



601699.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.74

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.6	(12.8)	(15.1)	(46.0)
相对上证指数	0.1	(9.8)	(8.1)	(20.1)

发行股数(百万)	2,991
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	20,162
3个月日均交易额(人民币 百万)	152
净负债比率(%) (2019E)	44.4
主要股东(%)	
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	62

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年1月10日收市价为标准

相关研究报告

《潞安环能: 18年1季度归母净利润同比大幅增长40%, 延续良好业绩》 20180427

《潞安环能: 估值低业绩好的焦煤股 20180427

《潞安环能 17 年业绩预增 228% 左右, 持续释放好业绩, 维持买入》 20180129

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

潞安环能

破净、估值历史新低, 中长期投资价值显现

预计2018年归母净利润30亿元, 吨煤净利76元, 盈利能力较好, 且近年公司业绩持续较好释放, 未来内生与外延增长并存, 是质地较好的煤炭股。18年以来股价连续下跌56%, 目前净资产比股价低14%, 18年市盈率只有6.7倍, 历史最低, 比行业平均估值低15%。我们认为中长期投资价值显现。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

■ 预计2018年归属母公司净利润30亿元, 每股收益1.01元, 同比增8%。预计主营业务收入253亿元, 同比增长7%。总体发展稳健。预计2018年吨煤净利76元, 同比提升3元。在行业中位于前列, 盈利水平较高, 并有望延续。

■ 质地较好。相比于行业多数公司业绩释放不稳定, 公司近年来的业绩释放始终保持较好态势, 良好的煤种优势(优质炼焦煤、喷吹煤、动力煤), 加上成本控制较好, 期间费用率持续下降, 利润率水平较高, 2018年前三季度毛利率40%, 净利润率13%, 期间费用率也降至历史低点。

■ 成长性内生与外延并存。预计2018年原煤产量4300万吨, 同比增长4%, 随着整合矿和在在建矿的投产, 未来三年小幅增长态势有望延续。母公司潞安集团是山西5大煤炭集团之一, 山西100强中排名第三, 拥有煤炭产能1亿吨, 在建未投产的先进产能2000万吨, 15年公司公告中承诺将积极推进优质资产的注入, 公司有望受益。

■ 未来焦煤供需仍将好于动力煤。受益于主要焦煤产区严格的环保、严禁超采措施, 以及乏力的供给增长潜力, 近年焦煤的供给持续收紧, 我们认为未来这一趋势将延续, 从而继续支撑焦煤价格。18年公司所在地长治瘦煤坑口价816元, 同比增长13%, 远高于秦皇岛5500大卡动力煤的4%的年度增速。公司产量占比40%的喷吹煤将受益于此。

■ 跌破净资产, 市盈率只有6.7倍, 中长期投资显现。2018年以来, 尽管公司业绩、基本面不差, 行业基本面基本符合预期, 但受到宏观经济下行压力加大、国内外经济走势不明朗, 风险资产的偏好显著下降的影响, 公司股价从18年至今持续下降, 下降幅度高达56%。目前每股净资产7.75元, 而股价只有6.7元, 低于净资产14%。估值方面, 2018年市盈率只有6.7倍, 为其历史最低估值水平, 甚至低于金融危机时的估值。比行业平均市盈率(18年9倍)低15%。我们认为中长期投资价值显现。

■ 小幅下调盈利预测。由于未来经济下行压力加大, 我们小幅下调了煤价预期。其次, 鉴于与天津铁厂的债务风险, 我们加大了未来坏账计提的额度。我们下调18/19/20年归母净利润6.8%、11.6%、8.9%至1.01元、0.96元、1.05元。

评级面临的主要风险

煤价下跌, 经济下行超预期, 风险资产偏好继续下降。

估值

■ 目前股价对应18年市盈率仅6.7倍, 为其历史最低估值, 比行业平均市盈率低15%, 维持公司买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	14,229	23,544	25,306	25,794	27,083
变动(%)	27.6	65.5	7.5	1.9	5.0
净利润(人民币 百万)	860	2,786	3,011	2,883	3,133
全面摊薄每股收益(人民币)	0.29	0.93	1.01	0.96	1.05
变动(%)	719.4	223.9	8.1	(4.3)	8.7
先前预测每股收益(人民币)			1.08	1.09	1.15
调整幅度(%)			(6.8)	(11.6)	(8.9)
全面摊薄市盈率(倍)	23.3	7.2	6.6	6.9	6.4
价格/每股现金流量(倍)	0.38	0.79	1.00	1.21	1.17
每股现金流量(人民币)	17.7	8.4	6.7	5.5	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	7.3	6.6	6.7	5.8
每股股息(人民币)	0.09	0.29	0.31	0.30	0.32
股息率(%)	1.3	4.3	4.6	4.4	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	14,229	23,544	25,306	25,794	27,083
销售成本	(8,958)	(13,937)	(15,338)	(16,100)	(16,905)
经营费用	(3,086)	(4,867)	(4,935)	(5,030)	(5,281)
息税折旧前利润	2,185	4,740	5,034	4,664	4,897
折旧及摊销	885	1,122	1,006	1,109	1,232
经营利润(息税前利润)	3,219	6,071	6,249	5,983	6,340
净利息收入/(费用)	(710)	(938)	(984)	(1,032)	(1,083)
其他收益/(损失)	3,219	6,071	6,249	5,983	6,340
税前利润	1,255	3,402	3,544	3,325	3,607
所得税	(545)	(936)	(886)	(831)	(902)
少数股东权益	147	316	348	383	421
净利润	860	2,786	3,011	2,883	3,133
核心净利润	860	2,786	3,011	2,883	3,133
每股收益(人民币)	0.288	0.931	1.007	0.964	1.047
核心每股收益(人民币)	0.288	0.931	1.007	0.964	1.047
每股股息(人民币)	0.090	0.287	0.310	0.297	0.322
收入增长(%)	28	65	7	2	5
息税前利润增长(%)	193	117	6	(7)	5
息税折旧前利润增长(%)	100	89	3	(4)	6
每股收益增长(%)	719	224	8	(4)	9
核心每股收益增长(%)	719	224	8	(4)	9

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,255	3,402	3,544	3,325	3,607
折旧与摊销	(1,033)	(1,331)	(1,216)	(1,319)	(1,443)
净利息费用	710	938	984	1,032	1,083
运营资本变动	(1,710)	(2,889)	(2,128)	(1,360)	(1,864)
税金	(545)	(936)	(886)	(831)	(902)
其他经营现金流	2,457	3,188	2,688	2,762	3,018
经营活动产生的现金流	1,134	2,372	2,986	3,609	3,499
购买固定资产净值	(869)	(438)	(1,800)	(2,000)	(1,999)
投资减少/增加	65	(261)	(423)	(423)	(423)
其他投资现金流	(804)	(699)	(2,316)	(2,516)	(2,515)
投资活动产生的现金流	0	0	0	0	0
净增权益	1,333	(1,594)	2,000	3,000	3,001
净增债务	(96)	(79)	64	155	131
支付股息	(1,210)	(1,631)	(991)	(1,041)	(1,094)
其他融资现金流	26	(3,305)	1,074	2,113	2,038
融资活动产生的现金流	356	(1,632)	1,744	3,206	3,022
现金变动	6,233	6,588	4,957	6,701	9,907
期初现金	331	1,676	674	1,097	990
公司自由现金流	952	(859)	1,687	3,060	2,902
权益自由现金流	1,255	3,402	3,544	3,325	3,607

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	8,689	13,452	6,701	9,907	12,929
应收帐款	12,731	16,152	17,361	17,696	18,581
库存	1,207	1,057	1,163	1,221	1,282
其他流动资产	418	480	360	365	379
流动资产总计	23,041	31,135	25,579	29,183	33,164
固定资产	23,430	23,958	27,278	30,549	34,098
无形资产	8,764	8,739	7,721	6,499	5,071
其他长期资产	2,388	2,680	2,608	2,610	2,612
长期资产总计	34,582	35,376	37,607	39,657	41,781
总资产	57,624	66,511	63,186	68,840	74,945
应付帐款	17,517	18,972	20,878	21,915	23,011
短期债务	16,451	15,305	15,226	16,361	16,610
其他流动负债	(1,304)	71	(362)	(597)	(845)
流动负债总计	32,665	34,347	35,742	37,679	38,776
长期借款	4,629	4,032	4,500	4,700	4,700
其他长期负债	2,550	7,757	178	1,321	3,745
股本	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
储备	15,329	18,123	20,201	22,190	24,352
股东权益	18,320	21,114	23,193	25,182	27,343
少数股东权益	(341)	(777)	(429)	(46)	375
总负债及权益	57,624	66,511	63,186	68,840	74,945
每股帐面价值(人民币)	6.12	7.06	7.75	8.42	9.14
每股有形资产(人民币)	3.19	4.13	5.16	6.23	7.43
每股净负债/(现金)(人民币)	4.14	1.97	4.35	3.73	2.80

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.6	25.8	24.7	23.2	23.4
息税前利润率(%)	15.4	20.1	19.9	18.1	18.1
税前利润率(%)	8.8	14.5	14.0	12.9	13.3
净利率(%)	6.0	11.8	11.9	11.2	11.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.9	0.7	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	3.1	5.0	5.1	4.5	4.5
净权益负债率(%)	80.6	70.7	57.2	44.4	30.2
速动比率(倍)	0.7	0.9	0.7	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	23.3	7.2	6.6	6.9	6.4
核心业务市盈率(倍)	23.3	7.2	6.6	6.9	6.4
市净率(倍)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	17.7	8.4	6.7	5.5	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	7.3	6.6	6.7	5.8
周转率					
存货周转天数	44.7	29.7	26.4	27.0	27.0
应收帐款周转天数	254.2	223.9	241.7	248.0	244.4
应付帐款周转天数	390.9	282.8	287.4	302.8	302.7
回报率					
股息支付率(%)	31.3	30.8	30.8	30.8	30.8
净资产收益率(%)	4.8	14.1	13.6	11.9	11.9
资产收益率(%)	2.3	5.5	5.8	5.3	5.1
已运用资本收益率(%)	5.8	12.0	12.3	10.5	10.3

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371