

强烈推荐-A (维持)

潞安环能 601699.SH

当前股价: 9.91 元
2017年07月21日

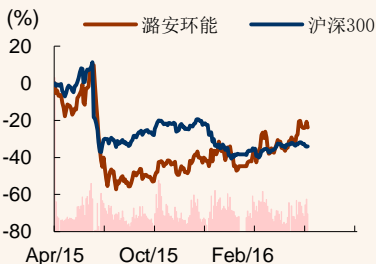
半年业绩亮眼, 持续关注国改进程

基础数据

上证综指	3245
总股本(万股)	299141
已上市流通股(万股)	299141
总市值(亿元)	296
流通市值(亿元)	296
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	31	14	32
相对表现	25	2	17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《潞安环能(601699)——高弹性喷吹煤龙头, 国改东风正当时》2017-06-24
- 2、《潞安环能(601699)——喷吹煤龙头企业, 高弹性盈利可期》2017-04-14
- 3、《潞安环能(601699)——冶金煤高弹性品种, 盈利改善可持续》2017-03-31

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

研究助理

王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

事件: 公司发布 2017 年中报业绩预告, 预计上半年可实现归母净利润 11~12 亿元, 对应 EPS 约 0.37~0.40 元/股, 同比大增 2000%以上。受益于国家供给侧改革及煤炭行业去产能政策, 报告期内煤炭形势良好, 业绩改善明显。

点评: 上半年煤炭延续供需紧平衡, 公司煤炭综合售价同比大增, 中报业绩亮眼; 下半年动力煤旺季持续反弹, 喷吹煤有望随焦煤价格上行, 半年业绩可乐观年化; 山西国改正持续推进, 集团优质资产有望注入上市公司, 实现煤炭体量翻番, 煤化工留有进一步想象空间, 维持“强烈推荐-A 评级”。

- **下半年煤价有望持续高位。** 上半年秦港 Q5500 动力煤均价为 612 元/吨, 长治产喷吹煤均价 857 元/吨, 同比大增 61%和 105%, 是公司业绩大幅提升的主要原因。近期动力煤迎来需求旺季, 叠加进口受限短期内煤价有望创年内新高达到 700 元/吨, 预计全年均价大概率在 600 元/吨以上; 钢厂盈利持续高位, 喷吹煤价格走势较为平稳, 待天气转凉后进入开工旺季, 喷吹煤价格有望随焦煤价格上涨, 更加利好公司业绩增长。
- **产销量存在释放空间。** 今年一季度春节放假限制产销量低位, 分别为 850 和 695 万吨, 但预收账款大幅增加显示销售情况明显好转。从经营结果来看, 二季度归母净利润预计为 5.9~6.9 亿元, 相比一季度在煤价有所回调的情况下, 盈利环比增长 15%以上, 得益于销量的迅速回升, 预计下半年将保持这一态势, 产销量有望进一步释放。
- **国改持续推进, 更多想象空间。** 国改东风正起, 公司为潞安集团旗下唯一上市平台, 有望实现集团优质煤炭资产的整体上市。集团内部尚存 3000 万吨优质产能, 多为优质贫瘦煤, 资产注入后公司体量翻番, 更加巩固喷吹煤龙头地位。此外, 集团煤制油项目进展顺利, 技术优势明显, 有望助力公司延伸煤化工产业链, 实现双主业并进。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.83/0.85/0.86 元/股, 对应目前股价 PE 为 12 倍, 给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 政府逆向调控煤价幅度过大, 国改进程低于预期。

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	20960	21589	21912
同比增长	-30%	28%	47%	3%	1%
营业利润(百万元)	128	1173	3003	3407	3459
同比增长	-89%	818%	156%	13%	2%
净利润(百万元)	103	857	2494	2547	2585
同比增长	-90%	732%	191%	2%	2%
每股收益(元)	0.03	0.29	0.83	0.85	0.86
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司煤矿产量明细

单位: 万吨	煤种	权益占比	资源储量	可采储量(万吨)	核定产能	权益产能	状态
五阳	贫瘦煤	100%	30430	13538	360	360	在产
漳村	贫瘦煤	100%	15953	7794	400	400	在产
王庄	贫瘦煤	100%	54631	24630	710	710	在产
常村	贫瘦煤	100%	67606	38392	800	800	在产
余吾	贫瘦煤	100%	143510	72511	750	750	在产
潞宁	气肥煤	58%	12160	7175	180	104	在产
孟家窑	气肥煤	80%	3560	1690	120	96	在产
新良友	1/3 焦煤	80%	3500	2625	90	72	在产
开拓	1/3 焦煤	60%	2700	2025	90	54	在产
后堡	1/3 焦煤	60%	1047	785	90	54	在产
温庄	贫瘦煤	72%	4326	1470	120	86	即将投产
伊田	肥煤、主焦	60%	3706	2594	120	72	即将投产
隰东	1/3 焦煤	80%	3500	2625	60	48	即将投产
忻裕	气肥煤	51%	1530	900	60	50	技改
上庄	贫瘦煤	60%	2200	1540	90	54	在建
姚家山	贫瘦煤	90%	36858	17462	240	216	在建
在产合计		92%	348159	178753	3950	3637	
在建合计		82%	39058	19002	330	270	
合计		91%	387217	197755	4280	3907	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司煤矿产量明细及预测

单位: 万吨	权益占比	核定产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
五阳	100%	360	400	350	370	360	360	360
漳村	100%	400	480	467	402	400	400	400
王庄	100%	710	810	709	710	710	710	710
常村	100%	800	870	850	850	800	800	800
余吾	100%	750	1100	1010	1000	900	860	860
潞宁	58%	180				180	180	180
孟家窑	80%	120				120	120	120
新良友	80%	90				90	90	90
开拓	60%	90				90	90	90
后堡	60%	90				90	90	90
温庄	72%	120				90	120	120
伊田	60%	120				80	120	120
隰东	80%	60				40	60	60
忻裕	51%	60				0	40	60
合计	92%	3950	3814	3567	3915	3950	4040	4060
同比增速			3%	-6%	10%	1%	2%	0%
权益产量			3511	3317	3641	3695	3736	3747
权益产量同比增速			3%	-6%	10%	1%	1%	0%
权益产量占比			92%	93%	93%	94%	92%	92%
商品煤销量			3322	3229	3624	3700	3750	3820
销量同比增速			-10.3%	-2.8%	12.2%	2.1%	1.4%	1.9%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 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	40	40	40
燃料及动力	11	11	10	10	10	11	15	15	15
职工薪酬	110	139	122	120	106	87	120	130	135
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

敬请阅读末页的重要说明

单位: 元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
其他	92	62	82	73	6	23	72	72	72
生产成本	367	374	336	284	201	204	318	328	333
三费及附加	193	183	164	116	113	102	80	85	85
完全成本	561	557	500	399	315	306	398	413	418
现金生产成本	309	305	297	267	180	182	286	296	301
现金完全成本	466	452	440	372	286	278	398	381	386

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 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	520	524	524
产量(万吨)	3423	3334	3703	3322	3229	3520	3700	3750	3820
销量(万吨)	2970	2875	3051	3318	3084	3606	3600	3700	3750
生产成本	367	374	336	284	201	204	318	328	333
吨煤毛利	340	288	228	151	118	137	202	196	191
毛利率	48%	43%	40%	35%	37%	40%	39%	37%	36%
完全成本	561	557	500	399	315	306	398	413	418
吨煤利润	146	105	64	35	4	35	122	111	106
所得税	34	33	26	12	6	15	30	28	26
吨煤净利	112	71	38	23	(1)	20	91	83	79
净利率	16%	11%	7%	5%	0%	6%	18%	16%	15%
煤炭损益(亿元)	33	20	12	7	(0)	7	33	31	30

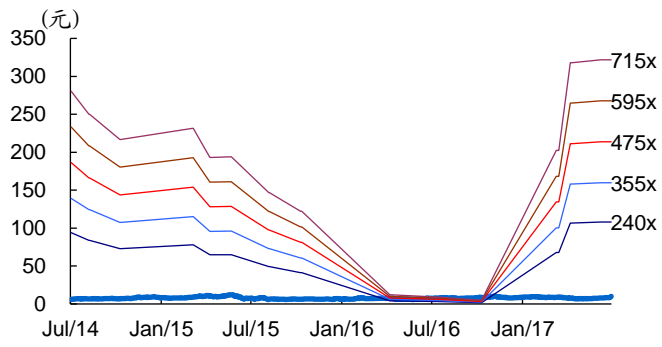
资料来源: 公司公告、招商证券 煤炭损益包含少数股东权益

表 5: 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	620	640	
长治喷吹煤	850	850	850	850	850	850	850	850	
综合售价	459	473	490	497	506	520	529	538	
完全成本	398	398	398	398	398	398	398	399	
吨煤利润	61	75	92	99	108	122	131	139	
所得税	15	19	23	25	27	30	33	35	
吨煤净利	46	57	69	74	81	91	98	104	
销量-万吨	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3601	
煤炭净利	166015	203573	247390	266169	291208	328765	353804	376247	
权益占比	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	
权益净利	156054	191359	232547	250199	273735	309039	332576	353672	
其他净利	-60000	-60000	-60000	-60000	-60000	-60000	-60000	-60000	
归母净利	96054	131359	172547	190199	213735	249039	272576	293672	
股本	299141	299141	299141	299141	299141	299142	299141	299142	
EPS	0.32	0.44	0.58	0.64	0.71	0.83	0.91	0.98	

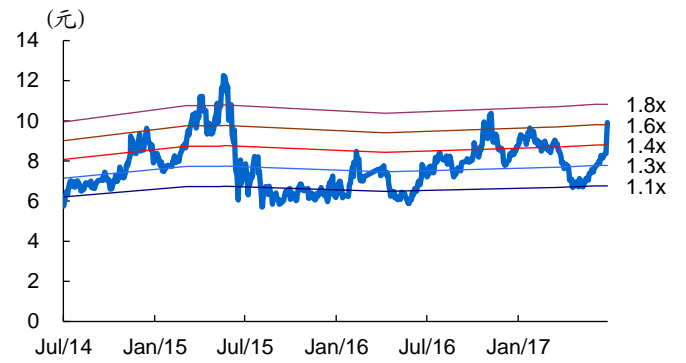
资料来源: 公司公告、招商证券

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	29837	32832	35675
现金	7970	8689	9903	11888	14400
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	3480	8929	12157	12953	13147
应收款项	3609	3803	5490	5655	5740
其它应收款	235	170	251	258	262
存货	985	1207	1682	1715	1756
其他	427	247	354	363	370
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	64730	68262	72067
流动负债	25014	32665	36575	37317	38248
短期借款	5888	7005	7000	7000	7000
应付账款	9067	11637	13866	14393	14994
预收账款	498	1080	1506	1535	1572
其他	9560	12942	14203	14388	14682
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	44755	46497	48427
股本	2991	2991	2991	2991	2991
资本公积金	1439	1439	1439	1439	1439
留存收益	13332	13890	16115	17854	19675
少数股东权益	(197)	(341)	(571)	(519)	(466)
归属于母公司所有者权益	17763	18320	20546	22284	24106
负债及权益合计	50620	57824	64730	68262	72067

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	324	1134	3832	4990	5974
净利润	103	857	2494	2547	2585
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)	(1051)	(272)	598
其它	(136)	61	(195)	56	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)	(462)
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)	(764)
其他	(892)	(1317)	(698)	(698)	(698)
现金净增加额	(1423)	356	1214	1984	2512

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	20960	21589	21912
营业成本	7449	8958	12492	12737	13038
营业税金及附加	840	1126	1740	1762	1841
营业费用	234	292	419	432	438
管理费用	1888	1668	2285	2353	2388
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	3003	3407	3459
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	2985	3431	3483
所得税	172	545	721	832	845
净利润	(42)	710	2264	2599	2638
少数股东损益	(145)	(147)	(230)	52	53
归属于母公司净利润	103	857	2494	2547	2585
EPS (元)	0.03	0.29	0.83	0.85	0.86

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-30%	28%	47%	3%	1%
营业利润	-89%	818%	156%	13%	2%
净利润	-90%	732%	191%	2%	2%
获利能力					
毛利率	33.2%	37.0%	40.4%	41.0%	40.5%
净利率	0.9%	6.0%	11.9%	11.8%	11.8%
ROE	0.6%	4.7%	12.1%	11.4%	10.7%
ROIC	-5.6%	3.1%	7.8%	8.0%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	65.3%	68.9%	69.1%	68.1%	67.2%
净负债比率	29.2%	28.2%	25.7%	25.8%	25.9%
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	8.6	7.5	7.5
应收帐款周转率	4.2	3.8	4.5	3.9	3.8
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	0.83	0.85	0.86
每股经营现金	0.11	0.38	1.28	1.67	2.00
每股净资产	5.94	6.12	6.87	7.45	8.06
每股股利	0.06	0.09	0.27	0.26	0.26
估值比率					
PE	287.8	34.6	11.9	11.6	11.5
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
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。