

公用事业、煤炭行业 2020 年度策略

功守道——找寻周期行业中的变化

增持（维持）

2019 年 11 月 23 日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

投资要点

■ **核心观点：近年来公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS：**股价的波动，既可能来自于 EPS 的变化，也可能来自于 PE 的变化，或者二者兼有。我们通过复盘 2003 年以来上证综指、中信公用、中信煤炭指数的表现，发现：1) 煤炭板块，2007 年以后，相对收益更多来自于 PE 的变化；2) 公用事业板块，2004 年至今，相对收益主要来自于 PE 的变化。因此，展望 2020 年，我们认为 PE 才是决定公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手，需重点关注有可能提振 PE 中枢的细分领域和个股，例如：高分红高股息率的水电和动力煤龙头、强周期主业转型的山西省煤炭企业、泛在电力物联网强资本开支下的电网等。

■ **有望提升 PE 中枢的细分领域一：高分红高股息率的水电和动力煤龙头：**
1) 背景分析：全球降息周期开启导致负利率现象频现，拥有固定收益的类债券资产价值愈发彰显，且中央财政缺口增加的形势下，央企集团存在提升分红比例、扩大投资规模，发挥泛财政作用的意愿。2) 现状分析：如果以港股和美股作为参照，则 A 股分红比例仍存在 10 个百分点以上的提升空间，对应分红金额约为 3424 亿元。3) 案例分析：深度复盘长江电力，固定股利政策对估值提升起到重要作用。4) 多维度选股：找寻下一个长江电力，建议关注水电行业【韶能股份】、【国投电力】和动力煤龙头【中国神华】、【陕西煤业】等。

■ **有望提升 PE 中枢的细分领域二：强周期主业转型的山西省煤炭企业：**我们梳理了山西省能源转型的全进程：2017 年拉开序幕—2018 年有序推进—2019 决胜年，伴随着：1) 七大煤炭集团核心人事调整完成，解决了管理层“想不想”改的问题；2) 开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决了股东层面“能不能”改的问题；3) 通过一系列政策发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决了顶层设计“可以不可以”改的问题，三大痛点逐一解决，山西能源转型有望取得实质性突破，重点推荐【山煤国际】，建议关注【美锦能源】、【潞安环能】等。

■ **有望提升 PE 中枢的细分领域三：泛在电力物联网强资本开支下的电网：**我国电网投资经历了传统电网建设周期（2001-2008 年）、智能电网以及特高压建设周期（2009-2018 年），电网基本建设投资完成额 CAGR 为 11.27%；复盘这两轮电网建设的超级周期和龙头公司表现，从资本开支-订单落地-业绩释放逻辑清晰兑现。伴随着 2019 年“泛在电力物联网”提出，我们预计将复制前两轮国网资本开支的过程，到 2024 年国网信息化市场空间有望达到 655.82 亿元，相比 2019 年提升 271.29%，建议关注国网信通集团拟将核心资产注入的【岷江水电】。

■ **风险提示：**宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、上网电价受到政策影响持续下降等

行业走势



相关研究

1、《蒙华铁路研究专题：北煤南送大动脉预计年内通车，终端电厂+上游煤企有望显著获益》

2019-04-08

2、《煤炭行业研究专题：百年未有之大变局——国企改革的新环境、新变化和预期差》

2019-06-16

3、《国投电力（600886）：水火并济、攻守兼具的稀缺核心资产》

2019-07-17

4、《山煤国际（600546）：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》

2019-09-03

5、《公用事业研究专题：国际降息周期开启+国内央企存在投资意愿，高分红高股息率标的值得重点关注》

2019-09-16

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600546	山煤国际	132	6.67	0.51	0.69	0.87	13	10	8	买入
000601	韶能股份	68	6.31	0.55	0.68	0.76	11	9	8	买入
601225	陕西煤业	829	8.29	1.14	1.17	1.21	7	7	7	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所（收盘价选取的是 2019 年 11 月 22 日）

内容目录

1. 核心观点：近年来公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS	5
1.1. 复盘煤炭板块历史表现：2007 年至今，相对收益更多来自于 PE 的变化.....	5
1.2. 复盘公用事业历史表现：2004 年至今，相对收益主要来自于 PE 的变化.....	7
1.3. 核心观点：PE 才是决定相对收益的关键，重点关注可提升 PE 的细分领域.....	8
2. 重点关注有望提升 PE 中枢的细分领域一：高分红高股息率的水电和动力煤龙头.....	8
2.1. 背景分析：为什么在这个时点重点提示高分红公司的机会？	8
2.2. 现状分析：A 股分红的国际比较及行业特征，提升空间仍然广阔	13
2.3. 案例分析：深度复盘长江电力，固定股利政策对估值提升起到重要作用	17
2.4. 多维度选股：找寻下一个长江电力，建议关注水电行业和动力煤龙头	20
3. 重点关注有望提升 PE 中枢的细分领域二：强周期主业转型的山西省煤炭企业.....	24
3.1. 2017-2019 年山西省能源转型和国改进程全梳理：从拉开序幕到决胜年.....	24
3.2. 边际条件显著改善，阻碍能源转型的关键因素正在一一解决	27
3.3. 七大煤炭集团资产梳理，总体来看资产负债率较高、证券化率较低	29
3.4. 重点推荐【山煤国际】，建议关注积极转型的【潞安环能】、【大同煤业】等	40
4. 重点关注有望提升 PE 中枢的细分领域三：泛在电力物联网强资本开支下的电网.....	42
4.1. 国网提出“泛在电力物联网”概念，建设目标为 2021 年初步建成.....	42
4.2. 复盘国网过去两轮资本开支的扩张过程，投资-订单-业绩逻辑清晰兑现.....	45
4.3. 类比过往预计订单招标高峰将至，【岷江水电】等国网系资产将显著获益	47
5. 风险提示	49

图表目录

图 1: 2003-2019 年上证综指、中信煤炭、中信公用指数的走势情况	6
图 2: 2003-2019 年上证综指、中信煤炭、中信公用指数 PE 的变化	6
图 3: 2003-2019 年中信煤炭、中信公用板块分季度的 EPS	6
图 4: 2003-2019 年中信煤炭、中信公用板块分季度的 EPS 增长率情况	7
图 5: 美国 30 年期国债收益率首次降到了 2% 以下	9
图 6: 财政部表示, 2019 年减税降费规模有望达到 2 万亿	10
图 7: 2016-2018 年中央财政赤字及赤字率情况 (万亿元)	11
图 8: 2016-2018 年财政收支缺口及真实赤字率 (万亿元)	11
图 9: 2018 年央企和地方国企经营情况 (万亿元)	13
图 10: 2016-2018 中央企业经营情况 (万亿元)	13
图 11: 近年来 A 股现金分红公司占比公司总数为 70% 以上	14
图 12: 前十大分红公司分红总额占比不断下降	14
图 13: 2015 年以来 A 股公司分红比例显示出提升趋势	14
图 14: 2015 年以来 A 股公司股息率逐步提升	14
图 15: 2018 年 A 股分行业上市公司分红数量及占比 (%)	15
图 16: 2018 年 A 股分行业上市公司分红比例及股息率 (%)	15
图 17: 参照港股和美股, A 股分红提升空间还有 3424 亿以上	16
图 18: 2003-2018 年公司的营收和净利润情况 (亿元)	17
图 19: 2003-2018 年公司的盈利能力 (ROE 为右轴, %)	17
图 20: 2004-2019 年长江电力股价走势和相比上证综指的超额收益情况	18
图 21: 2004-2019 年长江电力单季度 EPS 及同比增速情况	19
图 22: 2004-2019 年 10 年期国债收益率和美国 30 年期国债收益率的走势 (%)	20
图 23: 山西省国企的资产负债率和流动比率 (%)	25
图 24: 山西省国企职工人数及占比 (百万人)	25
图 25: 2014-2018 年山煤集团的营收情况 (亿元)	29
图 26: 2014-2018 年山煤集团的归母净利润情况 (亿元)	29
图 27: 2014-2018 年山煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	29
图 28: 2014-2018 年山煤集团的资产负债率情况	29
图 29: 2014-2018 年阳煤集团的营收情况 (亿元)	31
图 30: 2014-2018 年阳煤集团的归母净利润情况 (亿元)	31
图 31: 2014-2018 年阳煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	31
图 32: 2014-2018 年阳煤集团的资产负债率情况	31
图 33: 2014-2018 年潞安集团的营收情况 (亿元)	33
图 34: 2014-2018 年潞安集团的归母净利润情况 (亿元)	33
图 35: 2014-2018 年潞安集团盈利情况 (毛利率左轴)	33
图 36: 2014-2018 年潞安集团的资产负债率情况	33
图 37: 2014-2018 年同煤集团的营收情况 (亿元)	35
图 38: 2014-2018 年同煤集团的归母净利润情况 (亿元)	35
图 39: 2014-2018 年同煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	35
图 40: 2014-2018 年同煤集团的资产负债率情况	35
图 41: 2014-2018 年焦煤集团的营收情况 (亿元)	37

图 42: 2014-2018 年焦煤集团的归母净利润情况 (亿元)	37
图 43: 2014-2018 年焦煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	37
图 44: 2014-2018 年焦煤集团的资产负债率情况	37
图 45: 2014-2018 年晋煤集团的营收情况 (亿元)	38
图 46: 2014-2018 年晋煤集团的归母净利润情况 (亿元)	38
图 47: 2014-2018 年晋煤集团盈利情况 (毛利率左轴)	39
图 48: 2014-2018 年晋煤集团的资产负债率情况	39
图 49: 2014-2018 年晋能集团的营收情况 (亿元)	39
图 50: 2014-2018 年晋能集团的归母净利润情况 (亿元)	39
图 51: 2014-2018 年晋能集团盈利情况 (毛利率左轴)	40
图 52: 2014-2018 年晋能集团的资产负债率情况	40
图 53: 2001-2018 年国网的建设投资规模 (亿元)	43
图 54: 2009-2018 年全社会用电量及增速情况 (亿度)	43
图 55: 泛在电力物联网的含义及内容	43
图 56: 国网建设“泛在电力物联网”已具备相当的技术积累	44
图 57: 2001-2008 年, 国网资产负债率不断上升 (亿元)	45
图 58: 2009-2018 年, 国网资产负债率不断下降 (亿元)	45
图 59: 2010-2018 年我国特高压线路建设长度 (万公里)	45
图 60: 2010-2019 年我国特高压线路建设开工数量 (条)	45
图 61: 2003-2008 年国电南瑞的经营情况 (亿元)	46
图 62: 2009-2018 年国电南瑞的经营情况 (亿元)	46
图 63: 2003-2008 年国电南瑞的市盈率情况	47
图 64: 2009-2018 年国电南瑞的订单情况 (亿元)	47
图 65: 2017、2018 年国网信息化的市场空间 (亿元)	48
图 66: 预计 2019-2024 年国网信息化的空间 (亿元)	48
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 2019 年以来部分国家央行降息情况	9
表 3: 2003-2018 年公司的分红情况	17
表 4: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均 ROE 排名前十的公司 (%)	20
表 5: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均净利润同比增速排名前十的公司 (%)	21
表 6: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均现金分红比例排名前十的公司 (%)	21
表 7: 公用事业和煤炭行业中, 近三年平均股息率排名前十的公司 (%)	22
表 8: 公用事业和煤炭行业中, 近三年留存收益占比市值排名前十的公司	23
表 9: 公用事业和煤炭行业中的建议关注标的 (%)	23
表 10: 王一新副省长在山西省国资监管工作会议上讲话中提出的 14 个问题	24
表 11: 山西省属 24 家国企中 20 家是国有独资	25
表 12: 截至 2019 年 6 月, 七大煤炭集团核心人事职务均有调整	27
表 13: 山煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览 (单位: 万吨、万吨/年、%)	30
表 14: 阳煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览	31
表 15: 潞安集团及上市公司持有在产煤矿资源一览	33
表 16: 同煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览	35
表 17: 焦煤集团及上市公司原煤生产情况	37

1. 核心观点:近年来公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS

股价=EPS*PE, 因此股价的波动, 既可能来自于 EPS 的变化, 也可能来自于 PE 的变化, 或者二者兼有。我们通过复盘 2003 年以来上证综指、中信公用、中信煤炭指数的表现, 可以发现: 1) 煤炭板块, 2004-2005 年相对收益既来自于 EPS 的增长, 也来自于 PE 的提升; 2007 年以后, 相对收益更多来自于 PE 的变化; 2) 公用事业板块, 2004 年至今, 相对收益均主要来自于 PE 的变化。因此, 展望 2020 年, 我们提出核心观点: **PE 才是决定公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手, 需重点关注有可能提振 PE 中枢的细分领域和个股, 例如: 高分红高股息率的水电和动力煤龙头、强周期主业转型的山西省煤炭企业、泛在电力物联网强资本开支下的电网等。**

1.1. 复盘煤炭板块历史表现: 2007 年至今, 相对收益更多来自于 PE 的变化

1) **2004 年 1 月-2005 年 6 月**: 中信煤炭指数相对上证综指超额收益明显, 区间内超额收益最高达到 72.26%; 同期内, 中信煤炭指数的 PE 相对上证综指涨幅比较明显, 区间内 PE 相对最高涨幅达到 75.96%; 而 2004Q1-2005Q2 这 6 个季度的单季度 EPS 同比增速分别为 43.43%、108.12%、140.66%、133.33%、99.47%、27.08%, 因此我们认为, **该阶段的超额收益既来自于 EPS 的增长, 也来自于 PE 的提升。**

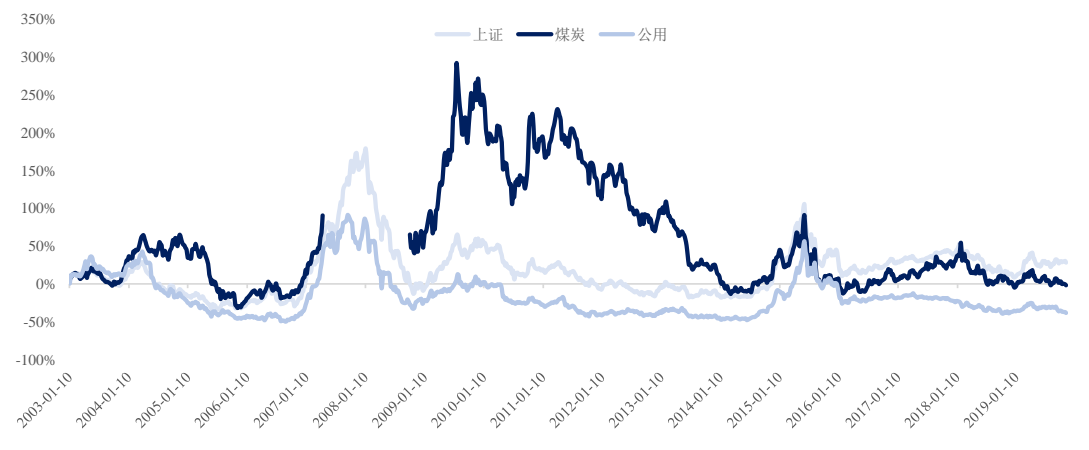
2) **2007 年 6 月-2013 年 6 月**: 中信煤炭指数相对上证综指超额收益明显, 区间内超额收益最高达到 475.03%; 同期内, 中信煤炭指数的 PE 表现仍然优于上证综指, 但是涨幅远远小于超额收益, 区间内 PE 相对最高涨幅为 188.51%; 而 2007Q3-2013Q2 长达 24 个季度中, EPS 同比波动幅度为-49.84%-130.88%。由于在 2007 年 6 月-2013 年 6 月, 中信煤炭指数 EPS 同比的变化是涨跌互现的, 而 PE 的涨幅一直高于上证综指的涨幅, **所以我们认为该阶段的超额收益更多来自于 PE 的提升。**

3) **2015 年 1 月-2017 年 12 月**: 中信煤炭指数相对上证综指超额收益为负值, 区间内超额收益最大负值为-39.04%; 同期内, 中信煤炭指数的 PE 表现仍然优于上证综指, 但是相对涨幅先上升、后下降; 而 2015Q1-2017Q4 这 12 个季度的 EPS 波动较大, 同比增速变化幅度为-242.73%-500.65%。由于区间内 EPS 的波动较为剧烈, 而相对收益始终为负值, **所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化。**

4) **2018 年 1 月至今**: 中信煤炭指数相对上证综指超额收益为负值, 区间内超额收益最大负值为-30.79%; 同期内, 中信煤炭指数的 PE 表现仍然优于上证综指, 但是相对涨幅一直在下降, 从 2018 年 1 月的 21.34%下降至 2019 年 11 月的 5.05%; 而 2018Q1-2019Q3 这 7 个季度的 EPS 同比增速, 除了在 2018Q4 出现下滑(-14.44%)以

外，其他所有季度同比增速均为正值。由于区间内 EPS 同比增速一直为正，而相对收益始终为负值，所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化。

图 1：2003-2019 年上证综指、中信煤炭、中信公用指数的走势情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

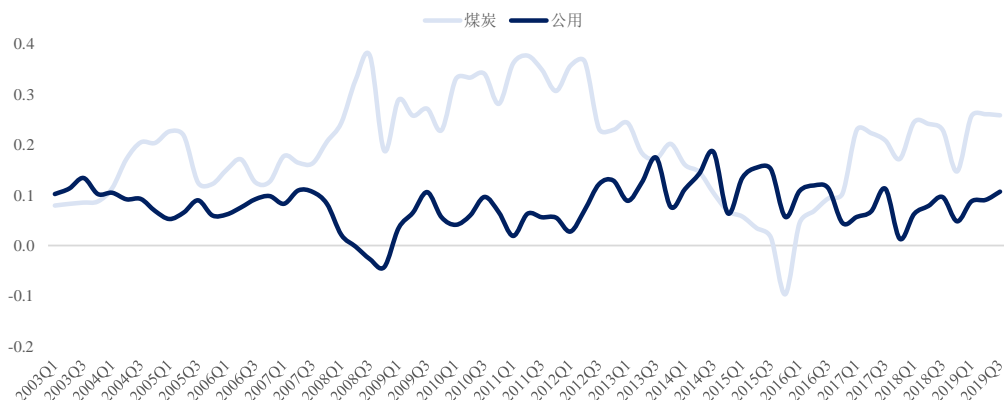
图 2：2003-2019 年上证综指、中信煤炭、中信公用指数 PE 的变化



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 3：2003-2019 年中信煤炭、中信公用板块分季度的 EPS





数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 4：2003-2019 年中信煤炭、中信公用板块分季度的 EPS 增长率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 复盘公用事业历史表现：2004 年至今，相对收益主要来自于 PE 的变化

1) **2004 年 1 月-2004 年 6 月**：中信公用指数相对上证综指超额收益明显，区间内超额收益最高达到 15.37%；同期内，中信煤炭指数的 PE 相对上证综指涨幅比较明显，区间内 PE 相对最高涨幅达到 55.68%；而 2004Q1、Q2 的单季度 EPS 同比增速分别为 2.46%、-18.95%。由于区间内 EPS 同比增速先上升、后下降，而相对收益始终为正值，**所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化。**

2) **2004 年 7 月-2007 年 6 月**：中信公用指数相对上证综指超额收益为负值，区间内超额收益最大负值为-39.49%；同期内，中信公用指数的 PE 表现仍然优于上证综指，但是相对涨幅先下降、后上升；而 2004Q3-2007Q2 这 12 个季度的 EPS 同比增速先下降、后上升，波动区间为-50.14%-65.25%。由于区间内 EPS 的波动较为剧烈，而相对收益始终为负值，**所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化。**

3) **2007年7月-2015年6月**: 中信公用指数相对上证综指超额收益为负值, 区间内超额收益最大负值为-119.05%; 同期内, 中信公用指数的 PE 表现仍然优于上证综指, 但是相对涨幅先上升、后下降; 而 2007Q3-2015Q2 这 32 个季度的 EPS 波动较大, 同比增速变化幅度为-2250.00%-227.51%。由于区间内 EPS 的波动较为剧烈, 而相对收益始终为负值, **所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化。**

4) **2015年7月至今**: 中信公用指数相对上证综指超额收益为负值, 区间内超额收益最大负值为-78.06%; 同期内, 中信公用指数的 PE 表现仍然优于上证综指, 但是相对涨幅先下降、后上升; 而 2015 年 Q3 至今 17 个季度的 EPS 同比增速先下降、后上升, 波动区间为-71.59%-278.40%。由于区间内 EPS 的波动较为剧烈, 而相对收益始终为负值, **所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化。**

1.3. 核心观点: PE 才是决定相对收益的关键, 重点关注可提升 PE 的细分领域

根据我们在前文中的介绍, 对于公用事业和煤炭行业来说, 尽管 EPS 的变化也会造成股价的波动, 但是相对收益更多还是受到 PE 的影响, 而这个也与 2018 年的煤炭板块、2019 年的火电板块 (均是 EPS 有显著增长, 但是相对上证综指收益为负) 表现相符。因此, 展望 2020 年, 我们的核心观点是: **PE 才是决定公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手, 因此需重点关注有可能提振 PE 中枢的细分领域和个股, 例如: 高分红高股息率的水电和动力煤龙头、强周期主业转型的山西省煤炭企业、泛在电力物联网强资本开支下的电网。**

2. 重点关注有望提升 PE 中枢的细分领域一: 高分红高股息率的水电和动力煤龙头

1) 背景分析: 全球降息周期开启导致负利率现象频现, 拥有固定收益的类债券资产价值愈发彰显, 且中央财政缺口增加的形势下, 央企集团存在提升分红比例、扩大投资规模, 发挥泛财政作用的意愿。2) 现状分析: 如果以港股和美股作为参照, 则 A 股分红比例仍存在 10 个百分点以上的提升空间, 对应分红金额约为 3424 亿元。3) 案例分析: 深度复盘长江电力, 固定股利政策对估值提升起到重要作用。4) 多维度选股: 找寻下一个长江电力, 建议关注水电行业【韶能股份】、【国投电力】和动力煤龙头【中国神华】、【陕西煤业】等。

2.1. 背景分析: 为什么在这个时点重点提示高分红公司的机会?

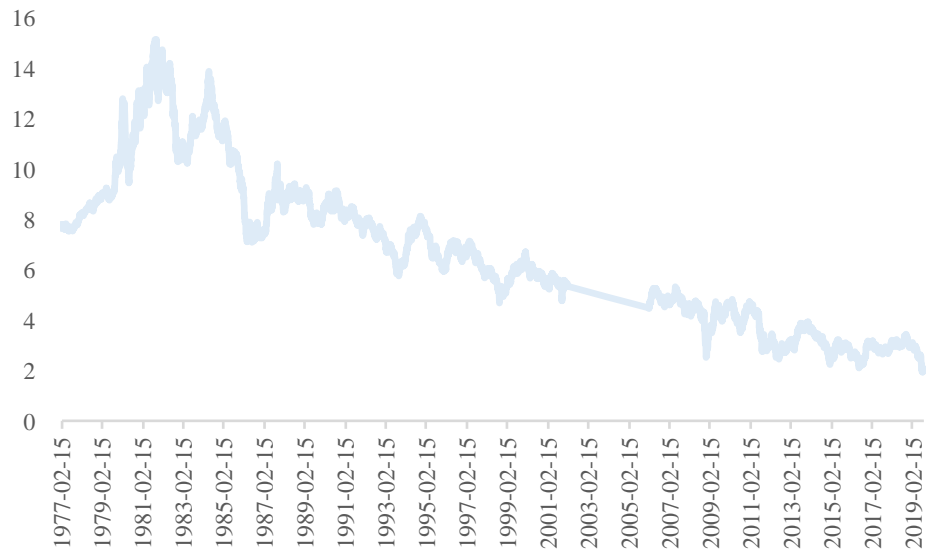
背景分析一：全球降息周期下频现负利率，类债券资产吸引力彰显。2019年2月以来，印度、埃及、马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚等国央行纷纷宣布降息，根据陆宝投资的统计数据显示，截至2019年9月初，全球38家央行在年内合计发生降息32次，其中8月份单月发生17次降息，**全球央行的降息周期可能已经开启**。伴随着降息周期的出现，低利率甚至负利率在全球范围内成为金融市场关注的焦点，根据德意志银行首席国际经济学家托尔斯滕斯洛克的统计，目前全球约有15万亿美元的负收益债券（债券规模总计约115万亿美元，其中负收益占比为13.04%），而在五年前负收益债券的规模是0；将美国剔除后，世界上其他国家合计约有45%的债券收益率为负；今年8月份，**美国30年期国债收益率降到了2%以下（9月7日最新为2.02%），是有记录以来第一次**；美国以外，丹麦的第三大银行提供利率为-0.5%的10年期房贷，另一家银行则提供零利率20年期房贷。在全球降息周期推动利率不断下行的趋势下，**拥有固定收益的类债券资产价值愈发彰显**。

表2：2019年以来部分国家央行降息情况

国家	时间	降息政策
韩国	7月18日	基准利率自1.75%下调至1.5%，为2016年6月以来首次降息
马来西亚	5月7日	隔夜利率自3.25%下调至3%，为2016年7月以来首次降息
菲律宾	5月9日	关键利率下调25个基点至4.5%，为其2016年以来首次降息
印度	2月7日，4月4日，6月6日	再回购利率自6.25%下调至5.5%，连续降息三次，为2017年8月以来首度开启降息
南非	7月18日	再回购利率自6.75%下调至6.5%，上一次降息是在2018年3月
俄罗斯	6月14日	关键利率自7.75%下调至7.5%，上一次降息是在2018年3月
澳大利亚	6月4日，7月2日	隔夜利率自1.5%下调至1%，连续降息两次，为2016年8月以来首度降息
新西兰	5月8日	基准利率自1.75%下调至1.5%，为2016年11月以来首次降息
冰岛	5月22日，6月26日	基准利率自4.25%下调至3.75%，连续降息两次，为2017年10月以来首度降息
乌克兰	4月26日，7月18日	贴现利率自18%下调至17%，降息两次，为2017年5月以来首度降息
智利	6月7日	隔夜利率自3%下调至2.5%，为2017年7月以来首次降息

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：美国30年期国债收益率首次降到了2%以下（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

背景分析二：国内减税降费+财政赤字受限，政府收支缺口逐年扩大。一方面，减税降费意味着政府收入端减少 2 万亿。2019 年 3 月，财政部部长刘昆在十三届全国人大二次会议记者会上表示，减税降费是今年积极财政政策的头等大事，今年将减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元，其中减税约占 7 成，在减税份额里又以增值税降率为主体。

1) **深化增值税改革措施，合计减税降费规模将超 1 万亿元**：一是降低税率。将制造业等行业 16% 增值税税率降至 13%，交通运输和建筑等行业 10% 增值税税率降至 9%。二是进一步扩大抵扣范围。将国内旅客运输服务纳入抵扣，将不动产由分两年抵扣改为一次性全额抵扣。三是全面试行期末留抵退税，在去年部分行业试行的基础上，今年将留抵退税扩大到全行业。四是对生产、生活性服务业进项税额加计抵减。对主营业务为邮政、电信、现代服务和生活服务业的纳税人，按进项税额加计 10% 抵减应纳税额。

2) **全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元**：2019 年 4 月，国务院办公厅印发《降低社会保险费率综合方案》，随后，人社部、财政部、税务总局、国家医保局四部门负责人就《方案》相关问题答记者问，表示《方案》实施到位后，预计 2019 年全年可减轻社保缴费负担 3000 多亿元。

图 6：财政部表示，2019 年减税降费规模有望达到 2 万亿

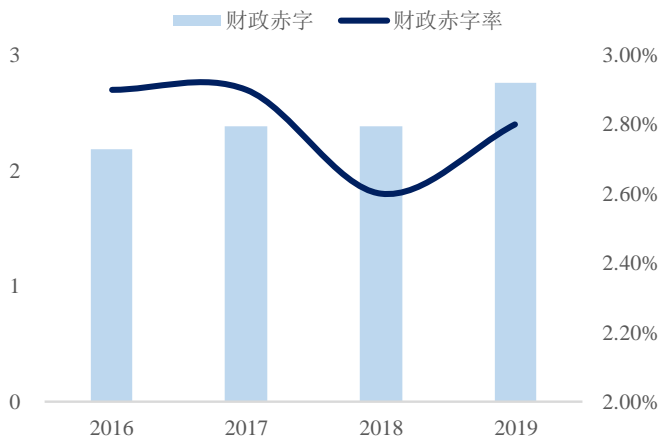


数据来源：新华网、东吴证券研究所

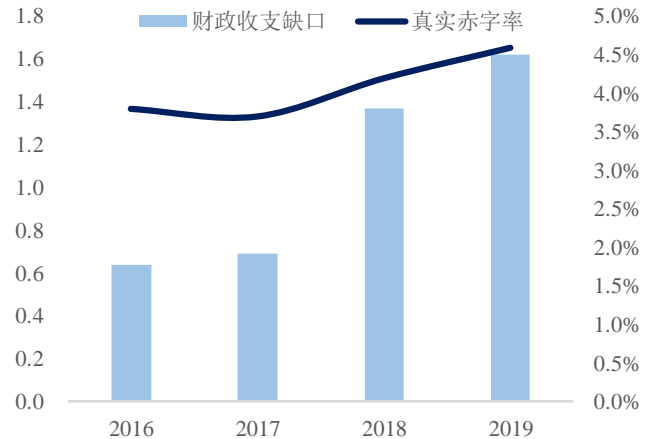
另一方面，财政赤字仅提升0.2个百分点意味着收支缺口为1.62万亿。根据我们在前文中所述，对于政府来说，减税降费意味着收入端减少2万亿；而支出端主要由一般公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育出、节能环保出、城乡社区八项构成，相对刚性，同时考虑到外部经济形势的不确定性，2019年政府支出有可能进一步增加。政府支出减去政府收入为财政赤字，根据《2019年国务院政府工作报告》，2019年财政赤字率拟按2.8%安排，比2018年预算高0.2个百分点，对应资金规模为0.38万亿。因此，我们可以推算出，2019年将财政赤字考虑在内后，政府收支缺口为1.62万亿左右。

图 7：2016-2018 年中央财政赤字及赤字率情况（万亿元）

图 8：2016-2018 年财政收支缺口及真实赤字率（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所



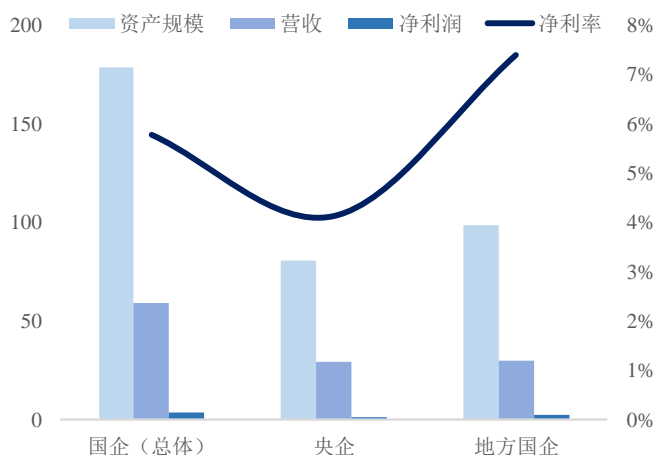
数据来源：Wind、东吴证券研究所

根据财政部的公开数据，2016年，全国一般公共预算收入为15.96万亿、一般公共预算支出为18.78万亿、财政赤字为2.18万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为0.64万亿，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为3.8%**；2017年，全国一般公共预算收入为17.26万亿、一般公共预算支出为20.33万亿、财政赤字为2.38万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为0.69万亿，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为3.7%**；2018年，全国一般公共预算收入为18.34万亿、一般公共预算支出为22.09万亿、财政赤字为2.38万亿，将财政赤字纳入考虑后财政收支缺口为1.37万亿，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率为4.2%**。假设2019年GDP增速为6.5%，则根据我们前文中的测算，2019年将财政赤字考虑在内后，政府收支缺口为1.62万亿左右，**将财政收支缺口纳入计算后真实赤字率约为4.6%**，由此可见，2016-2019年财政收支缺口和真实赤字率都在稳步上升。随着收支缺口规模不断扩大，预计未来中央财政储备资金的消耗将日趋严重，盘活存量国有资产、发挥央企集团的泛财政功能将成为弥补政府收支缺口的必要途径。

股东诉求：央企集团发挥泛财政作用，经济下行时存在显著投资意愿。2019年初，财政部发布2018年国企经营情况，截至2018年年末，我国国企资产总额合计178.75万亿，2018年全年实现营收总额58.75万亿、净利润3.39万亿、净利率为5.77%；其中，央企资产总额合计80.34万亿，2018年全年实现营收总额29.1万亿、净利润1.2万亿、净利率为4.12%；地方国企资产总额合计98.41万亿，2018年全年实现营收总额29.65万亿、净利润2.19万亿、净利率为7.39%。国企分红方面，1) 2017年非金融企业股息收入为286.66亿元，分红比例为15.72%；实际纳入一般公共预算的资金为257.00亿元，分红比例为14.09%；2) 中央国有金融企业股息收入为4046.00亿元，分红比例为28.90%（《国务院关于2017年度金融企业国有资产的专项报告》）；由于金融企业没有纳入国有资本经营预算，因此没有办法计算实际纳入一般公共预算的金额。3) 地方国有金融企业数据未披露。而根据2013年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的

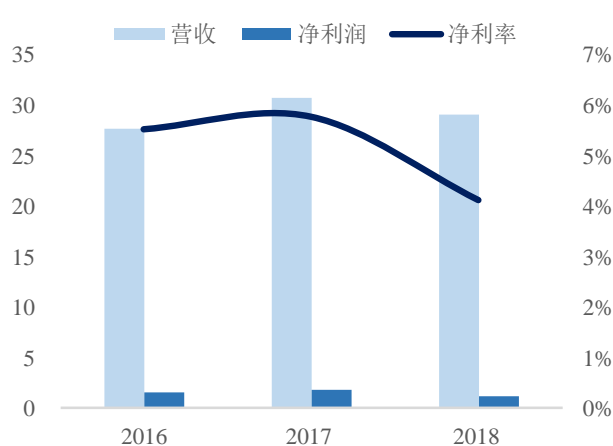
要求，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020 年提到 30%，更多用于保障和改善民生。因此，对于央企集团来说，无论是基于在财政扩张力度有限的形势下发挥泛财政作用，还是基于完成《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》30%上缴比例的要求，均存在提升分红比例、扩大投资规模的意愿。

图 9：2018 年央企和地方国企经营情况（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 10：2016-2018 中央企业经营情况（万亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

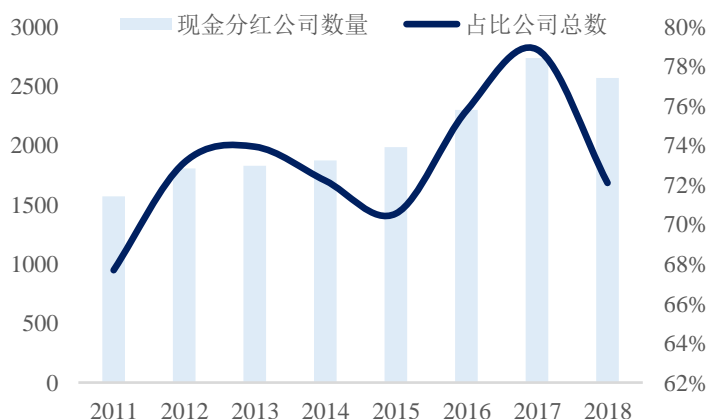
2.2. 现状分析：A 股分红的国际比较及行业特征，提升空间仍然广阔

A 股分红的现状：数量增加、集中度下降，分红比例和股息率逐年提升。 1) **现金分红公司数量占比公司总数为 70% 以上**：2011-2018 年，A 股上市公司中进行现金分红的公司数量从 1570 家增长至 2572 家，占比 A 股公司总数从 67.67% 提升至 72.11%，尤其是 2012 年以来，进行现金分红的公司数量占比一直在 70% 以上，其中连续三年进行现金分红的公司总数为 1921 家，占比公司总数为 53.85%。

2) **随着分红公司数量增多，分红集中度有所下降**：2011-2018 年，A 股上市公司现金分红总额从 0.60 万亿增长至 1.23 万亿，涨幅为 104.48%；同期分红金额最高的前十大公司分红总额占比从 57.75% 逐步下降至 37.48%，因此随着分红公司数量增多、分红金额增加，分红的集中度有所下降。

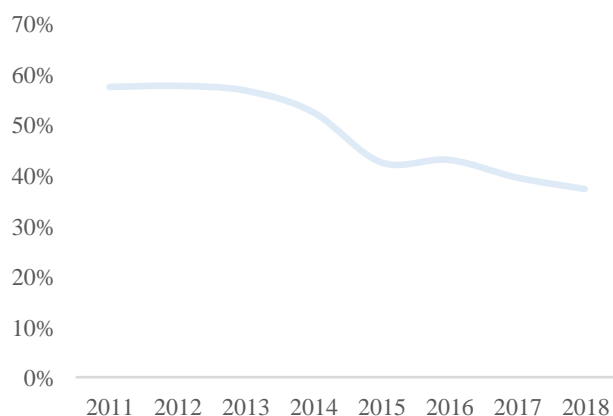
3) **2015 年以来分红比例和股息率逐年提升**：2011-2018 年，A 股上市公司分红比例从 29.19% 上升至 35.92%，尤其是 2014 年以来分红比例逐年上升；股息率方面，2011-2018 年呈现出先下降、后上升的态势，主要是由于 2014-2016 年 A 股整体估值较高，因此阶段性拉低了股息率，从 2015 年开始，股息率重拾上升趋势，从 1.44% 逐步上升至 2018 年的 2.47%。

图 11: 近年来 A 股现金分红公司占比公司总数为 70% 以上



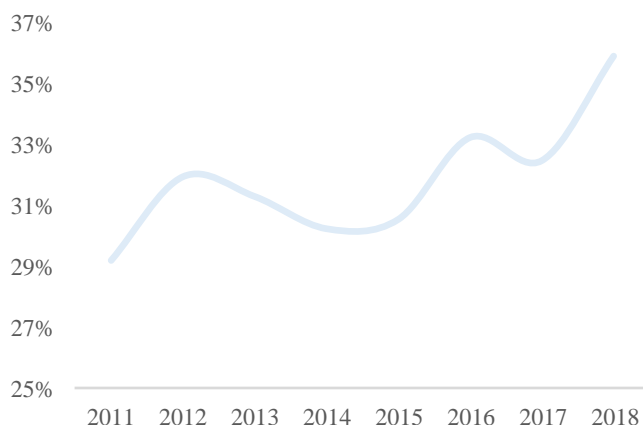
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 12: 前十大分红公司分红总额占比不断下降



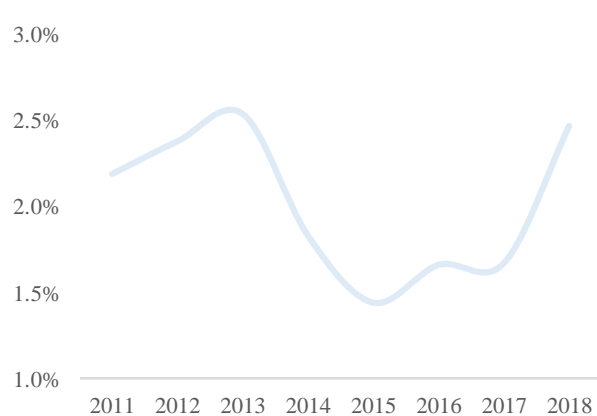
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 13: 2015 年以来 A 股公司分红比例显示出提升趋势



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 14: 2015 年以来 A 股公司股息率逐步提升



数据来源: Wind、东吴证券研究所

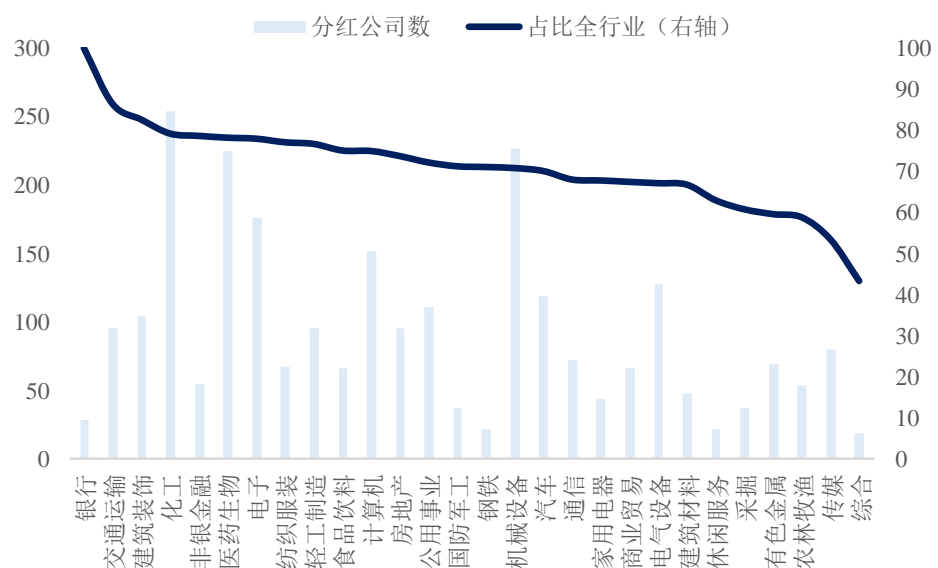
A 股分红的行业特征: 现金流稳健的成熟行业拥有更高分红比例和股息率。 1) **分红公司数量占比最高的十大行业:** 分别是银行 (28 家公司分红, 占比行业 100%)、交通运输 (95 家公司分红, 占比行业 86.36%)、建筑装饰 (104 家公司分红, 占比行业 82.54%)、化工 (254 家公司分红, 占比行业 79.13%)、非银金融 (55 家公司分红, 占比行业 78.57%)、医药生物 (225 家公司分红, 占比行业 78.13%)、电子 (176 家公司分红, 占比行业 77.88%)、纺织服装 (67 家公司分红, 占比行业 77.01%)、轻工制造 (95 家公司分红, 占比行业 76.61%)、食品饮料 (66 家公司分红, 占比行业 75.00%)。

2) **分红金额最高的十大行业:** 分别是银行 (4184.46 亿元)、化工 (919.44 亿元)、非银金融 (802.99 亿元)、房地产 (666.74 亿元)、采掘 (654.66 亿元)、食品饮料 (590.28 亿元)、汽车 (455.09 亿元)、公用事业 (441.31 亿元)、交通运输 (376.18 亿元)、医药生物 (363.93 亿元)。

3) **分红比例最高的十大行业**：分别是食品饮料（57.24%）、纺织服装（54.00%）、化工（49.26%）、家用电器（47.76%）、采掘（43.24%）、公用事业（43.10%）、农林牧渔（41.60%）、汽车（40.00%）、机械设备（37.62%）、非银金融（33.16%）。

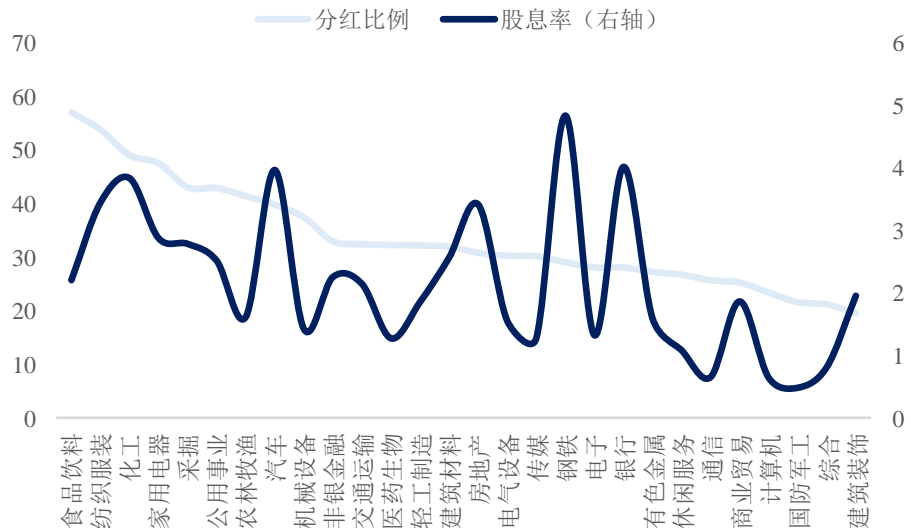
4) **股息率最高的十大行业**：分别是钢铁（4.84%）、银行（4.02%）、汽车（3.97%）、化工（3.84%）、纺织服装（3.45%）、房地产（3.42%）、家用电器（2.88%）、采掘（2.79%）、建筑材料（2.57%）、公用事业（2.52%）。因此，我们可以发现，分红比例较高的行业往往具有商业模式发展成熟、市场竞争格局稳定、现金流状况稳健等特点，而股息率较高的行业除了拥有以上这些特点之外，往往估值偏低。

图 15：2018 年 A 股分行业上市公司分红数量及占比（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

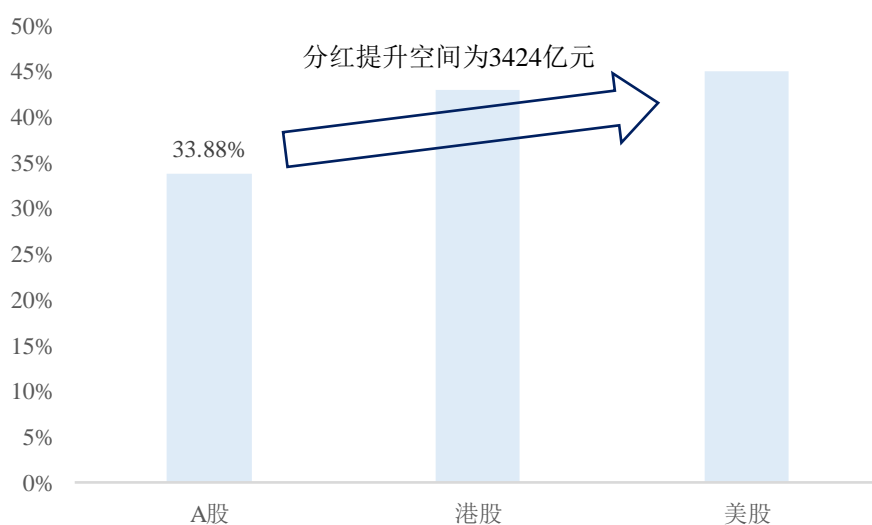
图 16：2018 年 A 股分行业上市公司分红比例及股息率（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

A股分红的国际比较：参照港股和美股，分红提升空间还有3424亿以上。我们在前文中已经介绍，2016-2018年，A股上市公司的分红比例分别为33.24%、32.48%、35.92%，近三年的平均分红比例为33.88%；港股为41.76%、45.88%、41.34%，近三年的平均分红比例为42.99%；美股近三年的平均分红比例约为45%以上，因此如果以港股和美股作为参照，则A股分红比例仍存在10个百分点以上的提升空间，对应分红金额约为3424亿元。

图 17：参照港股和美股，A股分红提升空间还有3424亿以上



数据来源：Wind、东吴证券研究所

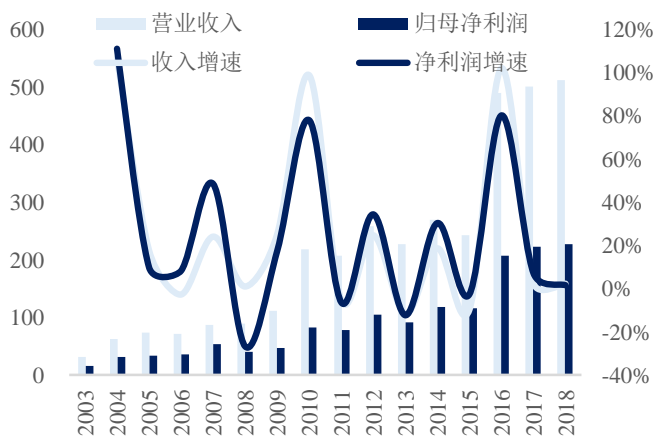
2.3. 案例分析：深度复盘长江电力，固定股利政策对估值提升起到重要作用

公司简介：全球水电龙头，高分红高股息率的价值投资标杆。公司于2002年9月经国务院批准、由中国长江三峡集团有限公司发起设立，2003年11月在上交所挂牌上市，主营业务为水力发电、配售电以及海外电站运营、管理、咨询及投融资，目前拥有三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝四座电站的全部发电资产。截至2019年上半年，公司拥有水电装机82台，其中单机70万千瓦及以上级巨型机组58台，占世界同容量级别水电机组半数以上；自有装机容量4549.5万千瓦，是中国最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司。

盈利能力：2003-2018年，公司营收规模从29.86亿增长至512.14亿，CAGR为19.44%；归母净利润规模从14.38亿增长至226.11亿，CAGR为18.79%；自上市以来，公司毛利率水平一直维持在60%左右，近五年的平均毛利率为61.49%；净利率水平一直维持在40%以上，近五年的平均净利率为44.58%；2010年以来公司的ROE一直在10%以上，近五年的平均ROE为15.91%。

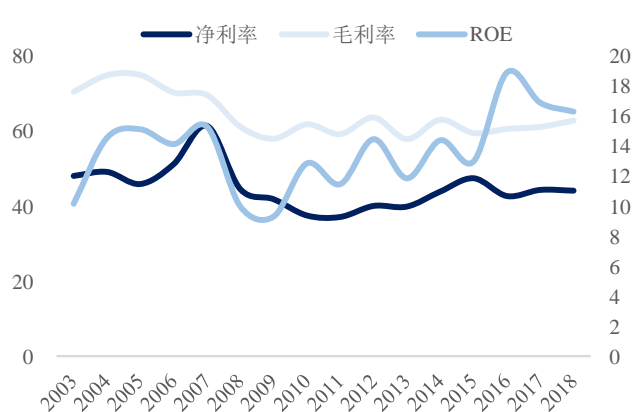
分红派息：2003-2015年公司平均分红比例为59.59%，2016年公司收购川云公司时承诺：1) 2016-2020年按照每股不低于0.65元现金分红；2) 2021-2025年按照不低于当年净利润70%的规模现金分红，2016-2018年公司每股发放股利分别为0.71、0.68、0.68元，分红比例分别为75.49%、67.20%、66.16%，股息率分别为3.89%、3.65%、3.65%。

图 18：2003-2018 年公司的营收和净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 19：2003-2018 年公司的盈利能力（ROE 为右轴，%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 3：2003-2018 年公司的分红情况

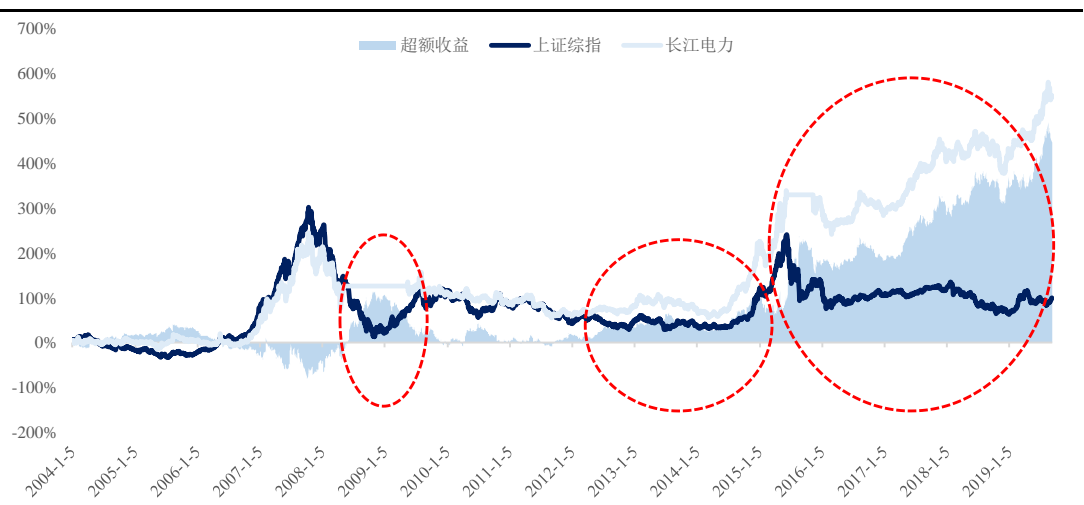
年度	每股股利（元）	现金分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	分红比例
2003	0.09	7.07	14.38	49.18%
2004	0.21	16.5	30.39	54.29%

2005	0.36	29.14	33.39	87.29%
2006	0.27	22.15	36.15	61.26%
2007	0.3	27.94	53.72	52.00%
2008	0.22	20.32	39.3	51.69%
2009	0.37	40.73	46.17	88.21%
2010	0.26	42.21	82.25	51.31%
2011	0.25	42.01	77	54.56%
2012	0.33	54.71	103.52	52.85%
2013	0.28	46.27	90.71	51.01%
2014	0.38	62.55	118.3	52.88%
2015	0.36	78.53	115.2	68.17%
2016	0.71	156.88	207.81	75.49%
2017	0.68	149.6	222.61	67.20%
2018	0.68	149.6	226.11	66.16%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

深度复盘：超额收益 2015 年以前来自于 EPS、2015 年以后来自于估值提升。我们将长江电力从 2004 年 1 月以来的股价走势与上证综指作对比，可以发现公司股价的超额收益主要体现在 3 个阶段：1) 2008 年 6 月-2009 年 5 月，上证综指累计下跌 20.56%、公司停牌，期间累计超额收益为 20.55%、最大超额收益为 105.74%。2) 2012 年 5 月-2015 年 4 月，上证综指累计上涨 58.20%、公司股价累计上涨 86.58%，期间累计超额收益为 28.38%、最大超额收益为 104.90%。3) 2015 年 6 月至今，上证综指累计下跌 40.33%、公司股价累计上涨 51.56%，期间累计超额收益为 91.89%、最大超额收益为 490.42%。

图 20：2004-2019 年长江电力股价走势和相比上证综指的超额收益情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

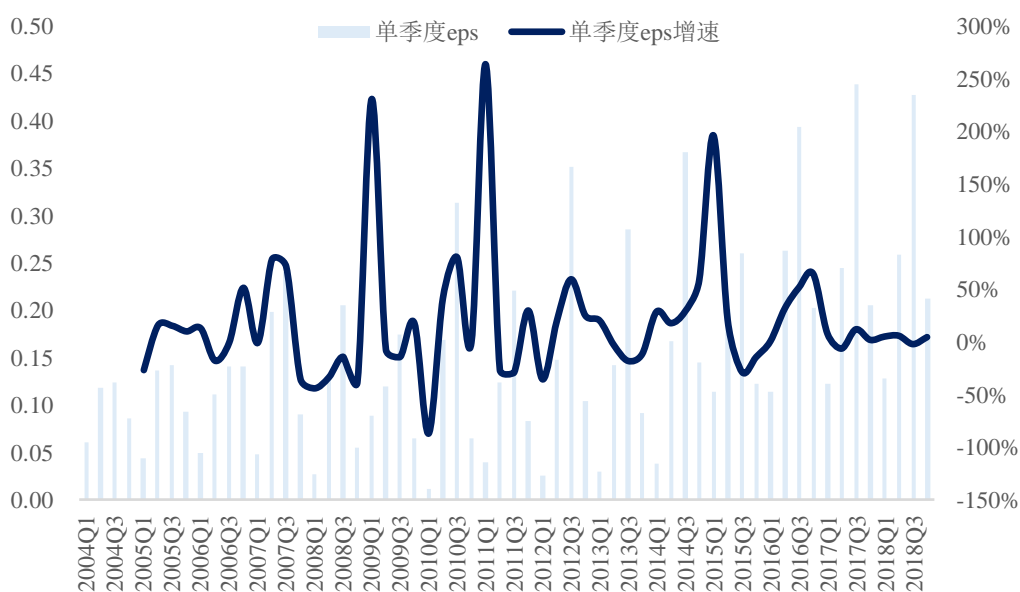
由于公司股价的超额收益主要来自于 EPS 的增长和估值的提升，因此我们将 2004 年 1 月以来公司的单季度 EPS 数据、10 年期国债收益率和 30 年期美国国债收益率数据分别导出，希望对公司 3 个阶段的超额收益做一个更为清楚的分拆：

1) **2008 年 6 月-2009 年 5 月**：该阶段超额收益主要是来自于上证综指的下跌，同期公司由于重大资产重组，一直处于停牌期，因此**该阶段股价的超额收益既不是来自于 EPS 增长也不是来自于估值提升**。

2) **2012 年 5 月-2015 年 4 月**：在此期间的 12 个季度内，公司有 9 个季度的单季 EPS 同比增速均为正，只是在 2013 年的 Q2、Q3、Q4 单季度 EPS 增速为负值，该时期增速均值为 34.77%，增长主要来自于收购的三峡发电机组贡献以及来水情况较好，这种持续高增长的阶段在公司的发展过程中绝无仅有，因此我们认为**该阶段股价的超额收益主要来自于公司 EPS 的增长**。

3) **2015 年 6 月至今**：2015 年公司完成对溪洛渡和向家坝电站全部发电机组的资产收购，公司业务进入稳定运营期，该阶段 EPS 表现相对平淡，**超额收益主要来自于估值的提升**：**1、无风险收益率下行**，该时期 10 年期国债收益率从 2015 年下半年的 3.64% 下降至 2019 年 9 月份的 3.04%，累计下降幅度为 16.42%；30 年期美债收益率从 2015 年下半年的 2.94% 下降至 2019 年 9 月份的 2.19%，累计下降幅度为 25.51%。**2、固定股利承诺**，2016 年 4 月 29 日，公司章程承诺固定股利政策，对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。

图 21：2004-2019 年长江电力单季度 EPS 及同比增速情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 22：2004-2019 年 10 年期国债收益率和美国 30 年期国债收益率的走势 (%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.4. 多维度选股：找寻下一个长江电力，建议关注水电行业和动力煤龙头

盈利的稳定性是分红的基础：近三年平均 ROE 和净利润同比增速。较强的盈利能力是高分红的基础，虽然在亏损状态下上市公司仍可以通过处置留存收益进行分红，但一般情况下公司只有在盈利状态下才会派息；除了盈利能力的高低之外，盈利能力的稳定性也会对分红和股息率造成影响，因此我们在公用事业和煤炭行业标的中，选取：

1) 近三年平均 ROE 大于 10% 的，合计 22 家公司，前 10 家分别为金能科技、涪陵电力、陕西煤业、桂冠电力、淮北矿业、长江电力、美锦能源、川投能源、江苏国信、露天煤业。

2) 近三年净利润平均增速大于 50% 的，合计 27 家公司，前 10 家分别为昊华能源、上海能源、恒源煤电、山西焦化、盘江股份、新集能源、潞安环能、赣能股份、阳泉煤业、金能科技。

表 4：公用事业和煤炭行业中，近三年平均 ROE 排名前十的公司 (%)

	ROE2016	ROE2017	ROE2018	近三年平均 ROE
金能科技	20.54	22.44	29.13	24.04
涪陵电力	21.18	22.35	26.82	23.45
陕西煤业	8.41	26.59	23.17	19.39
桂冠电力	20.17	17.89	16.47	18.18
淮北矿业	7.51	7.97	37.83	17.77
长江电力	18.93	16.91	16.31	17.38

美锦能源	10.32	14.55	24.22	16.37
川投能源	18.16	15.18	15.09	16.14
江苏国信	21.03	13.19	12.24	15.49
露天煤业	8.99	17.29	17.56	14.61

数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 5：公用事业和煤炭行业中，近三年平均净利润同比增速排名前十的公司（%）

	净利润增速 2016	净利润增速 2017	净利润增速 2018	近三年平均增速
昊华能源	(114.50)	7579.78	15.27	2493.51
上海能源	3859.62	14.89	27.45	1300.65
恒源煤电	102.55	3030.79	10.50	1047.95
山西焦化	105.33	107.89	1567.38	593.53
盘江股份	744.74	347.52	7.72	366.66
新集能源	109.44	(90.84)	1080.69	366.43
潞安环能	732.02	224.60	(4.29)	317.44
赣能股份	(34.17)	(95.65)	1045.91	305.36
阳泉煤业	430.87	281.67	20.48	244.34
金能科技	361.61	61.69	87.14	170.15

数据来源：Wind、东吴证券研究所

历史分红派息情况体现分红的意愿：近三年平均现金分红比例和股息率。历史分红派息情况体现分红的意愿，从公用事业和煤炭行业上市公司，最近三年的现金分红比例和股息率数据来看：

1) 近三年平均现金分红比例高于 40%的，合计 21 家公司，前 10 家分别为中国神华、盘江股份、大唐发电、华能国际、穗恒运 A、冀中能源、京能电力、长江电力、建投能源、国电电力。

2) 近三年平均股息率高于 3%，合计 15 家公司，前 10 家分别为中国神华、盘江股份、桂冠电力、浙能电力、恒源煤电、长江电力、申能股份、粤电力 B、兖州煤业、京能电力。

表 6：公用事业和煤炭行业中，近三年平均现金分红比例排名前十的公司（%）

	现金分红比例 2016	现金分红比例 2017	现金分红比例 2018	近三年平均现金分红比例
中国神华	260.09	40.19	39.90	113.39
盘江股份	202.64	66.03	70.06	112.91
大唐发电	0.00	97.30	149.89	82.40

华能国际	50.01	84.77	109.10	81.29
穗恒运 A	29.87	37.18	175.58	80.88
冀中能源	144.83	33.20	40.52	72.85
京能电力	68.05	75.79	60.53	68.12
长江电力	64.54	67.20	66.16	65.97
建投能源	49.32	85.12	41.49	58.64
国电电力	45.72	70.71	57.40	57.95

数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 7：公用事业和煤炭行业中，近三年平均股息率排名前十的公司（%）

	股息率 2016	股息率 2017	股息率 2018	近三年平均股息率
中国神华	15.15	4.64	4.49	8.09
盘江股份	4.45	6.49	7.42	6.12
桂冠电力	2.77	7.02	5.32	5.04
浙能电力	5.61	4.15	4.39	4.72
恒源煤电	0.00	6.06	6.90	4.32
长江电力	3.85	3.61	3.61	3.69
申能股份	3.76	3.42	3.42	3.53
粤电力 B	3.66	3.66	2.74	3.35
兖州煤业	1.05	4.20	4.73	3.33
京能电力	5.47	1.93	2.57	3.32

数据来源：Wind、东吴证券研究所

现金资产和留存收益保障分红的能力：货币资金和留存收益占比市值。一方面，货币资金是公司进行现金分红的直接来源，现金及现金等价物占比总市值越高，则公司分红的能力越强；另一方面，留存收益越多，则未来的留存收益率可能下降，分红比例提升，同时留存收益高了以后，即使在亏损年度，公司仍可以通过处置留存收益中的未分配利润部分进行分红。从公用事业和煤炭行业上市公司，最近三年的货币资金和留存收益占比市值数据来看：

1) 近三年留存收益占比市值大于 50%的，合计 21 家公司，前 10 家分别为上海能源、兰花科创、兖州煤业、冀中能源、阳泉煤业、平煤股份、西山煤电、潞安环能、粤电力 A、通宝能源。

2) 近三年货币资金占比市值大于 50%的，合计 19 家公司，前 10 家分别为*ST 华电 B、平煤股份、郴电国际、神火股份、郑州煤电、大同煤业、山煤国际、潞安环能、恒源煤电、兖州煤业。

表 8：公用事业和煤炭行业中，近三年留存收益占比市值排名前十的公司

	留存收益/市值	货币资金/市值	PE
上海能源	111.85%	2.64%	12.56
兰花科创	103.67%	16.91%	7.89
兖州煤业	101.37%	67.19%	6.28
冀中能源	92.10%	55.05%	18.05
阳泉煤业	89.98%	56.91%	6.16
平煤股份	76.41%	121.60%	9.56
西山煤电	75.91%	31.56%	9.96
潞安环能	68.83%	71.72%	8.39
粤电力 A	67.68%	28.31%	34.85
通宝能源	66.83%	46.16%	15.01

数据来源：Wind、东吴证券研究所

综合选取标的：长电、桂冠、韶能、神华、陕煤、兖煤、盘江。我们综合考虑 ROE、净利润增速、现金分红比例、股息率、PE、留存收益占比市值、留存收益占比市值等多项因素后，筛选出建议关注标的：

1) 公用事业行业：**长江电力**（近三年平均 ROE 为 17%、PE 为 18 倍、近三年平均股息率为 3.69%）、**桂冠电力**（近三年平均 ROE 为 18%、PE 为 16 倍、近三年平均股息率为 5.04%）、**韶能股份**（近三年平均 ROE 为 9%、PE 为 13 倍、近三年平均股息率为 3.31%）；

2) 煤炭行业：**中国神华**（近三年平均 ROE 为 12%、PE 为 8 倍、近三年平均股息率为 8.09%）、**陕西煤业**（近三年平均 ROE 为 19%、PE 为 7 倍、近三年平均股息率为 3.13%）、**兖州煤业**（近三年平均 ROE 为 11%、PE 为 5 倍、近三年平均股息率为 3.33%）、**盘江股份**（近三年平均 ROE 为 11%、PE 为 8 倍、近三年平均股息率为 6.12%）。

表 9：公用事业和煤炭行业中的建议关注标的（%）

	近三年平均 ROE	近三年平均现金分红比例	近三年平均股息率	近三年平均增速	PE	货币资金/市值	留存收益/市值
长江电力	17.38	65.97	3.69	7.55	18	1.29%	17.54%
桂冠电力	18.18	57.88	5.04	(1.87)	16	5.81%	17.58%
韶能股份	9.27	51.96	3.31	8.61	13	8.83%	29.93%
中国神华	12.04	113.39	8.09	45.46	8	19.29%	58.42%
陕西煤业	19.39	36.35	3.13	158.90	7	14.33%	35.52%

兖州煤业	10.89	32.30	3.33	123.40	5	67.19%	101.37%
盘江股份	10.59	113.39	6.12	366.66	8	15.36%	29.67%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 重点关注有望提升 PE 中枢的细分领域二：强周期主业转型的 山西省煤炭企业

我们梳理了山西省能源转型的全进程：2017 年拉开序幕——2018 年有序推进——2019 决胜年，伴随着：1) 七大煤炭集团核心人事调整完成，解决了管理层“想不想”改的问题；2) 开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决了股东层面“能不能”改的问题；3) 通过一系列政策发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决了顶层设计“可以不可以”改的问题，三大痛点逐一解决，山西能源转型有望取得实质性突破，重点推荐【山煤国际】，建议关注积极转型的【美锦能源】、【潞安环能】等。

3.1. 2017-2019 年山西省能源转型和国改进程全梳理：从拉开序幕到决胜年

1) 2017 年：山西省能源转型和国企改革拉开序幕。

标志性事件或者政策文件：王一新副省长在全省国有资产监督管理委员会上的讲话《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》。

改革相关内容及进程：1) 2017 年初，骆惠宁书记、楼阳生省长分赴晋城和焦煤集团就推进国资国企改革进行专题调研并提出具体要求，扣动了山西国资国企改革的发令枪。2) 2017 年 2 月，王一新副省长在全省国有资产监督管理委员会上发表讲话，提出了山西省国资国企存在的 14 个主要矛盾和问题。3) 2017 年 6 月，山西省委、省政府印发《关于深化国企国资改革的指导意见》及相配套的《关于省属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》、《关于山西省国有企业分离办社会职能的实施意见》、《关于在深化国有企业改革中激发企业家活力的指导意见》等文件，明确“1+N”顶层设计方案及“四梁八柱”的产业构想。4) 2017 年 8 月，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”。5) 2017 年 9 月，国务院发布《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》，要求抓紧出台山西省国有企业专项改革实施方案，按照创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批的要求，促进国有资本向战略性关键性领域、优势产业集聚。

表 10：王一新副省长在山西省国资监管工作会议上讲话中提出的 14 个问题

布局不合理，一煤独大问题非常严重	行业竞争力弱，整体盈利能力偏低
股权结构单一，国有资本一股独大问题严重	金融风险较大，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
产业链条短，同质化竞争情况突出	人才队伍建设与企业发展不匹配，班子建 设专业化不强
管理粗放，没有建立起真正意义上的现代 企业制度	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
行政色彩突出，一些企业官本位思想浓厚	企业历史遗留问题多，历史包袱沉重
创新发展能力普遍偏弱，产业产品处在发 展的低端	国资监管水平亟待提升
开放发展动能不足，合作共赢的市场化理 念尚未成为主	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：山西省人民政府门户网站、东吴证券研究所

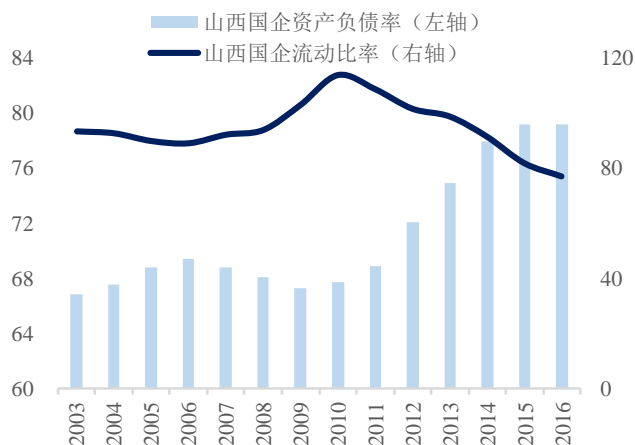
表 11：山西省属 24 家国企中 20 家是国有独资

公司名称	国资持股比例	公司名称	国资持股比例
大同煤矿集团有限责任公司	65.17%	山西黄河万家寨水务集团有限公 司	100%
晋能集团有限公司	64.06%	山西省文化旅游投资控股集团有 限公司	100%
山西晋城无烟煤矿业集团有 限责任公司	62.57%	山西交通控股集团有限公司	100%
阳泉煤业(集团)有限责任公 司	54.03%	山西省国有资产投资控股集团有 限公司	100%
山西煤炭进出口集团有限公 司	100%	山西建设投资集团有限公司	100%
山西潞安矿业(集团)有限责 任公司	100%	中条山有色金属集团有限责任公 司	100%
山西焦煤集团有限责任公司	100%	山西杏花村汾酒集团有限责任公 司	100%
太原钢铁(集团)有限公司	100%	山西水务投资集团有限公司	100%
山西能源交通投资有限公司	100%	山西大地环境投资控股有限公司	100%
太原重型机械集团有限公司	100%	山西云时代技术有限公司	100%
山西省国新能源发展集团有 限公司	100%	山西航空产业集团有限公司	100%
山西国际能源集团有限公司	100%	山西路桥建设集团有限公司	100%

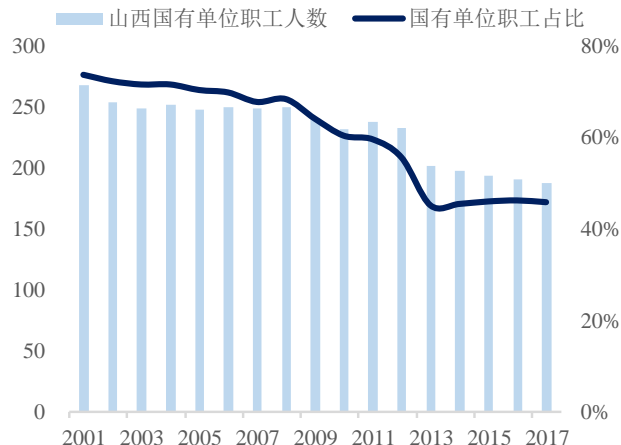
数据来源：山西国控集团官网、东吴证券研究所

图 23：山西省国企的资产负债率和流动比率（%）

图 24：山西省国企职工人数及占比（百万人）



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2) 2018年：山西省能源转型和国企改革有序推进。

标志性事件或者政策文件：《2018年国企国资改革行动方案》及“828工程”正式出台。

改革相关内容及进程：1) 2018年2月，山西省国资委出台《2018年国企国资改革行动方案》，提出2018年省属企业经营预期目标是，经济增加值同比增速高于全省国内生产总值5个百分点，资产负债率同比下降1.5—2个百分点，发展质量和效益明显提升。2) 2018年3月，为了落实《2018年国企国资改革行动方案》，山西省国资委出台2018年国企国资改革8方面28项重点工作（828工程），这些重点工作集成为新一年的改革施工图。3) 2018年5月，山西省召开省属国企深化改革转型发展推进会，山西省委书记骆惠宁强调，要坚持以“非常之力、恒久之功”为衡量标准，进一步凝聚攻坚克难力量，大力推动国企国资改革和转型发展。

3) 2019年：山西省能源转型和国企改革进入决胜年。

标志性事件或者政策文件：《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》的出台。

改革相关内容及进程：1) 2019年4月，山西省召开深化国有企业改革大会，将2019年明确为山西省国资能源转型和国企改革决胜年，省委书记骆惠宁强调，要全力推动国资国企改革决战决胜，全面进入全国第一方阵。同时还将省属国企利润总额、资产负债率、煤炭增加值比重列为2019年将要完成的三大生产经营主要目标任务，其中明确煤炭增加值比重下降到52.8%以下。2) 2019年4月，《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》发布，将山西省国资能源转型和国企改革路线图明确为两个主要目标、八方面42项具体措施、四步走操作。

3.2. 边际条件显著改善，阻碍能源转型的关键因素正在一一解决

边际变化一：七大煤炭集团核心人事调整完成，解决管理层“想不想”改的问题，推进国改动力更足。我们整理了七大煤炭集团董事长、总经理职务的变动情况，截至 2019 年 6 月，七大煤炭集团董事长和总经理职务均至少有一个发生变更，分别为：1) 焦煤集团，2019 年 1 月，董事长变更为王茂盛，总经理变更为黄巍；2) 山煤集团，2018 年 8 月，总经理变更王为民；3) 潞安集团，2019 年 1 月，董事长变更为游浩，总经理变更为刘俊义；4) 阳煤集团，2018 年 11 月，总经理变更为王永革；5) 同煤集团，2018 年 11 月，董事长变更为郭金刚，总经理变更为崔建军；6) 晋煤集团，2019 年 5 月，总经理变更为王志清；7) 晋能集团，2018 年 11 月，董事长变更为李国彪，总经理变更为陈旭忠。核心人事调整完成后，顶层设计更为明确，有效解决管理层“想不想”的问题，预计管理层推进国改的动力更足。

表 12：截至 2019 年 6 月，七大煤炭集团核心人事职务均有调整

	焦煤集团	山煤集团	潞安集团	阳煤集团	同煤集团	晋煤集团	晋能集团
变更时间	2019.1	2018.8	2019.1	2018.11	2018.11	2019.5	2018.11
新任董事长	王茂盛		游浩		郭金刚		李国彪
新任总经理	黄巍	王为民	刘俊义	王永革	崔建军	王志清	陈旭忠

数据来源：Wind、东吴证券研究所

边际变化二：开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决股东层面“不能”改的问题。

1) 开滦集团通过现金收购+上市公司换股的方式，实现信达资产的退出。2013 年 5 月和 2014 年 12 月，河北省国资委、开滦集团、信达资产三方分别签订了《河北省人民政府国有资产监督管理委员会与中国信达资产管理股份有限公司关于开滦（集团）有限责任公司的股权转让协议》和《河北省人民政府国有资产监督管理委员会与中国信达资产管理股份有限公司关于开滦（集团）有限责任公司的股权转让协议之补充协议》，约定信达资产将其持有的开滦集团 26.45% 的股权转让予河北省国资委，股权对价为 38 亿元，由开滦集团代国资委垫付，信达资产收到足额支付款项后，将其中的 19 亿元用于认购开滦股份定增份额。定增完成后，河北省国资委全资控股开滦集团，开滦集团持有开滦股份 44.12% 股权，仍为控股股东，信达资产持有开滦股份 22.24% 股权。

2) 淮南矿业通过子公司股权置换，实现信达资产的退出。2017 年 12 月，安徽省国资委发布《关于转发“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”的通知》，内容包括：淮南矿业向信达资产转让淮矿地产 60% 股权（股权作

价 46.96 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），减资完成后淮南矿业成为国有独资公司。信达资产取得淮矿地产 60% 股权后，由上市公司信达地产采取定增方式收购淮矿地产 100% 股权。

我们在前文中已经介绍，由于信达资产持有的煤炭集团股权资产规模较大（股权对应净资产合计 734.77 亿元），且煤炭集团自身盈利能力较弱、资产负债率高企，如果采用单一的现金收购或者集团旗下上市公司换股的方式，将不可避免的出现集团现金流枯竭或者上市公司实际控制人变更的情况，所以结合开滦集团和淮南矿业成功实现信达资产退出的案例，我们预计未来部分现金收购+部分子公司换股的方式将成为煤炭集团实现信达资产退出的主要手段。

边际变化三：《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》发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决顶层设计“可以不可以”改的问题。

1) 国改范围和边界明晰：2019 年 4 月，《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》发布，明确了山西省能源转型和国企改革的范围和边界：范围上，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，从以新设增量企业混改为主扩大到与存量企业混改并重，将持股对象从非上市企业向上市公司集中。国有资本持股比例的边界上，从绝对控股降低到相对控股，放开股权比例限制，让投资者有更大的股权比例空间。所有竞争性企业，原则上都要开展混合所有制改革；对一般竞争性企业，允许出让全部股份；对战略竞争性企业，控股下限 34%，对重大事项保留重要话语权。

2) 股权层面改革的意义空前重大：根据王一新副省长的发言内容，股权多元化的作用和意义从未像今天这样，被国资、国企两个层面都认识和重视。对国企而言，股权多元化将带来天然的股东制衡，是规范公司治理的根基；对国资而言，股权多元化意味着国有资产资本化，可以加快向“管资本”“管股权”转变，不必再事无巨细地“管资产”“管企业”，让国有企业完全地走向市场；同时，股权多元化可以让国有资产动起来、活起来，在国资层面灵活地吞吐资产，实现国有资本的有序进退，更好地优化国有资本布局。推进股权多元化、推进混改不存在试点的问题，谁家条件成熟就可以先行一步。

3) 有效防范国有资产流失：山西省国资委副主任张宏永在《关于深化国企改革指导意见》及相关配套文件新闻发布会上明确表示，通过国企改革发展混合所有制经济，是一个做蛋糕的过程，而不是分蛋糕的过程，只有把蛋糕做大做好才会有收益。既然有了收益必然会涉及到分配的问题，无论是民营资本还是国有资本，对企业而言都是股东，股东的天然权利就是要获取资本收益，发展混合所有制、实现股东多元化，股东依法合规获取收益，并不会涉及国有资产的流失。

3.3. 七大煤炭集团资产梳理，总体来看资产负债率较高、证券化率较低

一、山煤集团：资产证券化率最高、历史包袱最轻的煤炭集团

集团简介：山煤集团全称为山西煤炭进出口集团有限公司，前身为成立于1981年5月的山西省地方煤炭对外贸易公司，拥有中国煤炭出口专营权（中国五家之一、山西省唯一一家）和中国内销煤经销资格，并被山西省政府确定为全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，是山西省大型煤炭企业集团之一。

在手煤矿资源：截至2019年3月末，集团拥有煤矿地质储量合计25.71亿吨、可采储量合计13.72亿吨，矿井20座，其中生产矿井12座，总产能为2790万吨；过渡生产同时技改煤矿8座，总产能为870万吨；在产煤矿5座，总产能为570万吨。

股权结构及旗下上市公司：山西省国投持有集团100%股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有唯一上市平台山煤国际，集团持有山煤国际59.43%股权。

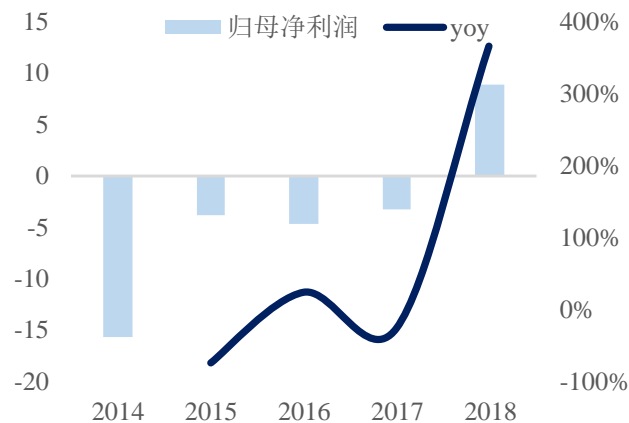
财务数据：2016-2018年，集团分别实现营收550.12、545.40、551.47亿元；归母净利润-4.67、-3.36、8.92亿元；毛利率分别为8.48%、12.11%、14.69%；净利率分别为-0.14%、0.36%、3.53%；截至2018年年末，集团资产负债率为78.97%、证券化率为57.30%（上市公司总资产/集团总资产），是山西七大煤炭集团中资产证券化率最高的。

图 25：2014-2018 年山煤集团的营收情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

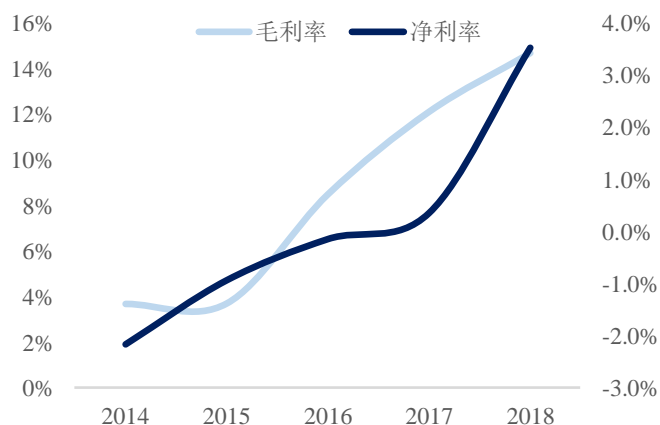
图 26：2014-2018 年山煤集团的归母净利润情况（亿元）



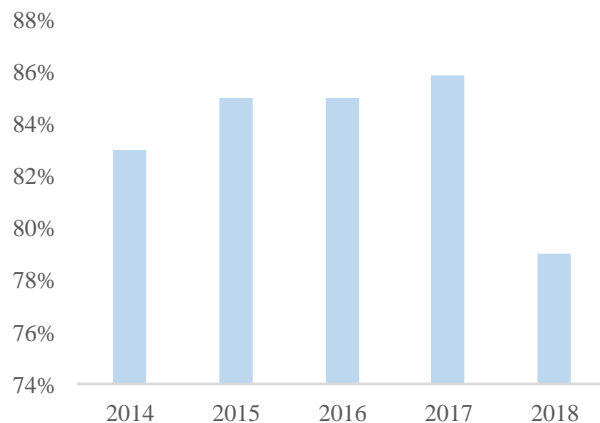
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 27：2014-2018 年山煤集团盈利情况（毛利率左轴）

图 28：2014-2018 年山煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 13：山煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览 (单位：万吨、万吨/年、%)

煤矿名称	持股比例	地质储量	可采储量	计划产能	16年产量	17年产量	18年产量
经坊	75	43788	22788	300	261	169	229
凌志达	62.99	11257	7878	150	175	226	286
铺龙湾	100	11549	5537	120	285	229	280
霍尔辛赫	51	54210	23300	400	455	317	400
大平	35	6401	3228	150	110	76	110
宏远	65	4936	2610	120	30	80	123
长春兴	51	36390	22151	450	626	476	620
韩家洼	51	9281	4379	90	149	145	180
草垛沟	100	2350	1107	60	41	62	88
河曲露天	100	26064	23463	800	441	730	1018
豹子沟	100	8581	5303	90	27	78	132
鹿台山	100	2399	1567	60	57	42	62
在产合计		217206	123311	2790	2657	2630	3528

数据来源：Wind、东吴证券研究所

二、阳煤集团：集团煤炭资源丰富且资产证券化率较低，未来存在注入预期

集团简介：阳煤集团全称为阳泉煤业（集团）有限责任公司，前身为 1950 年 1 月成立的阳泉矿务局，1997 年 12 月改制为国有独资公司，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。经过 60 余年的发展，阳煤集团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。

在手煤矿资源：截至 2018 年年末，阳煤集团拥有生产矿井 44 个，核定产能合计

8050 万吨，保有储量合计 85.6 亿吨、可采储量合计 41.5 亿吨。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 58.04% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有 2 个上市平台，分别为阳泉煤业（集团持股 58.34%）和阳煤化工（集团持股 24.19%）。

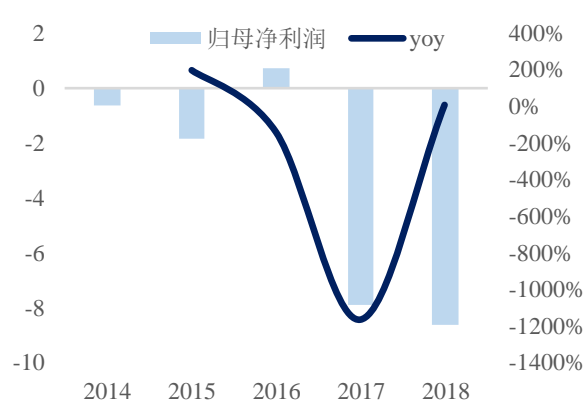
财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1613.28、1608.06、1739.01 亿元；归母净利润 0.74、-7.91、-8.67 亿元；毛利率分别为 7.51%、11.52%、10.88%；净利率分别为 -0.49%、0.10%、0.41%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 76.77%、证券化率为 36.57%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 29：2014-2018 年阳煤集团的营收情况（亿元）



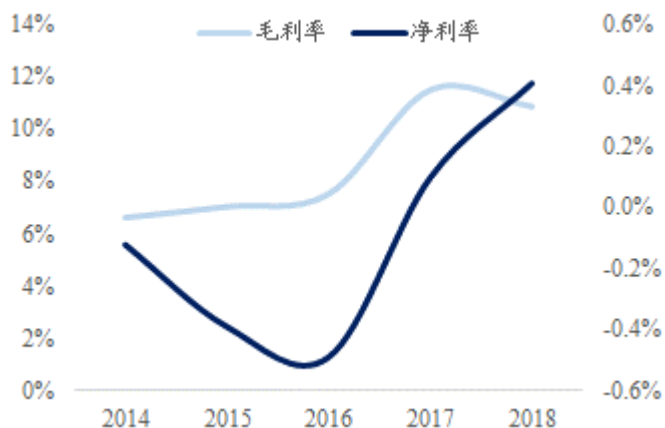
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 30：2014-2018 年阳煤集团的归母净利润情况（亿元）



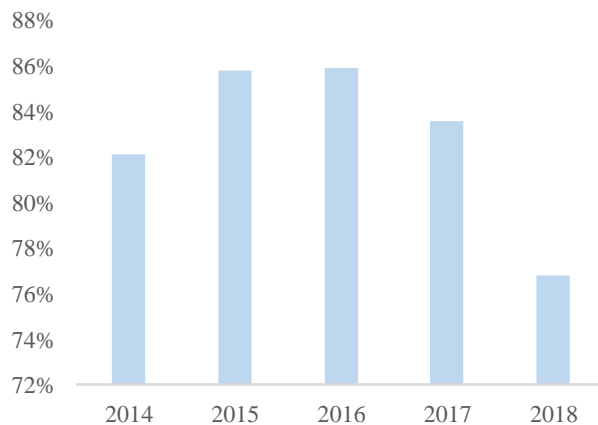
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 31：2014-2018 年阳煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 32：2014-2018 年阳煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 14：阳煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览

煤矿名称	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨)	17年产量(万吨)	18年产量(万吨)
国阳一矿	7.76	4.61	750	750	750
国阳二矿	4.39	1.96	810	810	810
阳煤三矿	0.93	0.03	350	68.88	350
阳煤新景矿	8.90	5.37	450	360	450
阳煤五矿	5.43	2.37	500	746.85	500
平舒煤业	1.22	0.80	90	71.21	90
阳煤开元矿	3.17	1.34	300	239.19	300
石港煤业	0.48	0.13	90	0	90
寺家庄矿	10.65	5.88	500	400	478.10
阳煤新元矿	13.10	6.33	300	237.18	81.96
新大地矿	0.44	0.33	150	122.16	99.95
坪上煤矿	0.48	0.17	150	152.22	145.94
运裕煤矿	0.15	0.11	150	149.70	453.09
长沟煤矿	0.37	0.09	180	180	180
孙家沟	1.57	0.65	120	361.06	120
合计	59.04	30.17	4890	4648.45	4899.03

数据来源：Wind、东吴证券研究所

三、潞安集团：喷吹煤行业龙头，立志于打造新型高端现代煤化工产业

集团简介：潞安集团全称为潞安矿业（集团）有限责任公司，前身为成立于 1959 年的潞安矿务局，是全国 512 户国家重点企业之一，目前在世界 500 强中排名 448 位，在中国煤炭行业排名第 9 位。公司主业为煤炭开采，辅以煤炭基础发展循环经济，初步形成煤炭产品、非煤产品和其他业务三大板块。截至 2017 年年末，集团拥有全资及控股子公司 63 家，其中全资子公司 25 家、控股子公司 38 家，另有 6 家参股公司。

在手煤矿资源：截至 2018 年年末，集团已形成潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭总储量达到 435.6 亿吨，按照亿吨级生产能力，可稳定生产 200 年以上。

股权结构及旗下上市公司：山西省国投是集团唯一出资人，集团实际控制人是山西省国资委，集团旗下拥有唯一上市平台潞安环能，集团持有潞安环能 61.61% 股权。

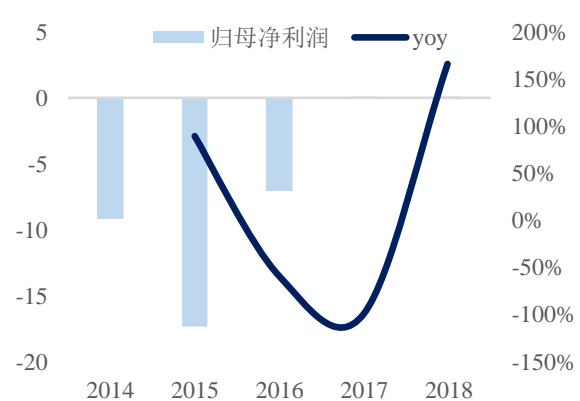
财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1600.2、1607.5、1775.42 亿元；归母净利润-7.10、0.03、0.08 亿元；毛利率分别为 6.79%、11.08%、12.58%；净利率分别为 -0.38%、0.63%、0.66%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 78.86%、证券化率为 27.09%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 33：2014-2018 年潞安集团的营收情况（亿元）



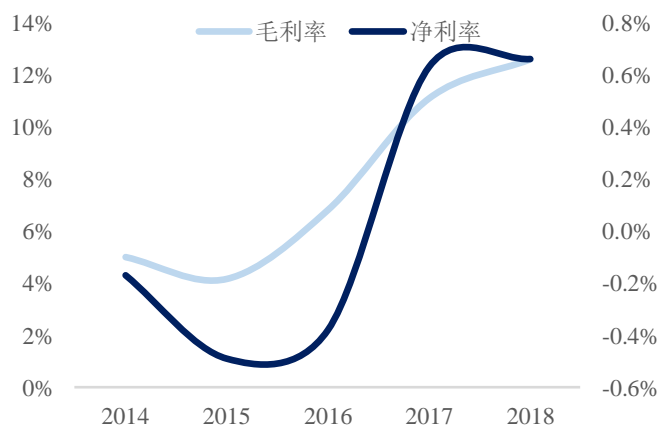
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 34：2014-2018 年潞安集团的归母净利润情况（亿元）



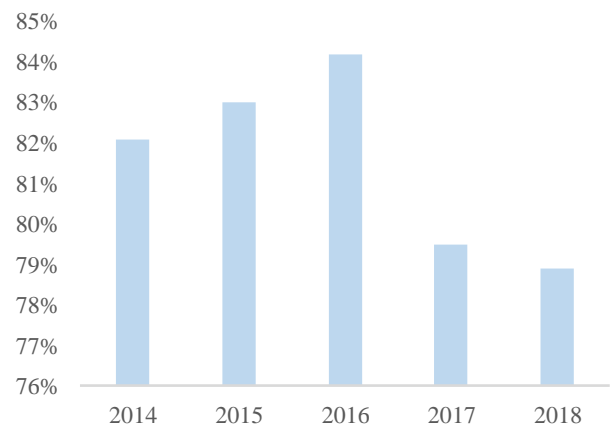
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 35：2014-2018 年潞安集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 36：2014-2018 年潞安集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 15：潞安集团及上市公司持有在产煤矿资源一览

地区	煤矿名称	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨)	17年产量(万吨)
省内主体矿	五阳煤矿	30166.3	13337.1	360	200.67
	樟村煤矿	15595.5	7473.7	400	320.04
	王庄煤矿	53458.1	23769.9	710	860.20
	常村煤矿	67605.8	37611.1	800	802.20
	司马煤业	31793.2	16369.9	300	333.67
	余吾煤业	142532	43479	750	1001.89
	潞宁煤业	11927.1	7120.4	180	214.00
	慈林山煤业夏店矿	7490.2	4843	240	177.16
	慈林山煤业慈林山				138.20

矿					
	郭庄煤业	5635.4	2340.3	300	270.00
	高河能源	93291.2	49051.3	750	901.20
	李村煤矿	39566	22329.6	300	39.93
	古城煤矿	129786	74215	800	288.37
小计	在产	459494.8	205395.7	4670	5129.31
	在建	169352	96544.6	1100	328.3
省内整合 矿	在产			2040	1568.64
	在建			90	
新疆基地 (潞新公 司)	露天煤矿	1100	900	300	969.13
	二矿	5400	4300	220	
	砂墩子矿	80000	52700	300	
	沙尔湖矿	186000	166700	200	
小计	在产	6500	5200	520	988.48
	在建	266000	219400	500	
合计	在产			7230	8014.72
	在建			1690	

数据来源：Wind、东吴证券研究所

四、同煤集团：煤炭资源储备最丰富、资产证券化率最低的煤电一体化集团

集团简介：同煤集团全称为大同煤矿集团有限责任公司，前身为成立于 1949 年的大同矿务局，是原煤炭部直属的 94 个统配矿务局、山西八大矿务局之一，集团按照“煤电一体化”的战略思路，依托煤炭资源优势，目前已经逐渐发展成为集煤炭、电力、贸易和其它业务板块在内的综合性大型能源集团。

在手煤矿资源：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 67 座矿井，井田面积合计 2015.57 平方公里，年生产能力 1.56 亿吨，资源储量合计 310.10 亿吨，其中：生产矿井 53 座，煤炭资源储量 143.86 亿吨，年生产能力 1.11 亿吨；资源整合矿井 28 座（20 座在产，8 座技改），煤炭资源储量 19.21 亿吨，年生产能力 0.21 亿吨；在建及筹建矿井 15 座，煤炭资源储量 120.34 亿吨，年生产能力 0.54 亿吨；山西省政府给予同煤集团配置矿井 6 座，资源储量 26.5 亿吨。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 65.17% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有 2 个上市平台，分别为大同煤业（集团持股 57.46%）和漳泽电力（集团持股 28.87%）。

财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1702.69、1601.62、1765.97 亿元；归

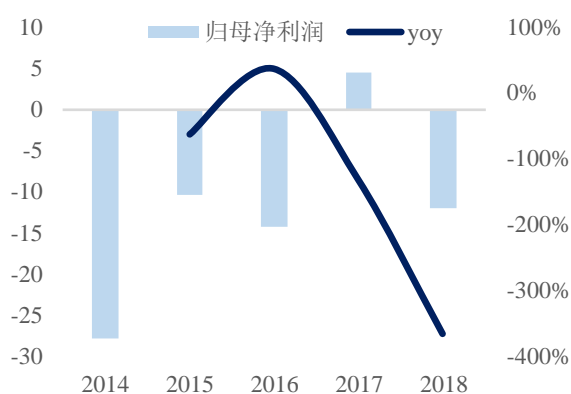
母净利润-14.27、4.52、-12.03 亿元；毛利率分别为 12.76%、17.17%、17.74%；净利率分别为-0.58%、0.02%、0.20%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 78.67%、证券化率为 22.11%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 37：2014-2018 年同煤集团的营收情况（亿元）



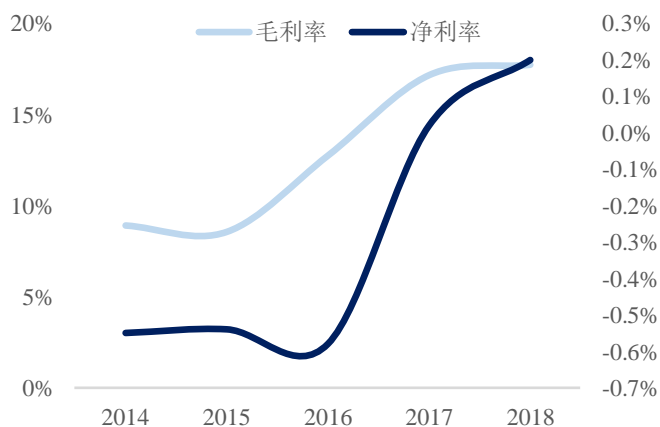
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 38：2014-2018 年同煤集团的归母净利润情况（亿元）



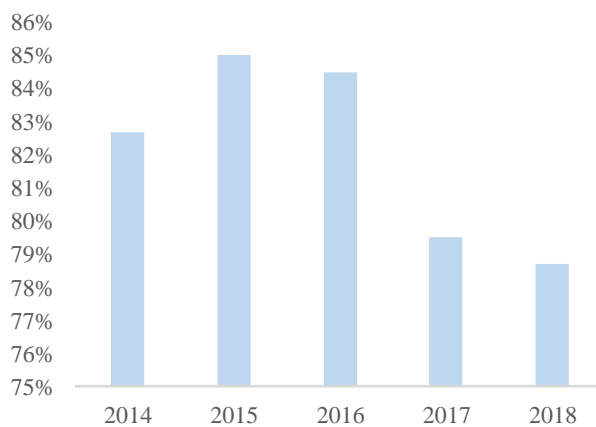
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 39：2014-2018 年同煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 40：2014-2018 年同煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 16：同煤集团及上市公司持有在产煤矿资源一览

煤矿名称	地质储量(亿吨)	核定产能(万吨)	16 年产量(万吨)	17 年产量(万吨)	18 年产量(万吨)
本部			6783.29	6537.52	6539.50
煤峪口			231.95	159.06	105.80
永定庄	920.1	200	219.22	200.00	280.07
同家梁	12463.9	300	114.55	-	-
四老沟	12648.2	320	253.51	205.56	85.11

忻州窑	9822.1	230	225.16	155.22	100.16
白洞	90	1958	104.13	153.00	164.00
雁崖	1660.2	150	111.62	32.50	
挖金湾	2351.4	70	63.83	120.43	163.37
晋华宫	35014.9	450	365.19	423.87	285.69
马脊梁	13034.9	380	427.36	457.22	640.00
大斗沟	3152.1	180	140.87	55.36	
王村	4871.4	100	123.03	177.80	185.22
云冈	35212.4	480	422.96	205.93	85.05
燕子山	26148.2	480	461.51	349.10	370.20
四台	42185	500	478.99	280.16	165.63
塔山	459742.2	1500	1845.06	2186.11	2375.00
同忻	127067.8	1000	1194.35	1376.20	1534.20
轩岗煤电	92480.4	750	948.57	1290.80	1227.40
地煤公司	85783.9	855	657.36	470.50	703.90
朔州煤电	97593.4	651	1194.81	1270.91	1426.99
整合矿井	195435.3	2670	415.65	550.27	537.98
同发东周窑	153296.6	1000	737.16	684.10	901.28
其他	-	3700	1049.30	1896.00	2384.61
总产量	1410884		11786.11	12700.10	13721.66

数据来源：Wind、东吴证券研究所

五、焦煤集团：优质炼焦煤行业龙头，西山煤电有望承接更多煤炭资产

集团简介：焦煤集团全称为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和炼焦煤市场主供应商，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。

在手煤矿资源：集团拥有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。

股权结构及旗下上市公司：山西省国投是集团唯一出资人，集团实际控制人是山西省国资委，集团旗下拥有3个上市平台，分别为：西山煤电（集团持股54.40%）、山西焦化（集团持股51.14%）、st南风（集团持股25.69%）。

财务数据：2016-2018年，集团分别实现营收1668.97、1526.02、1765.65亿元；归

母净利润-0.66、8.02、9.36 亿元；毛利率分别为 10.96%、18.00%、17.53%；净利率分别为-0.22%、0.76%、1.57%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 74.14%、证券化率为 25.66%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 41：2014-2018 年焦煤集团的营收情况（亿元）



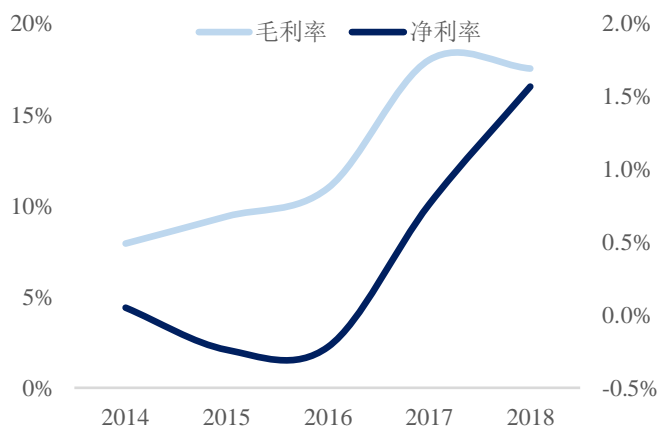
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 42：2014-2018 年焦煤集团的归母净利润情况（亿元）



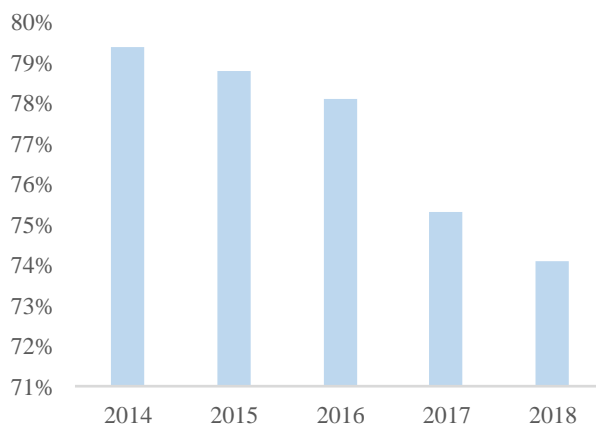
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 43：2014-2018 年焦煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 44：2014-2018 年焦煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 17：焦煤集团及上市公司原煤生产情况

煤矿名称	核定产能 (万吨)	15 年产量 (万吨)	16 年产量 (万吨)	17 年产量 (万吨)
西山煤电	3445	4750	3824	3950
汾西矿业	2900	2481	2555	2478
霍州煤电	2340	2755	2121	2261
华晋焦煤	390	395	521	792
投资公司	210	154	131	129

合计

9285

10535

9151

9610

数据来源：Wind、东吴证券研究所

六、晋煤集团：牵头组建山西燃气集团，打造煤层气抽采利用龙头

集团简介：晋煤集团全称为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，前身为 1958 年成立的泽州煤矿筹备处，是全国煤炭行业特大型企业，其主要生产地域为国家 13 个大型煤炭基地之一的晋东煤炭基地，是 19 个首批发布的煤炭国家规划区之一，是我国优质无烟煤重要的生产基地、全国最大的煤化工企业集团和全国最大的煤层气抽采利用基地。

在手煤矿资源：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%。截至 2017 年末，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，其中：生产矿井 36 座（含资源整合矿井 28 座），煤炭资源储量 40.72 亿吨，可采储量 19.60 亿吨，设计生产能力 5830 万吨/年；缓建矿井 13 座，煤炭资源储量 6.84 亿吨，可采储量 4.23 亿吨，设计生产能力 960 万吨/年；新增资源矿井 7 座，煤炭资源储量 61.11 亿吨，设计生产能力 3280 万吨/年。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 62.57% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有唯一上市平台蓝焰控股，集团持有蓝焰控股 40.05% 股权。

财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 1519.64、1666.58、1709.55 亿元；归母净利润 0.20、3.87、3.48 亿元；毛利率分别为 9.56%、13.31%、16.79%；净利率分别为 -0.16%、0.46%、0.92%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 76.71%、证券化率为 2.90%（上市公司总资产/集团总资产）。

图 45：2014-2018 年晋煤集团的营收情况（亿元）

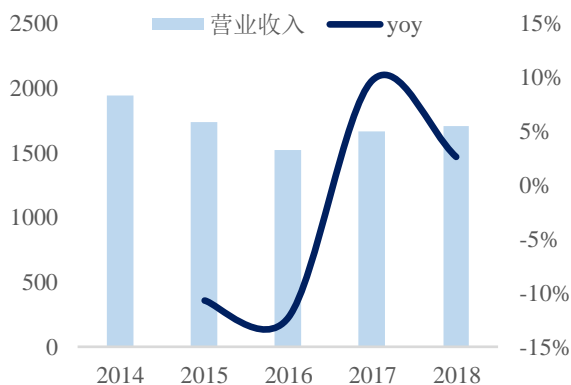
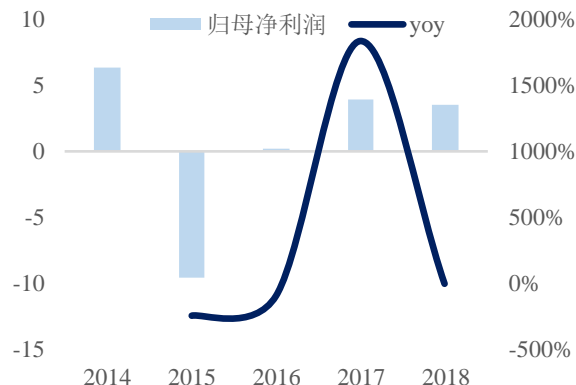
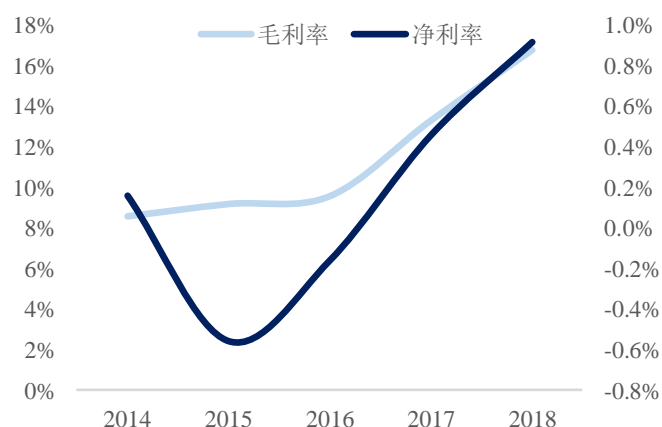


图 46：2014-2018 年晋煤集团的归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

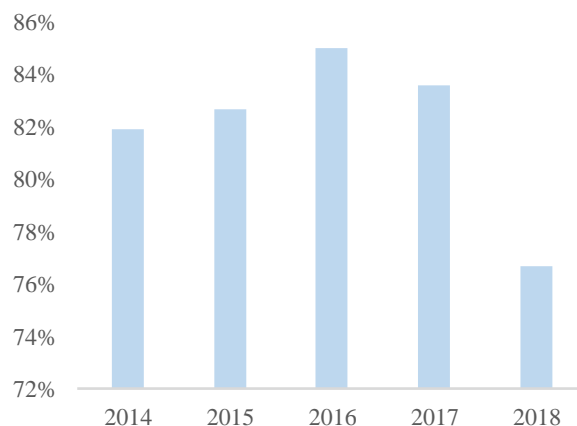
图 47：2014-2018 年晋煤集团盈利情况（毛利率左轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 48：2014-2018 年晋煤集团的资产负债率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

七、晋能集团：成立时间最晚，煤电一体化的综合能源集团

集团简介：晋能集团全称为晋能集团有限公司，前身为 2013 年成立的晋能有限责任公司，致力于建设全省“煤电一体，绿色发展”的现代综合能源集团，目前已经形成了以煤炭、电力、清洁能源为主业，贸易物流、多元产业共同发展的产业格局。

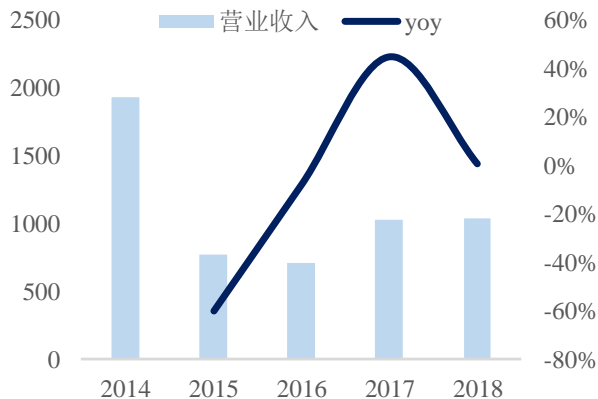
在手煤矿资源：集团下属山西煤炭运销集团有限公司作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源。集团整合矿区井田规划总面积 1293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 163 座。目前集团煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、主焦煤等。

股权结构及旗下上市公司：截至 2018 年年末，山西省国投持有集团 64.06% 股权，山西省国资委为集团实际控制人；集团旗下拥有唯一上市平台通宝能源，集团持有通宝能源 57.33% 股权。

财务数据：2016-2018 年，集团分别实现营收 710.14、1029.18、1036.56 亿元；归母净利润-4.20、-1.47、4.83 亿元；毛利率分别为 13.19%、14.08%、17.54%；净利率分别为-0.55%、0.71%、1.77%；截至 2018 年年末，集团资产负债率为 77.38%、证券化率为 4.46%（上市公司总资产/集团总资产）。

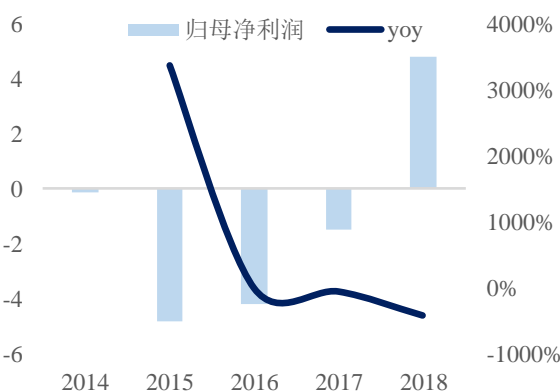
图 49：2014-2018 年晋能集团的营收情况（亿元）

图 50：2014-2018 年晋能集团的归母净利润情况（亿元）



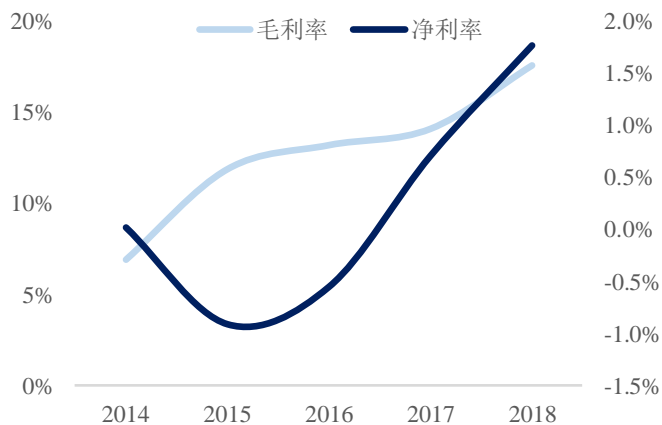
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 51: 2014-2018 年晋能集团盈利情况 (毛利率左轴)

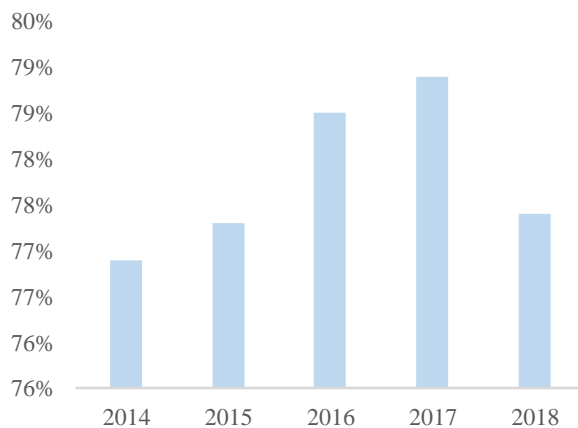


数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 52: 2014-2018 年晋能集团的资产负债率情况



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.4. 重点推荐【山煤国际】，建议关注积极转型的【潞安环能】、【大同煤业】等

山煤国际：传统主业高增长，携手“钻石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期

1) 公司作为历史包袱最轻的山煤集团旗下唯一上市平台，有能力+有意愿进行能源转型：1) 收购河曲露天+在建产能投放+增量产能置换，传统业务稳健增长；2) 持续剥离亏损的贸易资产，历史负担消化殆尽、贸易业务重回增长态势；3) 股东层面，减税降费 2 万亿+财政赤字提升有限，央企+地方国企改革有望超预期；相比中央企业，由于政府赤字率高+竞争性行业阻力小+示范效应明显，地方国企改革有望先行。4) 山煤集团作为七大煤炭集团中资产证券化率最高、历史包袱最轻的，转型非煤业务阻碍最小，能源转型力度超预期。

2) 市场预期差一：产业层面，HIT 电池技术已到突破临界点，产业化进程超预期：

HIT 电池由于具有更高的效率潜力、工艺相对简单且加工温度低、更低的衰减，被认为是具有颠覆性的新一代光伏电池技术。之前未能大规模推广主要因为：设备未完成国产化使得投资额较高、产量较小导致 N 型硅片和关键辅材价格较高。然而 HIT 电池成本下降路径清晰：N 型硅片量产及薄片化降低硅片成本、减少用量及国产化降低浆料成本、设备国产化之后减少投资及折旧，保守估计 2020 年国内将新增产能 4.5GW 以上，如果将各公司的规划产能考虑在内，预计未来 3 年内国内 HIT 电池实际产能将达到 20GW 以上，产业化进程显著超预期。

3) 市场预期差二：公司层面，钧石深耕行业十余载，技术领先+成本下降超预期：

钧石能源作为国内 HIT 技术领导者，深耕行业十余载，在手设备+工艺+团队+项目核心竞争优势明显：1) 自主研发稳定高效的 PECVD、PVD 设备；2) 独特的硅表面处理技术及高电导金属成栅工艺；3) 核心技术研发团队及规模化生产基地；4) 多个发电增益效果显著稳定运营项目。目前钧石能源硅片端已经做到 120 微米厚度、设备端最为核心的 CVD 和 PVD 实现国产化、浆料端通过改进工艺和减少用料降低成本，因此预计未来钧石能源的 HIT 电池成本平均每年下降 10% 以上。

4) 市场预期差三：估值层面，业绩兑现尚需时日，产业化导入阶段估值溢价超预期：通过复盘光伏行业和隆基股份，可以发现：1) 光伏需求稳定快速增长，变化更多来自于由技术迭代和突破造成的供给端的变化。2) 隆基在 2014 年 6 月-2015 年 12 月处于整个发展历程中的估值巅峰，而这部分估值溢价更多是来自于市场对金刚线切割技术降低硅片成本和单晶替代多晶趋势的预期，因此在产业导入和新技术投放阶段，龙头公司有望享有充分的估值溢价。3) 映射到目前 HIT 电池发展的阶段，接下来 HIT 电池和钧石能源有望类比金刚线切割技术的成熟和单晶替代多晶趋势确定的阶段，在这个发展过程中，钧石能源作为行业龙头，有望类比隆基股份，充分享有估值溢价。

盈利预测与投资评级：预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.51、0.69、0.87 元，对应 PE 分别为 13、10、8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行影响煤炭行业需求、煤炭价格大幅波动、HIT 项目进展不达预期等。

潞安环能：潞安集团旗下唯一上市平台，有望承接煤化工之外优质资产

1) 潞安集团旗下唯一上市平台，煤炭资产注入仍有空间：公司作为潞安集团旗下唯一上市平台，自上市以来，集团已经先后将余吾煤业、潞宁煤业及部分整合煤矿注入上市公司。同时根据《避免同业竞争协议》及上市时的解决同业竞争承诺，对于潞安集团已存在的涉煤资产或业务，上市公司享有优先购买权，同时潞安集团在法律法规及政策等条件允许下，尽最大可能配合上市公司开展收购工作。目前集团在手煤炭总产能

8920 万吨/年、在产产能为 7230 万吨/年，上市公司在产产能为 4130 万吨/年，占比集团为 57.12%，集团整体资产证券化率仅为 27.09%（上市公司总资产/集团总资产），后续资产注入仍存空间。

2) **潞安集团转型现代煤化工，公司有望承接煤化之外优质资产。**在山西省国资委发布的省属企业主辅业目录中，潞安集团的主业已经变更为“现代煤化工”，而“煤炭开采和洗选业”成了辅业，一定程度上意味着现代煤化工正在成为潞安集团的“新标签”。通过梳理潞安集团旗下资产及业务，可以发现除了煤炭和煤化工相关业务之外，集团还积极布局新能源业务，集团全资子公司山西潞安光伏发电有限公司成立于 2016 年 5 月，专业从事太阳能光伏发电项目的开发及运营，先后开发完成了长治 50MW 光伏农业大棚发电项目、长治 20MW 分布式光伏发电项目、运城 50MW 光伏发电项目的建设，并承担了长治地区的光伏扶贫任务，总装机容量突破 200MW。我们分析认为，未来公司作为集团旗下唯一上市平台，不排除承接煤化工相关业务以外的优质资产。Wind 一致预期 2019-2021 年 EPS 分别为 1.01、1.06、1.12 元，对应 PE 分别为 7、7、6 倍，建议关注。

风险提示：煤炭价格显著下行、新产能投放不达预期等。

4. 重点关注有望提升 PE 中枢的细分领域三：泛在电力物联网强资本开支下的电网

我国电网投资经历了传统电网建设周期（2001-2008 年）、智能电网以及特高压建设周期（2009-2018 年），电网基本建设投资完成额 CAGR 为 11.27%；复盘这两轮电网建设的超级周期和龙头公司表现，从资本开支-订单落地-业绩释放逻辑清晰兑现。伴随着 2019 年“泛在电力物联网”提出，我们预计将复制前两轮国网资本开支的过程，到 2024 年国网信息化市场空间有望达到 655.82 亿元，相比 2019 年提升 271.29%，建议关注国网信通集团拟将核心资产注入的【岷江水电】。

4.1. 国网提出“泛在电力物联网”概念，建设目标为 2021 年初步建成

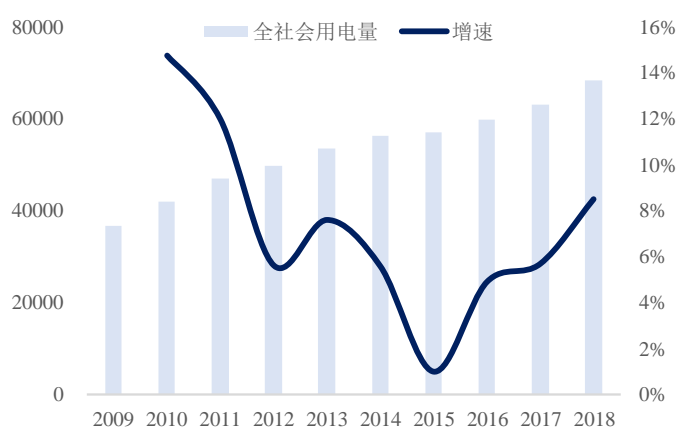
“泛在”提出的背景：1) 随着新能源发电占比升高，电网形态日趋复杂，电力潮流和电网故障演化机理不断由可预见向难以预见演变，这对电网的安全稳定运行提出了更高要求；2) 电改推进、政府及社会对电价下调的要求，导致企业经营面临瓶颈；3) 在互联网经济与数字经济的蓬勃发展下，社会经济形态发生深刻变化，在改革即将进入深水区之际，如果没有做好未来几年的发展转型，通信运营商现在面临的困境可能就是国网的明天。

图 53：2001-2018 年国网的建设投资规模（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

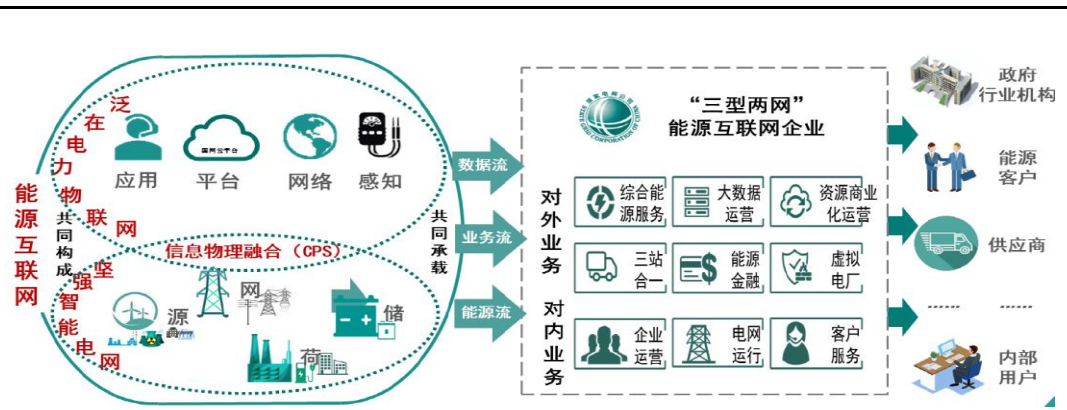
图 54：2009-2018 年全社会用电量及增速情况（亿度）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

概念首次提出及具体含义：2019 年 1 月 17 日，国家电网三届四次职代会暨 2019 年工作会议提出，聚焦建设世界一流能源互联网企业，打造“枢纽型，平台型，共享型”企业，建设运营好“坚强智能电网，泛在电力物联网”。根据国网的解释，“泛在电力物联网”指的是围绕电力系统各环节，充分应用移动互联、人工智能等现代信息技术、先进通信技术，实现电力系统各个环节万物互联、人机交互，具有状态全面感知、信息高效处理、应用便捷灵活特征的智慧服务系统。

图 55：泛在电力物联网的含义及内容



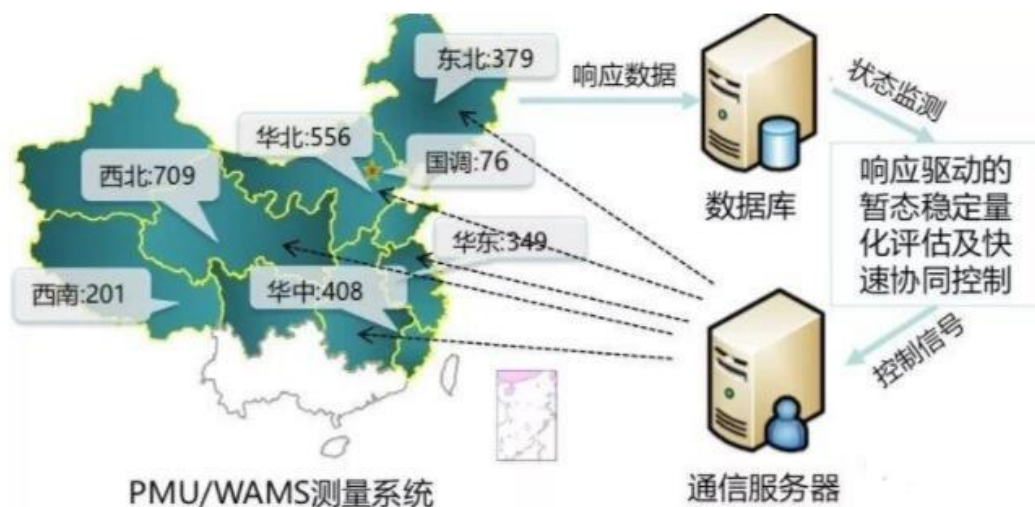
数据来源：泛在电力物联网建设大纲、东吴证券研究所

“泛在”战略意义重大：根据国网 2019 年 1 号文件，未来将通过建设电力互联网发展与互联网经济相关的新业态，非传统领域的新业态已经和传统电网业务处于同等重要的地位，因此我们认为“泛在电力物联网”具备重要战略意义。总体来看，“坚强智

能电网”仍是国网业务的基本盘，坐稳输-变-配-用-售环节的既定业务范围，在增量配网试点和配售电侧改革不断深入的背景下坚守传统阵地；而在国有企业改革走向深水区，电改大势倒逼，国网新一代领导层逐步稳定之际，提出“泛在电力物联网”概念，则是主动出击开拓新方向的求变之举，是国网今后工作的“发力点”。

建设“泛在”具备坚实基础：1) 国网的信息化水平近年来不断提升，目前国网系统接入的终端设备超过 5 亿只（其中 4.7 亿只电表，各类保护、采集、控制设备几千万台），规划到 2030 年，接入 SG-eIoT 系统的设备数量将达到 20 亿，整个泛在电力物联网将是接入设备最大的物联网生态圈。2) 经过 D5000、调控云等系统改造和升级，国调中心在电网观测、控制水平已经称得上世界先进，输电网基本做到可观、可控、能控、在控。3) 各地配电自动化系统建设也在推进当中，规划到 2020 年完成全网 95% 的配电自动化覆盖率，各种在线监测、智能预警系统比比皆是。4) 基于 PMS2.0 系统，主要设备的全生命周期管理在近两年内也能基本完成。5) 通信网络建设如火如荼，无线专网、保护专网陆续上马。6) 国网车联网平台目前已经连接全社会 80% 的公共充电桩以及 4 万多辆电动汽车。

图 56：国网建设“泛在电力物联网”已具备相当的技术积累



数据来源：电力技术协作平台、东吴证券研究所

建设目标：国网做出两个阶段的战略安排，到 2021 年初步建成泛在电力物联网，基本实现业务协同和数据贯通，初步实现统一物联管理，各级智慧能源综合服务平台具备基本功能，支撑电网业务与新兴业务发展。到 2024 年建成泛在电力物联网，全面实现业务协同、数据贯通和统一物联管理，公司级智慧能源综合服务平台具备强大功能，全面形成共建共治共享的能源互联网生态圈。

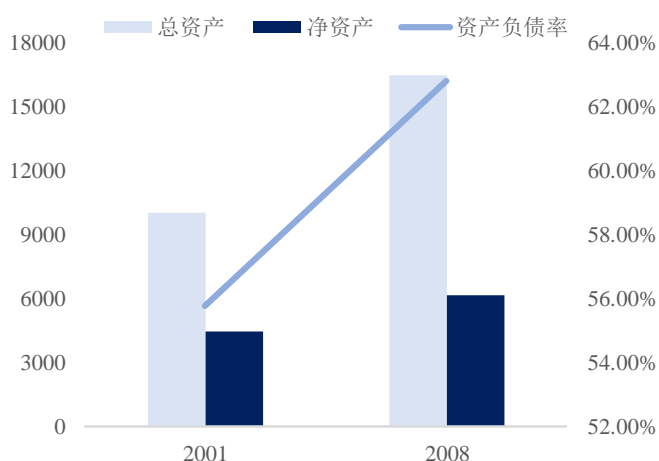
4.2. 复盘国网过去两轮资本开支的扩张过程，投资-订单-业绩逻辑清晰兑现

1) **传统电网建设周期 (2001-2008 年)**: 电网基本建设投资完成额从 875 亿元增长至 2895 亿元, CAGR 为 18.64%; 同期国家电网总资产从 10000 亿元左右增长至 16462 亿元, CAGR 大于 7%; 净资产从 4423 亿元增长至 6125 亿元, CAGR 为 4.76%; 资产负债率从 55.77% 上升至 62.79%, 相当于每年提升 1 个百分点。

2) **智能电网建设周期 (2009-2018 年)**: 2009 年 5 月 21 日, 在北京召开的“2009 特高压输电技术国际会议”上, 国网公司提出了发展智能电网的内涵, 是以坚强的网络架构为基础, 以信息通信平台为支撑, 以智能控制为手段, 包括电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节, 覆盖所有电压等级, 实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合, 是坚强可靠、经济高效、清洁环保、透明开放、友好互动的现代电网。2009-2018 年, 电网基本建设投资完成额从 3898 亿元增长至 5373 亿元, CAGR 为 3.63%; 同期国家电网总资产从 18419 亿元左右增长至 39325 亿元, CAGR 为 8.79%; 净资产从 6435 亿元增长至 17067 亿元, CAGR 为 11.45%; 资产负债率从 65.07% 下降至 56.60%, 相当于每年下降 0.94 个百分点。

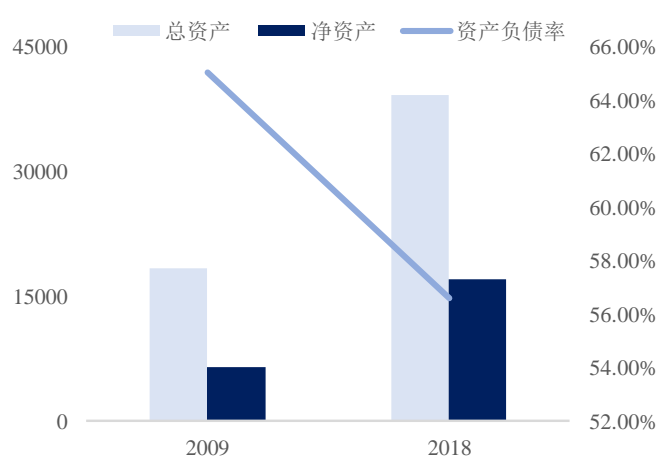
此外, 还有**贯穿整个传统+智能电网建设周期的特高压**。特高压从 2004 年开始于国网内部进行理论探讨, 截至 2018 年年底, 已经建成“八交十直”、核准在建“四交两直”工程, 建成和核准在建特高压工程线路长度超过 3.35 万公里、变电(换流)容量超过 3.4 亿千伏安(千瓦)、累计送电超过 11855 亿千瓦时。根据 2018 年 9 月份能源局发布的《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》, 预计“十四五”期间仍有 10-13 条特高压线路建设需求, 投资额约 2000 亿元。

图 57: 2001-2008 年, 国网资产负债率不断上升 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

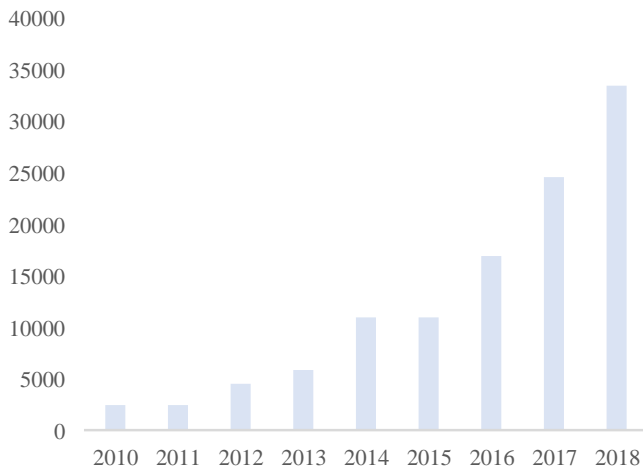
图 58: 2009-2018 年, 国网资产负债率不断下降 (亿元)



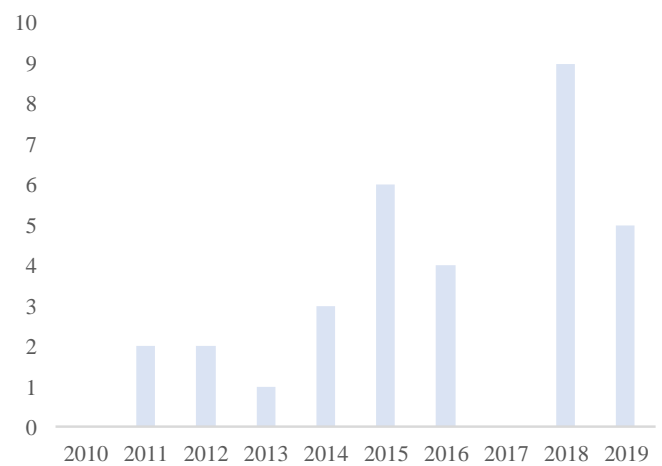
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 59: 2010-2018 年我国特高压线路建设长度 (万公里)

图 60: 2010-2019 年我国特高压线路建设开工数量 (条)



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

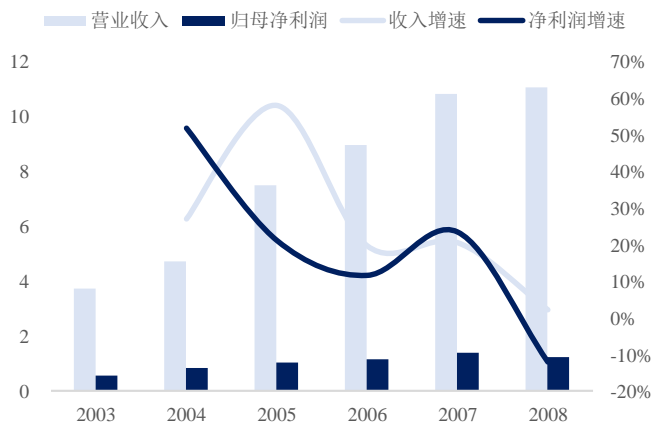
我们选取电网行业里最具代表性的公司国电南瑞，复盘其在国网过去两轮资本开支扩张过程中的表现：

1) 传统电网建设周期（2003-2008年）：公司收入从 3.73 亿增长至 11.07 亿，5 年 CAGR 为 24.30%；归母净利润从 0.56 亿增长至 1.25 亿，5 年 CAGR 为 17.42%；公司 PE 在 2007 年下半年达到阶段最高峰 73 倍，该阶段由于电网基本建设投资完成额始终保持两位数以上增长，因此公司收入、净利润均保持快速增长。

2) 智能电网建设周期（2009-2018年）：公司收入从 17.79 亿增长至 285.40 亿，9 年 CAGR 为 36.12%；归母净利润从 2.50 亿增长至 41.62 亿，9 年 CAGR 为 36.68%；当年新签订单从 10.59 亿增长至 193.74 亿，9 年 CAGR 为 38.12%。我们可以发现，在智能电网建设周期，虽然总投资完成额增速从两位数降至一位数，但是智能电网投资力度显著增强，国电南瑞的订单仍然实现两位数以上的高速增长，因此收入、净利润规模也继续保持快速增长。

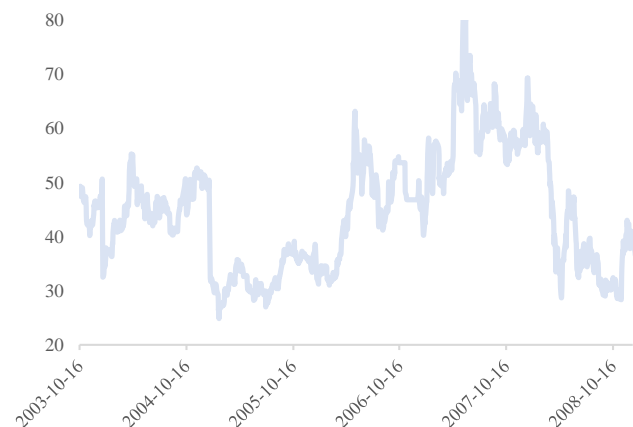
图 61：2003-2008 年国电南瑞的经营情况（亿元）

图 62：2009-2018 年国电南瑞的经营情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 63: 2003-2008 年国电南瑞的市盈率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 64: 2009-2018 年国电南瑞的订单情况（亿元）

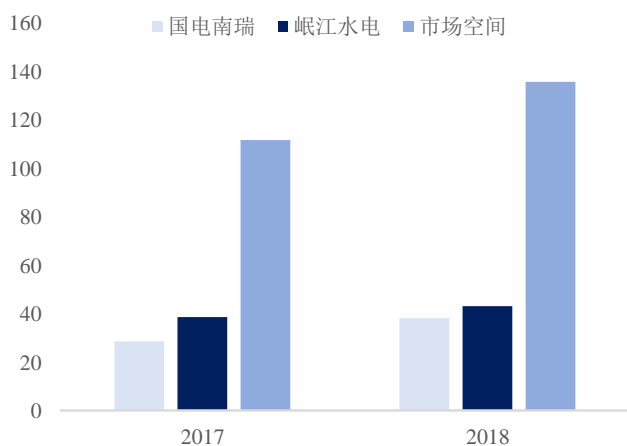


数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.3. 类比过往预计订单招标高峰将至，【岷江水电】等国网系资产将显著获益

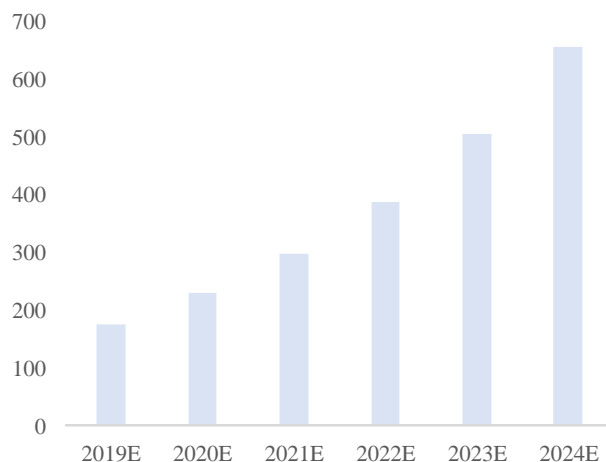
预计到 2024 年国网信息化市场空间有望达到 655.82 亿元，相比 2019 年提升 271.29%。根据国电南瑞的年报数据，2017、2018 年自动化信息通信业务收入分别为 28.49、38.23 亿元；根据岷江水电重大资产重组交易报告书，2017、2018 年拟注入的中电飞华、继远软件、中电普华、中电启明星四家公司销售给国网公司的收入合计分别为 38.60、43.29 亿元，仅国电南瑞和岷江水电信通业务合计分别为 67.09、81.52 亿元，考虑到信产集团仍有资产尚未注入，所以我们估算国电南瑞和岷江水电的业务额约占到国网信通业务总额的 60%，以此推算 2017、2018 年国网信息化的市场空间约为 111.82、135.87 亿元。根据国网泛在物联网的建设目标：2021 年初步建成、2024 年建成，我们预计 2019-2024 年，国网信息化的投资额将维持每年 30% 以上增速，到 2024 年市场空间有望达到 655.82 亿元，相比 2019 年提升 271.29%。

图 65：2017、2018 年国网信息化的市场空间（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 66：预计 2019-2024 年国网信息化的空间（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

根据国家电网电子商务平台的信息：1) 2019 年国网共进行五批信息化设备招标(含增补在内)，包数分别为 57、148、123、85、81 包，合计 494 包；金额分别为 1.57、8.61、5.88、3.26、6.93 亿元，合计 26.25 亿元。2) 2019 年国网共进行四批信息化服务招标(含增补在内)，包数分别为 21、18、7、155 包（第四批无信息化服务招标），由于国网只披露了增补批次招标服务项目的金额，因此我们推算四批信息化服务合计金额为 18.69 亿元。

设备方面，国电南瑞竞争优势较为明显：1) 五批信息化设备招标中，国电南瑞中标金额分别为 0.67、3.77、2.84、1.23、2.87 亿元，占比分别为 42.68%、43.77%、48.34%、37.83%、41.40%、43.37%；合计中标金额为 11.38 亿元，占比总额为 43.37%。2) 国网信产(岷江水电)中标金额分别为 0.37、1.95、0.74、0.55、2.06 亿元，占比分别为 23.30%、22.70%、12.50%、16.87%、29.70%；合计中标金额为 5.66 亿元，占比总额为 21.58%。**总体来看，国电南瑞和国网信产中标金额占比为 64.94%，其中国电南瑞一家占比为 43.37%，竞争优势较为明显。**

服务方面，国网信产竞争优势较为明显：1) 四批信息化服务招标中，我们测算国电南瑞中标金额分别为 0.55、0.28、0.19、6.33 亿元，占比分别为 28.00%、17.00%、29.00%、43.93%；合计中标金额为 7.35 亿元，占比总额为 39.33%。2) 国网信产(岷江水电)中标金额分别为 1.31、1.31、0.46、6.77 亿元，占比分别为 67.00%、78.00%、71.00%、46.98%；合计中标金额为 9.85 亿元，占比总额为 52.69%。**总体来看，国电南瑞和国网信产中标金额占比为 92.02%，其中国网信产一家占比为 52.69%，竞争优势较为明显。**

根据我们在前文中的测算，假设 2019-2024 年，国网信息化的投资额将维持每年 30% 以上增速，到 2024 年市场空间有望达到 655.82 亿元，相比 2019 年提升 271.29%；如果

国网信产能够保持设备类项目 21.58%、服务类项目 52.69%的中标比例，则仅信息化业务有望为公司贡献新增订单 74.88 亿元/年，相当于 2019 年中电飞华、继远软件、中电普华、中电启明星四家公司合计销售给国网公司收入规模的 172.96%，建议关注国网信通集团拟将核心资产注入的【岷江水电】。

5. 风险提示

宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，火电发电小时数不达预期；

宏观经济下行使得下游用煤需求减弱，煤炭销量不达预期；

风电、光伏等新能源装机快速投运，挤压火电发电量和发电小时数；

上网电价受到政策影响持续下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

