（600740），集团持股比例54%/26%/57%。

（1）西山煤电：控股股东或变更，煤炭资产注入空间较大

2018年底集团资产证券化率26%，西山煤电煤炭产量占焦煤集团的28%。西山煤电作为集团焦煤板块上市平台，资产注入空间较大。

根据焦煤集团2019年度第一期中期票据募集说明书，因为历史沿革及管理需要，过去西山煤电集团代焦煤集团对上市公司西山煤电行使管理权。未来山西焦煤集团所持西山煤电股份将划转至西山煤电集团，完成后控股股东将变更为西山煤电集团。西山煤电集团是西山煤电上市公司发起人，经过股权变革及债转股后，目前由焦煤集团、信达资管、建设银行共同持有，集团煤矿产能1950万吨。

- **2000年西山煤电上市：**西山煤电集团作为西山煤电上市主发起人，以集团所属古交矿区中的西曲矿、马兰矿、镇城底矿及各自配套的三个选煤厂（“三矿三厂”）为主体发起设立。
- **2001年大股东变更：**西山煤电集团与汾西矿业集团、霍州煤电集团，组建成山西焦煤集团。西山煤电控股股东由西山煤电集团变更为山西焦煤集团。

- **2013 年山西焦煤集团债转股：**山西焦煤集团与信达资产管理公司、中国建设银行签订债转股协议，焦煤集团对西山煤电集团的持股比例由 100% 变更为 52.3%，信达资产管理公司持股比例 41.1%；中国建设银行持股比例 6.5%。

表 7：西山煤电集团煤矿产能 1950 万吨（2018 年）

煤矿	井田面积 (平方千米)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	位置	持股 比例	可采年限	煤种	核定产能 (万吨/年)
白家庄矿业公司	16.15	-	-	-	-	-	贫瘦煤	100
杜坪儿矿	69.77	74,785	46,819	山西省太原市	100%	58.8	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	500
官地矿	104.5	128,423	82,608	山西省太原市	100%	118	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、 贫煤、无烟煤	400
东曲矿	59.9	74,867	49,712	山西省古交市	100%	88.8	焦煤、瘦煤、贫煤	450
屯兰矿	73.34	92,835	55,921	山西省古交市	100%	88.8	肥煤、焦煤、瘦煤、 贫煤	500
合计	-	-	-	-	-	-	-	1950

资料来源：西山煤电公司公告，西山煤电公司网站，光大证券研究所

表 8：集团煤矿资产丰富，资产注入空间较大（2018 年）

序号	煤矿名称	井田面积 (平方千米)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	持股比例 (%)	可采年限 (年)	煤种
1	斜沟矿	88.64	210,485	123,539	80	58.8	气煤、1/3 焦煤、1/2 中粘煤、
2	沙曲一矿	70.72	125,551	64,894	51	92.4	肥煤、焦煤、瘦煤、
3	沙曲二矿	63.45	87,400	41,000	51	97.5	焦煤、瘦煤、贫瘦煤
4	官地矿	104.5	128,423	82,608	100	118	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤、无烟煤
5	马兰矿	104.42	108,535	60,527	100	120	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤
6	屯兰矿	73.34	92,835	55,921	100	88.8	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤
7	东曲矿	59.9	74,867	49,712	100	88.8	焦煤、瘦煤、贫煤
8	杜儿坪矿	69.77	74,785	46,819	100	58.8	瘦煤、贫瘦煤、贫煤
9	金能煤业	20.42	44,102	23,968	51	97.8	气煤、肥煤、1/3 焦煤、
10	西曲矿	40.69	30,989	16,378	100	29.2	肥煤、焦煤、瘦煤
11	霍宝干河矿	35.56	28,264	16,410	60	6	1/3 焦煤
12	正太煤业	28	26,777	17,405	26.01	41	贫瘦煤
13	鹿鹿塔矿	13.26	21,902	11,779	100	26	1/3 瘦煤
14	吉宁矿	17.68	21,382	12,802	51	18	贫瘦煤、贫煤
15	三交河矿	28.03	14,759	11,976	90.96	27	肥煤、1/3 焦煤
16	西铭矿	43.03	21,511	13,151	100	26.1	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤
17	柳湾矿	75.33	43,993	23,296	100	54.71	肥煤、焦煤
18	双柳矿	29.61	32,324	18,057	100	42.24	肥煤、焦煤
19	水峪矿	42.15	33,769	21,029	100	36.8	肥煤、焦煤
合计	-	1,008.52	1,222,652.54	711,270.53	-	-	-

资料来源：西山煤电公司公告，光大证券研究所（注：灰色栏目表示已在上市公司体内的煤矿）

（2）山西焦化：集团加速煤化工延伸，焦化资产存在注入预期

山西焦煤集团拥有 6 大主力生产和建设矿区，已经形成“煤-焦-化”完整产业链，焦炭产能 1164 万吨/年。山西焦化焦炭产能占集团 30%。

近年来集团加大了旗下焦化企业的一体化战略，除了山西焦化之外，五麟焦化也增加了煤化工领域投资，规划在山西省汾阳经济开发区建设成 300 万吨/年焦炭、40 万吨/年焦炉煤气制甲醇、30 万吨/年煤焦油加工项目。

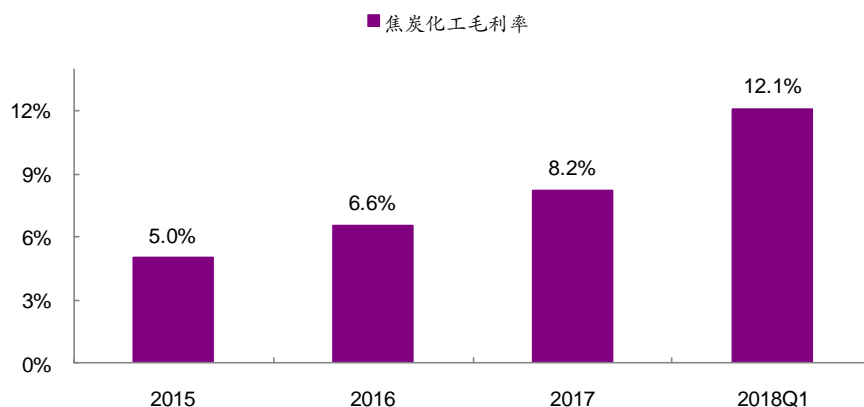
表 9：山西焦煤集团拥有焦炭产能 1164 万吨/年（2018 年）

二级公司	三级公司	产能（万吨/年）	厂区位置
西山煤电集团	西山煤气化	120	太原市古交马兰镇
	首钢京唐焦化	420	曹妃甸
	五麟焦化	100	汾阳市三泉镇
山西焦化集团	山西焦化	324	临汾市洪洞县
焦炭集团	龙源焦化	200	介休市
合计		1164	

资料来源：山西焦化公司公告，光大证券研究所（注：首钢京唐焦化厂为钢厂的附属焦化厂。）

集团将上市公司定位为焦炭及煤化工业务整合发展的平台，承诺将在“十三五”期间择机注入焦炭集团、五麟煤焦、西山煤气化相关焦化类资产。除了煤化工资产外，上述标的合计焦炭产能 420 万吨/年。考虑集团在煤化工领域的发力以及相关业务的协同性，未来可能采用焦炭、焦化资产一同注入的方式。2016 年以来集团焦化板块扭亏为盈，毛利率持续回升，有利于相关资产实现资产注入对盈利能力的要求。

图 17：集团焦炭化工板块毛利率持续回升



资料来源：焦煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

(3) ST 南风：已完成重大资产重组

公司从事无机盐化工业务，主要生产销售无机盐系列产品，包括元明粉、硫化碱、硫酸钡和硫酸镁，是国内最大的无机盐生产基地。2018 年公司完成重大资产重组，剥离了日用洗涤剂业务，专注于发展无机盐化工业务，使公司资产及收入规模有所下降，归属母公司所有者净利润得到大幅提高，有利于进一步提高公司的盈利能力。

2018 年控股股东山焦盐化通过受让上市公司持有的 10 家子公司资产，承接了日用洗涤剂业务。焦煤集团、焦煤交通能源在山焦盐化的持股比例分别为 55%/45%。随着重大资产重组的完成，公司改革已经取得阶段性成果，未来无机盐化工盈利能力有望提升。

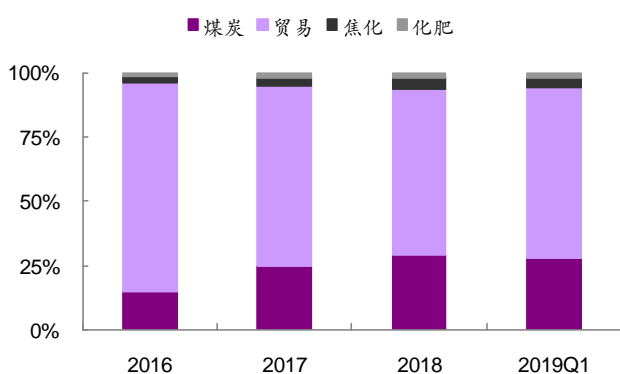
3.3、潞安集团

3.3.1、集团资产特征：贫瘦煤具有喷吹、动力双用途

潞安集团煤炭资源以贫煤、贫瘦煤为主，基于煤种特性集团研发了烟煤喷吹技术将公司长期以来主要用作动力用煤的贫瘦煤、贫煤应用至高炉喷吹领域，大幅提升了公司贫煤、贫瘦煤的资源利用价值。集团有 2500 万吨/年喷吹煤产能，占全国喷吹煤产能的 30%，是贫煤、贫瘦煤市场行业龙头。

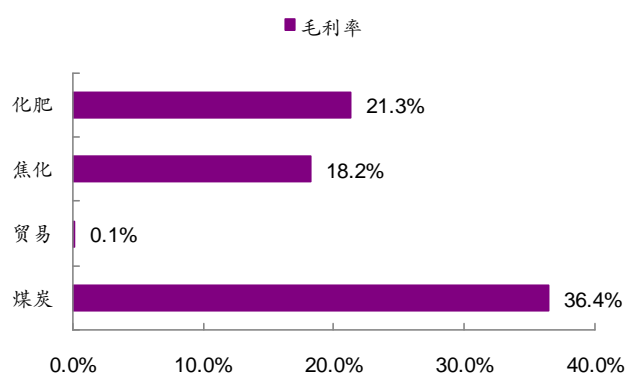
集团收入主要来源于煤炭、贸易业务，利润主要来自煤炭板块。贸易业务毛利率水平较低，其他业务收入金额较小。从收入规模及盈利能力来看，煤炭相关资产是未来国改的主要领域。

图 18：集团营收结构



资料来源：潞安集团债券募集说明书，光大证券研究所

图 19：集团业务毛利率 (2019Q1)



资料来源：潞安集团债券募集说明书，光大证券研究所

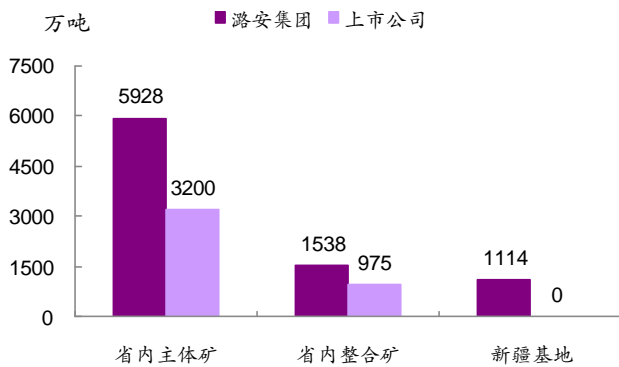
3.3.2、集团改革领域战略规划

潞安环能 (601699) 是集团唯一上市平台，2018 年末集团在上市公司持股比例为 62%。

潞安环能：省内在产主体矿存在较大注入空间

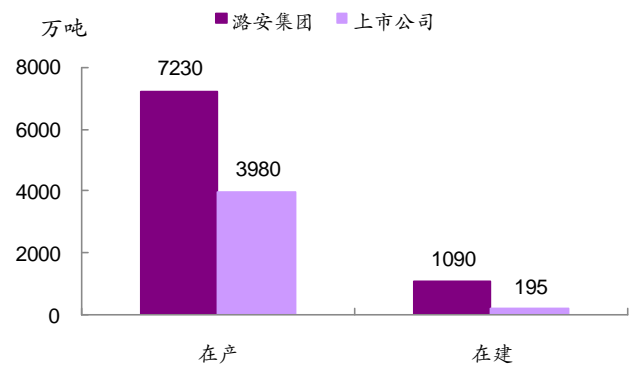
截至 2018 年末集团煤矿总产能 8580 万吨，其中省内主体矿、省内整合矿、新疆基地产能分别为 5928/1538/1114 万吨。整合矿存在资源储量、设备技术上的问题，产能利用率较低，优质煤矿资源主要集中于省内主体矿。通过上市公司与集团产能情况比较可以发现，未来省内主体矿、在产煤矿存在较大的注入空间。

图 20：集团省内主体矿具有较大注入空间



资料来源：潞安环能公司公告，光大证券研究所

图 21：集团省内在产矿具有较大注入空间



资料来源：潞安环能公司公告，光大证券研究所

根据集团承诺未来将择机注入集团优质煤矿，注入资产需要满足：(1) 在产收益率不低于上市公司；(2) 在建矿井手续办理完备之日起五年内。2019 年李村煤矿完成联合试运转后，集团如约注入慈林山煤业（包含李村在内的 3 个煤矿）。目前剩余资产注入承诺煤矿在产产能合计 1230 万吨。

有资产注入承诺的在产煤矿，集团持股比例在 50% 左右，其中盈利能力及规模优势最大的是高河能源。古城煤矿目前处于建设阶段，矿井位于长治市，项目配套选煤厂及铁路专用线，设计能力为 1000 万吨/年，服务年限 72 年，可采储量 7.4 亿吨。项目总投资 82.7 亿元，截至 2018 年末累计已完成 63.8 亿元，投产后有望注入上市平台。

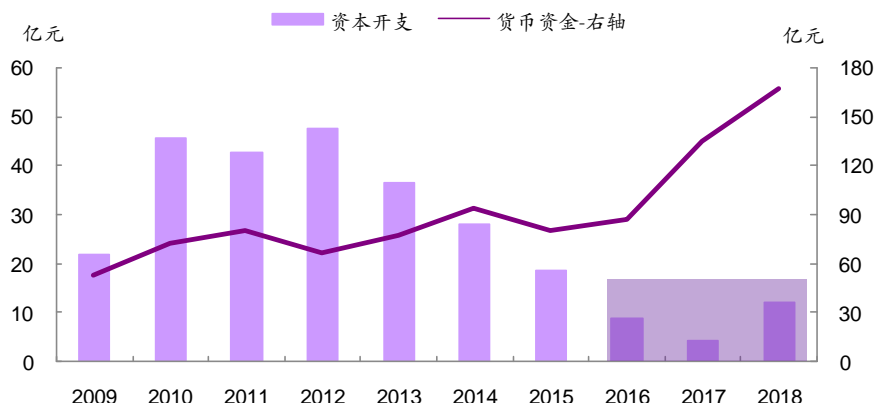
表 10：集团资产注入承诺煤矿

	资产负债率	净利率	产能 (万吨)	18 年产量 (万吨)	集团持股
司马煤业	55%	8%	300	337	51.72%
郭庄煤业	86%	6%	180	269	45%
慈林山煤业			已注入		
高河能源	54%	23%	750	1008	55%
李村			已注入		
古城			在建		

资料来源：潞安环能公司公告，光大证券研究所

潞安环能 2016 年后资本开支维持在历史区间较低水平，截至 2018 年末，在建工程中基本为资源整合及前期探矿项目，项目资金需求有限且其中部分项目进度已超过 75%。另一方面，公司货币资金高达 167 亿元。参照公司现金收购慈林山煤业经验，集团资产注入或是未来公司规模增长的主要方式。

图 22：公司资本开支维持低位，货币资金充沛



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、阳煤集团

3.4.1、集团资产特征：国内最大无烟煤电煤企业

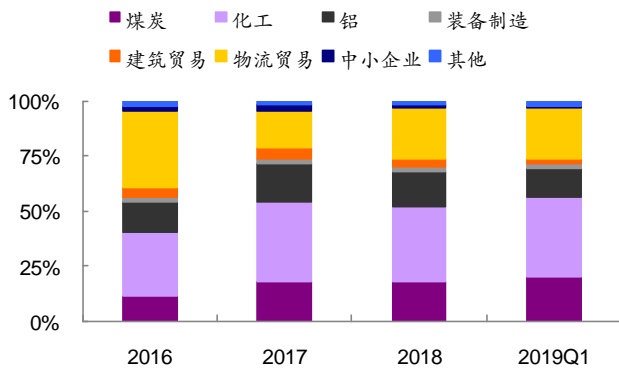
阳煤集团是国内最大的无烟煤生产基地，所处矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占全国无烟煤储量的 26%。集团提供全国 10% 以上的无烟煤产量，电煤销售量占总销量的 60% 以上。2018 年末集团主要在产矿井 44 个，分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市，核定能力合计为 8050 万吨/年，保有储量合计为 86 亿吨，可采储量合计为 42 亿吨。

经过 60 余年发展集团已成为一个以煤炭和煤化工为主导产业，铝、电、建筑地产、装备制造、贸易物流为辅助产业的煤基多元化企业集团。

- 1) **化工板块**：上市公司阳煤化工是集团以农用化工和基础化工为主的煤化工产业发展整合的唯一平台，主要产品包括尿素、复合肥、甲醇、辛醇等。
- 2) **铝**：集团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。
- 3) **装备制造**：阳煤忻州（集团持股 51%）是全国煤机行业中集团能够生产超重型刮板机的四个厂家之一，为山西省 20 家大型煤炭企业和 9 家煤机企业《战略合作协议》成员，属中国机械工业 500 强，中国煤炭机械工业 50 强，山西省制造业百强企业。

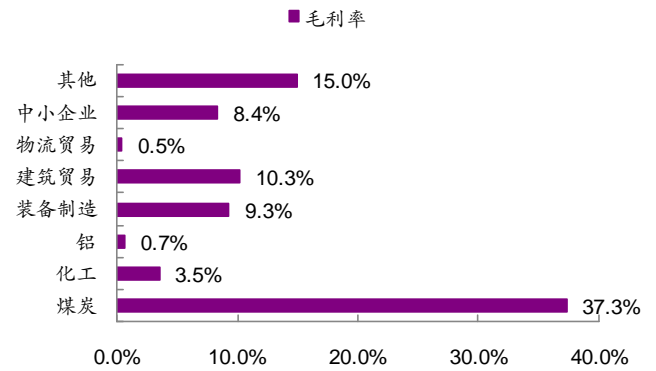
集团收入主要来源于煤炭、化工、贸易、铝业务，利润主要来自煤炭板块。贸易、业务毛利率水平较低，其他业务收入金额较小。从盈利能力及资产特征来看，煤炭、化工、煤机装备等相关资产或是未来集团国改的主要领域。

图 23：集团营收结构



资料来源：阳煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

图 24：集团业务毛利率 (2019Q1)



资料来源：阳煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

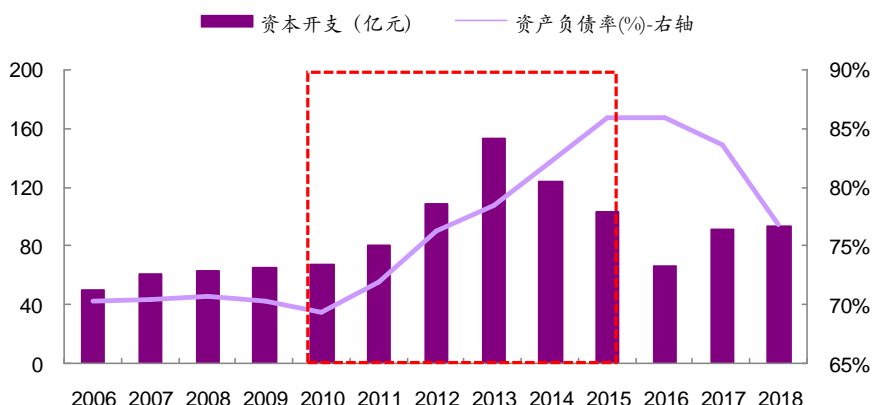
阳煤集团“十二五”期间就已经开始煤矿资源整合，目前资本开支高峰已过。晋东矿区高瓦斯、中小矿井较多，集团在“十二五”期间就大力投入省内中小煤矿的整合重组工作。资源整合规模大、煤矿投资项目多，导致集团资本开支压力较大。根据国家和山西省政府去产能要求，“十三五”期间计划退出矿井 12 座，涉及产能 1740 万吨/年。从集团去产能计划以及国家能源局产能 2018 年末的煤矿产能公告来看，集团 19-20 年去产能约 470 万吨，去产能压力下行将缓解集团资本支出。

表 11：集团去产能计划

时间	煤矿	产能 (万吨)	性质
2016 年	泰昌	60	拟关闭退出矿井
	新星	90	
	河寨	60	
	汇嵘	60	
2018 年	南庄	200	拟关闭退出矿井
	五鑫	150	
2016 年	元堡	300	拟引导主动退出矿井
	中卫青洼	60	
2017 年	泰安	90	
	下交	60	
2020 年	太阳泉矿	120	
合计	-	1250	
剩余	-	470	

资料来源：阳煤集团债券募集说明书，光大证券研究所（注：剩余产能指 2019-2020 年去产能目标）

图 25：“十二五”期间集团已大规模投入煤矿资源整合



资料来源：阳煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

3.4.2、集团改革领域战略规划

截至 2018 年末，集团三家上市公司分别为阳煤化工（600691）/阳泉煤业（600348）/太化股份（600281），集团持股比例 24%/58%/43%。其中，太化股份控股股东为太化集团，2010 年起山西省政府将其归阳煤集团托管。

（1）阳泉煤业：关联交易占比高，托管资产具有注入可能性

阳泉煤业成立初期便与阳煤集团签订了《避免同业竞争书》，在 2003 年公司上市之后，集团逐步兑现承诺，最终在 2014 年通过签订《受托管理方案》解决同业竞争问题。此后定期续签协议，上市公司承担着分销集团煤炭的角色。

表 12：集团通过上市公司托管方式解决同业竞争

时间	文件名	内容
2000/12/16	《避免同业竞争书》	集团公司承诺及保证其本身，并将促使其各成员不会直接或间接参与或进行与股份公司的产品或业务竞争的任何活动。
2001 /1 /8	《承诺书》	在洗选煤分公司委托股份公司经营管理期间，非经洗选煤分公司，阳煤集团不以任何形式与途径进行任何原煤销售。
2003 /10 /8	《原煤收购协议》	收购集团公司全部煤炭资源。在 2008 年之后每季度根据市场价格调整一次价格。
2014/6/28	《受托管理方案》	公司设立了 12 家煤炭销售子公司负责公司及阳煤集团下属各煤矿企业的煤炭产品销售，公司与控股股东之间不存在同业竞争的情况。
2016/11/8	《下属煤炭企业实施管理的协议》	自协议生效之日起至 2017 年 12 月 31 日，托管费用为 600 万元/年。
2018/4/28	《下属煤炭类资产实施管理的协议》	协议有效期为三年，托管费用为 600 万元/年，本次交易构成关联交易

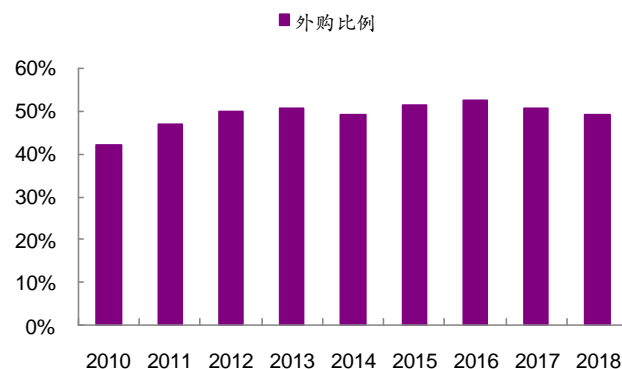
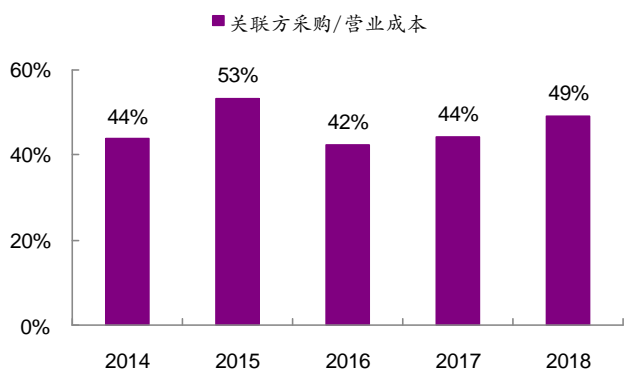
资料来源：阳泉煤业公司公告，光大证券研究所

2018 年上市公司阳泉煤业前五大供应商关联交易占营业成本 49%，阳泉煤业向集团及其子公司采购的煤炭占公司每年产量的 50%左右。从减少管理交易、理顺子公司之间管理的角度出发，未来托管资产存在注入可能。集

团核定产能约 8000 万吨，相较于上市公司 3000 万吨左右产能，仍有 5000 万吨产能在上市公司体外。

图 26: 2018 关联方采购占营业成本 49%

图 27: 2018 年公司煤炭外购占比 49%



资料来源: 阳泉煤业公司公告, 光大证券研究所

资料来源: 阳泉煤业公司公告, 光大证券研究所 (注: 外购占比 = 外购量 / (自产量 + 外购量))

表 13: 阳煤集团主要生产矿井 (2018 年)

煤矿	核定能力 (万吨/年)	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)	煤炭品种	生产情况
国阳一矿	750	7.8	4.6	44	块、小块和末煤	正常生产
国阳二矿	810	4.4	2.0	17	中块、小块、洗末煤、末煤、煤泥、中煤	正常生产
阳煤三矿	350	0.9	0.0	1	中块、小块、末煤、煤泥	去产能矿井
阳煤新景矿	450	8.9	5.4	85	精煤、末煤、中块、小块	正常生产
阳煤五矿	500	5.4	2.4	33	中块、小块、精煤、末煤、煤泥、中煤	正常生产
平舒煤业	90	1.2	0.8	63	块炭、精煤、末煤、煤泥	正常生产
阳煤开元矿	300	3.2	1.3	32	末煤	正常生产
石港煤业	90	0.5	0.1	10	贫煤	正常生产
寺家庄矿	500	10.6	5.9	84	精煤, 块炭, 末煤	正常生产
阳煤新元矿	300	13.1	6.3	150	精煤、末煤、洗末煤、煤泥	正常生产
新大地矿	150	0.4	0.3	16	末煤、中块、小块、煤泥	正常生产
坪上煤矿	150	0.5	0.2	8	无烟煤	正常生产
运裕煤矿	150	0.2	0.1	5	无烟煤	停产
长沟煤矿	180	0.4	0.1	4	混块、煤泥、末煤	停产
孙家沟	120	1.6	0.7	39	末煤	正常生产
合计	4890	59.0	30.2			

资料来源: 阳泉煤业公司公告, 光大证券研究所 (注: 颜色栏目为上市公司阳泉煤业煤矿。)

(2) 阳煤化工: 剥离传统煤化工, 转型煤制乙二醇

阳煤集团 2012 年反向收购东新电碳, 重大资产重组完成后将其更名为阳煤化工, 并承诺解决其控制的下属企业与上市公司之间的同业竞争问题。

作为集团化肥产品经营主体, 阳煤化工主要从事尿素、甲醇等煤化工产品生产和销售。2016 年以来受市场与政策影响, 公司传统煤化工产业发生

巨额亏损，为了提高阳煤化工的市场竞争力与盈利能力，将盈利能力弱、环保压力大、缺乏市场竞争力的子公司股权进行转让，其中包括所持有的和顺化工、深州化肥、中冀正元、齐鲁一化。

2018 年集团向上市公司置入寿阳化工股权。寿阳化工主业为新兴煤化工。寿阳化工乙二醇项目是山西省综改转型重大建设项目，属于国家发改委产业结构调整明确鼓励建设的新型煤化工产业，规划总规模为 40 万吨/年乙二醇，分两期建设。一期项目年产 20 万吨乙二醇已经投产，完成置入后阳煤化工煤制乙二醇生产规模达到 40 万吨/年，成为目前国内上市公司中最大的煤制乙二醇生产企业。

(3) 太化股份：剥离化工板块，转型能源管理服务企业

公司上市时是一家综合性煤化工企业，近年来根据省、市“西山综合整治”精神，陆续关停了主要化工生产装置。2018 年为调整公司产业结构，适应公司转型发展需要，公司剥离了化工工程业务，目前的生产经营是与原化工行业密切联系的贵金属回收、加工和贸易业务。

2019 年公司将进一步实现 1000 吨废旧催化剂回收处理和 5000kg 铂铑钯系列催化剂加工产品，形成阳煤内部乙二醇废催化剂回收利用产业链。同时推进太原太化能源科技有限公司配电、能源管理服务等相关资质并开始运营，加快公司的转型发展步伐。

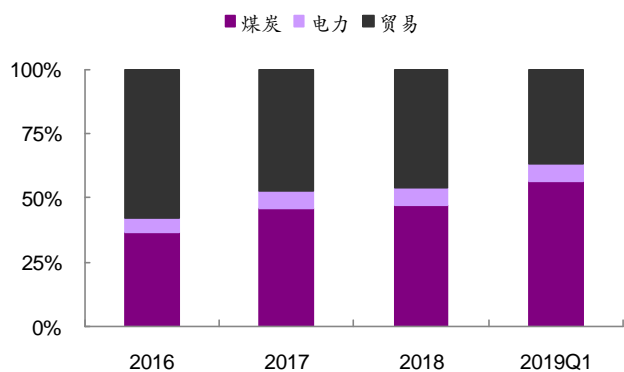
3.5、同煤集团

3.5.1、集团资产特征：动力煤铁路外运优势显著

作为山西省最大的动力煤生产企业，同煤集团煤矿跨越大同、朔州、忻州三市，拥有煤田面积 6157 平方公里，总储量 892 亿吨。集团总部位于山西省大同市，交通运输显著。大同是京包、同蒲铁路交汇地又是大秦铁路起点，大秦线作为晋、陕、蒙三省最重要的煤炭外运通道，承担着全国铁路 18% 的煤炭运量，集团煤炭可以通过铁路直达秦皇岛港。相对于山西省内及中部地区其他大型煤炭企业，集团运输成本相对低廉，外运能力有保障。

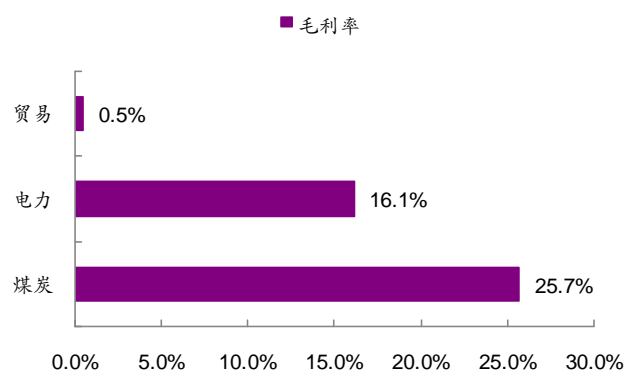
集团收入主要来源于煤炭、贸易业务，利润主要来自煤炭、电力板块。贸易毛利率水平较低，其他业务收入金额较小。集团电力生产所需原料煤大部分来自于内部煤炭业务自产煤。从盈利能力及资产特征来看，煤炭、电力等相关资产或是未来集团国改的主要领域。

图 28：集团营收结构



资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

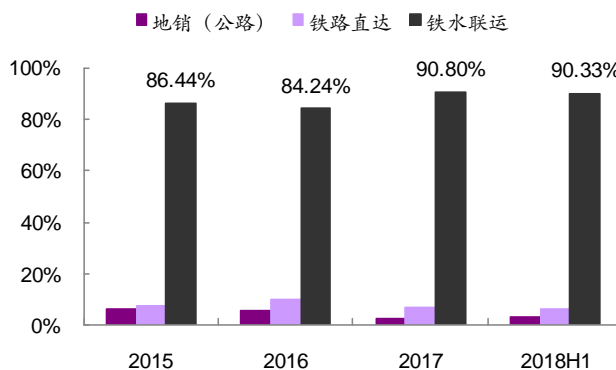
图 29：集团业务毛利率 (2019Q1)



资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

依托大秦线直达秦港的外运优势，集团煤炭销售主要通过铁水联运，2018 年上半年铁水联运占比约 90%，省内销售（地销）占比不到 5%。运力资源提升了集团在煤炭市场的议价能力，减少了中间贸易商对煤企利润的挤压。

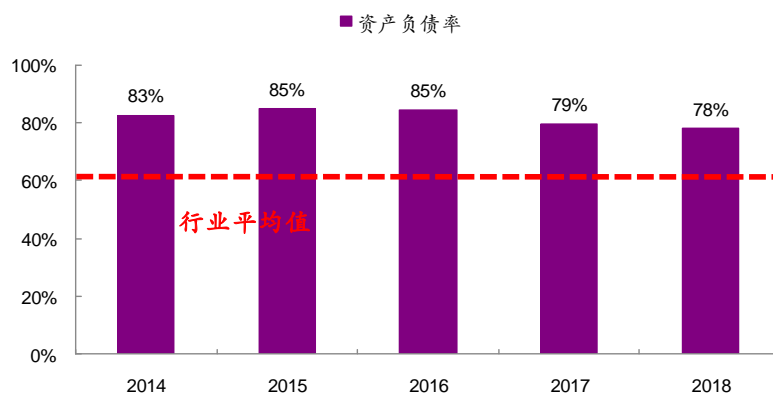
图 30：集团煤炭销售主要通过大秦线发往秦港



资料来源：大同煤业公司公告，光大证券研究所

煤炭供给侧改革以来，集团资产负债率走低，但依然超出行业平均水平，未来具有较大的降杠杆空间。

图 31：2018 集团资产负债率 78%



资料来源：Wind，同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

3.5.2、集团管理层变化

2018 年 11 月郭金刚担任集团董事长。郭金刚在集团六届一次职工代表大会上，首次提出“36951”战略体系，将降低负债率、推进采矿业证券化、提高资产证券化率纳入集团发展目标。2019 年初以来集团旗下矿井纷纷出台成本管控措施，一季度已经初显成效。在集团的积极努力下，相关资产未来有望达到注入条件。

表 14：2019 年集团矿井加强成本管控，初见成效

煤矿	措施	效果
同忻煤矿	制定《同忻矿降成本细化措施》文件；19 年初设定吨煤成本同比下降 20 元/吨以上目标	2019 年 Q1 安全生产、精煤外运、经营管理等各项主要指标比原计划超额完成 5-10%。
四老沟矿	提出“八大举措”全面优化生产	
白洞矿	完善抽查机制；制定《煤质管理考核细则》	
挖金湾矿	加强材料库存、领取、回收环节管控，降低企业生产成本	
晋华宫矿	建立“七抓”工作机制	2019Q1 商品煤产量完成 81.7 万吨，超平均计划 6.7 万吨；成本利润等经济指标完成集团下达计划，特别是一季度全矿材料配件费用，大幅低于集团下达标准
马脊梁矿	推广小煤柱开采技术，提高生产效益	预计 19 年 9 月底圈出第一个小煤柱工作面，矿井可多回收原煤 2495 万吨
大斗沟煤业	开展科技创新成果评审会，提升生产效益	
王村煤业	提出“五大工程”，拧紧“降耗节支阀”	
云冈矿	36951 战略体系和 1886 行动计划，加强用电管理	2019Q1 原煤产量、外运量、营业收入、利润等指标全部超额完成
燕子矿	全面强化节支降耗、挖潜堵漏工作	
四台矿	强化成本管控，修旧利废降成本	

资料来源：同煤集团网站，公司公告，光大证券研究所整理

3.5.3、集团改革领域战略规划

截至 2018 年末，集团两家上市公司分别为大同煤业（601001）/漳泽电力（000767），集团持股比例 57%/29%。

(1) 大同煤业：集团煤炭资源丰富，资产注入想象空间较大

集团煤矿以大同、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。集团煤炭资源储量超过 300 亿吨，经过资源整合年生产能力达 1.85 亿吨。

表 15：2017 年同煤集团矿井情况

项目	矿井数量	资源储量 (亿吨)	产能 (万吨)
生产矿井	53	143.86	11,081
资源整合矿井	28	19.208	2,085
在建及筹建矿井	15	120.34	5,370
配置矿井	6	26.5	--
合计	102	310.1	18536

资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所（注：资源整合矿井 20 座在产，8 座技改）

根据避免同业竞争承诺，同煤集团将择机注入煤炭生产经营性优质资产，最终实现煤炭板块的整体上市目标。为了加快上市公司资产注入的速度，集团将其下属煤峪口、四老沟、晋华宫、马脊梁、云冈、燕子山、四台、轩岗煤电等 8 个核定产能相对较高、可采年限较长的矿井交付公司托管，每年支付托管费用 210 万元。公司对受托资产有独家选购权，轩岗煤电选购期为 2021 年 6 月 30 日之前，其他选购日期在 2021 年 2 月 24 日之前。

2018 年同煤集团有 21 座矿井具备核增产能条件，预计核增产能 5535 万吨，其中：已经通过核增审批的有 6 座矿井（塔山、同忻、麻家梁、虎龙沟、南阳坡、增子坊），核增产能 2740 万吨，矿井产能提升可以改善煤矿盈利能力，将更有助于加快公司资产注入的步伐。

表 16：集团托管上市公司 8 家煤矿有望优先获得注入（单位：万吨）

矿区	产量 (万吨)				资源储量	设计产能	投产时间	可采年限
	2015	2016	2017	2018 H1				
同家梁	185	115	-					已关闭
雁崖	149	112	33					已关闭
煤峪口	220	232	159	54		190		
永定庄	321	219	200	155	6,285	200	1954 年	8.6
四老沟	224	254	206	45	12,266	110	1958 年	14.3
白洞	173	104	153	78	3,011	90	1958 年	29
挖金湾	69	64	120	68	1,936	70	1962 年	2.6
晋华宫	557	365	424	142	31,564	450	1956 年	20.4
马脊梁	586	427	457	318	17,379	380	1952 年	9.8
大斗沟	178	141	55	--	3,352	180	1960 年	4.9
王村	120	123	178	89	4,311	100	2011 年	2.9
云冈	480	423	206	44	38,084	480	1973 年	26.6
燕子山	476	462	349	187	32,291	480	1988 年	20.6
四台	606	479	280	85	50,621	500	1991 年	32.9
塔山	2761	1845	2186	1174	466,238	1,500	2008 年	122
忻州窑	243	225	155	50	10,403	170	1925 年	15.5
轩岗煤电	1691	949	1291	596	97,270	750	-	-
同忻	1855	1194	1376	783	139,451	1,000	2013 年	59.8

地煤公司	730	657	471	398	99,231	855	-	-
朔州煤电	1661	1195	1271	737	111,846	651	-	-
整合矿井	922	416	550	312	209,355	2,670	-	-
同发东周窑	865	737	684	425	177,062	1,000	-	63
其他	2281	1049	1896	1253	-	3,700	-	-
总产量	17352	11786	12700	6994	1511954	15526		

资料来源：同煤集团债券募集说明书，光大证券研究所（注：其他包括麻家梁矿、金庄矿、北辛窑矿、梵王寺矿和色连矿，该五矿为技改和改扩建项目，因此归入其他类。）

(2) 漳泽电力：已基本完成“三供一业”改革任务

漳泽电力前身为山西省漳泽发电厂，由山西省电力公司和山西省地方电力公司共同投资兴建，是一座大型现代化坑口发电企业。2013 年同煤集团通过对漳泽电力收购，成为漳泽电力的控股股东。

作为山西省内最大的省属发电企业，公司所属火电机组集中分布在晋北煤炭资源中心和晋南负荷中心，有成本优势和市场优势。同煤集团拥有储量丰富的优质动力煤基地，公司生产所需原料煤大部分来自于同煤集团，主要供应商为山西漳泽电力燃料有限公司（约 30.5%）、山西彰电大唐塔山煤矿有限公司（约 23.5%）、大同煤矿集团有限公司煤炭运销公司（约 9.4%）、山西轩岗六亩地煤炭经销有限公司（约 8.9%）、大同煤矿集团朔州煤电有限公司（约 4.0%）及其他煤炭生产子公司供应约 8%。

“三供一业”改革方面，公司抓住改革窗口期，按期完成了漳泽发电分公司、河津发电分公司“三供一业”分离移交，企业公共服务职能实现了社会化、市场化。根据同煤集团同业竞争承诺，漳泽电力将作为同煤集团境内发电资产整合的唯一上市平台。公司发电量完成 323.5 亿千瓦时，同比增加 11.78%，占集团电力板块总发电量 82%，集团电力资产未来存在一定注入空间。

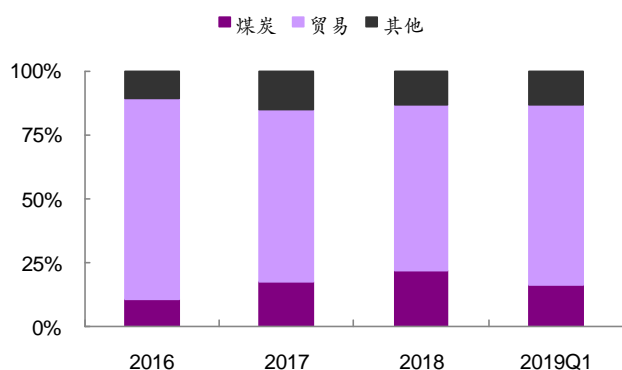
3.6、山煤集团

3.6.1、集团资产特征：历史包袱轻，横向延伸潜力大

山煤集团作为国内最大的煤炭贸易企业之一，与 30 多个大中煤矿签定长期供煤协议，拥有近百个煤炭发运站，在秦皇岛、天津、日照等主要港口均设立子公司，年港口中转量逾 5000 万吨。集团煤炭运输主要通过铁路运输，拥有铁道部铁路运输单列计划支持，是山西省唯一拥有出口、内销两个通道的大型国有企业。

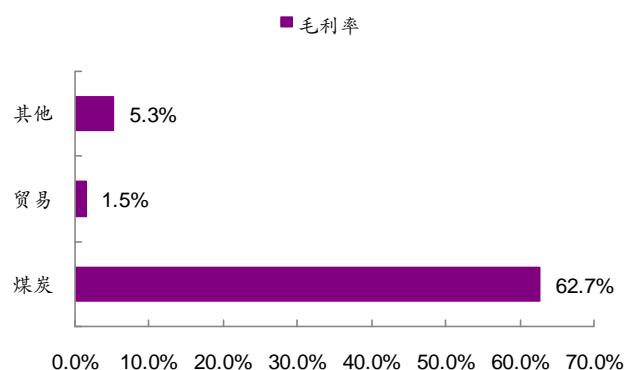
集团收入主要来源于煤炭、贸易业务，利润主要来自煤炭板块。贸易毛利率水平较低，其他业务收入金额较小。贸易业务主要销售产品是动力煤，来源包括自有煤矿生产和外购煤两部分，2018 年自产量、采购量分别为 0.27/0.71 亿吨。

图 32：集团营收结构



资料来源：山煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

图 33：集团业务毛利率 (2019Q1)



资料来源：山煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

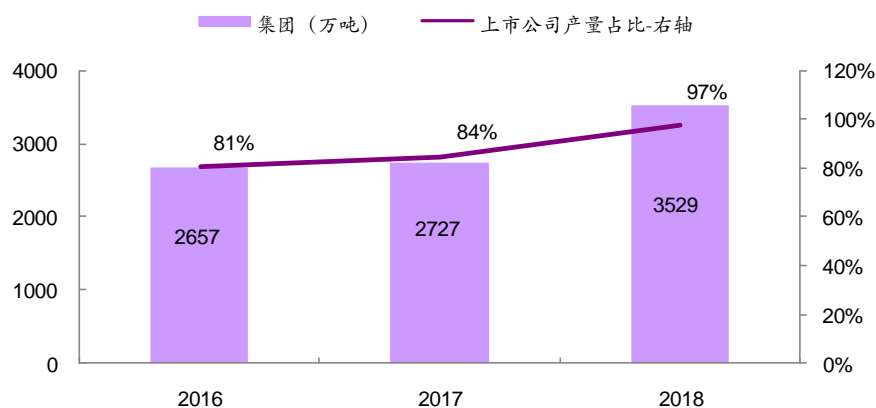
3.6.2、集团战略改革领域战略规划

山煤国际 (600546) 是集团唯一上市平台，2018 年末集团在上市公司持股比例为 59%。

(1) 山煤国际：新能源领域产业链布局、拓宽产品结构

集团煤矿资产基本已经注入上市公司，上市公司旗下有 3 家子公司进入山西混改项目名单。混改或是未来国企改革的主要路径。随着 2019 年山西能源革命方案的制定改革进度有望提速。截至 2018 年末集团资产证券化率 57%，上市公司自产煤占集团总产量比例 97%。未注入的 4 座矿井总核定产能为 360 万吨/年，其中仅草垛沟煤矿在生产，其它 3 座处于在建状态。

图 34：上市公司自产煤占集团总产量比例 97%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 17：集团未注入上市公司的煤矿 (2018 年)

煤矿	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	状态
草垛沟	不粘煤	2191.45	1127	60	在产
万家庄	肥煤	7826.3	4492	120	在建
恒兴	肥煤	5086.33	1765	90	在建
陆成	肥煤	3360.4	1473.65	90	在建

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018年11月，山西省国资委召开省属国企混改项目新闻发布及推介会，公开发布账面净值超过340亿元的108个混改项目，向民营企业和社会资本敞开合作大门。在子公司层面，共筛选出103个项目，开展股权转让。从行业分布上看，有装备制造项目6个、电力项目6个、新材料项目7个、新能源项目5个、煤炭项目18个、现代化工项目6个，物流、文化、供水、环保等项目55个。

山煤集团有8家子公司被列入项目名单，其中山西金石达国际贸易、太行海运、忻州山煤铁路物流属于上市公司山煤国际子公司。2019年山西省制定打造全国能源革命排头兵行动方案，方案强调将加快重点领域和关键环节改革步伐，混合所有制改革进度有望加速。

表 18：山西煤炭进出口集团混改项目一览

混改主体	混改项目	混改方式	混改后社会资本占比
山西煤炭进出口集团	山西榆社化工	股权转让	29.52%
	吕梁晋煜仓储	股权转让	60%
	中煤财产保险	股权转让	2.22%
	山西金石达国际贸易	股权转让	49%
	太行海运	股权转让	49%
	忻州山煤铁路物流	股权转让	49%
	宁武晋海洗煤	股权转让	100%
	山西国瑞投资	股权转让	9.86%

资料来源：北极星电力网，光大证券研究所（注：灰色属于上市公司山煤国际子公司。）

2019年7月公司与钧石能源签订《战略合作框架协议》，双方拟共同建设总规模10GW的异质结电池生产线项目。布局光伏电池生产符合山西省国改政策导向，是公司进一步延伸在能源领域产业链布局、拓宽产品结构的战略行为，也是应对当前煤炭市场波动和未来能源供应格局调整而进行的前瞻性考虑。

目前行业内关注并研究异质结电池技术的企业有日本松下，美国 Solarcity，中国钧石，日本长洲、美国 Sunprime、晋能、中智电力、通威股份等企业。实现500MW规模以上且能大规模量产的为日本松下、中国钧石和美国 Solarcity。国外异质结高效电池量产规模达500MW以上且效率较高的，主要为日本松下、美国 Solarcity（委托松下管理，市场计划显示将扩充到1GW），均采用异质结电池技术路线。

钧石公司在国内异质结高效电池量产规模500MW以上效率较高，其HDT一代量产平均转换效率达23%，HDT二代小批量生产转换效率可达到25%。国内采用异质结路线的其他厂商电池产能释放还很小，主要处于技术积累状态。行业内部分企业已发布进入异质结电池方向的计划，但是基本还处于寻找技术来源、设备评估和中试线建设的阶段。

表 19：国内外异质结太阳能电池产业化情况

编号	名称	国别	产能 (MW)
1	松下/三洋	日本	1000
2	钧石	中国泉州	600
3	美国 Solarcity	美国	1000
4	长洲产业/CIC	日本	80

5	晋能	中国太原	100
6	中智	中国泰州	160
7	Sunprime	美国	40
8	汉能	中国	120
9	通威	中国	200
10	Hevel Solar	俄罗斯	250
11	Enel Group	意大利	200

资料来源：山煤国际公司公告，光大证券研究所

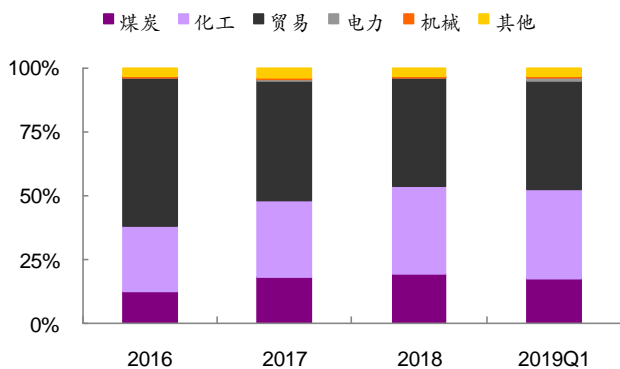
3.7、晋煤集团

3.7.1、集团资源特征：无烟煤资源丰富，煤层气开发潜力大

晋煤集团所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%，占中国无烟煤储量的 26%。截至 2018 年底，公司本部煤炭资源储量 27.62 亿吨，其中，可采储量 13.95 亿吨。从集团煤炭资源结构上看，无烟煤占本部煤炭资源储量的比例为 83%。

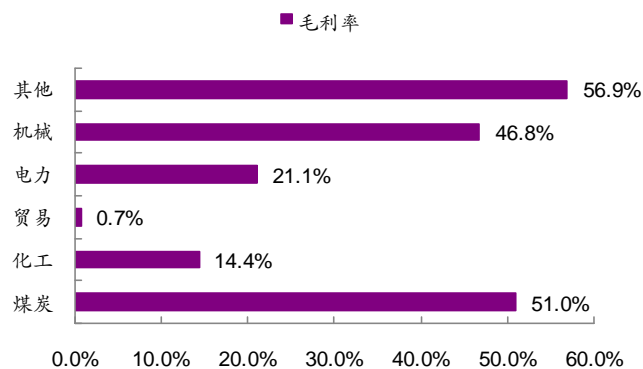
集团收入主要来源于煤炭、化工、电力业务，利润主要来自煤炭、化工。贸易毛利率水平较低，其他业务收入金额较小。集团化工产品主要是尿素和甲醇，生产所需的原料无烟块煤都来自内部供应。从收入规模及盈利能力来看，煤炭相关资产是未来国改的主要领域。

图 35：集团营收结构



资料来源：晋煤集团短融募集说明书，光大证券研究所

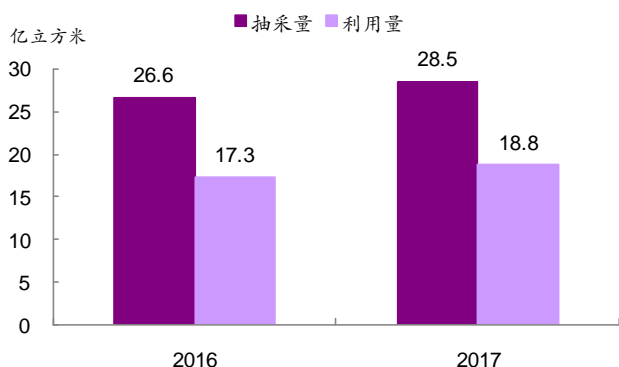
图 36：集团业务毛利率 (2019Q1)



资料来源：晋煤集团短融募集说明书，光大证券研究所

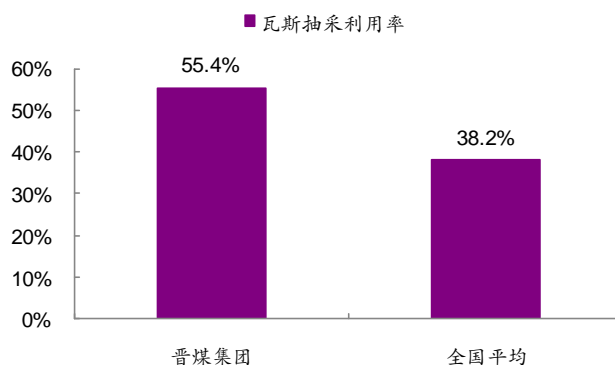
山西省煤层气资源约为 10 万亿立方米占全国 1/3，丰富的资源储量以及毗邻能源需求大省的地理区位奠定了山西煤层气开发的天然优势。2017 年完成煤层气抽采量 28.5 亿立方米，井下瓦斯抽采利用率 55.4%，高出全国平均水平 17.2 个百分点。2018 年晋煤集团提出“煤层气大产业链”战略，加速煤层气板块业务的布局拓展。

图 37: 晋煤集团 2017 年煤层气抽取量约 29 亿立方米



资料来源: 晋煤集团短融募集说明书, 光大证券研究所

图 38: 晋煤集团井下抽取利用率比全国高 17 个百分点



资料来源: 晋煤集团短融募集说明书, 光大证券研究所

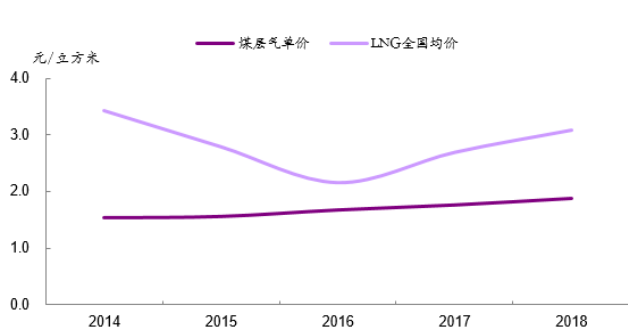
3.7.2、集团改革领域战略规划

蓝焰控股 (000968) 是集团唯一上市平台, 2018 年末集团在上市公司持股比例为 40%。

(1) 蓝焰控股: 控股股东或将变为山西燃气集团

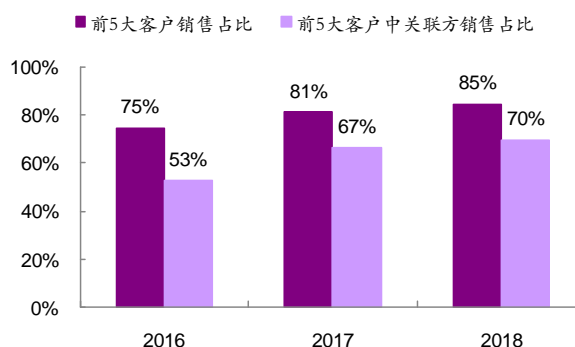
蓝焰控股主营业务为煤矿瓦斯治理及煤层气销售, 自身不具有煤矿资源, 瓦斯治理服务对象及煤层气来源为集团及子公司煤矿。上市公司前五大客户销售占比高于 80%, 其中 2018 年关联方销售占比达 70%。公司销售方式以管道运输为主, 其单位售价较低, 此外公司与大客户的销售方式以长期合同为主, 煤层气价格稳定。

图 39: 相比 LNG 价格, 公司煤层气售价弹性较低



资料来源: 蓝焰控股公司公告, 光大证券研究所

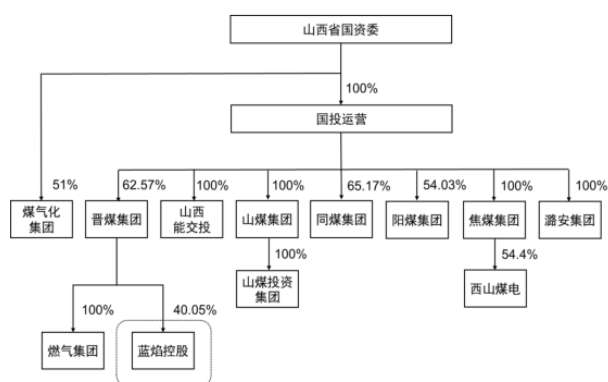
图 40: 公司大客户集中度较高, 控股股东交易占比较高



资料来源: 蓝焰控股公司公告, 光大证券研究所

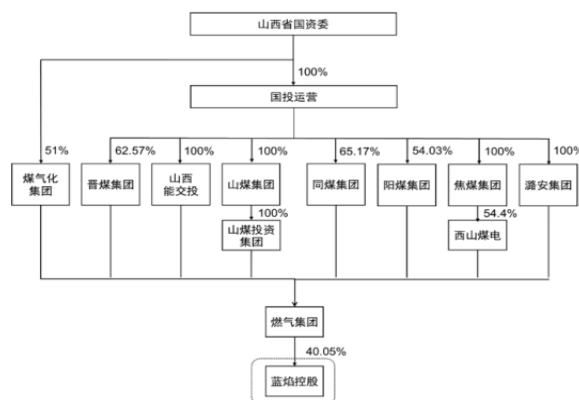
集团作为全国最大的煤层气抽采利用基地, 当前正着力推进燃气板块业务。晋煤集团拟将以公司全部股权及集团相关燃气资产向山西燃气集团增资, 完成后控股股东将变更为燃气集团。同时, 山西燃气集团将引入同煤集团、阳煤集团、山西交能投、山煤集团、焦煤集团、潞安集团、华润燃气、昆仑燃气、香港中华煤气等战略投资者向燃气集团进行增资, 并与国新能源等中游管网企业建立多样化合作关系。

图 41：股份转让前的股权控制关系



资料来源：蓝焰控股公司公告，光大证券研究所

图 42：股份转让后的股权控制关系



资料来源：蓝焰控股公司公告，光大证券研究所

集团将逐步整合省内煤层气资产。燃气集团将通过与拥有气源区块山煤、同煤、阳煤和焦煤集团等企业合作开发、废弃（关停）矿井和采空区瓦斯抽采开发利用等方式，稳步提升气量，加快推进新区块勘探施工进度。根据集团战略目标，2020 年自身煤层气抽采规模将达 43 亿立方米，与央企合作形成 100 亿立方米抽采规模，全省煤矿井下瓦斯 65-70 亿立方米抽采规模，年产量 200 亿立方米。

集团将加强与管网、城燃企业合作，拓展下游市场空间。引入华润、昆仑、中华燃气等全国性城燃企业，以及加强与国新能源在终端燃气市场开发的协同和合作，将助力集团有效拓展城市燃气市场，提升终端销量，实现煤层气与天然气并网，提升煤层气价格。集团未来将积极推进太原煤气化承接煤改气、气化新农村工程，在拓展城市燃气消费市场的基础上，逐步向山西省 119 个县级行政区域延伸，填补剩余 30% 的市场空间。

目前，燃气集团增资扩股第一阶段工作已初步完成，全省燃气产业将着力构建上、中、下游全产业链的整合和优化，公司作为其旗下唯一上市平台，有望借助燃气集团的资源，快速发展煤层气开采主业，加快管网互通，促进煤层气产业链完善，形成全产业链竞争优势，为公司增长打开新的空间。

表 12：燃气集团战略投资者的全产业链优势将为公司增长打开新的空间

序号	合作方	协同优势	相关业务/资产
			产业链上游
1	晋煤集团	气源优势	集团拥有 60 座矿井，设计生产能力 1.1 亿吨/年，资源储量合计 110.2 亿吨，可采储量合计 52.9 亿吨。
2	山西能交投	项目经验	集团先后实施了亚行贷款沁水煤田煤层气长输管网项目、世行贷款煤层气地面开采和煤层气液化项目、汽车 CNG 加气站项目等煤层气项目。未来逐步构建集煤层气采集、液化、汽车运输、加气站、输气管网、工业生产等为一体的燃气产业链。
3	山煤集团	气源优势	集团拥有煤矿 20 座。地质储量 25.7 亿吨，可采量为 13.7 亿吨，核定生产能力 3660 万吨/年。
4	同煤集团	气源优势	集团拥有 67 座矿井，井田面积合计 2016 平方公里，年生产能力 1.6 亿吨，资源储量合计 310.1 亿吨。
5	阳煤集团	气源优势	集团现有生产矿井 44 个，目前生产矿井的核定能力合计为 8,050 万吨，保有储量合计为 85.6 亿吨，可采储量合计为 41.5 亿吨。
6	山西焦煤集团	气源优势	集团拥有煤炭矿井 100 座，选煤厂 28 座，原煤生产能力 1.74 亿吨/年，煤炭资源储量 211.03 亿吨，可采储量 114.31 亿吨。
7	潞安集团	气源优势	煤炭总储量达到 435.6 亿吨，2017 年产量 8014 万吨。
			产业链中游

8	国新能源	管网优势	拥有长输管线 6300 公里、城市管网 6000 公里、总长超 12000 余公里、CNG/LNG 加气站 210 座、液化调峰设施 15 座、燃气热电联产项目 3 座、碳四深加工项目 1 座和焦炉煤气甲烷化项目 1 座，供气用户涉及全省 11 市 600 多万户居民、2050 万人口，供气村镇 2250 个、工业用户 945 家、商业公福用户 10400 家、各类 CNG/LNG 车辆 12 万辆
产业链下游			
9	华润燃气	市场优势	拥有 243 个城市燃气项目，覆盖 22 个省份，覆盖 3252 万用户，直接覆盖 1.9 亿人口。
10	中石油昆仑燃气	市场优势	分布于 20 多个省、市、自治区，覆盖近 100 座城市，供气能力达 50 亿方以上，拥有全资子公司、分公司、控股公司、参股公司近 300 个。
11	香港中华煤气	市场优势	覆盖 26 个省，取得合共 251 个项目，用户数目 2800 万户。
12	煤气化集团	市场优势	运营高中低压燃气管网 4000 余公里，燃气用户 120 万户，供气规模占太原、晋中、临汾供气总量的 90% 以上。

资料来源：各集团债券募集说明书，国新能源、蓝焰控股、华润燃气、香港中华煤气等公司公告，Wind，光大证券研究所整理

4、投资建议

2019 年上半年，金融去杠杆、经济增速放缓、国际贸易扰动等压制煤炭估值风险因素已大幅释放，市场风险偏好正在回升。煤炭行业盈利水平已连续三年维持历史高位，估值却创 2006 年以来新低。从长周期的角度，估值与盈利终将匹配，均值回归法则也将发挥作用，改革或是估值提升最大催化剂。山西国企改革正处于“决胜年”窗口期，叠加中央提出的能源革命重大战略，存在改革预期的低估值煤炭股具有较高风险收益比。维持煤炭行业“增持”评级，建议关注西山煤电、山西焦化、潞安环能、阳泉煤业、大同煤业、山煤国际、蓝焰控股等山西国改标的。

表 20：上市平台国改研判

集团	上市平台	国改研判	集团资产特征	改革领域	管理层
焦煤集团	西山煤电	控股股东或变更，煤炭资产注入空间较大	焦煤、焦炭资源优势显著	煤炭、焦化	集团管理层变更
	山西焦化	集团加速煤化工延伸，焦化资产存在注入预期			
	ST 南风	已完成重大资产重组			
潞安集团	潞安环能	省内在产主体矿存在较大注入空间	集团贫瘦煤具有喷吹、动力双用途	煤炭	-
阳煤集团	阳泉煤业	关联交易占比高，托管资产具有注入可能性	国内最大无烟煤电煤企业	煤炭、化工、煤机装备	-
	阳煤化工	剥离传统煤化工，转型煤制乙二醇			
	太化股份	剥离化工板块，转型能源管理服务企业			
同煤集团	大同煤业	集团煤炭资源丰富，资产注入想象空间较大	动力煤铁路外运优势显著	煤炭、电力	集团管理层变更
	漳泽电力	已基本完成“三供一业”改革任务			
山煤集团	山煤国际	新能源领域产业链布局、拓宽产品结构	历史包袱轻，横向延伸潜力大	煤炭、新能源	-
晋煤集团	蓝焰控股	控股股东或将变为山西燃气集团	无烟煤资源丰富，煤层气开发潜力大	煤炭、煤层气	-

资料来源：各集团债券募集说明书，各上市公司公告，光大证券研究所

5、风险分析

- 1) 煤炭需求端风险：若未来宏观经济大幅下行，将导致煤炭需求滑坡。
- 2) 煤炭供给端风险：若未来先进产能投放过快、违规超产现象严重，将在供给层面带来压力。
- 3) 政策端风险：山西国企改革、能源革命政策推进力度不及市场预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼