

供改大时代，演绎喷吹煤的王者荣耀

■公司为冶金煤龙头企业：公司煤种主要为瘦煤、贫瘦煤和喷吹煤，具有低硫、低磷、低灰、高发热量的特点，是优质的动力煤和炼焦配煤。总产能为3890万吨/年，权益产能3607万吨/年，在冶金煤类上市公司中位居第一。

■业绩持续改善，频超市场预期：2017年上半年盈利大增，报告期内公司实现归母净利11.4亿元，同比增长2118.85%，远超市场预期。

■供给侧改革大时代下的分业务定位：“以煤为基，多元发展”：2017年煤炭供给侧改革完成，供需整体紧平衡。喷吹煤子行业景气回升，未来有望持续。首先，“去地条钢”引发高炉替代，在钢铁需求不断超预期的背景下，喷吹煤需求受提振。第二，国内与国外焦煤价格倒挂，价差修复可期。第三，钢厂高盈利，原材料提价阻力小。公司作为龙头弹性释放可期。此外，公司混煤板块力图打造优质低硫环保动力煤基地；焦炭板块受益行业盈利能力提升，未来同样值得期待。

■山西国改势头强劲，集团资产注入可期：山西国改态度坚决，自2017年发令枪始，改革进程加速推进。国有资本运营公司横空出世，国改迈出实质性步伐。2017年9月5日，国资委将持有潞安集团100%的股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。潞安集团资产证券化率仅为28.1%，程度较低，公司作为唯一上市平台，资产注入存在空间。

■投资建议：预计2017年-2019年营收增速为45.76%/6.02%/5.24%，对应归母净利35.38/41.49/43.92亿元。公司作为中国喷吹煤龙头，在当前供给侧改革大时代的背景下，必将演绎出属于其王者的荣耀。我们认为以当前估值水平，公司存在一定修复空间。维持买入-A投资评级，6个月目标价17.74元，对应15倍PE。

■风险提示：宏观经济低迷，海外需求不及预期，下游行业价格下跌，山西国改受阻

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	11,155.4	14,229.4	20,740.1	21,989.0	23,141.9
净利润	103.0	857.1	3,538.4	4,148.5	4,392.2
每股收益(元)	0.03	0.29	1.18	1.39	1.47
每股净资产(元)	5.94	6.12	6.42	7.60	8.78
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	326.4	39.2	9.5	8.1	7.7
市净率(倍)	1.9	1.8	1.8	1.5	1.3
净利率	0.9%	6.0%	17.1%	18.9%	19.0%
净资产收益率	0.6%	4.7%	18.4%	18.2%	16.7%
股息收益率	0.0%	0.8%	1.4%	1.8%	2.6%
ROIC	-1.0%	4.5%	16.3%	17.2%	20.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：17.74元
股价(2017-09-08) 11.29元

交易数据

总市值(百万元)	33,773.01
流通市值(百万元)	33,773.01
总股本(百万股)	2,991.41
流通股本(百万股)	2,991.41
12个月价格区间	6.76/11.99元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.27	51.85	27.03
绝对收益	4.44	58.4	36.33

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

潞安环能：全球焦煤开启 上涨周期，公司弹性持续 释放可期/衡昆	2017-08-25
潞安环能：中报预披露超 预期，估值修复可期/衡昆	2017-07-20

内容目录

1. 冶金煤龙头企业	4
1.1. 全国最大的喷吹煤基地.....	4
1.2. 股权结构：背靠潞安集团，山西国资委为实际控制人.....	4
1.3. 业绩表现：盈利能力改善明显，主营业务贡献突出.....	4
1.4. 资源禀赋：冶金煤类上市公司中产能总量位居第一，未来扩张存预期.....	6
1.5. 产销情况：公司产销维持增幅，未来供给趋于稳定.....	7
1.6. 成本控制：成本管控出众，公司费用率持续压缩.....	8
2. 供给侧改革大时代下的分业务定位：“以煤为基，多元发展”	10
2.1. 煤炭供给侧改革完成，供需整体紧平衡.....	10
2.2. 中国优质喷吹煤龙头标的.....	11
2.2.1. 喷吹煤行业展望.....	11
2.2.2. 喷吹煤价格反转，未来有望持续.....	12
2.2.3. 公司为喷吹煤绝对龙头，优势有望进一步扩大.....	15
2.2.4. 若价格上涨，公司弹性释放可期.....	16
2.3. 混煤业务：打造优质低硫环保动力煤基地.....	18
2.4. 焦炭业务：行业盈利能力提升.....	19
3. 山西国改势头强劲，集团资产注入可期	20
3.1. 集团煤炭资源储量丰富，有望注入公司.....	20
3.1.1. 山西国改催化整合预期.....	20
3.1.2. 集团优质资源禀赋有望注入.....	21
3.2. 集团一体化业务，助力公司拓展发展空间.....	22
4. 估值和盈利预测	24
4.1. 关键假设.....	24
4.2. 盈利预测和投资建议.....	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司股权结构图.....	4
图 2：潞安环能 2014-2016 主营收入.....	5
图 3：潞安环能 2014-2016 归母净利润.....	5
图 4：2016 年公司主营收入业务占比.....	5
图 5：2016 年公司各业务毛利占比.....	5
图 6：煤炭和焦炭业务毛利及毛利率变化趋势.....	5
图 7：公司产能位居冶金煤类上市公司第一（单位：万吨/年）.....	6
图 8：公司计提资产减值损失（单位：万元）.....	7
图 9：潞安环能 2011-2017H1 年煤炭产销量情况.....	8
图 10：2013-2016 年吨煤成本逐年下降（单位：元/吨）.....	8
图 11：2016 年费用率有所改善.....	8
图 12：潞安环能吨煤成本在冶金煤类上市企业位居第二（单位：吨/元）.....	9
图 13：2016 年中国炼焦精煤有效供应量占煤炭产量 13%.....	11
图 13：2014-2017H1 公司喷吹煤产销量（单位：万吨）及增速.....	12

图 14: 2014-2017H1 公司喷吹煤产量占总产量比.....	12
图 15: 2010-2017 山西长治地区喷吹煤历史价格(元/吨)	12
图 16: 2010-2016 年全国汽车产量(单位: 万辆)	13
图 17: 2010-2016 年建筑业 GDP 现价(单位: 亿元)	13
图 18: 2017 年中国钢铁高炉开工率维持较高水平.....	14
图 19: 中国生铁产量不断增加.....	14
图 20: 2016 年 6 月以来中国粗钢当月出口量逐月下降	14
图 21: 2015 年 11 月以来除中国外地区粗钢产量持续上升.....	14
图 22: 国内焦煤与国外焦煤形成倒挂.....	15
图 23: 钢铁价格综合指数维持上涨趋势	15
图 24: 潞安环能区位优势	16
图 26: 2015 年河南省和河北省煤炭消费占全国 13%	16
图 27: 2017 年 H1 河北省生铁产量占全国 27%	16
图 25: 2008-2017H 公司混煤销量及占比	18
图 26: 2014-2016 公司混煤售价(单位: 元/吨)	18
图 27: 2014-2017H1 公司焦炭销量	19
图 28: 2014-2017H1 公司焦炭售价(元/吨)	19
图 29: 集团煤炭业务占比.....	21
图 30: 集团煤炭业务毛利占比.....	21
表 1: 公司在产矿井梳理.....	6
表 2: 公司技改矿井情况梳理.....	7
表 3: 供给侧改革相关文件梳理	10
表 4: 喷吹煤炼铁节约成本测算.....	11
表 5: 取缔“地条钢”进程梳理.....	13
表 6: 潞安环能业绩弹性测算.....	17
表 7: 山西国企改革相关文件和事件梳理.....	20
表 8: 集团主要在产矿井梳理(单位: 万吨)	22
表 9: 潞安集团在建煤矿梳理.....	22
表 10: 潞安环能喷吹煤价格历年走势及预测	24
表 11: 潞安环能混煤价格历年走势及预测.....	24

1. 冶金煤龙头企业

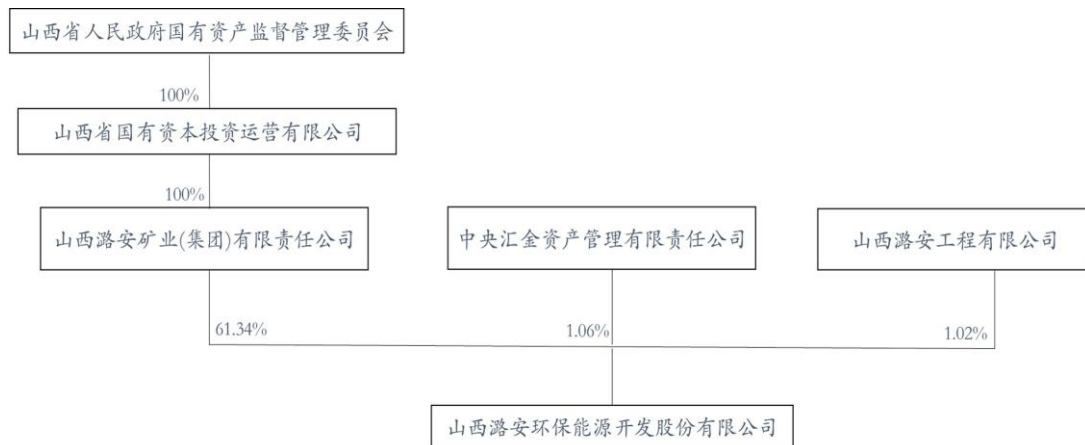
1.1. 全国最大的喷吹煤基地

全国最大喷吹煤基地。潞安环能能源开发股份有限公司成立于 2001 年 7 月,位于山西长治,以山西潞安矿业(集团)有限责任公司作为主发起人,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五家单位共同发起设立,于 2006 年 9 月 22 日在上海证券交易所正式挂牌上市。公司主营业务包括原煤开采、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。主要产品有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等 4 大类煤炭产品以及焦炭产品,煤炭产品为优质的动力煤和炼焦煤。公司冶金煤产品较为突出,为全国最大的喷吹煤基地,同时也是全国煤炭企业首家也是唯一一家高新技术企业,具备较好的企业形象和影响力。

1.2. 股权结构: 背靠潞安集团, 山西国资委为实际控制人

潞安环能具有山西国资委背景。公司控股股东山西潞安矿业(集团)有限责任公司拥有公司 60.72% 的股份。2017 年 9 月 5 日,山西国资委将所持有潞安集团 100% 股份全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。由于国有资本投资运营公司为山西国资委完全控股企业,因而公司实际控制人依然为山西国资委。而截止 2016 年 12 月 31 日,公司注册资本为 29.91 亿元,总股本 29.91 亿元。

图 1: 公司股权结构图



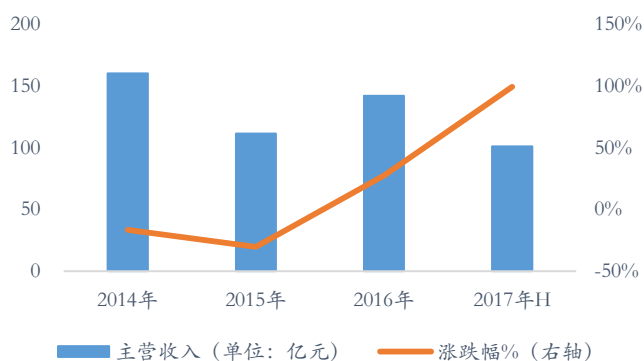
资料来源:公司公告,安信证券研究中心

1.3. 业绩表现: 盈利能力改善明显, 主营业务贡献突出

受益于供给侧改革, 2016 年业绩明显提升。2015 年产能过剩带来行业低迷,公司业绩大幅收缩,2016 年供给侧改革落地后,煤炭价格自 2016 年 9 月份持续攀升,企业业绩向好。根据公司 2016 年年报,公司实现主营收入 114 亿元,同比增长 27.56%,归母净利润 8.57 亿元,涨幅达 732%,盈利情况明显改善。

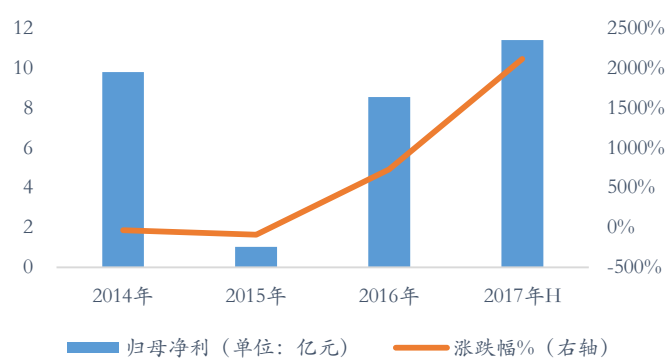
2017 年上半年盈利大增, 中报业绩超预期。据 2017 年中报,报告期内公司实现营收 101.26 亿元,同比增幅 99.49%;实现归母净利润 11.4 亿元,同比增长 2118.85%。盈利大幅提升,业绩远超预期。其中,公司二季度归母净利润为 6.33 亿元,环比增速 24.36%,利润不断改善。

图 2：潞安环能 2014-2016 主营收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

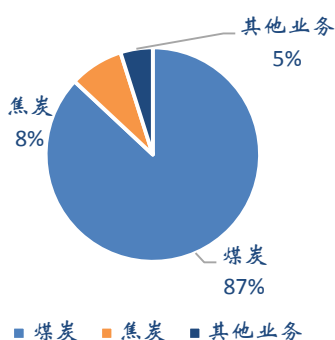
图 3：潞安环能 2014-2016 归母净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

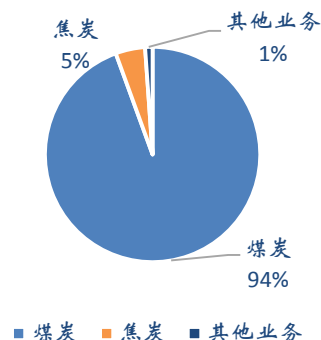
煤炭业务贡献主要毛利，煤价上涨凸显业绩弹性。据 2016 年年报披露，公司主要业务为煤炭和焦炭业务。公司煤炭业务毛利率 40.2%，营收占比达 87%，且贡献了 94.4% 的毛利。煤炭业务对公司业绩影响大，是公司最为核心的利润来源，因而煤价上涨将有助公司业绩弹性释放。此外，焦炭市场逐渐回暖，表现强势。公司 2016 年毛利率为 20.2%，同比提升了 13 个百分点。同时，公司焦炭板块业绩受益于量价齐升，实现扭亏为盈。

图 4：2016 年公司主营收入业务占比



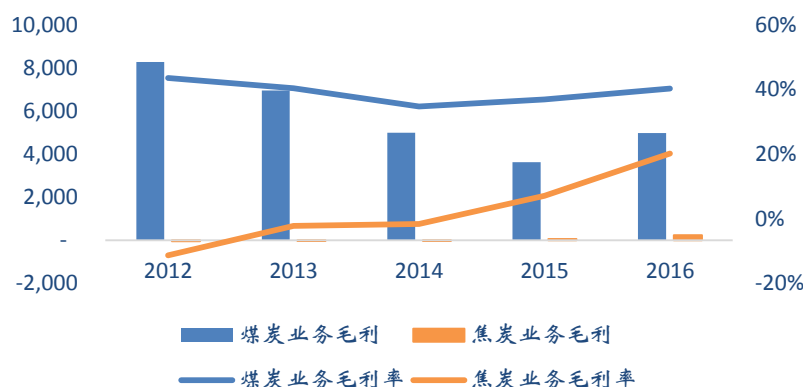
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2016 年公司各业务毛利占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：煤炭和焦炭业务毛利及毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 资源禀赋：冶金煤类上市公司中产能总量位居第一，未来扩张存预期

先进煤矿占比大，煤炭品质优良。公司在产矿井共 13 座，总产能 3890 万吨/年，2016 年总产量达 3915 万吨。煤炭主业集约高效，各矿井高产高效，机械化程度达 100%。据公司 2016 年公告，共 9 座矿井入选先进产能行列，先进产能达 3450 万吨/年，居山西省煤炭类上市公司第一位。其中常村、漳村、余吾三座矿井入选全国第一批先进矿井，五阳、王庄、潞宁、后堡、开拓、新良友六座矿井入选一级安全质量标准化煤矿。公司主要煤田位于沁水煤田东部边缘中段，煤种主要为瘦煤、贫瘦煤和喷吹煤，具有低硫、低磷、低灰、高热量的特点，是优质的动力煤和炼焦配煤。

表 1：公司在产矿井梳理

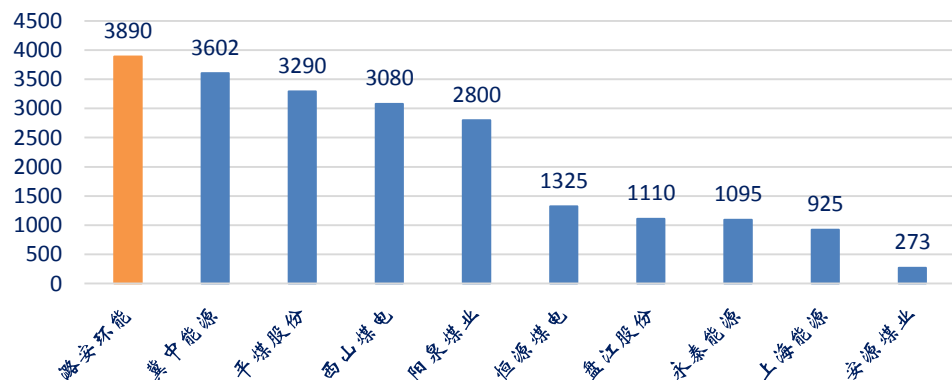
矿井名称	所在地	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	权益	产能 (万吨/年)	16 年产量 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
五阳	山西省长治	贫煤	30429.9	13537.7	100%	360	370	360
漳村	山西省长治	贫煤	15953.2	7793.5	100%	400	402	400
王庄	山西省长治	贫煤	54630.6	24629.8	100%	710	710	710
常村	山西省长治	贫煤	67605.8	38392.3	100%	800	850	800
余吾	山西省长治	贫煤	143510.4	72511.2	100%	750	1000	750
潞宁	山西省忻州	气煤	12159.6	7174.5	58%	180	180	104
孟家窑	山西省宁武	气煤	3560	1690	80%	120		96
新良友	山西省蒲县	肥气煤	3480	2625	80%	90		72
开拓	山西省蒲县	肥煤、肥气煤	2730	2025	60%	90		54
后堡	山西省蒲县	肥气煤	1047	785	60%	90		54
温庄	山西省武乡	焦煤	4326	1470	72%	120		86
伊田	山西省蒲县	肥煤、主焦煤	3706	2594	60%	120		72
隰东	山西省蒲县	焦煤、配焦煤	3500	2625	80%	60		48
合计			346639	177853		3890	3915	3607

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

注：产能利用率高为矿井技术不断改造的结果，实际核定产能大幅提升，煤炭部门尚未完成重新核定。

公司矿井资源丰富，产能位列冶金煤类上市公司第一。公司资源储量丰厚，拥有煤炭资源储量 34.67 亿吨，可采储量 17.79 亿吨，主要分布在山西长治市和忻州市，主要矿井为五阳、漳村、王庄、常村、余吾和潞宁六大矿井。公司总产能为 3890 万吨/年，权益产能 3607 万吨/年，在冶金煤类上市公司中位居第一。按 2017 年 6 月 30 日 233.93 亿元的总市值计算，吨煤市值为 601.36 元/吨。

图 7：公司产能位居冶金煤类上市公司第一（单位：万吨/年）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

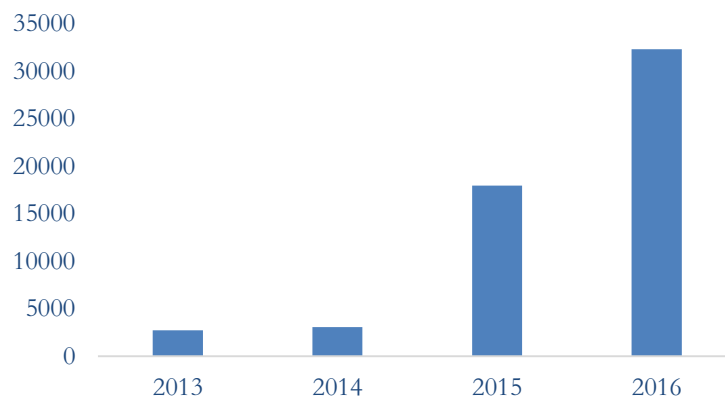
煤炭产能存扩张预期。公司较早时间就开始整合煤矿，由于整合矿进度原因，计提费用项逐年增加，2015 年计提减值 1.80 亿元，2016 年计提 3.23 亿元，预计 2017 年计提费用减少至与 2015 年相当。计提减值从另外一个角度也为公司的经营减轻了负担。未来整合矿井有望陆续投产，根据公司 2016 年年报，公司共 14 个矿井正在进行技改工程，合计产能 1245 万吨/年。其中伊田、隰东和温庄煤业整合进度较快，未来有望给先进产能带来增量。

表 2：公司技改矿井情况梳理

矿区	地区	煤种	权益	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	可采储量 (万吨)	煤矿现状
黑龙关	山西省蒲县	肥煤	55%	90	49.5	5660	技改
伊田	山西省蒲县	肥煤、主焦煤	60%	120	72.0	5660	技改
后堡	山西省蒲县	肥气煤	60%	45	27.0	2500	技改
黑龙	山西省蒲县	肥煤、主焦煤	60%	120	72.0	11592	技改
前文明	山西省宁武	气煤	78%	90	70.2	10093	技改
大木厂	山西省宁武	气煤	78%	90	70.2	17000	技改
孟家窑	山西省宁武	气煤	78%	120	93.6	14000	技改
静安	山西省宁武	气煤	78%	90	70.2	5685	技改
忻峪	山西省宁武	气煤	78%	60	46.8	6757	技改
忻岭	山西省宁武	气煤	78%	60	46.8	-	技改
大汉沟	山西省宁武	焦煤	78%	90	70.2	13043	技改
忻丰	山西省宁武	气煤	78%	60	46.8	-	技改
上庄	山西省襄垣	焦煤	60%	90	54.0	2160	技改
温庄	山西省武乡	焦煤	72%	120	86.4	3780	技改
				1245	875.7	97930	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司计提资产减值损失（单位：万元）



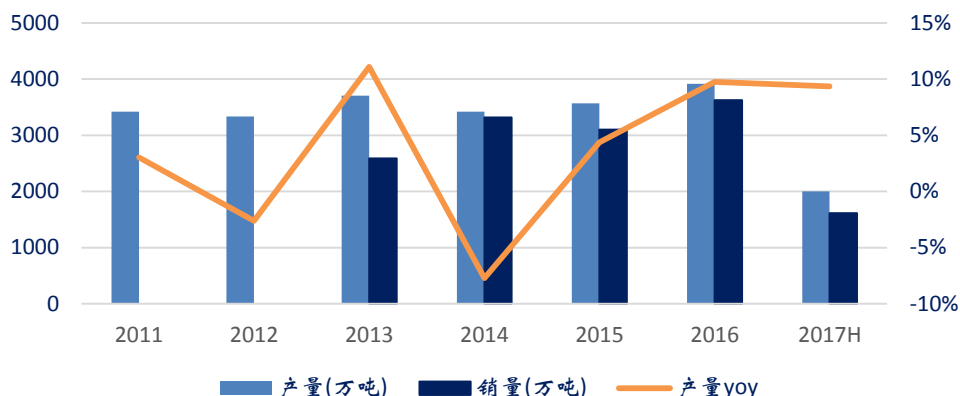
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：2016 年计提减值的减量重组矿井为大木厂、忻岭和忻丰煤业。

1.5. 产销情况：公司产销维持增幅，未来供给趋于稳定

限产背景下公司产销量齐升，未来供给有望保持稳定。2016 年公司煤炭产量和销量分别为 3915 万吨和 3624 万吨，较 2015 年分别同比增长 9.8%和 16.94%，具有明显提升。在 2016 年限产政策背景下，公司的产销量依然维持了稳定增幅。2017 年限产政策放开，上半年产量达 2002 万吨，同比增长 9.35%。供给侧改革持续推进，但考虑公司先进产能占比高且未来整合矿陆续投产，预计公司产销量有望保持，煤炭供给将趋于合理。

图 9：潞安环能 2011-2017H1 年煤炭产销量情况

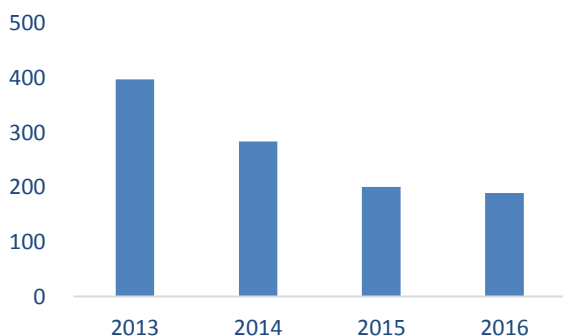


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.6. 成本控制：成本管控出众，公司费用率持续压缩

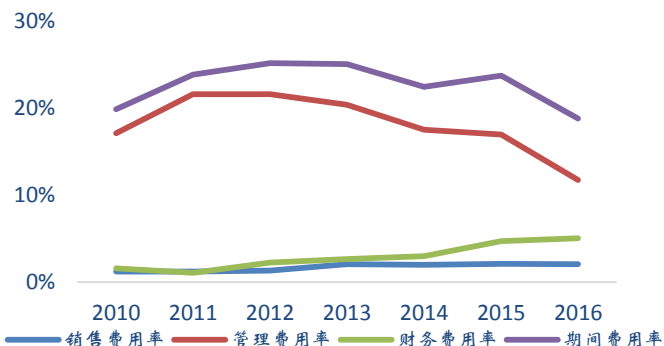
成本控制领先行业水平，费用率有所改善。煤炭行业近几年经历了较长时间的低迷期，为争取利润空间，企业主动压缩成本。公司吨煤成本从 2013 年逐年收缩，2016 年吨煤成本为 188.92 元/吨，同比减少 5.6%，大幅低于 322.09 元/吨的行业平均水平。未来若得益于公司不断深化降本增效为特征的关键技术，成本则有望呈现逐渐向好趋势。费用方面，2016 年由于管理费用减少 2.2 亿，期间费用率同比降低了 5%。预计公司未来一方面继续压缩成本节约开支，另一方面营收持续增加也会带来规模效益，助力费用率下降。

图 10：2013-2016 年吨煤成本逐年下降（单位：元/吨）



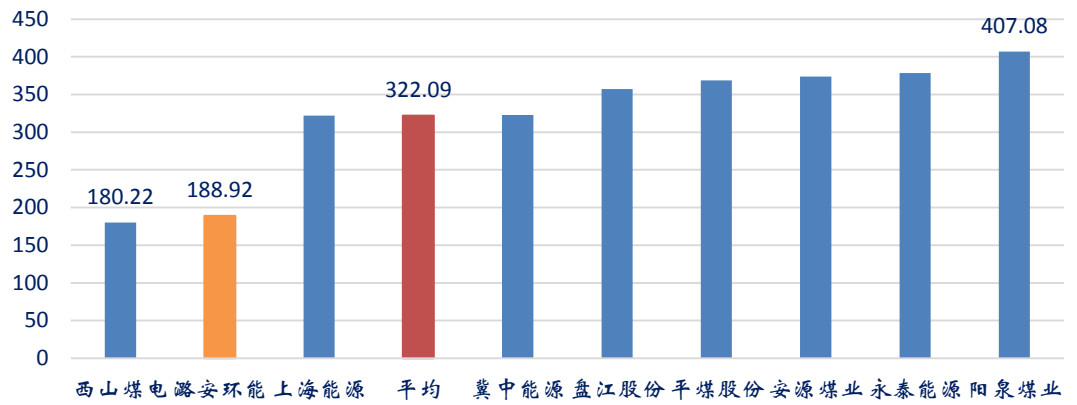
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：2016 年费用率有所改善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12: 潞安环能吨煤成本在冶金煤类上市企业位居第二 (单位: 吨/元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 供给侧改革大时代下的分业务定位：“以煤为基，多元发展”

2.1. 煤炭供给侧改革完成，供需整体紧平衡

供给侧改革成效显著，供需有望长期维持紧平衡。供给侧改革于2015年11月首次提出，意在将过剩产能逐步淘汰，优化产业结构，加速市场出清。2016年初，根据我们测算，总产能约42亿吨，国内需求仅有37.5亿吨，产能过剩4.5亿吨。据《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，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。根据国务院发布的《关于2016年国民经济和社会发展计划执行情况与2017年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2016年煤炭去产能超过2.9亿吨，超额完成退出2.5亿吨年度目标。供给收缩带来市场出清的同时，下游需求保持稳中有升，煤炭价格也实现恢复性上涨。2017年供给侧改革持续推进，《2017年煤炭去产能实施方案》表示2017年计划去产能目标1.5亿吨以上，目前去产能任务已经基本完成。此外，发改委和能源局通过产能置换、价格预警机制等措施使煤炭价格在合理区间波动，预计未来煤炭价格有望维持高位波动的动态平衡，行业景气度回升。

表3：供给侧改革相关文件梳理

时间	有关部门	文件名称	摘要
2016年2月5日	国务院	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	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，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡。
2016年3月21日	发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日重新确定生产能力，即直接将现有合规产能乘以0.84（276除以330）的系数后取整，作为新的合规生产能力。
2016年11月1日	发改委、国家能源局、国家煤矿安监局	《关于有序增加煤炭产能释放确保今冬明春煤炭稳定供应的通知》	根据情况可在276工作日到330工作日之间释放产能，严禁超能力生产。
2016年11月30日	发改委、国务院国资委、交通运输部、国家能源局、中国铁路总公司、国家电网公司、南方电网公司	《关于加强市场监管和公共服务保障煤炭中长期合同履行的意见》	需充分认识煤炭中长期合同的重大意义、遵循市场经济规律，尊重企业市场主体地位、完善合同条款和履约保障机制，提高中长期合同比重、完善价格形成机制，促进价格平稳有序、严格履行企业主体责任，提高合同履约率、建立健全合同履约考核评价、强化激励和保障等
2016年12月22日	国家发展改革委、国家能源局	《煤炭工业发展“十三五”规划》	减量置换，优化布局。煤矿数量控制在6000处左右，120万吨/年及以上大型煤矿产量占80%以上，30万吨/年及以下小型煤矿产量占10%以下。煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占95%以上，煤炭企业数量3000家以内，5000万吨级以上大型企业产量占60%以上。
2016年12月29日	发改委、煤炭工业协会、电力企业联合会、钢铁工业协会	《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》	建立价格异常波动预警机制，动力煤具体划分为三种情况：绿色区域（价格正常），价格上下波动6%以内（以2017年为例，重点煤电企业动力煤中长期基准合同价为535元/吨，绿色区域为500-570元/吨）；蓝色区域（价格轻度上涨或下跌），价格上下波动幅度6%-12%（以2017年为例，黄色区域为570-600元/吨或470-500元/吨）；红色区域（价格异常上涨或下跌）价格上下波动幅度在12%以上（以2017年为例，红色区域为600元/吨以上或470元/吨以下）。明确了关于落后产能减量置换的相关细则。包括建立煤炭产能置换长效机制、鼓励跨省（区、市）实施产能置换、鼓励实施兼并重组等九项细则。2016年已退出的产能最迟应于2017年9月30日之前签订产能置换指标交易协议。置换产能的折算比例设定在130%，符合条件的，该比例可以提高至150%。
2017年4月5日	国务院发改委	《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	2017年煤炭去产能目标任务坚持落后产能应退尽退、能退早退，2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。按照市场化、法治化原则积极推动企业债务和资产处置，力争取得实质性进展。加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局资料来源：安信证券研究中心进一步优化。
2017年5月12日	国家发改委	《2017年煤炭去产能实施方案》	

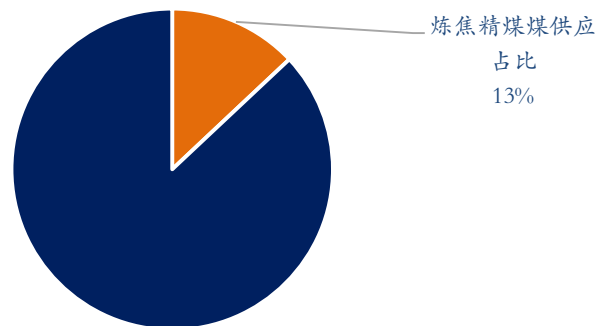
资料来源：国家发改委网站，国家能源局，人社部网站，国土资源部网站，安信证券研究中心

2.2. 中国优质喷吹煤龙头标的

2.2.1. 喷吹煤行业展望

喷吹煤行业空间广阔。喷吹煤替代焦炭是未来冶炼钢铁的发展方向。炼焦配煤一般需要 50% 以上的主焦煤，以满足炼铁对焦炭质量的要求。根据中国煤炭资源网数据，2016 年我国炼焦精煤有效供应量为 4.44 亿吨，仅占全国煤炭产量 33.64 亿吨的 13%，属于稀缺煤种。国内炼焦煤供需缺口大，根据 5.34 亿的炼焦用煤量测算出 2016 年缺口达 8953 万吨。而喷吹煤的煤种广泛，在钢铁冶炼中提高喷煤比可以解决焦煤供应不平衡的现状。此外，贫瘦喷吹煤比例较无烟喷吹煤提高同样为未来冶炼钢铁的发展方向。由于无烟煤为稀缺资源，供给增长十分缓慢，而贫瘦喷吹煤价格较低且质量好，具有性价比优势。

图 13: 2016 年中国炼焦精煤有效供应量占煤炭产量 13%



资料来源：中国煤炭资源网，安信证券研究中心

目前喷煤比低于国际水平，技术提升空间巨大。根据中国煤炭市场发展报告，我国 2016 年钢铁企业炼铁技术平均喷煤比为 141.31 千克/吨，较 2015 年 142.17 千克/吨减少 1.14 千克/吨。而在 20 世纪 90 年代，欧洲和日本钢厂的喷煤比就已经达到 200 千克/吨以上的水平。喷吹煤在钢铁冶炼中能代替昂贵的焦炭，降低钢铁厂商生产成本。将冶金焦和喷吹煤相比，其价差从 2016 年初的 200 元/吨上升到 2017 年 8 月的 1088 元/吨，期间最高价差达到 1169 元/吨。若假设 2017 年的平均价差为 850 元/吨（焦炭价格为 1780 元/吨，喷吹煤平均价为 930 元/吨），以钢厂 0.85 的置换比计算，价格差为 583 元，按照 2016 年 141.31 千克/吨的喷煤比计算，吨生铁可节约成本 82.38 元。因此，除了生铁产量的增长外，喷煤比为喷吹煤产量增长的主要影响因素。预计随着钢铁行业的回暖，钢厂盈利增厚则有更大概率投身于提高喷煤比的技术改造。目前国际上的喷煤比一般为 250 千克/吨，我国大部分钢厂远低于国际水平，未来仍有较大提升潜力。

表 4: 喷吹煤炼铁节约成本测算

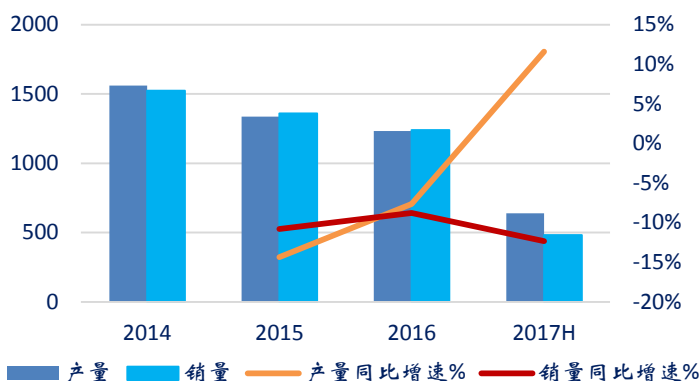
项目	测算
冶金焦价格	1780 元/吨
置换比	0.85
每吨喷吹煤替换冶金焦价	1513 元
喷吹煤价格	930 元/吨
价差	583 元
喷煤比	141.31 千克/吨
吨生铁节约成本	82.38 元

资料来源：中国煤炭市场发展报告，安信证券研究中心

2.2.2. 喷吹煤价格反转，未来有望持续

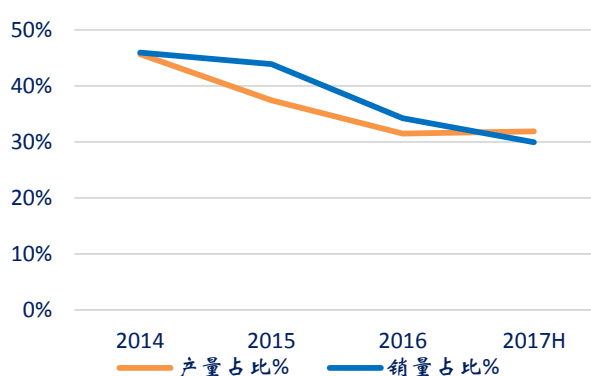
喷吹煤价格经历底部反转，喷煤比有望触底反弹。自 2011 年以来，喷吹煤市场由于产能过剩，价格受供需影响显著，喷吹煤价格经历了连续四年的煤价下滑。由于喷吹煤价格经历较长时间的下行周期，从销售策略的角度，公司选择将部分喷吹煤改为动力煤出售，喷吹煤销量占比也逐年下降。随着 2016 年价格反转，2017 年价格高位企稳，预计公司喷吹煤销售比重也有望触底反弹，给公司带来业绩弹性。据公司 2016 年年报，喷吹煤销量 1240 万吨，占总销量 34.2%；产量 1233 万吨，占总产量比重为 31.50%。2017 年上半年喷吹煤销量为 483 万吨，同比下降 12.34%；产量达 638 万吨，同比增长 11.6%，占比微幅提升至 31.86%。

图 14：2014-2017H1 公司喷吹煤产销量(单位：万吨)及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

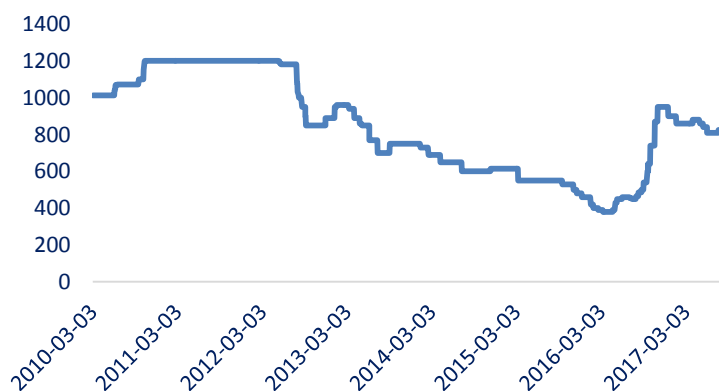
图 15：2014-2017H1 公司喷吹煤产量占总产量比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016-2017 年以来喷吹煤市场受供给侧改革去产能影响显著，价格实现明显回升，以山西长治地区 2017 年 6 月喷吹煤数据为例，已从 2015 年末的历史低位逐渐回升至 811.36 元/吨，接近 2013 年 814.58 元/吨的历史价格水平。我们预计未来喷吹煤行业景气或将持续改善。逻辑如下：

图 16：2010-2017 山西长治地区喷吹煤历史价格(元/吨)



资料来源：wind，安信证券研究中心

首先，“去地条钢”引发高炉替代，在钢铁需求不断超预期的背景下，喷吹煤需求受提振。所谓“地条钢”是指以废钢作为原料，以工频炉、中频炉等为主要工艺所生产的钢铁产品。由于地条钢在生产过程中对产品的成分和质量不能进行有效控制，所以目前被定为违法违规产能。其中，国务院于 2016 年 2 月发布了《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发

展的意见》，明确提出要求对生产地条钢的企业，要立即关停，拆除设备，并依法处罚。同年10月，工信部发布《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》，明确要求全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能，并依法严肃查处“地条钢”生产企业，包括采用中频炉、工频炉进行炼钢的企业。2017年1月中钢协年度理事会议上，发改委副主任林念修表示要在2017年6月30日前全面取缔“地条钢”。根据国家发改委等相关部门的数据，6月底，全国钢铁去产能完成了全年目标，“地条钢”按计划出清。粗略测算，本轮供给侧改革预计退出1亿吨左右地条钢的产能。

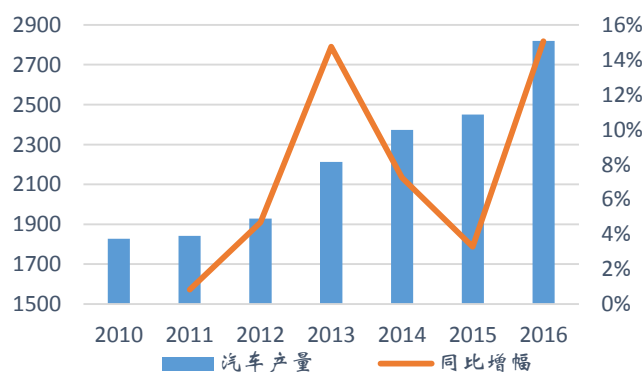
表 5：取缔“地条钢”进程梳理

时间	事件
2016年2月	国务院发布《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确提出要求对生产地条钢的企业，要立即关停，拆除设备，并依法处罚。
2016年10月	工信部印发《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》，明确要求全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能，并依法严肃查处“地条钢”生产企业，包括采用中频炉、工频炉进行炼钢的企业。
2016年11月-12月	相关部门再次对去产能重点城市进行排查，排查出来的企业被严厉监管完成取缔任务。
2017年1月	中钢协2017年理事会议上，发改委副主任林念修表示，要在今年6月30日前全面取缔“地条钢”。
2017年5月	工信部、国土资源部、环保部、住建部等18个部际联席会议成员单位组织开展全国范围内的取缔“地条钢”专项督查活动，对上报存在地条钢生产的地区进行重点督查。
2017年6月	根据国家发改委等相关部门的数据，6月底，全国钢铁去产能完成了全年目标，“地条钢”按计划出清。

资料来源：中国工业网，国家发改委，国务院，搜狐财经，安信证券研究中心

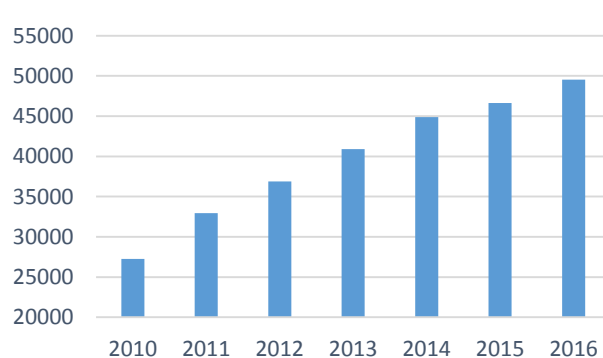
需求端表现亦不俗。2016年建筑、汽车行业的强势表现拉动了钢铁行业运行的稳中向好。全国汽车产量同比增幅达15.06%，突破近几年新高；建筑业GDP逐年递增，2016年同比增幅达6.21%，比2015年增长2.3个百分点。

图 17：2010-2016 年全国汽车产量（单位：万辆）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 18：2010-2016 年建筑业 GDP 现价（单位：亿元）

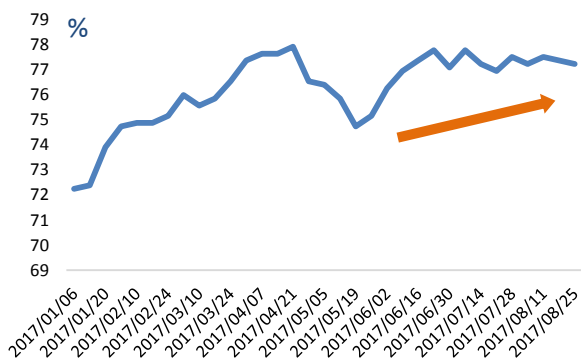


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

由于“去地条钢”提振高炉炼铁，加上下游需求超预期，中国生铁产量持续回升。中国 2017 年以来的高炉开工率维持在企稳回升的趋势里。据国家统计局数据，生铁当月产量在 2015 年低迷触底后逐步回升，从 2016 年 11 月开始，生铁产量呈现攀升趋势。2017 年上半年累计生铁产量分别为 3.6 亿吨，同比增长了 5%，生铁产量提高对于喷吹煤的需求提振也是直接的。从 2015 年下半年开始，我国重点钢铁企业普遍对高炉入炉喷吹煤配比进行调整，从

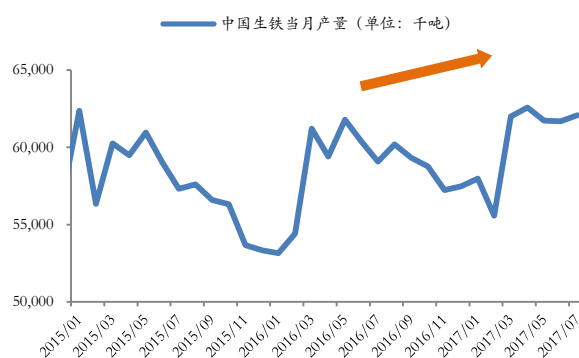
无烟喷吹煤与烟煤喷吹煤 6:4 的比例调整为 4:6，预计未来对贫煤贫瘦喷吹煤的需求增大。

图 19: 2017 年中国钢铁高炉开工率维持较高水平



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

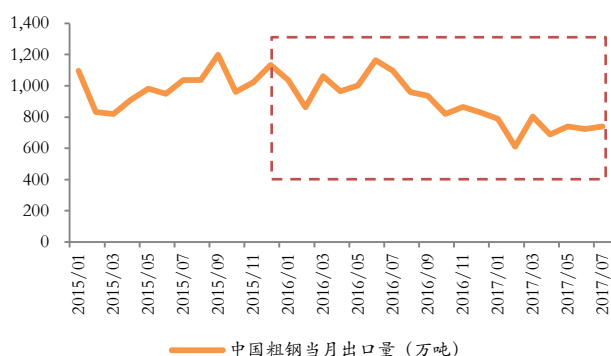
图 20: 中国生铁产量不断增加



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

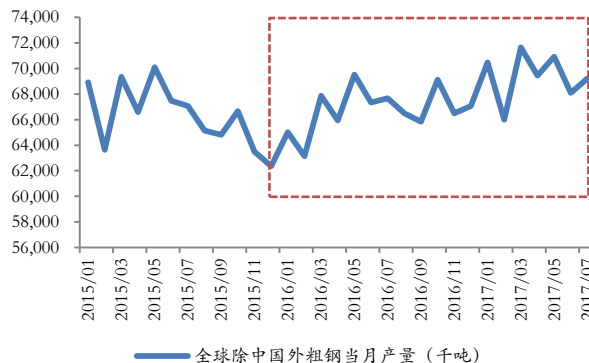
第二，国内与国外焦煤价格倒挂，价差修复可期。由于国内钢铁供给侧改革，供给端持续收缩。为满足国内需求，中国钢材出口量持续下降，而中国出口减少所带来的供需缺口使海外需求得到提振，海外焦煤价格自 2017 年 6 月持续改善。

图 21: 2016 年 6 月以来中国粗钢当月出口量逐月下降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

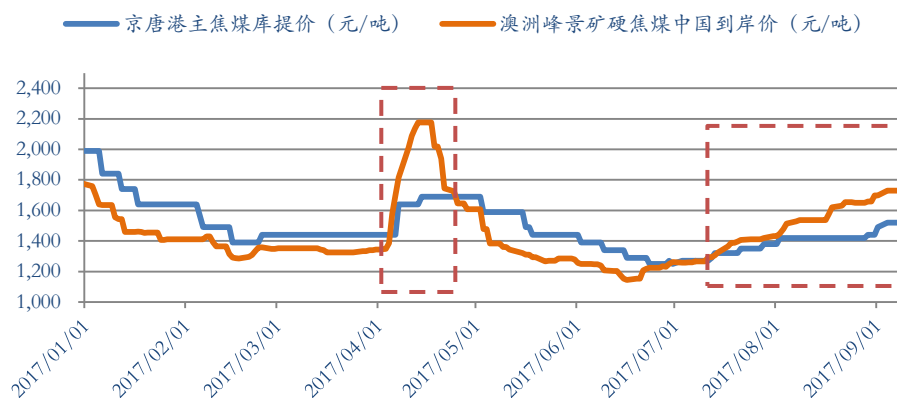
图 22: 2015 年 11 月以来除中国外地区粗钢产量持续上升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

本轮海外焦煤持续上涨导致国内焦煤与海外焦煤形成倒挂局面，未来价差存在较强的修复预期。以京唐港主焦煤与澳洲峰景矿硬焦煤到岸价为例。其中澳洲峰景矿的到岸价格考虑增值税和汇率，将单位“美元/吨”换算为“元/吨”。国内焦煤 2017 年上半年在除 4 月之外大部分时间均低于海外焦煤价格，主要呈缓慢回落趋势。而 4 月份澳洲价格上涨主要因为澳洲遭遇飓风“黛比”所带来一系列的影响导致供给阶段性收缩。受益海外需求提振，6 月份开始，海外焦煤价格超越国内焦煤价格，并且开启上升通道，价差一度达到 257 元/吨。价格的倒挂对于焦煤进口势必带来一定压制。考虑国内需求存在“金九银十”等催化剂，未来差价修复势在必行。

图 23: 国内焦煤与国外焦煤形成倒挂



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

第三, 钢厂高盈利, 原材料提价阻力小。从供给侧改革去产能政策实施以来, 钢铁价格在 2016 年下半年同比增速明显, 主要钢材价格平均波动幅度超过 60%。2017 年春节后, 钢铁价格持续呈上涨趋势, 6 月份价格综合指数达 98.7, 同比增长了 44%。随着供给侧改革的进一步推进, 钢铁行业整体盈利在今年有望维持理想水平。而钢铁企业用煤及天然气等燃料成本仅占总成本的 15%左右, 比例较小, 利润增厚对上游原材料提价的承受能力增强。

图 24: 钢铁价格综合指数维持上涨趋势



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

2.2.3. 公司为喷吹煤绝对龙头, 优势有望进一步扩大

公司为喷吹煤绝对龙头。其煤种可磨性及燃烧性能良好, 是高炉混合喷吹或单独喷吹的理想原料, 质量标准达国家先进级水平。公司与包括鄂钢、首钢、马钢、邢钢、武钢等在内的国内大型钢厂保持长期的稳定合作关系。其本部长治地区主要的五个矿区煤种均为贫煤、贫瘦煤, 价格相较于无烟煤较低, 是优质的喷吹煤原料。从市占率上看, 2016 年我国生铁产量 7 亿吨, 按 141.31 千克/吨的喷煤比估算, 喷吹煤需求量为 9900 万吨, 参照钢铁企业无烟喷

吹煤与贫煤贫瘦喷吹煤 4:6 的比例，贫瘦喷吹煤需求约 5941.26 万吨。以此需求量为总市场份额，公司喷吹煤市占率超过了 1/5。因而无论是技术还是份额，公司在同行业中都有绝对的领先优势。

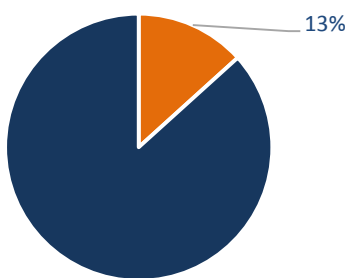
相较于其他公司，潞安环能靠近消费地具有地理优势。公司所在地区和主要矿井所在地为山西长治，位于山西的东南角，向东北临近河北省，往东南接近河南省北部。而这两个省份都为重要煤炭消费地，根据国家统计局数据，2015 年两地煤炭消费占比达 13.3%。其中河北省作为为全国最大的钢铁生产地区，其需求与公司的煤种供给相匹配。根据国家统计局数据，2017 年上半年河北省生铁产量占全国产量 27%。较短的距离不仅节省了运输成本而且大大提高了公司的销售竞争力。若钢铁行业持续回暖，需求端用量加大，将提高公司喷吹煤销量，带来较为直接的受益。

图 25：潞安环能区位优势



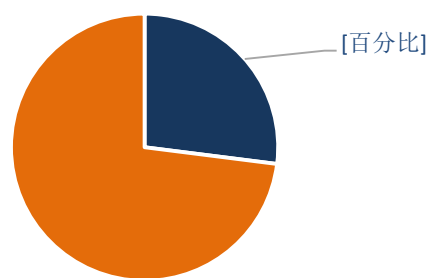
资料来源：安信证券研究中心

图 26：2015 年河南省和河北省煤炭消费占全国 13%



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 27：2017 年 H1 河北省生铁产量占全国 27%



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2.2.4. 若价格上涨，公司弹性释放可期

假设未来喷吹煤价格上涨，对公司盈利能力进行弹性测算。公司 2016 年喷吹煤销量 1240 万吨、2017 年上半年喷吹煤销量 482.63 万吨，假设 2017 年喷吹煤销量为 1100 万吨。根据太原煤炭交易中心数据，2017 年 9 月份主流煤企制定喷吹煤价格执行 990 元/吨，较 8 月初一个月内提价近 150 元/吨。考虑喷吹煤为强周期品种，以瞬时年化作为价格考量，假设公司喷吹煤售价分别为 1000 元/吨、1100 元/吨、1200 元/吨和 1300 元/吨。测算全年净利分别为 60.23 亿元、67.74 亿元、75.25 亿元、82.76 亿元。对应全年喷吹煤吨煤净利 547.55

元/吨、615.82 元/吨、684.09 元/吨、752.36 元/吨。对比 2016 年业绩，未来公司弹性释放可期。

表 6：潞安环能业绩弹性测算

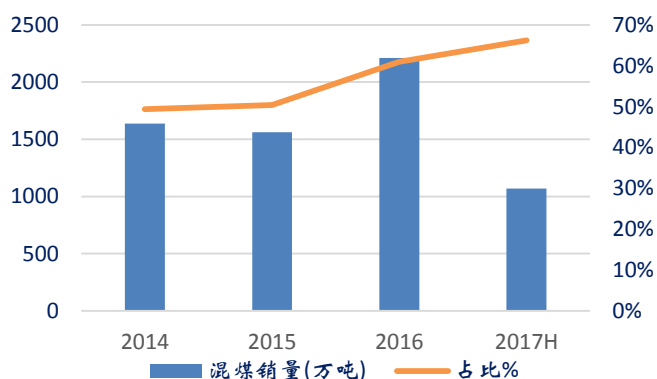
关键假设	2017 年销量 (万吨)		喷吹煤价格 (元/吨)		
	1100	1000	1100	1200	1300
弹性测试	对应全年吨煤净利 (元/吨)	547.55	615.82	684.09	752.36
	对应全年净利 (亿元)	60.23	67.74	67.74	82.76

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 混煤业务：打造优质低硫环保动力煤基地

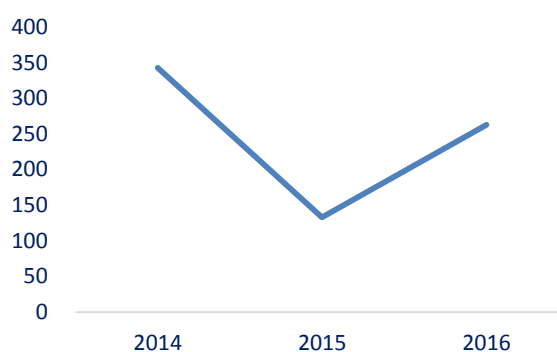
公司混煤价格 2017 年价格中枢抬升确定。公司混煤属低灰、低硫、低磷、高热值的优质动力煤种。目前公司动力煤运输以铁路运输为主，依靠太焦铁路线；公路销售作为补充，可以辐射周边约 300-400 公里的市场范围。2017 年上半年，公司混煤销量为 1067.49 万吨，占公司总销量达 66.19%。根据目前秦皇岛 5500 大卡动力煤的价格中枢 602 元/吨，考虑未来供暖季因素，2017 年全年动力煤价格中枢抬升趋势明确。而根据发改委联合煤电三协会联合发布的《平抑煤价备忘录》，判断未来动力煤价走势将趋于稳定。

图 28：2008-2017H 公司混煤销量及占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：2014-2016 公司混煤售价(单位：元/吨)



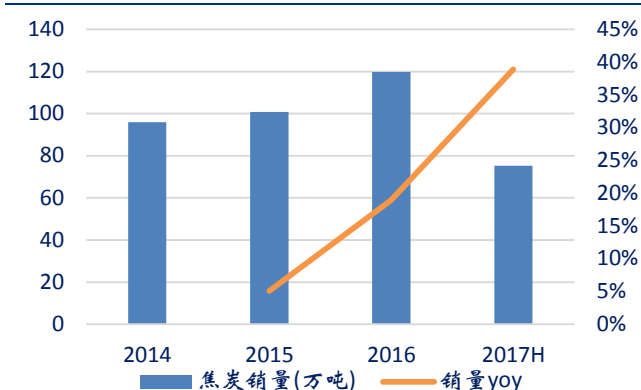
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016 年签订中长期合同，未来力图打造优质低硫环保动力煤基地。公司基于 2017 年全年动力煤的生产量基础上与煤电企业签订了定价、锁量的长协合同，且包括运力在内的第三方铁路部分也加入签订，预计长协合同将对于公司未来销售业绩提供了长期保障。

2.4. 焦炭业务：行业盈利能力提升

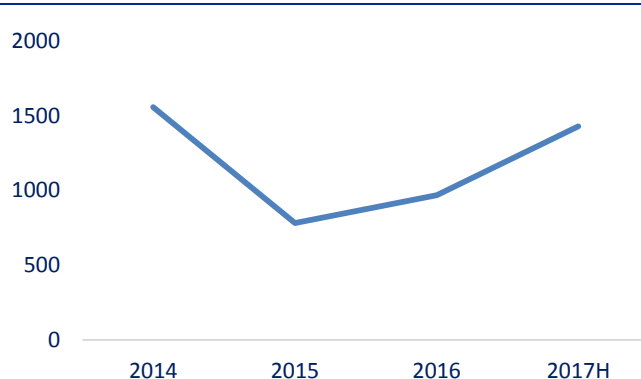
未来的千万吨级新型焦化产业基地。公司焦化业务一直严格按照 GB/T 1996-2003 国家冶金焦炭标准生产、销售。目前公司焦化产能 336 万吨。随着焦炭市场充分竞争的市场特征进一步放开，公司的焦化业务在不断扩张，目标发展为千万吨级的新型焦化产业基地。

图 30：2014-2017H1 公司焦炭销量



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 31：2014-2017H1 公司焦炭售价（元/吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

焦炭市场回暖，价格连续提涨。焦炭价格自 2016 年来持续回升，于 2016 年底达到 2011 年来历史最高水平，2017 年 7 月份开始第三轮涨价。8 月份一级冶金焦市场均价达 2010 元/吨，环比增长了 12.05%。我们预计焦炭价格短期还将维持上涨态势，理由如下：**供给方面**，淘汰落后产能持续推进叠加污染防治工作不断增强，焦炭产量有望继续收缩。2017 年 8 月河北发布采暖季错峰生产专项实施方案，对焦化企业限产 30%，预计受影响焦炭产量达 1000 多万吨。**下游需求方面**，受“地条钢”出清影响，高炉、电弧炉补位带来焦化业务需求。2017 年上半年打击地条钢 1 亿多吨，若保守估计产生 5000 万吨的粗钢供给缺口，按 1 吨粗钢需要 0.85 的生铁、1 吨生铁需要 0.4 的焦炭测算，将会带来 1700 万吨的焦炭需求。此外，钢铁企业利润持续扩大，高炉开工率维持高位，对焦炭价格具有较强提振。我们认为，随着供给侧改革，市场将会逐渐出清，只有拥有充足产能的焦炭制造企业才能实现市场份额的快速抢占。目前公司以建造千万吨级的新型焦化产业基地为目标，在未来焦化行业激烈的竞争中将获得先发优势。当前部分焦炭先进产能的释放仍需时间传导，且库存处在历史低位，将继续支撑焦炭价格走势。

3. 山西国改势头强劲，集团资产注入可期

3.1. 集团煤炭资源储量丰富，有望注入公司

3.1.1. 山西国改催化整合预期

山西国改态度坚决，自 2017 年发令枪始，改革进程加速推进。随着供给侧改革的落实，煤炭企业兼并重组的呼声也愈演愈烈，山西国改走在前列。《2017 年山西省政府工作报告》明确强调 2017 年将深化国企国资改革。2 月 19 日，在全省国有资产监督管理委员会会议上，副省长王一新在发表的讲话《坚决打赢国资国企改革攻坚战》中提到，“山西国资国企改革已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口”，表示山西国改是山西省今年的第一重大任务，有刻不容缓之势。随后改革进程便不断加速推进，2017 年 5 月印发《关于深化国企国资改革的指导意见》，要求积极开展资本运作，充分利用国有上市平台，通过专业化兼并重组，借壳整合等方式，推进资产证券化进程和促进混合所有制改革。2017 年 6 月，山西省国资委干部大会研究部署了国企改革重点工作安排，明确了未来改革的 13 项专项行动，国改措施将进一步落实。

表 7：山西国企改革相关文件和事件梳理

时间	山西国企改革相关文件和事件	主要内容
2014 年 7 月 3 日	山西省印发《关于深化国资企业改革的实施意见》	文件强调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。到 2020 年，建立完善科学的现代企业制度，培育真正的市场竞争主体。
2015 年 8 月 24 日	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	文件提出 2020 年国企改革要取得决定性成果。强调推进公司制股份制改革。加大集团层面公司制改革力度，积极引入各类投资者实现股权多元化，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。
2016 年 4 月 24 日	《山西省煤炭供给侧结构性改革实施意见》	文件强调在省属国有煤炭企业集团开展国有资本投资(运营)公司试点工作以及完善法人治理结构等措施。
2016 年 5 月 21 日	《2016 年省属国企国资改革工作计划》	文件罗列了国企改革时间以及重点工作推进计划。
2016 年 5 月 21 日	《2016 年全省国有企业提质增效工作方案》	文件提出深化国企改革、上市公司提质增效、加快处置不良资产等方案，强调通过整合重组、引进战略投资者等多种方式，进一步加强省属国有煤炭企业产业链建设，做强做优做大。
2017 年 1 月 14 日	《2017 山西政府工作报告》	报告强调深化国企改革。坚持国企改革方向，坚持市场化、法治化取向，推动国有企业瘦身健体、固本培元、提质增效、转型升级。推进国有企业功能界定与分类，积极发展混合所有制经济，完善现代法人治理结构，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。推动国资监管体制向管资本为主转变。制定出台国企改革方案，全面启动省属国有企业改革。
2017 年 2 月 9 日	山西省副省长王一新在全省国有资产监督管理委员会会议上发表讲话《坚决打赢国资国企改革攻坚战》	讲话中提及“山西国资国企改革已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口”。
2017 年 5 月 3 日	《国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》	文件提出目标：2017 年年底国企公司制改革基本完成。
2017 年 5 月	山西省印发《关于深化国企国资改革的指导意见》	文件要求积极开展资本运作，充分利用国有上市平台，通过专业化兼并重组，借壳整合等方式，推进资产证券化进程和促进混合所有制改革。
2017 年 6 月 8 日	山西召开省国资委干部大会	会议提出根据“1+3 文件”（2017 年 5 月通过的《关于深化国企国资改革的指导意见》）研究部署山西省本轮国资国企改革重点工作安排。
2017 年 7 月	山西国资委下发“各企业上报拟发展主业”通知	要求上报拟发展主业，使省属企业更加聚焦主业，改变国有资产同质化竞争，加大结构调整和资源整合力度

资料来源：山西省人民政府网、中央政府门户网站、山西国资网、经济参考网、国务院网站、中国政府网，安信证券研究中心

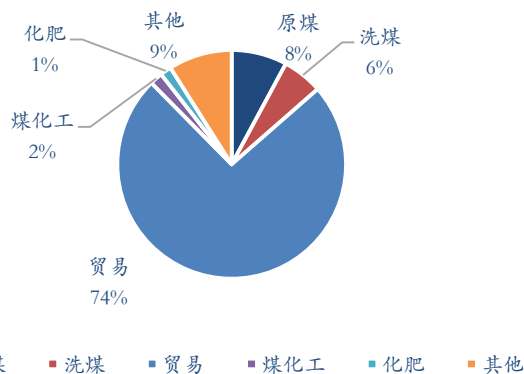
国有资本运营公司横空出世，国改迈出实质性步伐。2017年7月31日山西省国有资本投资运营有限公司正式挂牌成立，8月开始山西省22家省属国企股份陆续划转入国投平台。9月5日，国资委将持有潞安集团100%的股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。这一举措使得资本收益更加集中，有利于资本运作的开展，意味着国有资产管理体制从“管资产”向“管资本”转变迈出实质性步伐。管资本模式有望加速国企并购重组进程，有助于推动旗下国有资本调整布局、实现整体上市。

七大煤企非主业有望剥离，潞安煤炭资源整合可期。煤炭企业是山西省的重头，山西省七家煤炭集团旗下实际控制人是山西国资委的13家上市公司中有7家是煤炭相关行业。且根据王一新副省长发言，山西国有资产中煤炭国有资产占比达到了36%，因此煤炭企业的国改程度更是重中之重。2017年7月，山西国资委下发通知，要求各省属国企进行“一主三辅”的发展定向，山西七大煤企非主业将逐步剥离，资源整合力度加大。同时，此前山西发改委和山西煤炭工业厅在2017年5月23日联合对外印发《山西省“十三五”煤炭工业发展规划》，拟打造晋北、晋中、晋东三大煤炭基地。其中，潞安集团作为晋东基地重点培育企业将向亿吨级企业迈进，因而未来资源整合趋势下，潞安有望做强做优其煤炭主业。

3.1.2. 集团优质资源禀赋有望注入

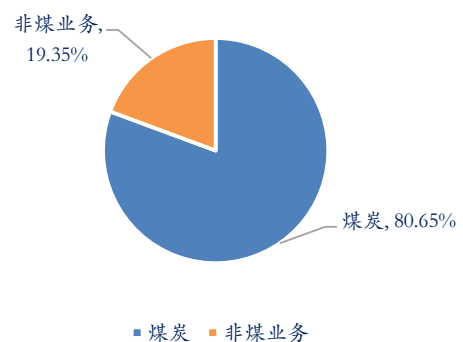
集团资产化程度低，公司作为唯一上市平台，资产注入存在空间。潞安集团是山西省省属国有独资公司，山西国资委为唯一的出资人和实际控制者。2017年一季报财务数据显示，潞安集团资产证券化率仅为28.1%，上市公司营收占集团比仅为13.32%，潞安集团存在较大的资本运作空间。根据集团公告，2016年集团煤炭产量7292万吨，上市平台潞安环能产量3915万吨，仅占53.7%。潞安环能作为集团旗下唯一上市平台，在国企改革趋势下，煤炭行业回暖后，集团有望通过资产注入进行资产重组，在未来实现整体上市。

图 32：集团煤炭业务占比



资料来源：集团公告，安信证券研究中心

图 33：集团煤炭业务毛利占比



资料来源：集团公告，安信证券研究中心

集团煤炭资源丰富且优质，承诺注入将进一步提升公司业务实力。煤炭产业是潞安集团的支柱产业，据集团2016年财务数据，除贸易业务外，煤炭业务营收占比大为14%，且贡献了80.65%的利润，是集团利润的主要来源。根据集团公告，集团矿区为山西省东南部上党盆地，煤种具有低硫、低磷、低中灰和高发热量的特点，是优质的动力用煤、炼焦配煤、高炉喷吹及化工用煤。矿区规划总面积为2279平方公里，拥有地质储量195.48亿吨，规划产能8600万吨/年。主要生产矿井中，上市公司矿井规模占比约46%，除上市公司外集团还有4750万吨/年的产能。集团矿井已经开展重组整合工作，已整合矿井101座，重组整合后为31座，整合产能3,540万吨/年，资源储量合计30.04亿吨。潞安集团曾在年报中承诺，将适时启动

资产整体上市，使公司成为集团唯一经营煤炭采选业务主体。潞安环能产能仅占集团 46%，集团保有未上市的司马煤业、郭庄煤业都为盈利能力强的为先进产能，有望通过再融资注入公司，逐步实现煤炭主业集体上市。煤炭资源一旦注入，有望显著提升公司业绩。

表 8：集团主要在产矿井梳理（单位：万吨）

矿井名称	资源储量	可采储量	权益	产能	权益产能
司马矿	20,695	9,695	52%	300	156
郭庄	6,261	2,963	70%	180	126
高河	58,332	57,475	55%	750	413
各小矿井	400,000	25,000	72%	1,750	1,260
潞安新疆露天矿	2,300	2,000	63%	300	189
潞安新疆一矿	4,600	2,437	63%	180	113
潞安新疆二矿	18,500	13,000	63%	280	176
潞安新疆砂墩子	33,700	42,000	63%	500	315
潞阳麦捷			90%	90	81
潞阳昌泰		2269	90%	60	54
潞阳长榆河		2926	90%	90	81
潞阳祥升			90%	90	81
潞阳瑞龙			90%	60	54
李阳煤矿				120	
生产矿小计	544,388	154,570		4,750	3099

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：产能利用率高为矿井技术不断改造的结果，实际核定产能大幅提升，煤炭部门尚未完成重新核定。

集团助力巩固喷吹煤实力，在建工程投产后提升未来发展空间。集团喷吹煤市场地位突出，根据冶金工业规划研究院喷煤比数据推算喷吹煤总销量，集团喷吹煤约占国内市场 1/4。2016 年集团销量达 1499 万吨，其中潞安环能占比 87%。据集团公告，未来公司在内蒙古可整合 88 亿吨煤炭资源，并和新疆哈密煤业联合，组建潞安新疆煤化工（集团），新增约 190 亿吨煤炭资源，总储量达到 435.6 亿吨，可生产年限达 200 年以上。同时，集团目前在建工程古城煤矿和李村煤矿合计产能 1300 万吨/年，预计在明后年能进入投产阶段。集团仍将履行上市时承诺，对优质矿井和规划在建矿井将适时注入潞安环能，解决同业竞争关系。未来产能有望注入上市公司，而上市公司提升发展空间的同时巩固喷吹煤龙头地位。

表 9：潞安集团在建煤矿梳理

项目名称	建设规模	截止 2016 年底完成	预计投产	计划总投资（单位：亿元）
古城煤矿	年产 1000 万吨煤矿、选煤厂及配套铁路专线	52.72%	2018	82.77
李村煤矿	年产 500 万吨煤矿（其中一期生产能力为 300 万吨/年，二期生产能力达到 500 万吨/年）、选煤厂及配套铁路专线	60.77%	2017	63.42

资料来源：集团公告，安信证券研究中心

3.2. 集团一体化业务，助力公司拓展发展空间

集团业务一体化，与公司煤炭业务协同发展。除煤炭业务外，集团具有煤焦化、煤制油和煤电一体产业链。集团 2011 年将山西天脊煤化工集团有限公司纳入合并后煤化工产业链得以完善；煤基合成油业务具有国家高新技术自主知识产权，实现煤基制油循环产业链，主要产品有柴油、尿素、石蜡等；光伏产业上主要为太阳能和多晶硅项目，太阳能项目在产产能 240MW/

年，尚未完全投产，多晶硅产能规模为 10000 吨/年。集团以煤为基础，构建循环产业经济，有效提升整体竞争力的同时拓宽了公司的下游产业链条，也为公司未来煤焦化一体化发展提供资源和技术支持。

非煤炭业务有望注入，优化上市公司产业结构。根据集团公告，非煤炭业务都具备注入空间：煤化工业务上除潞安环能子公司五阳弘峰焦炭产能 60 万吨/年外，郭庄煤业下属公司羿神能源拥有焦炭产能 210 万吨/年；煤基油业务集团拥有一期为 100 万吨/年，二期为 80 万吨/年并配套 115MW 余热发电的在建工程项目；太阳能项目未投产的二期具备 760MW/年的产能。根据公司公告，公司曾于 2016 年停牌，计划将集团山西潞安煤基清洁能源公司部分股权或资产转入，注入高硫煤清洁利用油化电热一体化项目。虽然重组后来终止，但待后续项目投产、条件成熟后注入公司的可能性较大，将为公司创造新的盈利增长点。

4. 估值和盈利预测

4.1. 关键假设

假设一：根据地区煤价增长趋势，假设公司喷吹煤 2017-2019 年的售价为 757/784/802 元/吨。公司所在地和主要矿区位于山西长治，据煤炭资源网数据，长治地区喷吹煤 2016 年第一季度延续了 2015 年低迷状态，8 月开始受国家供给侧改革加上三季度钢厂需求的支撑，喷吹煤价格开始强势拉涨。2016 年年末价格较年初上涨了 128.35%，均价为 553 元/吨。而根据往年价格走势，公司喷吹煤售价与长治喷吹煤均价涨跌幅情况基本一致，2014-2016 年分别为 542/328/492 元/吨，以长治地区喷吹煤价格为参照对潞安环能喷吹煤售价做出假设。2017 年上半年长治地区喷吹煤均价达到了 825 元/吨，价格中枢抬升了 49.19%，由于下半年喷吹煤价格有望开始新一轮的拉升，我们保守估计长治喷吹煤 2017-2019 年度均价分别为 850/880/900 元/吨。按相同增长率估算出公司喷吹煤 2017-2019 年的售价为 757/784/802 元/吨。

表 10：潞安环能喷吹煤价格历年走势及预测

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
长治喷吹煤均价	659	511	553	850	880	900
同比增速		-22%	8%	54%	4%	2%
潞安环能喷吹煤售价	542	328	492	757	784	802

资料来源：公司公告，中国煤炭资源网，安信证券研究中心

注：长治喷吹煤 2017 年均价根据 2017 年上半年均价预测，潞安环能喷吹煤售价根据公司公告营收和销量计算得出。潞安环能喷吹煤价格低于长治地区的均价，主要是由于地区均价包含无烟喷吹，另外潞安环能的产品发热量略低。

假设二：动力煤均价 2017 年明确抬升，2018-2019 年缓慢提高。考虑目前动力煤长协合同锁量锁价、分级预警机制以及减量置换等背景，中长期看动力煤供需基本均衡，中枢在 2017 年抬升明显，之后有望维持季节性波动，且呈逐年缓增趋势。以秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格走势为参照，假设公司混煤 2017-2019 年的售价为 355/367/375 元/吨。

表 11：潞安环能混煤价格历年走势及预测

单位：元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
秦港 5500 大卡动力煤均价	518	413	473	639	645	652
同比增速		-20.22%	14.65%	35%	1%	1%
潞安环能混煤售价	343	303	262	355	367	375

资料来源：公司公告，煤炭资源网，安信证券研究中心

注：秦港 5500 大卡动力煤 2017 年均价根据 2017 年上半年均价预测，潞安环能动力煤售价根据公司公告营收和销量计算得出。

假设三：公司产销量整体围绕核定产能缓慢增加。2017-2019 年公司煤炭总销量分别为 3639/3751/3867 万吨。考虑喷煤比提高，2017-2019 年喷吹煤销量增速分别为 5%/5%/5%，2017-2019 年动力煤销量增速分别为 -2%/2%/2%。

假设四：暂不考虑公司未来注入资产。

4.2. 盈利预测和投资建议

根据模型推演，预计 2017 年-2019 年营收增速为 45.76%/6.02%/5.24%，对应净利润 35.38 亿元/41.49 亿元/43.92 亿元。考虑下半年焦煤价格有望持续反转，公司未来业绩弹性释放可

期。此外，行业景气回升之后，公司资产负债表或将不断改善。我们认为以当前估值水平，公司存在一定修复空间。公司作为中国喷吹煤龙头，在当前供给侧改革大时代的背景下，必将演绎出属于其王者的荣耀。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 17.74 元，对应 15 倍 PE。

5. 风险提示

宏观经济低迷，海外需求不及预期，下游行业价格下跌，山西国改受阻

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,155.4	14,229.4	20,740.1	21,989.0	23,141.9	成长性					
减:营业成本	7,448.5	8,958.3	10,861.0	10,929.8	11,590.8	营业收入增长率	-30.4%	27.6%	45.8%	6.0%	5.2%
营业税费	839.8	1,125.5	1,451.8	1,539.2	1,619.9	营业利润增长率	-89.0%	817.6%	295.8%	17.5%	5.9%
销售费用	233.7	291.6	435.5	483.8	509.1	净利润增长率	-89.5%	732.0%	312.8%	17.2%	5.9%
管理费用	1,888.3	1,668.5	2,696.2	3,078.5	3,239.9	EBITDA 增长率	-40.2%	92.6%	109.0%	10.9%	3.3%
财务费用	522.6	712.3	550.6	400.0	300.0	EBIT 增长率	-60.2%	189.9%	175.5%	12.7%	3.8%
资产减值损失	179.5	323.4	150.0	150.0	150.0	NOPLAT 增长率	-119.5%	-614.3%	284.6%	12.7%	3.8%
加:公允价值变动收益	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.1	投资资本增长率	11.2%	5.4%	7.0%	-11.8%	5.6%
投资和汇兑收益	84.8	23.6	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	-5.1%	2.4%	5.9%	19.7%	16.4%
营业利润	127.9	1,173.5	4,644.7	5,457.6	5,782.3	利润率					
加:营业外净收支	2.5	81.2	70.0	70.0	70.0	毛利率	33.2%	37.0%	47.6%	50.3%	49.9%
利润总额	130.4	1,254.7	4,714.7	5,527.6	5,852.3	营业利润率	1.1%	8.2%	22.4%	24.8%	25.0%
减:所得税	172.0	544.7	990.1	1,160.8	1,229.0	净利润率	0.9%	6.0%	17.1%	18.9%	19.0%
净利润	103.0	857.1	3,538.4	4,148.5	4,392.2	EBITDA/营业收入	13.6%	20.5%	29.4%	30.7%	30.2%
						EBIT/营业收入	5.8%	13.3%	25.0%	26.6%	26.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	392	409	314	284	258
货币资金	7,970.1	8,688.8	1,659.2	2,914.4	5,443.7	流动营业资本周转天数	-205	-165	-88	-76	-75
交易性金融资产	0.2	0.8	0.6	0.5	0.6	流动资产周转天数	583	503	358	318	342
应收账款	3,844.0	3,972.7	4,704.4	6,151.0	5,122.1	应收账款周转天数	92	99	75	89	88
应收票据	3,480.0	8,928.9	10,017.6	9,834.4	10,903.8	存货周转天数	32	28	22	22	22
预付账款	251.8	122.5	356.5	176.7	343.6	总资产周转天数	1,648	1,372	955	867	849
存货	984.6	1,207.5	1,329.4	1,371.8	1,430.9	投资资本周转天数	733	621	453	415	380
其他流动资产	175.5	124.2	172.5	157.4	151.4	投资回报率					
可供出售金融资产	38.5	38.5	37.9	38.3	38.2	ROE	0.6%	4.7%	18.4%	18.2%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-0.1%	1.2%	7.1%	8.1%	8.3%
长期股权投资	2,310.6	2,267.4	2,267.4	2,267.4	2,267.4	ROIC	-1.0%	4.5%	16.3%	17.2%	20.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	13,861.8	18,464.8	17,705.4	16,946.0	16,186.6	销售费用率	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%
在建工程	8,237.7	4,955.7	4,955.7	4,955.7	4,955.7	管理费用率	16.9%	11.7%	13.0%	14.0%	14.0%
无形资产	9,022.3	8,725.9	8,582.4	8,438.9	8,295.4	财务费用率	4.7%	5.0%	2.7%	1.8%	1.3%
其他非流动资产	443.1	326.1	440.7	401.9	388.2	三费/营业收入	23.7%	18.8%	17.8%	18.0%	17.5%
资产总额	50,620.1	57,823.6	52,229.6	53,654.4	55,527.6	偿债能力					
短期债务	5,888.4	7,005.4	5,725.0	-	-	资产负债率	65.3%	68.9%	63.5%	57.5%	52.2%
应付账款	10,037.4	12,680.6	12,542.2	14,888.2	13,578.7	负债权益比	188.2%	221.6%	174.3%	135.5%	109.3%
应付票据	3,395.5	4,800.3	4,862.9	5,683.0	5,017.2	流动比率	0.67	0.71	0.61	0.74	0.90
其他流动负债	5,692.3	8,178.4	6,939.7	7,347.7	7,525.2	速动比率	0.63	0.67	0.56	0.69	0.84
长期借款	4,861.5	4,629.3	-	-	-	利息保障倍数	1.24	2.65	9.44	14.64	20.27
其他非流动负债	3,178.9	2,550.2	3,120.6	2,949.9	2,873.6	分红指标					
负债总额	33,053.9	39,844.2	33,190.6	30,868.8	28,994.7	DPS(元)	-	0.09	0.16	0.21	0.29
少数股东权益	-196.7	-340.9	-164.0	50.7	276.7	分红比率	0.0%	31.4%	13.2%	14.9%	19.8%
股本	2,991.4	2,991.4	2,991.4	2,991.4	2,991.4	股息收益率	0.0%	0.8%	1.4%	1.8%	2.6%
留存收益	12,283.9	13,141.0	16,211.6	19,743.6	23,264.8						
股东权益	17,566.2	17,979.4	19,039.0	22,785.7	26,532.9						
						现金流量表					
							2015	2016	2017E	2018E	2019E
						净利润	-41.6	710.0	3,538.4	4,148.5	4,392.2
						加:折旧和摊销	865.2	1,032.1	902.9	902.9	902.9
						资产减值准备	179.5	323.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.1	-0.0	-0.2	-0.1	0.1
						财务费用	677.1	806.1	550.6	400.0	300.0
						投资损失	-84.8	-23.6	-50.0	-50.0	-50.0
						少数股东损益	-144.6	-147.1	186.2	218.3	231.2
						营运资金的变动	-1,805.6	-998.3	-2,771.9	2,324.6	-2,220.2
						经营活动产生现金流量	323.7	1,133.6	2,356.1	7,944.2	3,556.1
						投资活动产生现金流量	-1,843.4	-804.2	51.0	49.7	49.9
						融资活动产生现金流量	96.7	26.4	-9,436.6	-6,738.8	-1,076.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.03	0.29	1.18	1.39	1.47
						BVPS(元)	5.94	6.12	6.42	7.60	8.78
						PE(X)	326.4	39.2	9.5	8.1	7.7
						PB(X)	1.9	1.8	1.8	1.5	1.3
						P/FCF	-75.5	32.1	-7.6	20.8	10.6
						P/S	3.0	2.4	1.6	1.5	1.5
						EV/EBITDA	16.7	10.6	6.8	5.1	4.6
						CAGR(%)	-571.7%	86.7%	70.8%	-571.7%	86.7%
						PEG	-0.6	0.5	0.1	-0.0	0.1
						ROIC/WACC	-0.1	0.5	1.7	1.8	2.2
						REP	-10.3	2.6	0.9	0.8	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周泰声明，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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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。

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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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