

2022 年 03 月 19 日

解码煤炭行业（三）：资产重组后的六大煤炭集团

■ **煤企资产重组政策分两阶段：1) 2005-2016 年，以大型煤企兼并收购中小煤矿为主，煤矿数量由 2005 年的 2.5 万处缩减至 2016 年的不足 8000 处。2) 2016 年末至今，以大型煤企资产合并为主，神华、晋煤等大型煤炭集团先后进行资产重组。**

■ 六大煤炭集团重组历程

1) **晋能控股集团**。2020 年 10 月，山西省联合重组六大煤企相关资产组建晋能控股集团，主要发展煤炭、电力、装备制造三大业务板块。其中：①**晋能煤业主要负责煤炭业务**，重组前主要开采大同、宁武等 5 个矿区的动力煤。目前重组计划尚未确定，已接收了其他煤企移交的百余家煤矿管理权，但未纳入并表范围，煤炭销售款项计入应付及其他应付款。②**晋能电力主要负责电力板块**，重组前主要负责开采长治、晋城等地区的无烟煤、贫煤，电力业务占比相对较小。目前晋能电力计划将部分煤炭公司股权划转至焦煤集团，已将 50 家煤炭公司管理权移交至晋能煤业，相应股权尚未划转，煤炭销售款由晋能煤业和焦煤集团拨付。③**晋能装备主要负责装备制造**，重组前负责晋东矿区无烟煤的开采，煤化工业务较为成熟。目前重组计划尚未确定，已将所属煤矿管理权移交给晋能煤业、焦煤集团进行管理，尚未进行股权划转，相应装备资产已经移交至公司经营管理，但不纳入并表范围。

2) **山西焦煤集团**。2020 年 4 月，山西省发布通知称将通过两步完成焦煤集团与山煤集团的资产重组，第一步为山西国资将山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，已于 2021 年 1 月完成；第二步为焦煤集团对山煤集团业务进行吸收合并，**当前尚未完成**。重组前山煤集团主要负责长治、大同左云地区的动力煤开采，焦煤集团主要负责山西省焦煤开采，重组后山煤集团成为焦煤集团附属子公司，焦煤集团资源储量增至 224.9 亿吨、年产能上升至 2.1 亿吨。目前焦煤集团共拥有 4 个融资平台，包括发债平台焦煤集团、3 家上市公司山煤国际、山西焦化、山西焦煤。

3) **潞安化工集团**。2020 年 8 月 7 日山西国资成立潞安化工集团，并计划分两次将潞安集团相关资产划转至公司，第一次将潞安集团下属 16 家公司无偿划转，第二次将潞安集团 100% 股权无偿划转。截至 2021Q1，潞安集团及下属 5 家企业已完成资产划转。此外，公司将 17 家煤矿公司及 1 项探矿权划转至晋能控股，当前划转尚未完成。公司共拥有 3 个融资平台，包括潞安化工集团、潞安集团、潞安环能。

4) **山东能源集团**。2020 年 8 月 14 日，兖矿集团与原山能集团签订合并协议，兖矿集团更名为山东能源集团并作为存续公司吸收原山能集团。重组前，原山能集团主要开采德州齐河、菏泽巨野等地的气肥煤、长焰煤，兖矿集团以开采省内焦煤及省外动力煤为主。重组后，原山能集团全部并入山东能源集团，山东能源集团资产规模快速扩张，资源储量增至 924 亿吨、产能高达 3.5 亿吨/年。目前公司共拥有 9 个融资平台，包括新矿集团等 7 个发债平台及山东玻纤、兖矿能源两家上市公司。

5) **国家能源集团**。2017 年 8 月 28 日，国务院批准神华集团与国电集团实施联合重组，神华集团更名为国家能源集团作为重组后的母公司吸收合并国电集团，2018 年 8 月重组完成。重组前国电集团主要负责火力发电，煤炭以自产内销为主，国家能源集团煤炭产能、火电装机量为国内同业中最大。重组后，国电集团注销，全部资产并入国家能源集团，公司规模快速扩张，发电业务成最大收入来源，煤炭资源储量大幅扩张，年核定产能达 6 亿吨。目前国家能源集团共拥有 12 个融资平台，其中包括国电山东、国能新能等 7 个发债平台及中国神华、长源电力 5 个上市公司。

6) **中煤集团**。与其他大型煤炭集团的“强强联合”不同，中煤集团以吸收、并购其他非煤企业的煤炭业务为主。2016-2019 年间公司无偿吸收或收购了新集能源、昔阳能源等近 20 家公司的全部或部分股权，公司煤炭年产能由 2015 年的 1.3 亿吨快速扩张至 2020 年的超 2 亿吨。目前公司共拥有 3 个融资平台，1 家发债主体中煤能源，2 家上市公司新集能源、中煤能源。

■ **风险提示：信息搜集不全面，煤企重组进度不及预期等。**

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

高文君

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521080001
gaowj@essence.com.cn

相关报告

解码煤炭债（二）：发债煤企债务变迁	2022-03-17
地方政府隐性债务专题（五）：解析重庆“八大投”	2022-03-17
1-2 月经济数据点评：如何看待经济数据超预期？	2022-03-16
上海城投平台梳理（上）	2022-03-15
存单利率缘何快速上行？	2022-03-13

内容目录

1. 煤企资产重组分两阶段.....	3
2. 六大煤炭集团重组历程.....	4
2.1. 晋能控股集团.....	4
2.2. 山西焦煤集团.....	6
2.3. 潞安化工集团.....	7
2.4. 山东能源集团.....	8
2.5. 国家能源集团.....	9
2.6. 中煤集团.....	10

图表目录

图 1: 晋能控股集团股权架构及融资平台（截至 2022 年 3 月 18 日）.....	5
图 2: 晋能煤业、晋能电力、晋能装备资产划转.....	6
图 3: 焦煤集团重组前后股权架构变化及融资平台.....	7
图 4: 潞安化工集团重组前后股权架构变化及融资平台.....	8
图 5: 山东能源集团重组前后股权架构变化及融资平台.....	9
图 6: 国家能源集团重组前后股权架构变化及融资平台.....	10
表 1: 2005-2016 年期间煤企资产重组主要政策梳理.....	3
表 2: 2016 年至今煤炭行业兼并重组相关政策梳理.....	3

本文对大型煤炭集团的资产重组历程以及重组后的业务、架构划分进行了详细梳理，以供投资者参考。

1. 煤企资产重组政策分两阶段

煤炭为我国能源消费主要支撑力，过去长期粗放式发展，导致煤炭行业存在竞争激烈、开采效率低、产能过剩等问题，21 世纪初我国煤炭数量高达 2.98 万处，年产能 30 万吨以下的小型煤矿数量超过万处。为规范行业发展、提高行业集中度，2005 年起政策开始鼓励煤炭企业资产重组，具体可分为两个阶段：

1) 2005-2016 年，以大型煤企兼并收购中小煤矿为主。2005 年 6 月 7 日，国务院发布《关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》，提出加快现代化大型煤炭基地建设，促进中小煤矿重组联合改造。“十一五”规划明确提出，对中小煤矿实施整合改造，一个矿区原则上由一个主体开发，推进产业整合。此后十年间，国务院、发改委等部门连续发文鼓励煤炭企业通过兼并重组的方式清退小型煤企。2005-2016 年间，煤炭行业加速兼并收购，煤矿数量由 2005 年左右的 2.5 万处快速缩减至 2016 年的不足 8000 处，年产能 30 万吨以下的小型煤矿数量缩减至 6500 处左右。

表 1：2005-2016 年期间煤企资产重组主要政策梳理

时间	政策	部门	主要内容
2005 年 6 月 7 日	《关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》	国务院	坚持发展先进生产能力和淘汰落后生产能力相结合的原则，一方面加快现代化大型煤炭基地建设，培育大型煤炭企业和企业集团，促进中小煤矿重组联合改造，另一方面继续依法关闭布局不合理、不具备安全生产条件、浪费资源、破坏生态环境的小煤矿。
2007 年 1 月	《煤炭工业发展“十一五”规划》	发改委	对中小煤矿实施整合改造，实现资源、资产、技术、人力等生产要素的整合和重组。在大型煤炭基地内，一个矿区原则上由一个主体开发，推进企业整合。鼓励大型煤炭企业整合重组和上下游产业融合，提高产业集中度。
2010 年 10 月 16 日	《关于加快推进煤矿企业兼并重组的若干意见》	发改委	通过兼并重组，全国煤矿企业数量特别是小煤矿数量明显减少，形成一批年产 5000 万吨以上的特大型煤矿企业集团，煤矿企业年均产能提高到 80 万吨以上，特大型煤矿企业集团煤炭产量占全国总产量的比例达到 50% 以上。
2012 年 3 月	《煤炭工业发展“十二五”规划》	发改委	大力推进煤矿企业兼并重组，淘汰落后产能，发展大型企业集团。通过兼并重组，全国煤矿企业数量控制在 4000 家以内，平均规模提高到 100 万吨/年以上。
2016 年 2 月 1 日	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展意见》	国务院	从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业，培育一批大型煤炭企业集团。利用 3 年时间，力争单一煤炭企业生产规模全部达到 300 万吨/年以上。

资料来源：国家发展与改革委员会，安信证券研究中心

2) 2016 年末至今，以大型煤炭企业资产合并为主。“十三五”规划提出“支持重点地区煤矿企业强强联合，鼓励煤炭、电力、运输、煤化工等产业链上下游企业进行重组或发展大比例交叉持股”；2017 年 12 月发改委、财政部等 12 部委联合发文鼓励煤企通过兼并重组方式实现平均规模明显扩大，争取在 2020 年底在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业。2017 年以神华集团、国电集团资产重组为起点，山西、山东等大型煤炭集团先后进行资产重组。

表 2：2016 年至今煤炭行业兼并重组相关政策梳理

时间	政策	部门	主要内容
2016 年 12 月	《煤炭工业发展“十三五”规划》	发改委	支持山西、内蒙古、陕西、新疆等重点地区煤矿企业强强联合，组建跨地区、跨行业、跨所有制的特大型煤矿企业集团。坚持煤电结合、煤运结合、煤化结合，鼓励煤炭、电力、运输、煤化工等产业链上下游企业进行重组或发展大比例交叉持股，打造全产业链竞争优势。
2017 年 8 月 14 日	《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业发挥产业链协同效应；支持优势企业和主业企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式整合煤电资源。
2017 年 12 月 19 日	《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	发改委等 12 部委	通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模明显扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

2019 年 8 月 19 日	《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》	发改委	通过三年时间，力争到 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内，华北、西北地区（不含新疆）30 万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50%以上。
2019 年 9 月 25 日	《关于加大政策支持力度进一步推进煤电联营工作的通知》	发改委、能源局	鼓励通过合并重组实施煤电联营。支持在运燃煤电厂和煤矿突破区域、行业、所有制界限，通过资产重组、股权交易等途径实施煤电一体化、煤电交叉持股。
2020 年 6 月 12 日	《2020 年煤炭化解过剩产能工作要点》	发改委等 6 部委	进一步提升行业集中度、提高生产技术水平。支持煤炭企业建设坑口电厂、发电企业建设煤矿，鼓励通过一体化运营、股权合作等多种方式发展煤电联营，促进上下游产业融合发展，提高能源供应保障水平。
2021 年 6 月	《煤炭工业“十四五”结构调整的指导意见》	中国煤炭工业协会	推动煤炭企业与电力企业实施兼并重组，通过出资购买、控股参股等方式，积极发展煤电联营。鼓励煤炭与煤化工企业根据市场需求实施兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业。

资料来源：国家发展与改革委员会，中国煤炭工业协会，安信证券研究中心

2. 六大煤炭集团重组历程

政策鼓励下央企、地方煤企均积极开展资产重组，本文重点梳理六大煤炭集团的重组历程、重组变化以及现状。

2.1. 晋能控股集团

2020 年 10 月 10 日，山西省委发布通知，联合重组大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）、晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）、华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“华阳新材料”）相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”）。

2020 年 10 月末，山西省国有资本运营公司（以下简称“山西国资”）先后将持有的同煤集团 65.1664%股权、晋煤集团 70.0561%股权、晋能集团 64.0561%股权划转至晋能控股集团，划转后，三家公司第一大股东变更为晋能控股集团，实控人仍为山西省人民政府；11 月末，三家公司先后变更公司名称，同煤集团更名为晋能控股煤业集团有限责任公司（以下简称“晋能煤业”）、晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团有限公司（以下简称“晋能装备”）、晋能集团更名为晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋能电力”）。

根据重组计划，晋能控股集团主要发展煤炭、电力、装备制造三大业务板块。截至目前（2022 年 3 月 18 日，下同），公司重组尚未完成，共拥有 7 家一级子公司，其中晋能煤业负责煤炭业务、晋能电力负责电力业务、晋能装备负责装备制造、中国（太原）煤炭交易中心为煤炭现货交易市场、晋能控股研究院主要进行科技研发、太原煤炭气化(集团)有限责任公司主要负责石油和天然气开采，另有晋能财务正在组建，未来将主要布局金融产业。

晋能控股集团共拥有 14 个融资平台（仅考虑并表且有存续债的公司及上市公司，下同），债券余额 2146.9 亿。一级子公司中晋能煤业、晋能装备、晋能电力均为发债平台，截至 3 月 18 日，存续债规模为 924.3 亿、405 亿、577.7 亿，太原煤气化自 2020 年 12 月最后一只债券到期后再未发债。其中，晋能煤业共拥有 1 家发债平台、2 家上市公司（同时有存续债），债券余额共 86.5 亿；晋能电力共拥有 2 家发债平台、1 家上市公司，债券余额共 115.1 亿；晋能装备共拥有 4 家发债平台、1 家上市公司（同时有存续债），债券余额共 38.3 亿。

图 1：晋能控股集团股权架构及融资平台（截至 2022 年 3 月 18 日）



资料来源：募集说明书，安信证券研究中心

我们重点分析晋能煤业、晋能电力、晋能装备这三家企业重组前后变化。

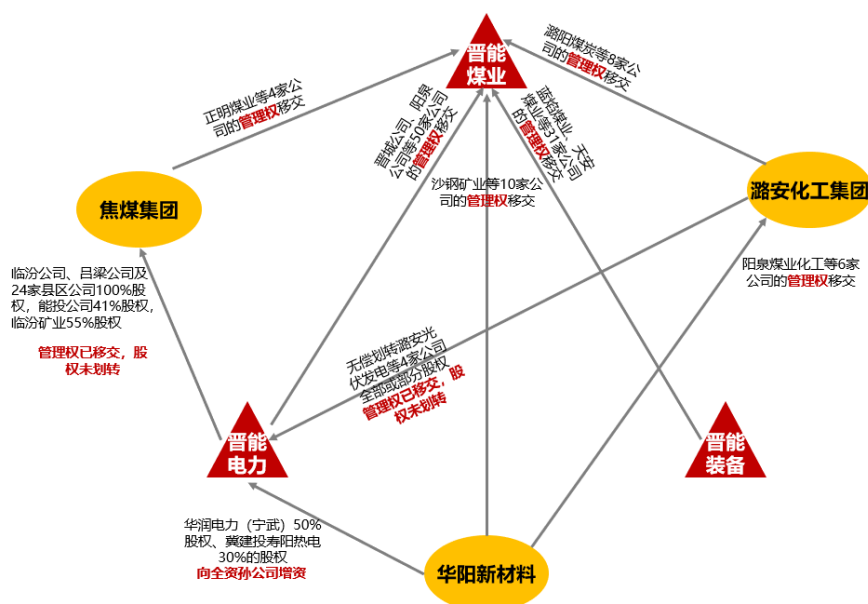
晋能煤业：重组前晋能煤业主要负责大同、宁武、河东等 5 个矿区的动力煤开采，贸易、电力业务毛利率较低。截至目前，重组计划尚未确定，公司已经接收了其他煤企移交的百余家煤矿公司经营管理权。重组前公司主营业务为煤炭生产、贸易、电力，2019 年营业收入分别为 823.9 亿、870.9 亿、122.3 亿，占比为 43.3%、45.7%、6.4%；毛利润分别为 268 亿、16.8 亿、22.5 亿，毛利率为 32.5%、1.9%、18.4%。公司主要利润来自煤炭业务，主要负责开采大同、宁武、河东等 5 个矿区的弱粘结煤、长焰煤、气煤等，公司的动力煤质量较高、资源储量丰富，煤炭总储量为 299.9 亿吨、在产煤矿产能达 1.5 亿吨；公司贸易业务主要为钢铁、有色金属、焦炭等产品的贸易，营业模式为外购自销，毛利率较低；发电以火电为主，装机容量为 553.6 万千瓦，2019 年发电量为 251.4 亿千瓦时。截至目前（2022 年 3 月 18 日，下同），公司重组计划尚未确定，根据公告：公司已经接收了晋能电力所属晋城公司、阳泉公司等 50 家公司，晋能装备所属蓝焰煤业、天安煤业等 31 家公司，华阳新材料所属沙钢矿业等 10 家公司，潞安化工集团所属潞阳煤炭等 8 家公司，焦煤集团所属正明煤业等 4 家公司的经营管理权。但由于参与主体较多、资产规模较大，最终重组计划尚未确定，相应煤矿股权尚未划转，并未纳入并表范围，煤炭销售款项计入应付及其他应付款，截至 2021Q3，应付煤炭销售款约 120 亿、其他应付煤炭销售款约 50 亿。

晋能电力：重组前晋能电力主要负责长治、晋城等地区无烟煤、贫煤、气煤的开采生产，电力业务占比相对较小。截至目前，重组计划尚未完成，公司正逐步划出煤炭资产、接收电力资产。重组前公司主营业务为煤炭生产、贸易物流、电力，2019 年营业收入分别为 271.2 亿、539.1 亿、139.1 亿，占比为 25.6%、50.9%、13.2%；毛利润分别为 129.5 亿、23.8 亿、14.4 亿，毛利率为 47.7%、4.4%、10.3%。公司主要利润来自于煤炭业务，主要负责开采长治、晋城、大同等矿区的无烟煤、贫煤、气煤等，地质储量 118 亿吨、年产能 8000 万吨左右；贸易物流业务则主要负责山西省煤炭运销，2019 年贸易量为 1.3 亿吨；重组前公司电力板块规模相对较小，主要为火力发电，装机容量合计为 3974.3 万千瓦，2019 年发电量为 270.3 亿千瓦时，主要负责山西省吕梁、临汾、朔州 3 市 12 县区供电。随着重组计划的

开启，公司逐步划出煤炭资产，接收电力相关资产。2021年7月2日，公司发布资产重组计划，将子公司所持临汾公司&吕梁公司及托管至两家公司的24家县区公司100%股权、能投公司41%的股权、临汾矿业公司55%的股权无偿划转至焦煤集团，华阳新材料以所持华润电力（宁武）50%股权、冀建投寿阳热电30%的股权向全资孙公司晋能电力集团增资，无偿吸收潞安化工集团所持的潞安光伏发电等4家公司全部或部分股权。此外，公司将晋城公司、阳泉公司等50家公司的管理权移交至晋能煤业。**截至2021年末，上述资产重组尚未完成，所属煤矿管理权已经移交，但股权并未进行相应划转，并表范围未发生变化，相应煤炭销售回款由晋能煤业和焦煤集团拨付，未拨付部分计入应收账款，截至2021Q3，煤炭销售应收款共71亿，其中应收晋能煤业62亿、应收焦煤集团9亿；相应电力资产管理权也已经移交至公司，但股权并未进行划转，因此电力资产并未纳入并表范围，截至2021Q3，公司管理的电力企业向公司拆借资金2.2亿。**

晋能装备：重组前晋能装备主要负责晋东矿区无烟煤的开采，煤化工业务较为成熟。截至目前，重组计划尚未确定，公司煤炭业务管理权已经全部移交。重组前公司主营业务为煤炭、化工、贸易，2019年营业收入为297.6亿、534.5亿、751.8亿，占比为17.7%、31.9%、44.8%；毛利润分别为122.2亿、83.5亿、3.8亿，毛利率为41.1%、15.6%、0.5%。公司主要利润来自煤炭业务，主要负责阳泉矿区、晋城矿区无烟煤、贫煤的开采，公司无烟煤资源储量丰富，占全国无烟煤储量的26%，公司煤炭总储量为104.9亿吨、年生产产能5235/年；公司煤化工业务较为成熟，为第二大利润来源，氨醇、合成氨、尿素产能均超千万吨；贸易业务毛利率较低，主要为煤炭、有色金属贸易，经营模式以外购自销为主。**截至目前，资产重组计划尚未确定，公司已经将所属煤矿的管理权移交给晋能煤业、焦煤集团进行管理，尚未进行股权划转，并表范围未发生变化。截至2021年末，公司煤炭销售资金累计约550亿，正常拨付返还370亿，应收煤炭销售款180亿。相应装备资产已经移交至公司经营管理，但不纳入并表范围。**

图2：晋能煤业、晋能电力、晋能装备资产划转



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2.2. 山西焦煤集团

2020年4月22日，山西省政府发布《关于山西焦煤集团有限责任公司吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司实施重组的有关事项的批复》，批准山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）对山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“山煤集团”）进行重组，重组

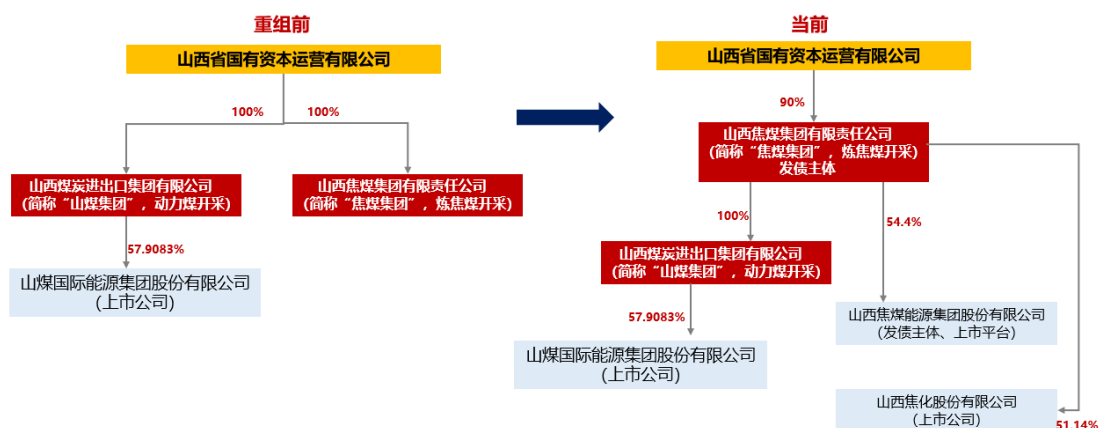
分两步：第一步为国有产权无偿划转，山西国资将所持山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，山煤集团成为焦煤集团全资子公司，但山煤集团旗下公司股权结构不变。2020 年 10 月 28 日，山西国资将所持山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，2021 年 1 月 28 日资产划入工作已经完成，山煤集团已经成为焦煤集团全资子公司；第二步为焦煤集团对山煤集团进行吸收合并，直接持有山煤集团旗下核心公司股权。2021 年 12 月 17 日，焦煤集团发布公告将整体吸收合并山煤集团全部资产、负债、权益等，截至目前吸收合并尚未完成。

重组前，山煤集团主要负责长治、大同左云地区的动力煤开采，重组后全部资产并入焦煤集团。重组前山煤集团主营业务为煤炭生产和销售，2019 年营业收入为 123.5 亿、422.4 亿，占比为 21.8%、74.4%；毛利润分别为 78.2 亿、6.4 亿，毛利率分别为 63.3%、1.5%。公司绝大部分利润都由煤炭业务贡献，主要为长治市、大同左云地区的无烟煤、长焰煤、贫瘦煤等的开采，地质储量 25.4 亿吨、可采储量 13.4 亿吨，年在产产能 2880 万吨；公司煤炭贸易业务规模较大，但利润水平较低。重组后，山煤集团全部资产、业务并入焦煤集团，成为焦煤集团全资子公司。

重组前，焦煤集团主要负责山西焦煤开采，重组后主要业务不变、仍以焦煤开采为主，资源储量增大。重组前焦煤集团主营业务为煤炭、贸易、焦炭化工，2019 年营业收入为 523.1 亿、902.9 亿、207 亿，占比为 29.5%、50.9%、11.7%；毛利润分别为 261.3 亿、16.5 亿、1.1 亿，毛利率分别为 50%、8%、1.5%。公司拥有丰富的炼焦煤资源，主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田的焦煤、肥煤、瘦煤等优质炼焦煤，煤炭资源储量为 217 亿吨、可采储量 114.2 亿吨，核定年产能 1.84 亿吨/年。重组后，山煤集团成为公司附属子公司，纳入并表范围，公司资产规模大幅增长，由 2019 年的 3395.4 亿扩张至 2020 年末的 4427.4 亿，公司煤炭资源储量增至 224.9 亿吨、可采储量增至 117 亿吨，年产能上升至 2.1 亿吨/年。2021 年 7 月 2 日，子公司山煤集团无偿吸收晋能电力划转的临汾公司、吕梁公司及托管至两家公司的 24 家区县 100% 股权，能投公司 41% 的股权，临汾矿业公司 55% 的股权。截至目前，股权划转尚未完成，上述资产未纳入并表范围，焦煤集团仅享有统一经营管理权，煤炭销售款项需支付给晋能电力。

截至目前，重组第二步尚未完成，焦煤集团共拥有 4 个融资平台，当前债券余额为 602 亿，包括发债平台焦煤集团、债券余额 577.3 亿，3 家上市公司山煤国际、山西焦化、山西焦煤，其中山西焦煤同时有债券发行，债券余额为 24.8 亿。

图 3：焦煤集团重组前后股权架构变化及融资平台



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2.3. 潞安化工集团

2020年8月7日，山西国资出资设立潞安化工集团有限公司（以下简称“潞安化工集团”），并于10日通过《潞安化工集团有限公司筹组方案》，拟以山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”）相关资产为主体，整合重组省属企业化工资产和配套原料煤矿，组建专业煤化工集团。

潞安化工集团的资产划拨分为两次：第一次划转，2020年8月28日，山西国资发布公告称，拟将潞安集团下属16家企业、配套原料煤矿及管理资产无偿划转至潞安化工集团；**第二次划转**，2021年1月7日，山西国资发布公告称拟将潞安集团100%股权无偿划转至潞安化工集团，划转完成后，潞安集团将成为潞安化工集团的全资子公司。**截至2021Q1，潞安集团及下属5家企业已完成资产划转。**

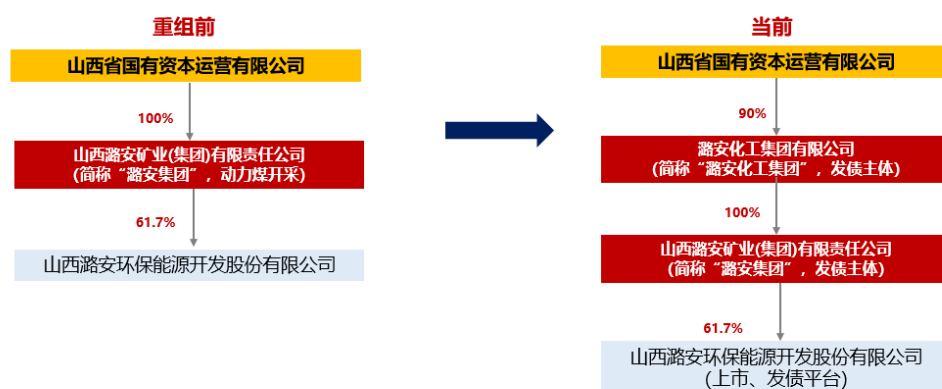
2021年4月12日，华阳新材料与潞安化工集团签订专业化重组管理权移交协议，将旗下6家煤炭开采及化工生产公司的管理权正式移交至潞安化工集团，并以所持阳煤化工股份有限公司24.19%的股权对公司控股子公司山西潞安化工有限公司进行增资扩股。

此外，公司将部分煤炭业务进行剥离。2020年10月26日，潞安集团发布公告称，将所属星光煤电等18家公司的全部或部分股权及山西省左权县高家庄煤矿探矿权无偿划转至晋能控股。2021年4月，公司称将其中2家山西潞光发电有限公司、新疆潞安协鑫准东能源有限公司出售至安徽皖能股份有限公司，同时新增山西潞安太阳能科技有限责任公司列入本次资产无偿划转范围。**截至目前，当前资产划转尚未完成，17家公司及1项探矿权仍属于潞安化工集团并表范围。**

公司重组尚未完成，业务、资源储量变化不大。重组前，潞安集团主营业务为煤炭、贸易，2019年营业收入为406.5亿、735.6亿，占比为22.6%、40.8%，利润主要来自煤炭业务，毛利率达37.2%，以开采山西省内武夏忻州等矿区、内蒙古、新疆哈密地区的贫瘦煤、贫煤为主，煤炭总储量为435.6亿吨，核定在产产能8600万吨。**截至目前，潞安化工集团重组尚未完成，相应资产均未纳入并表范围，公司业务、资源储量变化不大。**

当前潞安化工集团共拥有3个融资平台，包括潞安化工集团（发债平台）、潞安集团（发债平台）、潞安环能（发债、上市平台），债券余额分别为67亿、467亿、56.5亿。

图4：潞安化工集团重组前后股权架构变化及融资平台



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2.4. 山东能源集团

2020年8月14日，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山能集团”）签订了合并协议，由兖矿集团更名为山东能源集团有限公司

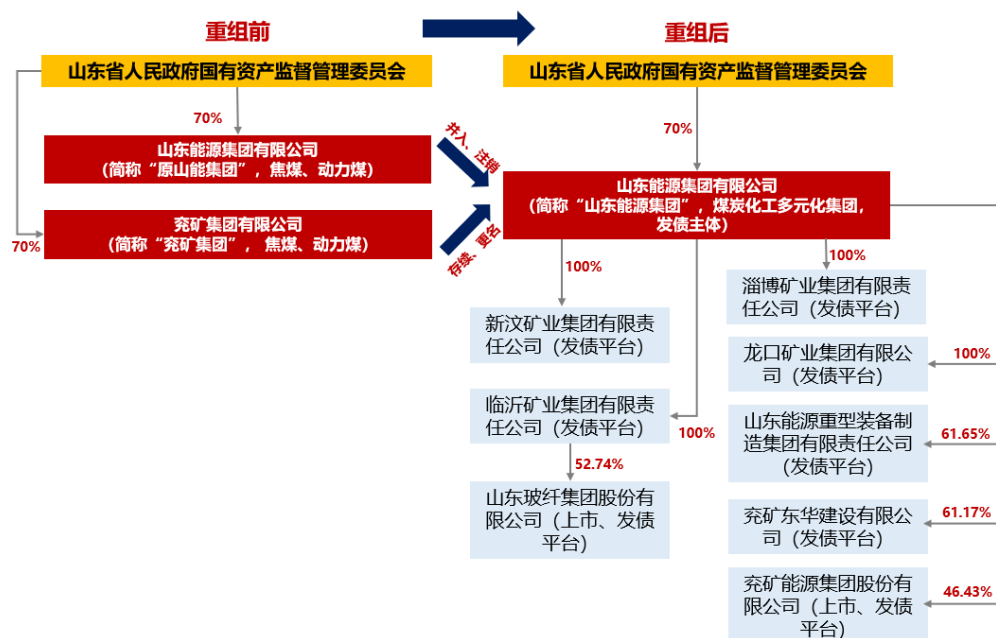
(以下简称“山东能源集团”)并作为存续公司,吸收原山能集团的资产、负债、业务等一切权利与义务。2020年11月30日,兖矿集团与原山能集团签署了交割确认书。2021年3月31日,原山能集团完成注销手续,兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”。根据合并协议,重组后的山东能源集团将以巩固发展煤炭、煤电、煤化工业务为基础,大力发展高端装备制造、新能源新材料、现代物流贸易三大新兴产业。

重组前,原山能集团为山东省内最大煤企,重组后一切资产、业务、债务并入山东能源集团。重组前公司主要业务为煤炭、物流贸易,2019年营业收入为589.6亿、2497.6亿,占比为16.5%、69.7%;毛利润为286.7亿、17.9亿,毛利率为48.6%、0.7%。原山能集团煤炭资源储量丰富,主要开采德州齐河、菏泽巨野等地的气肥煤、长焰煤及内蒙、新疆、贵州等地的无烟煤、不粘煤等,煤炭资源储量476.3亿吨,可采储量146.8亿吨,在产产能1.5亿吨/年。**重组后,原山能集团一切业务并入山东能源集团,原山能集团注销。**

重组前,兖矿集团以开采省内焦煤及省外动力煤为主,重组后资源储量大幅扩张。重组前公司主要业务为煤炭,2019年营业收入分别为1455.9亿,占比为51%,毛利率为22.5%,以开采济宁、菏泽地区的气煤、焦煤及贵州地区的无烟煤为主,资源储量407.5亿吨、可采储量61.5亿吨,核定产能为2.3亿吨。重组后,兖矿集团更名为山东能源集团作为存续公司,吸收合并原山能集团一切业务,资产规模快速扩张,由2019年的3185.5亿大幅增长至2020年末的6851亿,资源储量大幅增长至924亿吨、可采储量208亿吨,产能高达3.5亿吨/年。

截至目前,山东能源集团共拥有9个融资平台,债券余额1267.7亿,包括山东能源集团、新矿集团、临矿集团、淄矿集团、龙矿集团、山能重装、东华建设7个发债平台,及山东玻纤、兖矿能源两家上市公司(同时有存续债)。

图5: 山东能源集团重组前后股权架构变化及融资平台



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

2.5. 国家能源集团

2017年8月28日,国务院批准神华集团与中国国电集团公司(以下简称“国电集团”)实施联合重组,神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司(以下简称“国家能源集团”),

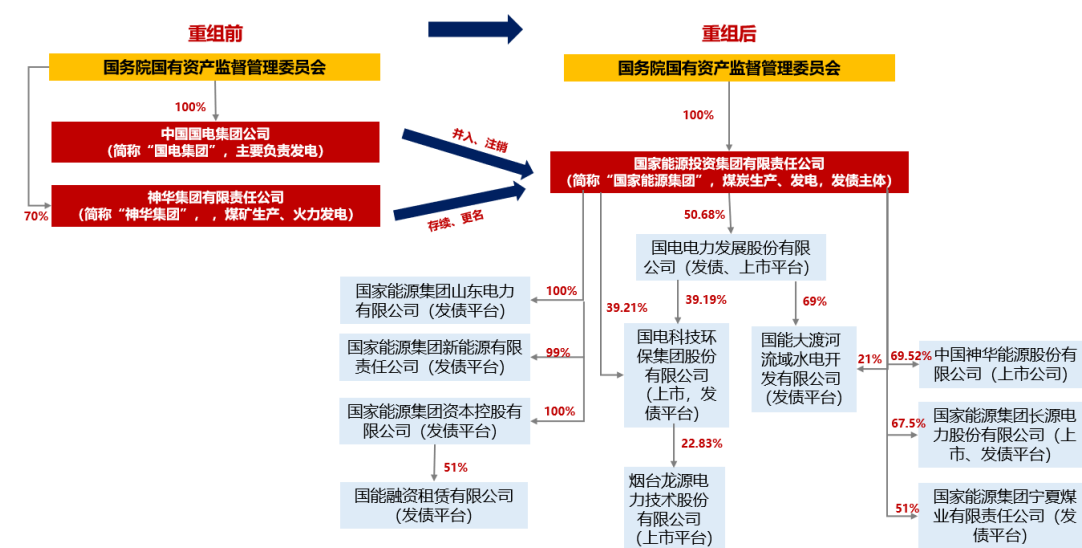
作为重组后的母公司,吸收合并国电集团;11月22日,神华集团正式更名为国家能源集团。2018年2月5日,国家能源集团与国电集团签署合并协议,国家能源集团作为合并后的公司继续存续,国电集团全部资产、负债、业务及其他一切权利与义务均由国家能源集团继承;8月,重组交割条件全部满足,重组完成。

重组前,国电集团主要业务为火力发电,煤炭以自产内销为主。重组后,国电集团注销,全部资产、业务并入国家能源集团。重组前公司主要业务为发电,2016年营业收入为1501.2亿,占比为86.1%,毛利率为22.3%。公司电力业务规模较大,2016年可控装机容量为1.4千瓦,其中火电装机量大9932万千瓦,以火力发电为主,2016年火力发电量、水电发电量分别为4049亿千瓦时、542亿千瓦时。公司煤炭资源丰富,资源储量为115亿吨,2016年产量达3105.8万吨,但主要用于公司内部电厂发电使用,自产内销,外销规模较少,2016年煤炭营业收入仅32.2亿,占比1.8%。重组后,公司注销,全部资产、业务将并入国家能源集团。

重组前,国家能源集团煤炭储量、火电装机量为国内同业中最大,重组后公司业务规模进一步扩张。重组前公司主要业务为煤炭、发电,2016年营业收入分别为1557亿、985亿,占比为62.8%、39.7%;毛利润分别为112亿、127亿,毛利率为22.5%、28.1%。公司煤炭资源丰富,拥有生产煤矿83个、核定产能4.3亿吨,产能为国内煤炭集团中最大;公司拥有火电装机1.7亿千瓦,为国内电厂中最大装机量。重组后,公司资产、业务规模快速扩张,发电业务成为公司最大收入来源,2018年常规能源发电营业收入为2734.1亿、煤炭业务收入为2624亿,占比分别为37.3%、35.8%,但发电业务毛利率降至12.4%,煤炭业务毛利率升至29.6%,之后发电业务毛利率有所改善但仍相对弱于重组前。重组后,公司煤炭资源储量再度扩张,年核定产能达6亿吨。

截至目前,国家能源集团共拥有12个融资平台,存续债余额合计1605.6亿。发债平台7个,分别为国家能源集团、国电山东、国家能源资本、国能租赁、国能新能、神华宁夏煤业集团、国电大渡河;上市公司5家,分别为中国神华、长源电力、国电电力、国电环科、龙源技术,其中长源电力、国电电力、国电环科同时有存续债。

图6: 国家能源集团重组前后股权架构变化及融资平台



2.6. 中煤集团

与其他大型煤炭集团的“强强联合”不同,中煤集团以吸收、收并购其他非煤企业的煤炭业

务为主。

2016 年 8 月 16 日，中煤集团无偿接收国家开发投资公司所持国投新集能源股份有限公司 30.31%的股权，新集能源主要开发安徽阜阳、淮南地区的动力煤，2016 年末煤炭资源储量 79.6 亿吨，生产矿井合计产能 1622 万吨/年。2016 年 12 月，股权过户登记完成，新集能源成为中煤集团控股子公司。2017 年，公司无偿接收国投煤炭有限公司所持国投晋阳能源有限公司 60%的股权、国投晋城能源投资有限公司 100%的股权、国投京闽（福建）工贸有限公司 56%的股权、国投煤炭郑州能源开发有限公司 60%的股权，无偿接收中国保利集团有限公司所持保利能源控股有限公司 65%的股权，其中保利能源主要负责开采山西、新疆等矿区的焦煤，可控资源储量 15.7 亿吨、规划产能 1290 万吨/年。2019 年间，中煤集团又协议收购了新疆生产兵团所持新疆生产建设兵团红星发电有限公司 51%股份、收购国投电力所属国投宣城发电等 5 家公司部分股权、无偿接收了国电燃料所属国兴煤业等 2 家公司部分股权。

经过 2016-2019 年的持续资产合并，截至 2021Q1，中煤集团共有煤炭资源储量 666.2 亿吨、可采储量 376 亿吨，集中在新疆、内蒙、山西地区，年产能由 2015 年的 1.3 亿吨快速扩张至 2020 年的超 2 亿吨。

截至目前，公司共拥有 3 个融资平台，1 家发债主体中煤能源，债券余额为 50 亿，2 家上市公司新集能源、中煤能源，其中中煤能源有存续债 242.7 亿。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034