

强烈推荐-A (维持)

潞安环能 601699.SH

当前股价: 8.65 元
2017年04月13日

喷吹煤龙头企业，高弹性盈利可期

基础数据

上证综指	3276
总股本(万股)	299141
已上市流通股(万股)	299141
总市值(亿元)	259
流通市值(亿元)	259
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	68.9%
主要股东	山西潞安矿业(集团)
主要股东持股比例	61.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	5	18
相对表现	-2	-1	9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《潞安环能(601699)一冶金煤高弹性品种，盈利改善可持续》2017-03-31
- 2、《潞安环能(601699)一受益供给侧改革，业绩持续改善》2016-07-28
- 3、《潞安环能(601699)一严格执行限产政策，受益煤价持续上调》2016-06-02

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理

刘晓飞

021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

近期我们调研了潞安环能，公司是喷吹煤龙头企业，在煤价上涨中具有高弹性。2017年煤价中枢大幅上移已是大概率，预计公司煤炭综合售价约为482元/吨，增加40%；完全成本回升至348元/吨，上浮14%。276政策放开，预计公司商品煤销量将增加至3700万吨，测算归母净利润35亿元；公司计划关闭2个整合矿，叠加剩余整合矿，将产生5亿元亏损；焦化板块基本盈亏平衡，归母净利润合计约30亿元。我们预计2017-2019年EPS分别为1.00、0.92、0.94元/股，看好供给侧改革下业绩大幅改善，给予“强烈推荐-A”评级。

- **整合矿拖累整体业绩。**目前公司有11个矿井在产，按照330天核算产能约为3700万吨，权益产能3484万吨，权益占比94%。目前还有11个在建矿井，设计产能1140万吨，权益部分831万吨。2017年无在建产能投产。公司目前共20个整合矿，涉及总产能1590万吨。2016年整合矿亏损约5亿，2017年将退出2个整合矿，亏损情况预计持平。
- **煤价回升推动业绩大幅改善。**2016年公司商品煤销量3624万吨，达到历史峰值，然而受限于276政策，公司产量并未全部放开，预计2017年公司商品煤销量将进一步增加至3700万吨。假设2017年秦港5500大卡煤均价600元/吨，长治地区喷吹煤均价850元/吨，预计煤炭综合售价482元/吨，同比增长40%；生产成本和三费项目小幅上调，测算完全成本348元/吨，增长14%；计入整合矿亏损数额，测算得到煤炭板块可实现归母净利润30亿元。
- **焦化板块预计盈亏平衡。**2016年焦炭业务经营状况改善明显，毛利率回升至20%，预计2017年实现盈亏平衡。
- **给予“强烈推荐-A”评级。**山西国改加速升温，在省政府的推动下，以往资产注入的障碍将逐步清除，未来动向值得关注。公司以煤为基，着力于发展高端煤化工和煤电化一体，作为喷吹煤龙头企业，在煤价上涨过程中具有高弹性。我们预计2017年归母净利润为30亿元，对应EPS为1.00元/股，看好供给侧改革下业绩大幅改善，给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**煤价回调幅度过大

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	11155	14229	20348	18924	18545
同比增长	-30%	28%	43%	-7%	-2%
营业利润(百万元)	128	1173	3685	3688	3752
同比增长	-89%	818%	214%	0%	2%
净利润(百万元)	103	857	3005	2753	2800
同比增长	-90%	732%	251%	-8%	2%
每股收益(元)	0.03	0.29	1.00	0.92	0.94
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 主营业务情况

万元	2012	2013	2014	2015	2016	同比变化
营业收入	2,006,530	1,919,997	1,603,032	1,115,540	1,422,937	28%
产品	1,944,865	1,831,824	1,589,553	1,061,791	1,353,452	27%
煤炭	1,901,278	1,721,785	1,440,267	983,005	1,237,401	26%
焦炭	43,515	110,039	149,286	78,786	116,050	47%
营业成本	1,182,620	1,222,799	1,102,325	744,852	895,826	20%
产品	1,122,696	1,138,759	1,092,586	693,627	832,235	20%
煤炭	1,074,232	1,026,251	940,810	620,404	739,619	19%
焦炭	48,465	112,508	151,776	73,222	92,616	26%
毛利	823,910	697,197	500,707	370,688	527,110	42%
产品	822,168	693,066	496,967	368,164	521,217	42%
煤炭	827,046	695,534	499,458	362,601	497,782	37%
焦炭	-4,950	-2,469	-2,491	5,563	23,435	321%
毛利率(%)	41	36	31	33	37	11%
产品	42	38	31	35	39	11%
煤炭	44	40	35	37	40	9%
焦炭				7	20	186%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 主要煤矿产量数据

矿区	所在地	煤种	保有储量	核定产能	备采比例	2013	2014	2015	2016
王庄	山西省长治	贫煤	55,734	700	80	835	810	800	-
五阳	山西省长治	贫煤	30,914	300	103	400	400	350	-
漳村	山西省长治	贫煤	16,406	360	46	420	480	467	-
常村	山西省长治	贫煤	68,834	600	115	835	870	850	-
余吾	山西省长治	贫煤	121,124	750	161	835	1100	1100	-
潞宁	山西省忻州	气煤	12,241	990	12	-	-	-	-
合计			305,253	3,700	83	3703	3814	3567	3915

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 焦炭产销量情况

万吨/元	2012	2013	2014	2015	2016	同比变化
焦炭产量	36	99	99	106	124	17%
焦炭销量	33	98	99	101	120	19%
库存量	-	-	-	8	12	43%
单位焦炭价格	1319	1123	1508	782	968	24%
单位焦炭成本	1469	1148	1533	727	773	6%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 煤炭产销情况

万吨/元	2012	2013	2014	2015	2016	同比变化
商品煤产量	3334	3704	3814	3,567.00	3520	-1%
商品煤销量	2875	3051	3161	3099	3624	17%
商品煤率	86%	82%	83%	87%	93%	7%
综合售价	661	564	456	317	341	8%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 不同产品产销情况

万吨	2014	2015	2016	同比变化
商品煤产量	3322	3229	3520	9%
其中: 喷吹煤产量	1560	1336	1233	-8%
洗混煤产量	1606	1706	2145	26%
其他洗煤产量	156	187	142	-24%
商品煤销量	3161	3099	3624	17%
其中: 混煤销量	1637	1561	2210	42%
喷吹煤销量	1524	1359	1240	-9%
其他洗煤销量	157	164	157	-4%

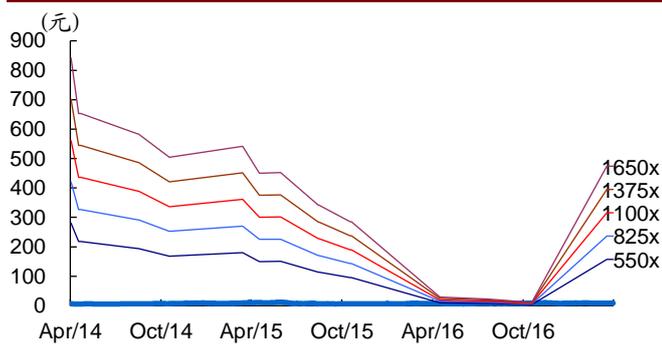
资料来源: 公司公告、招商证券

表 6 煤炭板块业绩测算

测算成本	2013	2014	2015	2016	2017E
综合售价 (元)	564	434	319	341	482
生产成本 (元/吨)	336	284	201	205	227
完全成本 (元/吨))	500	399	315	306	348
吨煤利润 (元/吨)	64	35	4	35	134
所得税	26	12	6	15	34
吨煤净利 (元/吨)	9	9	9	20	101
归母净利 (亿元)	11	7	(0)	6	35

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 潞安环能历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 潞安环能历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16706	23045	25701	20130	19964
现金	7970	8689	5400	1278	1490
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	3480	8929	12768	11874	11637
应收款项	3609	3803	5330	4957	4858
其它应收款	235	170	243	226	222
存货	985	1207	1617	1478	1449
其他	427	247	342	315	309
非流动资产	33914	34778	38382	41829	45122
长期股权投资	2311	2267	2267	2267	2267
固定资产	13862	18465	22943	27176	31177
无形资产	9022	8726	7853	7068	6361
其他	8719	5320	5319	5317	5316
资产总计	50620	57824	64083	61958	65086
流动负债	25014	32665	35518	30584	31680
短期借款	5888	7005	8534	5618	7144
应付账款	9067	11637	15596	14258	13973
预收账款	498	1080	1447	1323	1297
其他	9560	12942	9941	9385	9267
长期负债	8040	7180	8080	8080	8080
长期借款	4861	4629	5529	5529	5529
其他	3179	2550	2550	2550	2550
负债合计	33054	39844	43598	38664	39760
股本	2991	2991	2991	2991	2991
资本公积金	1439	1439	1439	1439	1439
留存收益	13332	13890	16626	19379	21353
少数股东权益	(197)	(341)	(571)	(515)	(458)
归属于母公司所有者权益	17763	18320	21056	23810	25784
负债及权益合计	50620	57824	64083	61958	65086

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	324	1134	5095	4693	5409
净利润	103	857	3005	2753	2800
折旧摊销	865	1032	1886	2044	2197
财务费用	677	806	510	510	510
投资收益	(85)	(24)	(102)	(102)	(102)
营运资金变动	(1100)	(1599)	(6)	(560)	(51)
其它	(136)	61	(198)	49	56
投资活动现金流	(1843)	(804)	(5490)	(5490)	(5490)
资本支出	(1872)	(869)	(5490)	(5490)	(5490)
其他投资	29	65	0	0	0
筹资活动现金流	97	26	(2893)	(3325)	292
借款变动	367	1523	(2216)	(2917)	1526
普通股增加	690	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(69)	(179)	(269)	0	(826)
其他	(892)	(1317)	(408)	(408)	(408)
现金净增加额	(1423)	356	(3289)	(4122)	211

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11155	14229	20348	18924	18545
营业成本	7449	8958	12005	10976	10756
营业税金及附加	840	1126	1485	1381	1354
营业费用	234	292	427	397	389
管理费用	1888	1668	2014	1873	1836
财务费用	523	712	510	510	510
资产减值损失	180	323	323	200	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	85	24	102	102	102
营业利润	128	1173	3685	3688	3752
营业外收入	28	110	18	32	32
营业外支出	25	29	36	8	8
利润总额	130	1255	3667	3712	3776
所得税	172	545	891	902	918
净利润	(42)	710	2775	2809	2857
少数股东损益	(145)	(147)	(230)	56	57
归属于母公司净利润	103	857	3005	2753	2800
EPS (元)	0.03	0.29	1.00	0.92	0.94

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-30%	28%	43%	-7%	-2%
营业利润	-89%	818%	214%	0%	2%
净利润	-90%	732%	251%	-8%	2%
获利能力					
毛利率	33.2%	37.0%	41.0%	42.0%	42.0%
净利率	0.9%	6.0%	14.8%	14.5%	15.1%
ROE	0.6%	4.7%	14.3%	11.6%	10.9%
ROIC	-5.6%	3.1%	9.1%	9.1%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	65.3%	68.9%	68.0%	62.4%	61.1%
净负债比率	29.2%	28.2%	21.9%	18.0%	19.5%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	7.6	8.2	8.5	7.1	7.4
应收帐款周转率	4.2	3.8	4.5	3.7	3.8
应付帐款周转率	0.8	0.9	0.9	0.7	0.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.29	1.00	0.92	0.94
每股经营现金	0.11	0.38	1.70	1.57	1.81
每股净资产	5.94	6.12	7.04	7.96	8.62
每股股利	0.06	0.09	0.00	0.28	0.28
估值比率					
PE	251.2	30.2	8.6	9.4	9.2
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.6	9.9	12.0	11.7	12.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。