

强烈推荐-A (维持)

潞安环能 601699.SH

目标估值: - 元
当前股价: 7.67 元
2017 年 06 月 24 日

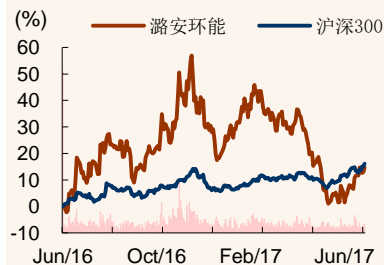
高弹性喷吹煤龙头，国改东风正当时

基础数据

上证综指	3158
总股本(万股)	299141
已上市流通股(万股)	299141
总市值(亿元)	229
流通市值(亿元)	229
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	7.1
资产负债率	68.0%
主要股东	山西潞安矿业(集团)
主要股东持股比例	60.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-9	19
相对表现	5	-18	3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《潞安环能(601699)一喷吹煤龙头企业，高弹性盈利可期》2017-04-14
- 2、《潞安环能(601699)一冶金煤高弹性品种，盈利改善可持续》2017-03-31
- 3、《潞安环能(601699)一受益供给侧改革，业绩持续改善》2016-07-28

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn
王西典
021-68407539
wangxidian@cmschina.com.cn

公司是喷吹煤龙头企业，在煤价上涨中业绩具有高弹性。2017 年煤价大概率处于高位，测算 EPS 为 0.79 元，同比增长 177%。前期煤炭股随大盘明显调整，估值接近历史底部，目前开始逐渐反弹。近期山西国改东风正起，集团煤炭资产存在强烈注入预期，业绩提升明显，建议积极布局，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 喷吹煤龙头，受益下游钢铁回暖。公司 2016 年喷吹煤产量 1233 万吨，仅占商品煤销量 35%。近期随着钢铁行业逐渐回暖，喷吹煤产量和占比有回升空间，预计 2017-19 年喷吹煤产销量 1400-1500 万吨，占商品煤销量 40%左右。
- 量价齐升，煤炭业绩迎来爆发机会。目前公司核定产能 3890 万吨。考虑到整合矿投产，预计 2017-19 年商品煤产销量分别达到 3700、3750 和 3820 万吨，同比增长 2.1%、1.4%和 1.9%。今年煤价中枢大幅上移，假定秦港 Q5500 均价 600 元/吨、长治喷吹煤 850 元/吨，预计综合售价为 499 元/吨，上升 46%。吨煤净利 67 元/吨，大增 235%。整合矿亏损 5 亿元，与去年持平。测算煤炭板块贡献净利 23.2 亿元，对应 EPS 为 0.78 元/股，上升 253%。
- 山西国改升温，集团承诺注入优质煤炭资源。潞安集团具备注入条件的煤炭资产产能约 3330 万吨/年。假定盈利能力与上市公司持平，可实现净利 21.3 亿元，资产注入后可增厚 EPS 约 14%。近期山西国改升温，以往资产注入障碍将逐步清除，在目前公司证券化率较低情况下，资本运作存在巨大空间，建议积极布局。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。之前报告提到的三重底和四大上涨机会逐步兑现，未来煤炭股将迎来三重投资机会。作为高弹性喷吹煤龙头，2017 年业绩增长较快，目前 P/E 不到 10 倍；受益山西国改，资产注入预期下量增近 1 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示：煤价大幅回调；国改进度低于预期

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	20149	20753	21355
同比增长	-30%	28%	42%	3%	3%
营业利润(百万元)	128	1173	2848	3211	3352
同比增长	-89%	818%	143%	13%	4%
净利润(百万元)	103	857	2378	2403	2506
同比增长	-90%	732%	177%	1%	4%
每股收益(元)	0.03	0.29	0.79	0.80	0.84
PE	222.7	26.8	9.6	9.5	9.2
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、高弹性喷吹煤品种，量价齐升助力煤炭业绩爆发 4

1、煤炭产销量持续小幅增加 4

2、喷吹煤产销将受益钢铁行业回暖 5

3、煤价回升助力公司业绩大幅回升 9

4、焦化业务规模扩张，打造新型焦化产业基地 13

二、背靠潞安集团，国改预期强烈 14

1、储有优质煤炭资源，承诺择时注入公司 14

2、集团以煤为基，多元发展 15

3、山西国改加速推进 17

4、资产注入方案猜想 18

三、盈利预测及投资评级 20

图表目录

图 1: 预计 2017-2019 年产销量将小幅增加 5

图 2: 全国生铁产量情况 6

图 3: 全国无烟和贫瘦喷吹煤产量-需求量情况 6

图 4: 2015 年潞安环能喷吹煤产量占比 7

图 5: 2016 年潞安环能喷吹煤产量占比 7

图 6: 高炉开工率变化 7

图 7: 国内大中型钢厂喷吹煤库存可用天数 7

图 8: 全国螺纹钢均价走势 7

图 9: 喷吹煤价格走势 7

图 10: 全国旬度钢企粗钢日均产量 8

图 11: 主要城市钢材库存情况 8

图 12: 秦皇岛 Q5500 动力煤和长治喷吹煤历年均价 9

图 13: 公司综合售价走势 9

图 14 公司历年综合售价及成本走势和预测 10

图 15: 潞安环能原煤产量占比 18

图 16: 潞安环能营业收入占比 18

图 17: 潞安环能历史 PE Band 20

图 18: 潞安环能历史 PB Band 20

表 1: 公司主营业务情况 4

表 2: 公司主要煤矿产量明细及预测 5

表 3: 喷吹煤产销量及占比 8

表 4: 历年煤炭产品产销量数据 8

表 5: 公司售价历年走势及预测 9

表 6: 公司煤炭成本分析.....	10
表 7: 公司整合矿情况	11
表 8: 重要非全资子公司财务情况.....	12
表 9: 煤炭板块盈利测算.....	12
表 10: 煤炭盈利弹性测算.....	12
表 11: 焦炭产销价格成本情况.....	13
表 12: 焦化业务子公司情况.....	13
表 13: 潞安集团下属主要矿井概况.....	14
表 14: 潞安集团主营业务情况	15
表 15: 天脊集团煤化工产品产销量	15
表 16: 潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化项目	16
表 17: 集团光伏业务情况.....	16
表 18: 煤电一体化项目	17
表 19: 潞安集团下属主要矿井概况.....	18
表 20: 可比交易法估值	19
表 21: EPS 影响测算 (19 年)	19
附: 财务预测表	21

一、高弹性喷吹煤品种，量价齐升助力煤炭业绩爆发

潞安环能源于 2001 年经山西省政府批准，以山西潞安矿业（集团）作为主发起人，联合郑州铁路局、日照港（集团）有限公司、上海宝钢集团国际经济贸易有限公司、天脊煤化工集团有限公司和山西潞安工程有限公司等 5 家单位共同发起设立。

公司主要从事包括原煤开采、煤炭洗选、煤焦冶炼；洁净煤技术的开发与利用；煤层气开发；煤炭的综合利用等、地质勘探等业务。作为全国煤炭企业首家也是唯一一家高新技术企业公司，公司首创了以烟煤用于高炉喷吹技术，获中国煤炭工业科技进步特等奖，并成为制定该产品国家标准的基准。

公司的主营方向为煤炭采掘和煤化工，即主要产品是煤炭和焦炭。其中煤炭板块的收入占比超过 90%，是公司利润的主要来源，毛利润维持在 40% 上下；焦炭业务现阶段毛利率为 20%，仅能贡献微利，对公司的业绩影响较小。

表 1：公司主营业务情况

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016
主营业务收入	21,903	19,449	18,318	15,896	10,618	13,535
煤炭	21,003	19,013	17,218	14,403	9,830	12,374
焦炭	899	435	1,100	1,493	788	1,161
主营业务成本	11,807	11,227	11,388	10,926	6,936	8,322
煤炭	10,911	10,742	10,263	9,408	6,204	7,396
焦炭	896	485	1,125	1,518	732	926
产品毛利	10,096	8,222	6,931	4,970	3,682	5,212
煤炭	10,092	8,270	6,955	4,995	3,626	4,978
焦炭	3	-50	-25	-25	56	234
产品毛利率	46%	42%	38%	31%	35%	39%
煤炭	48%	44%	40%	35%	37%	40%
焦炭	0%	-11%	-2%	-2%	7%	20%

资料来源：wind、招商证券

1、煤炭产销量持续小幅增加

潞安环能所辖煤田位于沁水煤田东部中段，煤炭资源储量超过 33 亿吨，可采储量 17 亿吨，主要分布在长治、忻州和临汾，煤种包括瘦煤、贫瘦煤和贫煤。公司生产低硫、低灰、高热量的优质动力煤和喷吹煤，供应宝钢、武钢、太钢和天津钢厂等主要钢铁企业，客户资源稳定。

目前公司现有在产核定产能 3890 万吨，其中

- 主要矿井有六座，核定产能 3200 万吨；
- 包含今年即将投产的温庄、伊田、隰东三个整合矿在内，在产整合矿井核定产能 690 万吨。

2016 年在国家去产能及山西省煤炭产能结构调整政策下，公司五阳、王庄、余吾、漳村、常村、潞宁及整合煤矿后堡、新良友、开拓等 9 家矿井均列入先进产能释放序列，合计产能 3590 万吨，占到总产能 92%。

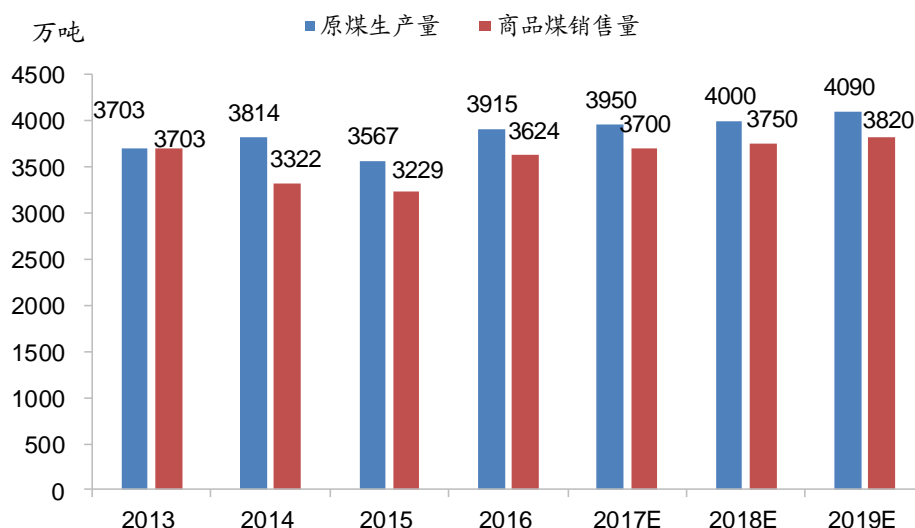
表 2: 公司主要煤矿产量明细及预测

单位: 万吨	地区	煤种	权益	资源储量	可采储	产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
五阳	长治	贫煤	100%	30430	13538	360	400	350	370	360	360	360
漳村	长治	贫煤	100%	15953	7794	400	480	467	402	400	400	400
王庄	长治	贫煤	100%	54631	24630	710	810	709	710	710	710	710
常村	长治	贫煤	100%	67606	38392	800	870	850	850	800	800	800
余吾	长治	贫煤	100%	143510	72511	750	1100	1010	1000	900	860	860
潞宁	忻州	气煤	58%	12160	7175	180		181		180	180	180
孟家窑	忻州	气肥煤	80%	3560	1690	120				120	120	120
新良友	临汾	1/3 焦煤	80%	3500	2625	90				90	90	90
开拓	临汾	1/3 焦煤	60%	2700	2025	90				90	90	90
后堡	临汾	1/3 焦煤	60%	1047	785	90				90	90	90
温庄	长治	贫瘦煤	72%	4326	1470	120				90	120	120
伊田	临汾	肥煤、主焦	60%	3706	2594	120				80	120	120
隰东	临汾	1/3 焦煤	80%	3500	2625	60				40	60	60
潞宁整合矿	忻州	气肥煤	78%	8140	4596	90						
合计			93%	354769	177853	3890	3814	3567	3915	3950	4000	4090
增速							3%	-6%	10%	1%	1%	2%
权益产量							3456	3317	3641	3695	3716	3716
权益产量增速							3%	-4%	10%	1%	1%	0%
权益产量占比							91%	93%	93%	94%	93%	91%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 潞宁整合矿于 2019 年投产

2016 年原煤产量 3915 万吨, 商品煤产量 3540 万吨, 商品煤销量 3624 万吨, 达到历史高点。考虑到 276 天限产政策放开以及整合矿逐渐投产的因素, 预计 2017-2019 年公司商品煤产销量将小幅增加, 分别为 3700、3750 和 3820 万吨, 同比增加 2.1%、1.4%和 1.9%。

图 1: 预计 2017-2019 年产销量将小幅增加



资料来源: 公司公告、招商证券

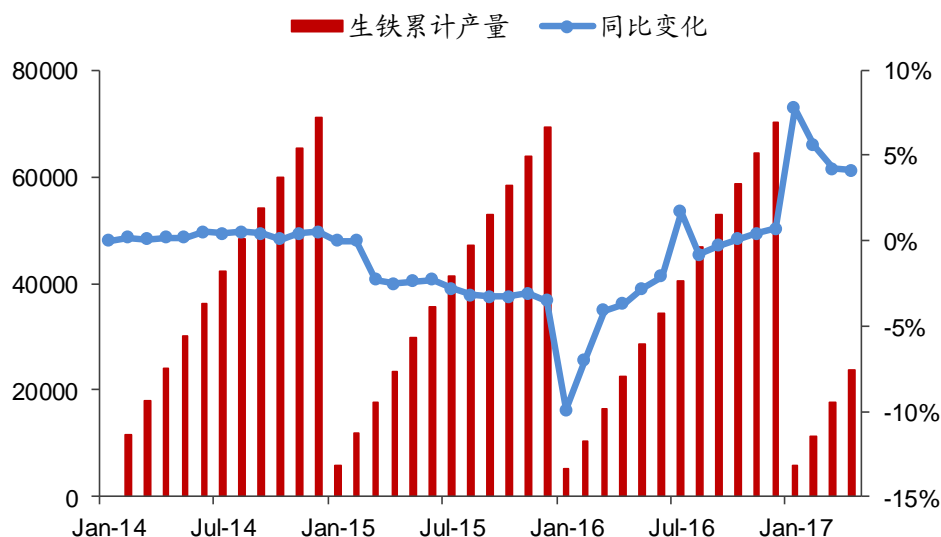
2、 喷吹煤产销将受益钢铁行业回暖

喷吹煤替代焦炭是未来钢铁燃料的发展方向。喷吹煤可在钢铁冶炼过程中部分替代焦炭

参与冶炼高炉还原反应,达到降低使用焦炭比例的效果,在主要耗能环节加大喷煤比例,已成为当前钢铁企业节能减排、节约成本的有效手段之一。炼焦配煤一般需要配 50% 以上的主焦煤,以满足高炉炼铁对焦炭质量方面的要求。从长期来看,提高喷吹煤的使用率能缓解我国主焦煤的短缺问题,同时也降低了炼铁系统的购煤成本。

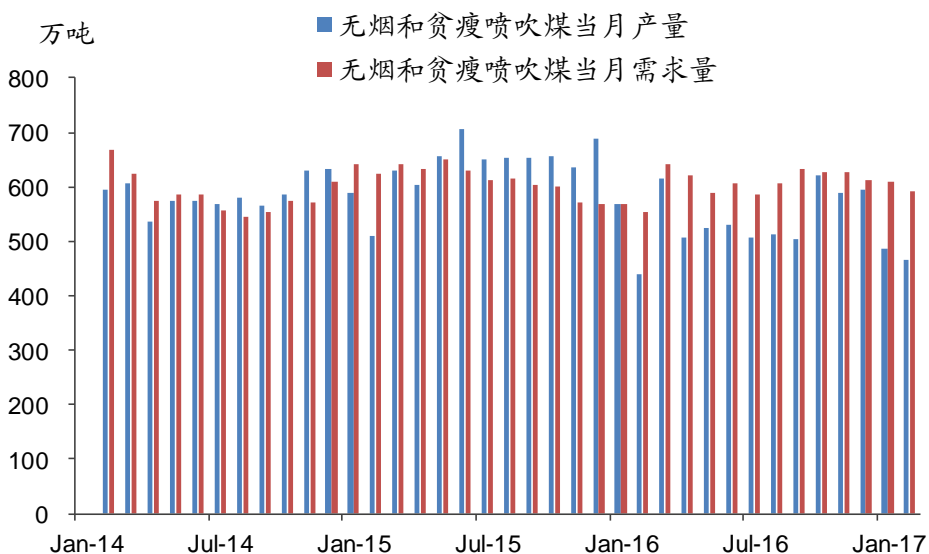
作为喷吹煤行业的龙头,公司在技术和产量方面均具有领先优势。技术方面,公司与多家国内科研院以及钢铁厂联合试验成功的“潞安”煤(贫煤、贫瘦煤)高炉喷吹技术,打破了只有无烟煤可用于高炉喷吹的理论禁锢,是我国喷吹煤新产品开发和应用上的一个新突破,具有煤种资源特性赋予的独特产品进入壁垒,公司正利用这一独特优势积极打造中国第一个喷吹烟煤生产基地。产量方面,去年全国生铁产量突破 7 亿吨,估算贫瘦和无烟喷吹煤需求量约为 7400 万吨(其中贫瘦喷吹煤约 1900 万吨),公司超过 1200 万吨的产量可占据 17% 市场份额,具有明显的领先优势。

图 2: 全国生铁产量情况



资料来源: wind、招商证券

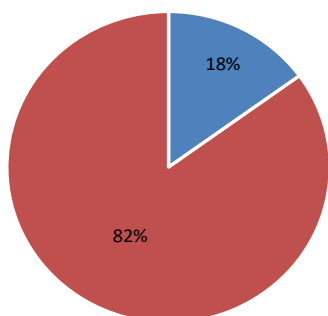
图 3: 全国无烟和贫瘦喷吹煤产量-需求量情况



资料来源: wind、招商证券

图 4: 2015 年潞安环能喷吹煤产量占比

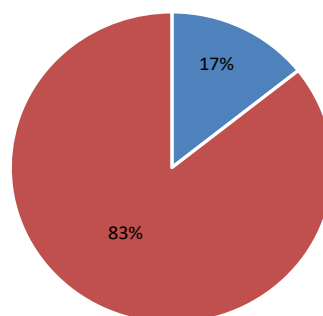
■ 潞安环能产量 ■ 无烟和贫瘦喷吹煤产量 (除潞安环能)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 2016 年潞安环能喷吹煤产量占比

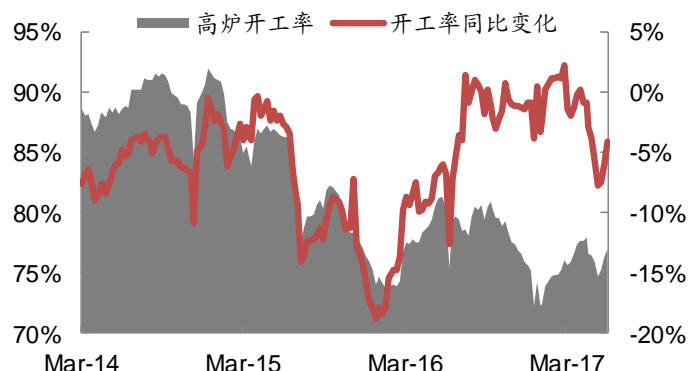
■ 潞安环能产量 ■ 无烟和贫瘦喷吹煤产量 (除潞安环能)



资料来源: 公司公告、招商证券

自 2014 年开始, 公司喷吹煤产销量无论是绝对值还是在商品煤中占比均开始下滑; 2016 年上半年喷吹煤产销量分别为 572、551 万吨, 占比分别为 31%、32%, 接近历史低点。这主要由于下游钢铁行业处于低迷状态, 全国生铁产量在 2016 年上半年持续下滑, 至下半年开始逐渐复苏。同期, 喷吹煤价格也一路下滑, 至 2016 年上半年达到 380 元/吨的最低点 (阳泉产喷吹煤车板价), 国内大中型钢厂喷吹煤库存可用天数也达到 10 天左右的低点。

图 6: 高炉开工率变化



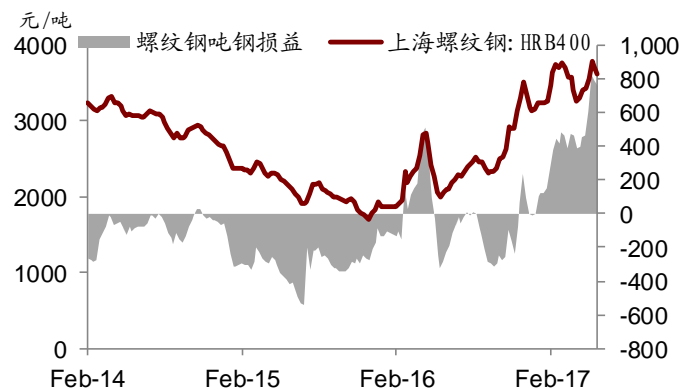
资料来源: wind、招商证券

图 7: 国内大中型钢厂喷吹煤库存可用天数



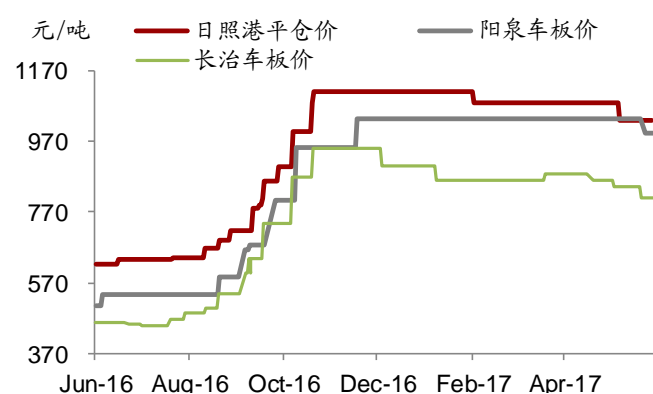
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 全国螺纹钢均价走势



资料来源: wind、招商证券

图 9: 喷吹煤价格走势



资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 喷吹煤产销量及占比

单位: 万吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量	1560	1336	1233	1406	1500	1528
产量占比	47%	41%	35%	38%	40%	40%
销量	1524	1359	1240	1406	1500	1528
销量占比	46%	44%	34%	38%	40%	40%

资料来源: 公司公告、招商证券

自 2016 年下半年起钢价逐渐回暖, 至今年 3 月达到近期高点, 螺纹钢 HRB400 20mm 全国均价最高曾达到 3900 元/吨, 相较于去年 6 月 2200 元/吨低点上涨近 80%。虽近期钢价出现一定回落, 但在产量回升情况下社会库存快速下降意味着目前需求仍较为强劲, 加上供给侧改革的进一步推进, 钢铁行业整体盈利有望在今年维持在较为理想的水平。今年前四月生铁产量同比增加约 4%, 考虑到下半年需求有回落的可能, 依据汾渭能源预测, 今年生铁产量和粗钢产量均有望小幅增加, 分别达到 7.04 亿吨和 8.13 亿吨。

图 10: 全国旬度钢企粗钢日均产量



资料来源: wind、招商证券

图 11: 主要城市钢材库存情况



资料来源: 公司公告、招商证券

从环保角度来看, 焦化行业对环境污染较为严重, 喷吹煤能代替焦炭能较好解决这一问题, 随着节能减排工作深入, 从国家政策上能对喷吹煤使用提供支撑; 生产环节方面, 高品质炼焦煤进一步紧缺导致优质焦炭更为稀缺, 使用喷吹煤能较好弥补这一问题。受益于以上方面, 公司喷吹煤产销量在绝对量和相对占比中均有回升空间。

公司煤炭主产品除喷吹煤外, 主要为混煤和其他洗煤, 混煤主要用于发电、动力、陶瓷、玻璃、水泥等用途。2016 年潞安生产混煤 2145 万吨, 销售混煤 2210 万吨, 均占总产量和销量的 61%, 其他洗煤仅占比 5% 左右。

表 4: 历年煤炭产品产销量数据

单位: 万吨	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016	同比变化
混煤	889	1606	984	1706	1195	2145	26%
喷吹煤	805	1560	728	1336	572	1233	-8%
其他洗煤	85	156	98	187	64	142	-24%
煤炭产量小计	1779	3322	1810	3229	1831	3520	9%
混煤	757	1637	688	1561	1136	2210	42%
喷吹煤	680	1524	631	1359	551	1240	-9%
其他洗煤	77	157	80	164	57	157	-4%
煤炭销量小计	1514	3318	1409	3084	1744	3606	17%

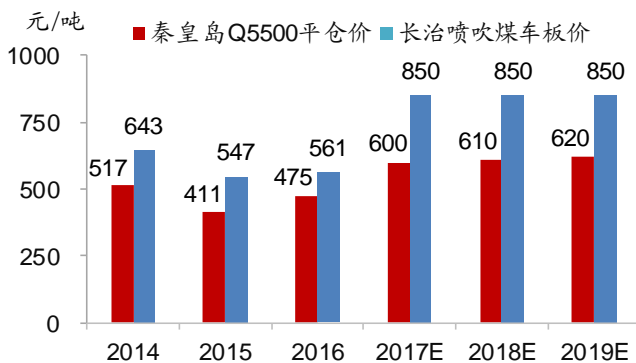
资料来源: 公司公告、招商证券

3、 煤价回升助力公司业绩大幅回升

煤价大幅回升

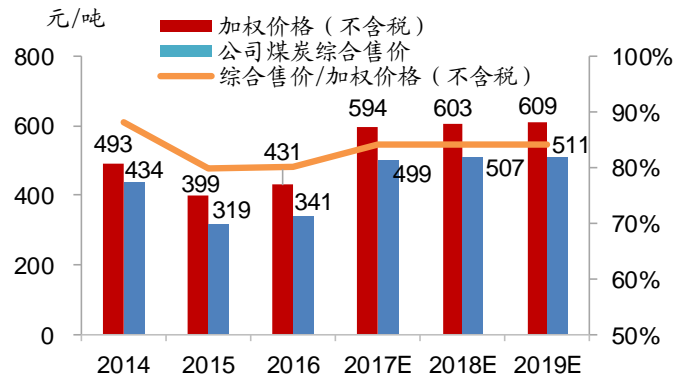
受益于供给侧改革，煤炭行业经营情况得到大幅改善。公司煤炭综合售价与同期秦皇岛 Q5500 大卡动力煤现货价和长治喷吹煤车板价加权价格（权重分别为动力煤（混煤和其他洗煤）和喷吹煤在公司商品煤销量中占比）走势基本一致。2016 年公司煤炭综合售价 341 元/吨，同期秦皇岛 Q5500 大卡动力煤现货价为 475 元/吨，长治产喷吹煤车板价 561 元/吨，对应加权价格（不含税）431 元/吨。

图 12: 秦皇岛 Q5500 动力煤和长治喷吹煤历年均价



资料来源: wind、招商证券

图 13: 公司综合售价走势



资料来源: 公司公告、招商证券

假定 2017-2019 年秦皇岛 Q5500 动力煤现货均价分别为 600、610 和 620 元/吨，长治产喷吹煤车板价分别为 850、850、850 元/吨，估算公司全年综合售价约为 499、507 和 511 元/吨，变化 46%、2%和 1%。

表 5: 公司售价历年走势及预测

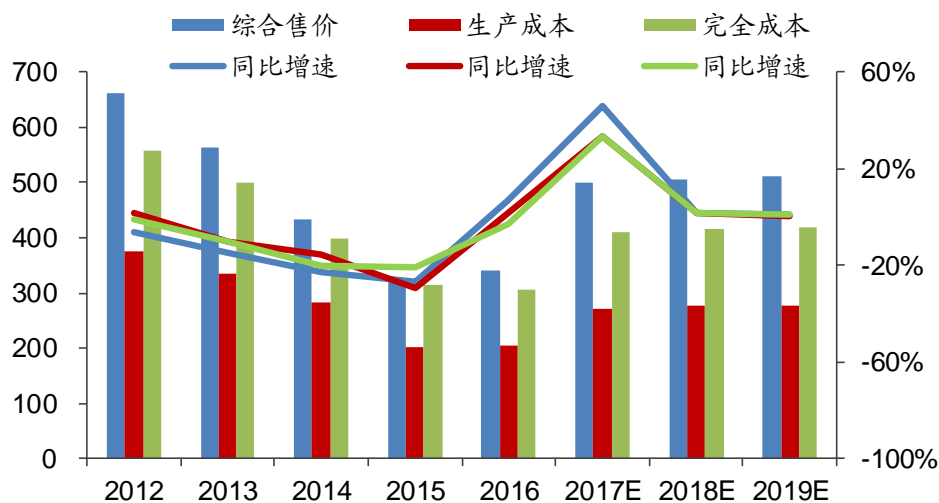
单位: 元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
秦皇岛 Q5500 平仓价	517	411	475	600	610	620
长治喷吹煤车板价	643	547	561	850	850	850
加权不含税价格	493	399	431	594	603	609
公司售价/加权价格	88%	80%	80%	84%	84%	84%
公司售价	434	319	341	499	507	511
同比增速	-23%	-27%	7%	46%	2%	1%

资料来源: 公司公告、招商证券

完全成本反弹不及煤价上涨幅度

近几年来，煤炭行业持续低迷，公司不断压缩成本争取利润空间。2013 年公司煤炭完全成本和生产成本分别为 500 元/吨和 336 元/吨，随后逐年被压缩，至 2016 年仅为 306 元/吨和 204 元/吨，分别下降 39%和 40%，与公司综合售价 40%降幅大致相当。

图 14 公司历年综合售价及成本走势和预测



资料来源：招商证券、公司公告

分析公司的生产成本结构，在业绩不断下滑的情况下，公司主要通过压缩职工薪酬和其他费用达到降低成本的目标。根据今年 4 月初实地调研了解到情况，生产一线的工人工资下降幅度不大，同比在 5%-10% 之间，主要压缩的是二线地面人员和管理人员的薪酬，降幅超过 30%。2013 年吨煤职工薪酬和其他费用分别为 122 元/吨和 82 元/吨，2016 年吨煤职工薪酬和其他费用仅为 87 元/吨和 23 元/吨，分别下降 29% 和 70%。考虑到职工薪酬已被压缩到极致，在公司业绩大幅好转的情况下，预计 2017-2019 年职工薪酬会有较大幅度反弹。出于审慎考虑，我们大致按照 35% 的工资增幅计算成本增加，逐渐接近 2013-2014 年工资水平。测算 2017-2019 年公司吨煤生产成本分别为 272、277、278 元/吨，上升 33%、2% 和 0%。

三费及附加方面，管理和销售费用被大幅压减，财务费用由于借贷成本上升略有增加的趋势。2013 年吨煤三费及附加为 164 元/吨，2016 年仅为 102 元/吨，下降 38%。考虑到 2017-2019 年煤价将处于高位，公司的资源税（营业税金及附加）会有一定程度增加，同时管理费用和财务费用均有上行压力，预计 2017-2019 年三费及附加分别为 137、140、142 元/吨，变化 34%、2% 和 1%。全年完全成本分别为 409、417、420 元/吨，变化 34%、2% 和 1%。

表 6: 公司煤炭成本分析

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原材料	37	34	24	24	19	21	30	32	30
燃料及动力	11	11	10	10	10	11	13	13	13
职工薪酬	110	139	122	120	106	87	120	123	126
折旧摊销	58	69	39	17	21	22	32	32	32
维简及安全费用	59	59	59	39	39	39	39	39	39
其他	92	62	82	73	6	23	38	38	38
生产成本	367	374	336	284	201	204	272	277	278
三费及附加	193	183	164	116	113	102	137	140	142
完全成本	561	557	500	399	315	306	409	417	420
现金生产成本	309	305	297	267	180	182	240	245	246
现金完全成本	466	452	440	372	286	278	381	385	388

资料来源：公司公告、招商证券

整合矿风险出清

公司下属共 19 座整合矿，其中忻州潞宁煤业旗下有 8 座整合矿，临汾蒲县有 8 座整合矿，长治有 2 座整合矿，吕梁有 1 座整合矿，涉及产能 1860 万吨，资源以气肥煤和 1/3 焦煤为主。公司整合矿重组和关停计划已经基本确定。

- 潞宁煤业旗下目前只有孟家窑投产，核定产能 120 万吨/年；2016 年退出了忻岭、忻丰和大木厂共 3 座整合矿，合计产能 210 万吨/年；剩余 4 座整合矿预计于 2018 年减量重组为 1 座，涉及产能 330 万吨/年。
- 蒲县 8 座整合矿中目前已有新良友、开拓、后堡投产，合计产能 270 万吨/年；剩余 5 座整合矿在 2017 年减量重组为隰东和伊田，产能由 480 万吨/年减为 180 万吨/年。
- 长治温庄核定产能 120 万吨/年，目前处于技改状态，每年贡献产量约 60 万吨，上庄矿已经缓建。吕梁姚家山也处于缓建状态。

预计公司最终保留 8 座整合矿，产能约为 780 万吨/年，目前在产产能 690 万吨/年，贡献产量约 550 万吨/年。

表 7: 公司整合矿情况

单位: 万吨	煤矿	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
忻州	潞宁孟家窑	气肥煤	80%	3560	1690	120	96	在产
忻州	潞宁静安	气肥煤	51%	3371	1873	90	46	技改
忻州	潞宁忻峪	气肥煤	51%	1530	900	60	31	技改
忻州	潞宁前文明	气肥煤	100%	1650	920	90	90	技改
忻州	潞宁大汉沟	气肥煤	100%	1589	903	90	90	技改
忻州	潞宁忻岭	气煤	100%	1600	880	60	50	关闭
忻州	潞宁忻丰	气煤	78%	1550	865	60	50	关闭
忻州	潞宁大木厂	气煤	100%	1700	934	90	76	关闭
临汾	蒲县新良友	1/3 焦煤	80%	3500	2625	90	72	在产
临汾	蒲县开拓	1/3 焦煤	60%	2700	2025	90	54	在产
临汾	蒲县后堡	1/3 焦煤	60%	1047	785	90	54	在产
临汾	蒲县伊田	肥煤、主焦	60%	3706	2594	120	72	即将投产
临汾	蒲县隰东	1/3 焦煤	80%	3500	2625	60	48	即将投产
临汾	蒲县黑龙	1/3 焦煤	60%	3026	2270	120	72	技改
临汾	蒲县黑龙关	肥煤	55%	7100	4970	90	50	技改
临汾	蒲县宇鑫	焦煤	70%	6000	4200	90	63	在建
长治	潞安温庄	贫瘦煤	72%	4326	1470	120	86	即将投产
长治	潞安上庄	贫瘦煤	60%	2200	1540	90	54	缓建
吕梁	元丰姚家山	贫瘦煤	90%	36858	17462	240	216	缓建
	在产小计		159%	51455	32529	690	1099	
	在建小计		23%	39058	19002	1170	270	
	合计		74%	90513	51531	1860	1369	

资料来源: 公司公告、招商证券

2016 年关闭潞宁忻岭、忻丰和大木厂 3 座整合矿损失约 2.2 亿，下属子公司整合矿亏损约为 4.4 亿元，归母净利约-3.2 亿元，合计整合矿损失影响归母净利约 5.4 亿元。预计今明两年处置蒲县整合矿和明年处置潞宁整合矿损失将与去年持平，减少归母净利约 5 亿元，影响吨煤净利约 13 元/吨。

表 8: 重要非全资子公司财务情况

单位: 万元		2016 年			2015 年		
权益占比	重要非全资子公司	营业收入	净利润	归母净利	营业收入	净利润	归母净利
58%	潞宁煤业公司	74940	1221	706	50899	210	121
72%	温庄煤业公司	6500	(5407)	(3871)	294	(5283)	(3782)
60%	伊田煤业公司	3737	(4083)	(2450)	3217	(7349)	(4409)
60%	黑龙煤业公司	5913	(17999)	(10800)	-	(11343)	(6806)
80%	长泰永诚公司	44444	(870)	(696)	44477	(338)	(270)
83%	常兴煤业公司	12584	(4281)	(3547)	8101	(4957)	(4108)
80%	新良友煤业公司	8072	(5887)	(4709)	9499	(5130)	(4104)
60%	开拓煤业公司	10922	7	4	10984	(705)	(423)
60%	后堡煤业公司	13728	(5837)	(3502)	3770	(8535)	(5121)
80%	隰东煤业公司	6918	(3606)	(2885)	-	(2024)	(1619)
	合计	187758	(46741)	(31750)	131242	(45454)	(30521)

资料来源: 公司公告、招商证券

未来盈利可期

2017-2019 年公司煤炭板块可分别实现净利 25、25 和 26 亿元,按 93%权益占比计算,归母净利分别为 23、24 和 25 亿元,增速分别为 253%、1%和 4%。

表 9: 煤炭板块盈利测算

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
综合售价	707	661	564	434	319	341	499	507	511
产量(万吨)	3423	3334	3703	3322	3229	3520	3700	3750	3820
销量(万吨)	2970	2875	3051	3318	3084	3606	3700	3750	3820
生产成本	367	374	336	284	201	204	272	277	278
吨煤毛利	340	288	228	151	118	137	227	230	233
毛利率	48%	43%	40%	35%	37%	40%	45%	45%	46%
完全成本	561	557	500	399	315	306	409	417	420
吨煤利润	146	105	64	35	4	35	90	90	91
所得税	34	33	26	12	6	15	22	22	23
吨煤净利	112	71	38	23	(1)	20	67	67	68
净利率	16%	11%	7%	5%	0%	6%	14%	13%	13%
煤炭损益(亿元)	33	20	12	7	(0)	7	25	25	26

资料来源: 公司公告、招商证券 煤炭损益包含少数股东权益

公司是行业喷吹煤龙头,在煤价上行时业绩具有高弹性,在今年煤价整体高位情况下,我们看好公司业绩大幅改善。2017 年公司一季度净利约 5.1 亿元,对应秦皇岛 Q5500 大卡动力煤均价 621 元/吨和长治产喷吹煤车板价 870 元/吨的高点。今年煤价高位震荡,但均价相较一季度应有小幅下调,但考虑到一季度受春节放假影响,产销量均未完全释放,一季度盈利年化结果可作为全年盈利预测的基准。

表 10: 煤炭盈利弹性测算

单位: 元/吨	煤炭盈利弹性测算						
秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600	640
长治喷吹煤	850	850	850	850	850	850	850
综合售价	441	454	470	477	486	499	517
完全成本	409	409	409	409	409	409	409
吨煤利润	32	45	61	68	77	90	108
所得税	8	11	15	17	19	23	27
吨煤净利	24	34	46	51	58	68	81

单位: 元/吨	煤炭盈利弹性测算						
销量-万吨	3700	3700	3700	3700	3700	3700	3700
煤炭净利	88800	124875	169275	188700	213675	249750	299700
权益占比	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
权益净利	82584	116134	157426	175491	198718	232268	278721
股本	299141	299141	299141	299141	299141	299142	299141
EPS	0.28	0.39	0.53	0.59	0.66	0.78	0.93

资料来源: 公司公告、招商证券

4、 焦化业务规模扩张, 打造新型焦化产业基地

2016 年公司合计生产焦炭 124 万吨, 销售焦炭 120 万吨, 在产销量上都较上年同期有所增长。焦化业务多年来一直亏损, 2016 年综合价格 969 元/吨, 综合成本 773 元/吨, 成本小幅下降 6%, 但价格回升 24%, 毛利率达到 20%, 但由于公司焦炭体量较小, 焦化板块仅贡献微利。

表 11: 焦炭产销价格成本情况

单位: 元/吨	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
焦炭产量 (万吨)	36	99	99	106	124	120	120	120
焦炭销量 (万吨)	33	98	99	101	120	120	120	120
单位焦炭价格	1319	1123	1508	782	969	1532	1547	1547
单位焦炭成本	1469	1148	1533	727	773	1226	1238	1238
毛利	(150)	(25)	(25)	55	196	306	309	309
毛利率	-11%	-2%	-2%	7%	20%	20%	20%	20%

资料来源: 公司公告、招商证券

公司下属两个焦化公司, 全资控股山西潞安煤焦化工有限责任公司, 86%控股五阳弘峰焦化公司。弘峰焦化年产焦炭 60 万吨, 2016 年实现净利润 2038 万元。潞安焦化的在产产能为 156 万吨/年, 主要是焦化项目, 以准一级冶金焦、焦炉煤气、焦油、粗苯、焦粒、焦米、焦粉等产品为主。目前规划在建的项目是焦化和焦炉煤气高效利用制化学品项目, 产能 120 万吨。

表 12: 焦化业务子公司情况

	权益	产量 (万吨)	类型
五阳弘峰焦化	85.59%	60	焦化项目
		一厂 60	焦化项目
潞安焦化	100%	二厂 96	焦化项目
		在建 120	焦化和高炉煤气高效利用制化学品项目

资料来源: 公司公告、招商证券

公司在焦化业务板块产能规模快速扩张, 接近 400 万吨/年的规划, 未来的战略目标是打造成千万吨级的新型焦化产业基地, 实现规模效应, 利用焦炉煤气、焦油、粗苯等初级产品, 延伸高端精细化工产品, 完善煤焦化产业链, 实现产业转型升级。公司后续将落实对集团羿神能源等焦化厂的统一生产销售管理, 积极对接集团煤基等转化项目, 以高精深化学品为标志的现代煤化工技术, 带动公司大焦化产业快速转型升级和产业协同联动, 实现高端发展和循环发展。

二、 背靠潞安集团，国改预期强烈

潞安集团是山西省国资委下属的国有独资公司，煤炭、非煤业务齐头并进，控股潞安环能 63% 的股份。为避免同业竞争，2006 年潞安集团承诺使潞安环能成为潞安集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体，近年来已通过增发融资、增资控股等方式向上市公司注入屯留矿（现余吾煤矿）、潞宁煤业等 19 座整合矿井。年初以来，山西国企改革不断升温，省领导相关讲话让市场焦点再次聚焦山西。依据指示，山西 18 家国有控股上市公司将在资本市场上开始动作。公司背靠潞安集团，资产注入预期强烈。受益国改，公司将进一步巩固喷吹煤龙头地位，未来存在巨大发展空间。

1、 储有优质煤炭资源，承诺择时注入公司

集团是全国 512 户重点企业之一，是国家重要的煤炭生产基地，在 2016 年中国煤炭工业协会公布的中国煤炭企业 50 强中居第 6 位。集团拥有丰富煤炭资源，煤炭地质储量达到 436 亿吨，2016 年原煤产量达到 7432 万吨，在全国煤炭行业中占有重要地位，市场竞争力较强。

潞安集团的煤炭资源主要分布在潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭可采储量 157 亿吨，资源储备丰富，实力雄厚。09、10 年集团在临汾、晋中、朔州、忻州、吕梁、长治等地区进行资源整合工作，重组整合 37 座煤矿，整合资源约 30 亿吨，新增产能 3540 万吨/年。

集团山西省内主力生产矿井 9 座，核定产能 4430 万吨/年，资源整合矿井核定产能 3150 万吨（实际在产产能 1740 万吨/年），合计产能 7580 万吨/年；在建矿井 3 个，合计产能 2100 万吨/年。新疆基地生产矿井 4 个，在产产能 1260 万吨/年；在建矿井 1 个，产能 1500 万吨/年；拟建矿井 3 个，合计产能 3700 万吨/年。2016 年，集团原煤产量 7432 万吨，产能利用率约为 84%，扣除停产整合矿产能影响，产能利用率达到 99%。

除去股份公司下属的产能外，集团体内尚有 3540 万吨/年的在产核定产能，多为高质量的贫煤、贫瘦煤，用于高炉喷吹和动力发电等。集团曾承诺为避免同业竞争，未来将所有的煤炭资源在合适的时间注入上市公司，我们认为背靠集团丰富的资源储备，公司未来有望实现资源储量和产量翻番，在高煤价时段享受最大的红利。

表 13: 潞安集团下属主要矿井概况

单位: 万吨	煤种	地质储量	剩余可采	权益	核定产能	状态
山西省内						
五阳煤矿	贫瘦煤	30914	13870	100%	360	在产
漳村煤矿	贫瘦煤	16406	8139	100%	400	在产
王庄煤矿	贫瘦煤	55734	25436	100%	710	在产
常村煤矿	贫瘦煤	68834	39184	100%	800	在产
余吾煤业	贫瘦煤	121124	63173	100%	750	在产
潞宁煤业	气肥煤	10800	5400	58%	180	在产
司马煤业	瘦、贫瘦煤	20695	9656	52%	300	在产
郭庄煤业	瘦、贫瘦煤	6261	2963	70%	180	在产
高河能源	焦煤	58332	57475	55%	750	在产
在产整合矿	-	41549	25034	72%	1740	在产
古城煤矿	贫瘦煤	133767	74000	100%	1000	在建
李村煤矿	无烟、贫煤	70400	40700	100%	500	在建

单位: 万吨	煤种	地质储量	剩余可采	权益	核定产能	状态
岳山煤矿	无烟、贫瘦	84480	48840	100%	600	在建
潞安新疆						
露天矿	长焰、不粘煤	2300		63%	300	在产
一矿	长焰、不粘煤	4600	2437	63%	180	在产
二矿	长焰、不粘煤	18600		63%	280	在产
砂墩子矿	长焰、不粘煤	33700	41994	63%	500	在产
哈密矿区	长焰、不粘煤		113871	100%	200	缓建
鄯善矿区	长焰、不粘煤	186000	87500	100%	2000	缓建
伊犁山鑫煤矿	长焰、不粘煤	215500	6596	100%	1500	探矿
奇台县将军庙	长焰、不粘煤	817900	215516	90%	3000	探矿
在产合计	-	489849	294761	85%	7430	-
在产在建合计	-	1997896	1962256	91%	16230	-

资料来源: 集团公告、招商证券

2、 集团以煤为基，多元发展

集团以煤为基，着力打造多元化的发展模式。2016 年前三季度，集团共实现主营业务收入 1164 亿元，其中煤炭产业 117 亿元，非煤产业 1046 亿元，分别占比 10.1%和 89.9%；受益于非煤业务毛利率的提升，集团主营业务毛利率提高到 5.9%。随着集团煤电化、煤焦化、煤油化三条产业链的不断延伸，抵御煤炭价格波动风险能力逐渐增强，尤其在煤炭行业陷入低迷的时期，集团非煤产业对利润贡献提升，风险分散能力进一步提高。

表 14: 潞安集团主营业务情况

单位: 万元	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年前三季度		
煤炭产业	239	12.6%	45.3%	240	12.0%	33.4%	166	9.5%	32.9%	117	10.1%	32.1%
原选煤	97	5.1%	55.7%	133	6.7%	35.6%	91	5.2%	38.9%	73	6.2%	31.9%
洗煤	142	7.5%	38.1%	106	5.3%	30.6%	75	4.3%	25.5%	45	3.8%	32.4%
非煤产业	1649	87.4%	1.0%	1751	88.0%	1.1%	1578	90.5%	1.1%	1046	89.9%	3.0%
贸易	1502	79.6%	0.4%	1524	76.6%	0.2%	1399	80.3%	0.5%	962	82.6%	0.7%
煤化工	46	2.4%	6.9%	43	2.1%	8.9%	21	1.2%	11.2%	15	1.3%	21.1%
化肥	15	0.8%	7.0%	18	0.9%	9.7%	30	1.7%	14.2%	16	1.4%	22.6%
其他	86	4.5%	9.0%	166	8.3%	5.3%	127	7.3%	2.6%	54	4.6%	31.9%
合计	1888	100.0%	6.6%	1991	100.0%	5.0%	1744	100.0%	4.1%	1164	100.0%	5.9%

资料来源: 联合资信

传统煤化工业务

煤化工业务方面，集团从事焦炭生产的主要是郭庄煤业下属子公司祥瑞焦化和潞安环能股份公司下属子公司五阳弘峰。目前五阳弘峰年产能为 60 万吨，祥瑞焦化产能已扩产至 150 万吨/年。

表 15: 天脊集团煤化工产品产销量

产品	产能 (万吨/年)	2015 年收入 (亿元)	2016 年三季度收入 (亿元)
合成氨	81		
硝酸	81		
硝酸磷肥	90		
硝铵	20	21.02	15.25
矿渣水泥	28		
苯胺	13		

资料来源: 集团公告、招商证券

公司 2011 年起将山西天脊集团纳入合并范围，煤化工产业链得以完善。2015 年公司煤化工业务共实现营业收入 21.02 亿元，毛利率达到 11.18%。2016 年公司煤化工业务盈利能力有所提高，2016 年前三季度公司共实现煤化工业务收入 15.25 亿元，煤化工业务的毛利率上升至 21.13%。

集团的煤化工业务有望与上市公司煤炭业务协同发展，拓宽公司上下游产业链条，同时为公司未来发展煤焦化一体战略提供技术和资源的支持。

煤基合成油业务

2016 年 3 月 21 日公司曾公告停牌筹划重大资产重组，计划注入潞安集团的高硫煤清洁利用油化电热一体化项目，该项目一期为 100 万吨煤间接液化制油生产线，二期为以钴基蜡油为原料的 80 万吨清洁油品及高端精细化工生产线，投产后主要生产五大类 49 种产品，部分产品属于专有技术，在国内甚至国际上都具有明显的竞争优势。目前，该项目试车准备工作进展顺利，有望在今年下半年开始试车。该项目自项目建设开始便开启股权多元化合作模式，在此次山西国改的背景下有望进一步推进。

表 16: 潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化项目

	产量	项目	原料
一期	100 万吨	煤间接液化制油生产线	高硫高灰高熔点的劣质煤
二期	60 万吨	清洁油品及高端精细化工生产线	钴基蜡油

资料来源：公司公告、招商证券

该项目虽然现阶段在集团内部，我们预计等项目成熟投产，盈利能力有了一定保障后，该优质资源仍将注入上市公司平台，未来充分利用公司煤炭资源提高产品附加值，同时延伸煤焦化产业链，创造新的盈利增长点。

光伏业务

光伏业务是集团重点推进的新兴产业，目前在建项目包括太阳能、多晶硅和光伏电站。太阳能项目主体单位为山西潞安太阳能科技有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目一期产能 240MW，二期产能 760MW。截至 2015 年底，项目一期已投产，当年实现营业收入 6.53 亿元；2016 年上半年，实现营业收入 30.99 亿元。目前，公司太阳能项目尚未完全投产，且仍处于亏损状态，但随着未来太阳能市场的回暖和太阳能项目的完全投产，未来或将成为公司收入及利润新的增长点。多晶硅项目主体单位为山西潞安高纯硅业有限责任公司，项目总投资 33.00 亿元，项目达产后产能规模为 10000 吨/年，其中电子级多晶硅 3000 吨/年，光伏级多晶硅 7000 吨/年。目前公司多晶硅项目建设已接近收尾，高纯度多晶硅项目已具备试产条件。光伏发电是集团加快转型脱困和实施精准扶贫的重要产业。目前集团正加快推进壶关、武乡和平朔三个 150MW 光伏电站建设步骤。预计壶关和武乡两地发电站将于今年年中建成，平朔发电站项目仍在洽谈中。

表 17: 集团光伏业务情况

	投资总额 (亿元)	产能
太阳能项目	33	一期 240MW
		二期 760MW
多晶硅项目	33	电子级多晶硅 3000 吨/年
		光伏级多晶硅 7000 吨/年
光伏电站	4	壶关 35MW 和 24.2MW
	3.2	武乡 50MW
	-	平朔 40MW

资料来源：集团公告、招商证券

光伏业务加速发展与公司加快推动传统行业升级战略完全契合。目前集团光伏业务尚处于初期发展阶段，未来待项目成熟，有望与公司形成产业联动，提供技术和资源的支持。

煤电业务

集团战略定位于以“煤为基、多元发展”，打造煤电化一体、煤焦化一体的亿吨级能源现代化集团。现阶段参与的煤电一体化项目有：2*600MW 的高河电厂一期、2*350MW 的和顺电厂、“晋电送苏”煤电一体化项目合作以及 2*600MW 的左权二期低热值发电项目。

表 18: 煤电一体化项目

项目	规模	状态
高河电厂一期项目	2X600MW	在建
和顺电厂项目	2X350MW	在建
“晋电送苏”煤电一体化项目合作		启动实施
左权二期低热值发电项目	2X600MW	上报待批

资料来源：集团公告、招商证券

3、山西国改加速推进

➤ 山西国企改革发令枪

今年 2 月，山西副省长王一新的讲话《解放思想、紧抓机遇、迎难而上、不辱使命，坚决打赢国资国企改革攻坚战》标志着山西国改换挡加速。此次讲话稿郑重提出山西国资国企改革“非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行”，并定位为“今年山西第一重大任务”。从此次讲话看来，山西省委书记和省长同时出动，切实反映了领导层面迫切希望推进改革的重大决心，也和国企自身的诉求完全契合。

讲话同时明确山西国企改革的核心任务是“建立真正意义上的现代企业制度”，最为关键的途径即是“坚定不移地推进混合所有制改革”。讲话中进一步指出，“要用好用活 18 家国有控股的上市公司平台”，“在未来一个时期内，我省国企，凡是能够通过股改独立上市的就独立上市，凡是能装进既有上市公司的逐步装进上市公司，凡是二者皆不能的，则考虑逐步退出”，“18 家国有控股上市公司今年开始每年都必须在资本市场上有动作”。通过分析，我们认为此次山西国改中“整体上市和资产注入”将是最直接和快捷的方式。

➤ 政府实施意见下发

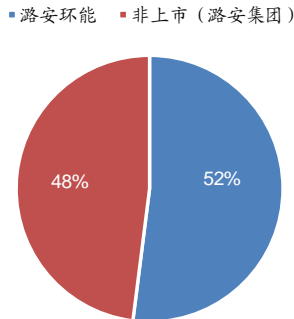
今年 3 月，山西省人民政府下发《关于深化国资国企改革的实施意见》，在总体要求和实施内容中均重点提出，全面完成国有企业公司制改革，深化股份制改革，具备条件的国有企业实现整体上市或核心业务资产上市，提高国有资本证券化水平。

与此同时，3 月公布的山西省和长治市政府报告均重点提出深化国企国资改革这一重大任务，要推进市场化选聘经营管理者，加快剥离企业办社会职能，妥善解决历史遗留问题，积极推进国有资本投资、运营公司改革试点。省政府和市政府同时表态，清除过往遗留障碍，无疑将大大加快国企改革的进程。

今年 5 月，山西省委骆惠宁主持全省改革推进会议，强调要推进山西全面深化改革工作跻身全国“第一方阵”，指出国企改革已进入“施工高峰期”，着力从问题牵引

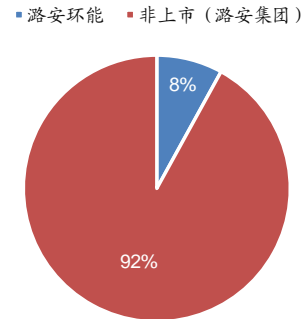
改革，为改革再推强心针。

图 15: 潞安环能原煤产量占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 潞安环能营业收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

➤ 集团积极响应

在省政府的推动下，潞安集团第一时间积极响应，制定了《集团 2017 年度全面深化企业改革重点工作推进纲要》，重点解决“一股独大”“机构臃肿”“企业办社会包袱重”等问题。同时，潞安环能在年报中提及，将从减人提效、机构改革、薪酬改革三方面全面推进国企改革工作。今年以来，集团多次组织党组集体学习，董事长李晋平多次提到国企改革是集团今年的重头戏，正抓紧细化和梳理集团深化改革的方案。

潞安环能作为潞安集团旗下唯一资产上市平台，资产证券化率仅为 30%，煤炭产量仅为集团 52%，营业收入仅占集团总量 8%，还存在很大的资本运作空间。梳理集团资产后，我们认为最有可能注入上市公司的仍然是集团最优质的煤炭资产，同时集团也对此曾作出的承诺也进一步增强了该预期。

4、 资产注入方案猜想

整体来看集团自建矿井的盈利能力要优于 2010 年前后整合的 37 座整合矿。由于整合矿大都规模较小，产权关系复杂，相关证照不齐全，目前仅有不到 10 座投产，因而不具备大量注入上市公司的条件。除此而外，潞安新疆盈利能力较弱，资产注入的可能性较小。我们梳理了集团具备注入可能性的矿井如下：

表 19: 潞安集团下属主要矿井概况

单位: 万吨	煤种	地质储量	剩余可采	核定产能	状态
司马煤业	无烟煤	20695	9656	300	在产
郭庄煤业	无烟煤	6261	2963	180	在产
高河能源	焦煤	58332	57475	750	在产
古城煤矿	贫瘦煤	133767	74000	1000	在建
李村煤矿	贫煤、无烟煤	70400	40700	500	在建
岳山煤矿	贫煤、无烟煤	84480	48840	600	在建
合计		373935	233634	3330	在产

资料来源: 集团公告、招商证券

潞安集团具备注入可能性的矿井总产能大致在 3330 万吨,大致相当于 0.85 个上市公司,共 6 对矿井,涉及地质储量 37 亿吨,可采储量 23 亿吨。

资产价值评估。

➤ 可比交易法

比照最近的山西焦化收购中煤华晋三矿的交易情况，资源储量为 8.4 元/吨，可采储量为 12.7 元/吨。分别可计算得到潞安集团注入资产价值分别为 314 亿和 297 亿元。

表 20: 可比交易法估值

万元、万吨	资产评估价值	储量	单价	标的储量	可比估值
资源储量	1456511	173679	8.4	373935	3141054
可采储量	1456511	114349	12.7	233634	2967152

资料来源: wind、招商证券

➤ 重置成本法

目前山西地区新建大中型矿井的吨产能基建投资约为 500 元/吨，采矿权价款一般按开采 30 年缴纳，按照行业开采经验，开采 1 吨煤至少需要 2 吨资源储量，即建设 1 吨产能需要至少 60 吨的资源储备。依照山西政府出具的煤炭矿权出让最低指导价，集团的煤炭资产价格大致为 6.75 元/(吨*年)。故重置吨产能所需要支付采矿权和基建投资大致在 905 元/吨，可计算得到集团注入资产总价值约为 301 亿元。

两种方法对比，资产价值估算约为 300 亿元。

股东权益价值评估。

2016 年主流上市煤企资产负债率均值为 57%，我们按 55% 进行计算，可得到股东权益约为 135 亿元。

资产注入对 EPS 影响。

我们分析，最有可能收购资产的方式是发行股份和现金支付并用，不论两者的比例如何，最终 135 亿权益价值均会通过发行股本的方式进入上市公司。公司目前股价在 7 元附近，假定增发价格在 7 元/股，需发行 19.3 亿股，公司股本将由现在 29.9 亿股增加至 49.2 亿股。

依据产销率为 94% 计算，假定吨煤净利与上市公司持平，约为 68 元/吨（部分矿井处于在建阶段，全部投产预计在 2019 年），可贡献净利 21.3 亿元。我们测算 19 年资产完全注入后 EPS 达到 0.92 元/股，增厚约 14%。公司股票历史上 PE 低点也在 10 倍以上，股价可看高到 10 元。

表 21: EPS 影响测算 (19 年)

单位: 万吨、万元	潞安环能	注入资产	合计
原煤产能	3980	3330	7310
商品煤销量	3820	3130	6950
吨煤净利	68	68	68
煤炭净利	259760	212854	472614
权益净利	241577	212854	454430
对应股本	29.9	19.3	49.2
EPS	0.81	1.10	0.92

资料来源: wind、招商证券

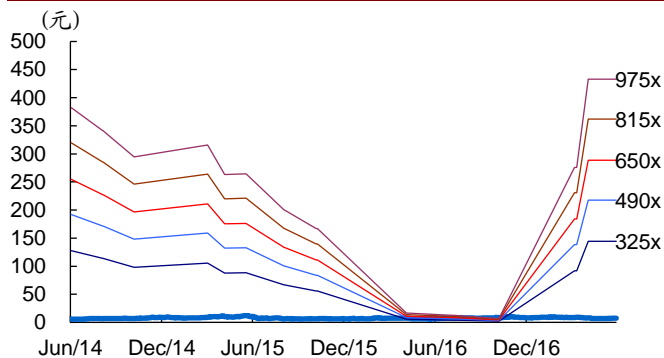
三、盈利预测及投资评级

前期煤炭板块随大盘出现明显调整，目前冀中潞安阳泉等冶金煤公司 P/B 降至不到 1.2 倍，接近 0.9 倍的历史低点（对应秦港 Q5500 煤价仅 360 元/吨）。之前报告提及的三重底和四大煤价上涨机会逐步兑现，我们判断煤炭股即将迎来三重投资机会：第一重机会来自于超跌反弹反应政府价格中枢的确定性收益（16%），第二重机会则是反应市场价格中枢的不确定性收益（24%），第三重机会来自于量增机会。

公司作为山西国企改革的收益标的，资产注入后增量接近 1 倍，能够充分享受供改带来的高煤价红利。作为喷吹煤高弹性品种，在 2017 年煤价高企的情况下，公司业绩爆发将是大概率事件。我们预计公司 2017-2019 年公司归母净利润约为 23.8 亿、24.0 亿、25.1 亿，对应 EPS 为 0.79、0.80、0.84，同比分别增长 177%、1%、4%。

维持公司“强烈推荐-A”投资评级：1) 公司 2017 年业绩估值仅 9.5 倍，低于行业平均 10-15 倍估值水平；2) 山西国企改革加速推进，在省政府的推动下，以往资产注入的障碍将逐步清除。集团中优质煤炭资产注入预期强烈，在煤价高企的情况下，公司将大幅受益。

图 17: 潞安环能历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 18: 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	28865	31684	34769
现金	7970	8689	9702	11550	14035
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3480	8929	11686	12452	12813
应收款项	3609	3803	5278	5436	5594
其它应收款	235	170	241	248	255
存货	985	1207	1617	1649	1711
其他	427	247	340	349	360
非流动资产	33914	34778	34892	35430	36392
长期股权投资	2311	2267	2267	2267	2267
固定资产	13862	18465	21453	24277	26947
无形资产	9022	8726	7853	7068	6361
其他	8719	5320	3319	1817	816
资产总计	50620	57824	63757	67114	71161
流动负债	25014	32665	35720	36433	37643
短期借款	5888	7005	7000	7000	7000
应付账款	9067	11637	13330	13836	14612
预收账款	498	1080	1448	1476	1532
其他	9560	12942	13943	14121	14499
长期负债	8040	7180	8180	9180	10180
长期借款	4861	4629	5629	6629	7629
其他	3179	2550	2550	2550	2550
负债合计	33054	39844	43899	45612	47822
股本	2991	2991	2991	2991	2991
资本公积金	1439	1439	1439	1439	1439
留存收益	13332	13890	15998	17593	19379
少数股东权益	(197)	(341)	(571)	(522)	(471)
归属于母公司所有者权益	17763	18320	20429	22024	23810
负债及权益合计	50620	57824	63757	67114	71161

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	324	1134	3631	4854	5904
净利润	103	857	2378	2403	2506
折旧摊销	865	1032	1886	1962	2038
财务费用	677	806	800	800	800
投资收益	(85)	(24)	(102)	(102)	(102)
营运资金变动	(1100)	(1599)	(1131)	(262)	607
其它	(136)	61	(199)	53	55
投资活动现金流	(1843)	(804)	(2000)	(2500)	(3000)
资本支出	(1872)	(869)	(2000)	(2500)	(3000)
其他投资	29	65	0	0	0
筹资活动现金流	97	26	(618)	(506)	(419)
借款变动	367	1523	349	1000	1000
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)	(808)	(721)
其他	(892)	(1317)	(698)	(698)	(698)
现金净增加额	(1423)	356	1013	1848	2485

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	20149	20753	21355
营业成本	7449	8958	12009	12244	12706
营业税金及附加	840	1126	1672	1723	1794
营业费用	234	292	403	415	427
管理费用	1888	1668	2196	2262	2328
财务费用	523	712	800	800	800
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	2848	3211	3352
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	2830	3235	3376
所得税	172	545	682	783	819
净利润	(42)	710	2148	2452	2558
少数股东损益	(145)	(147)	(230)	49	51
归属于母公司净利润	103	857	2378	2403	2506
EPS (元)	0.03	0.29	0.79	0.80	0.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-30%	28%	42%	3%	3%
营业利润	-89%	818%	143%	13%	4%
净利润	-90%	732%	177%	1%	4%
获利能力					
毛利率	33.2%	37.0%	40.4%	41.0%	40.5%
净利率	0.9%	6.0%	11.8%	11.6%	11.7%
ROE	0.6%	4.7%	11.6%	10.9%	10.5%
ROIC	-5.6%	3.1%	7.5%	7.7%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	65.3%	68.9%	68.9%	68.0%	67.2%
净负债比率	29.2%	28.2%	26.1%	26.3%	26.2%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
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	7.5	7.6
应收帐款周转率	4.2	3.8	4.4	3.9	3.9
应付帐款周转率	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.29	0.79	0.80	0.84
每股经营现金	0.11	0.38	1.21	1.62	1.97
每股净资产	5.94	6.12	6.83	7.36	7.96
每股股利	0.06	0.09	0.27	0.24	0.25
估值比率					
PE	222.7	26.8	9.6	9.5	9.2
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	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。

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。

王西典：毕业于上海交通大学，工学硕士，2017年2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。