

## 潞安环能 (601699.SH) 喷吹煤龙头，低估值山西国改标的

2020年07月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

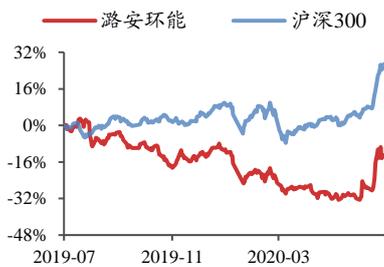
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

|            |           |
|------------|-----------|
| 日期         | 2020/7/13 |
| 当前股价(元)    | 6.71      |
| 一年最高最低(元)  | 8.35/5.40 |
| 总市值(亿元)    | 200.72    |
| 流通市值(亿元)   | 200.72    |
| 总股本(亿股)    | 29.91     |
| 流通股本(亿股)   | 29.91     |
| 近3个月换手率(%) | 46.87     |

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 喷吹煤龙头，低估值山西国改标的。首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为山西省喷吹煤龙头，是山西重点国有煤企潞安集团旗下唯一上市平台，通过先进的烟煤制喷吹煤技术，获得煤炭行业唯一“国高新”认证，享受15%税率优惠。煤炭主业上，产能规模在冶金煤行业位列第一，产品结构灵活，通过低吨煤成本打造出业内领先的毛利率优势；随着煤炭行业供改持续深化，经济回暖带动需求回升，公司龙头优势愈发凸显，业绩站上新台阶。焦化辅业方面，新产能投产在即有望平稳接续现有产能退出，焦化行业去产能力度加大有望带来辅业新增长。山西国改进入关键时期，慈林山煤业的注入成为山西首例资产注入实例，目前潞安集团资产证券化率相对较低，依靠集团有望获得进一步核心资产注入，龙头优势将进一步巩固。我们预计公司2020/2021/2022年度分别实现归母净利润20.2/23.8/25.0亿元，同比变化-15.0%/17.5%/5.4%；EPS分别为0.68/0.79/0.84元，对应当前股价，PE分别为9.9x/8.4x/8.0x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 煤炭主业龙头实力强劲，行业供改深化助力业绩改善

公司产能规模在冶金煤行业内处于领先地位，慈林山煤业注入进一步扩大了产能规模优势。独特的烟煤制喷吹煤技术打造出灵活的产品结构，通过调整动力煤与喷吹煤销售占比以追求最优盈利组合。吨煤成本明显低于行业平均水平，造就业内领先的煤炭产品毛利率。行业供改持续深化，煤炭产能向三西地区大型产能集中，经济回暖加速有望带动冶金煤需求增长，公司作为山西喷吹煤龙头有望受益。

### ● 山西国改持续深化，集团低证券化率有望资产注入

潞安集团作为山西重点国有煤企，在煤炭与非煤业务均有深入布局，公司作为集团旗下唯一上市公司，是集团优质核心业务的整合平台。目前集团资产证券化率仅30%，且仍有大量优质煤炭产能及焦化产能未证券化。随着2020年来山西国改持续深化，在政策积极推动下，集团的优质资产注入预期进一步加强。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期；煤炭价格下跌超预期；煤炭及焦化行业去产能政策力度过大。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 25,140 | 26,791 | 24,920 | 25,492 | 26,216 |
| YOY(%)     | 6.8    | 6.6    | -7.0   | 2.3    | 2.8    |
| 归母净利润(百万元) | 2,663  | 2,379  | 2,023  | 2,376  | 2,505  |
| YOY(%)     | -4.3   | -10.7  | -15.0  | 17.5   | 5.4    |
| 毛利率(%)     | 40.1   | 38.7   | 35.6   | 37.9   | 38.4   |
| 净利率(%)     | 10.6   | 8.9    | 8.1    | 9.3    | 9.6    |
| ROE(%)     | 8.6    | 9.8    | 7.8    | 8.4    | 8.1    |
| EPS(摊薄/元)  | 0.89   | 0.80   | 0.68   | 0.79   | 0.84   |
| P/E(倍)     | 7.5    | 8.4    | 9.9    | 8.4    | 8.0    |
| P/B(倍)     | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.6    |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1、 喷吹煤龙头，行内唯一高新技术企业享受税率优惠.....      | 4  |
| 1.1、 国内喷吹煤龙头，潞安集团旗下唯一上市公司.....      | 4  |
| 1.2、 受益供改业绩站上新台阶，煤炭主业贡献主要毛利.....    | 4  |
| 1.3、 煤炭行业唯一“国高新”企业，享受 15%税率优惠.....  | 6  |
| 2、 煤炭业务：具备产能规模、先进工艺、低成本等多项优势.....   | 7  |
| 2.1、 地处沁水煤田，资源丰富产能规模领先.....         | 7  |
| 2.2、 独特的烟煤喷吹煤工艺，造就产品结构灵活性.....      | 8  |
| 2.3、 吨煤成本优势显著，毛利率位居业内前列.....        | 9  |
| 3、 煤炭行业：供改深化利好龙头，需求回升增长潜力犹存.....    | 10 |
| 4、 焦化业务：新产能投产在即，或将受益行业供改.....       | 13 |
| 4.1、 现有产能退出已成定局，新产能投产在即或平稳接续.....   | 13 |
| 4.2、 焦炭行业去产能持续推进，山西省明确落后产能全部退出..... | 14 |
| 5、 山西国改持续深化，集团低证券化率有望资产注入.....      | 16 |
| 5.1、 集团以煤炭为支柱，非煤产业广泛布局.....         | 16 |
| 5.2、 集团非证券化煤炭资产丰富，注入预期较强.....       | 17 |
| 5.3、 集团焦炭为先进产能，注入将提升产能水平.....       | 18 |
| 5.4、 山西国资国企改革进入“决胜期”.....           | 18 |
| 6、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....     | 19 |
| 6.1、 关键假设.....                      | 19 |
| 6.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....        | 21 |
| 7、 风险提示.....                        | 22 |
| 附：财务预测摘要.....                       | 23 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 背靠山西重点国有煤企潞安集团，专注煤炭主业.....              | 4  |
| 图 2： 2016 年以后，公司营收规模逐年攀升.....                | 5  |
| 图 3： 2016 年后，总毛利平稳增长.....                    | 5  |
| 图 4： 2016 年以后，归母净利润攀升至 20 亿元以上.....          | 5  |
| 图 5： 经追溯调整后，2019 年归母净利润同比增长 1.4%.....        | 5  |
| 图 6： 煤炭业务贡献公司主要营收.....                       | 6  |
| 图 7： 煤炭业务贡献绝大部分毛利.....                       | 6  |
| 图 8： 2019 年公司毛利率为 39%，煤炭业务毛利率为 42%.....      | 6  |
| 图 9： 截至 2019 年底，公司煤炭产能在冶金煤细分行业内领先（万吨/年）..... | 8  |
| 图 10： 2019 年喷吹煤市场价格大幅下跌（元/吨）.....            | 9  |
| 图 11： 2019 年公司煤炭洗选率有所下降.....                 | 9  |
| 图 12： 2019 年喷吹煤销量占比有所下降.....                 | 9  |
| 图 13： 2019 年混煤吨煤毛利提升，喷吹煤下降（元/吨）.....         | 9  |
| 图 14： 公司吨煤价格低于行业平均水平（元/吨）.....               | 10 |
| 图 15： 公司吨煤成本远低于行业平均水平（元/吨）.....              | 10 |
| 图 16： 公司吨煤毛利略高于行业平均水平（元/吨）.....              | 10 |
| 图 17： 公司煤炭业务毛利率位于行业前列.....                   | 10 |
| 图 18： 2019 年晋陕蒙地区产能占比达 66%（亿吨/年）.....        | 11 |

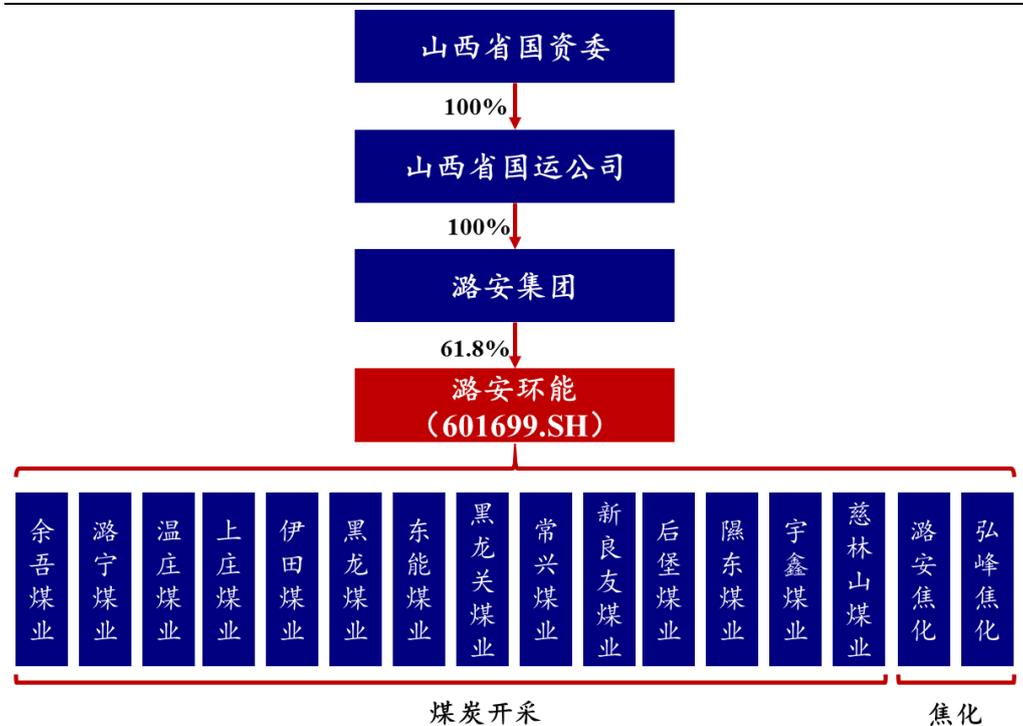
|  |    |
|--|----|
| 图 19: 2016 年后三西地区产量占比自 65%提升至 70% .....          | 11 |
| 图 20: 各地区产能规模结构: 产能低于 30 万吨的小型煤矿主要分布在晋陕蒙以外 ..... | 11 |
| 图 21: 喷吹煤价格与焦煤价格走势具有较强相关性 (元/吨) .....            | 12 |
| 图 22: 5 月螺纹钢产量超越 2019 年同期水平 (万吨) .....           | 13 |
| 图 23: 6-7 月全国高炉开工率已恢复至 2019 年同期水平 .....          | 13 |
| 图 24: 2020 年政府工作报告中重点提到“两新一重”建设 .....            | 13 |
| 图 25: 2019 年焦化行业去产能力度加强, 产能利用率明显提升 .....         | 16 |
| 图 26: 2018 年集团煤炭业务收入贡献为 76% .....                | 16 |
| 图 27: 2018 年集团煤炭业务贡献 81% 毛利 .....                | 16 |
| 图 28: 截至 2019 年末, 集团资产证券化率仅 30% .....            | 17 |
| 图 29: 截至 2019 年末, 集团 35% 的在产产能未证券化 .....         | 17 |
| <br>   |    |
| 表 1: 截至 2019 年底, 公司共有在产产能 4730 万吨/年 .....        | 7  |
| 表 2: 慈林山煤业 3 处煤矿产能共计 540 万吨/年 .....              | 8  |
| 表 3: 2020 年 6 月发布的三项政策文件均对加大去产能力度提出要求 .....      | 12 |
| 表 4: 公司现有在产焦化产能共计 216 万吨/年, 均为 4.3 米焦炉 .....     | 14 |
| 表 5: 2016 年后, 各地纷纷出台焦化去产能政策 .....                | 15 |
| 表 6: 潞安集团仍有 2050 万吨/年在产煤炭产能未证券化 (不含整合矿产能) .....  | 17 |
| 表 7: 截至 2018 年末, 潞安集团共有焦化产能 426 万吨/年 .....       | 18 |
| 表 8: 公司各业务关键假设 .....                             | 19 |
| 表 9: 可比公司盈利预测与估值 .....                           | 21 |

## 1、喷吹煤龙头，行内唯一高新技术企业享受税率优惠

### 1.1、国内喷吹煤龙头，潞安集团旗下唯一上市公司

山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“公司”或“潞安环能”）作为山西省重点煤炭企业，专注于煤炭生产与销售，是国内喷吹煤龙头企业，于2001年7月成立于山西省长治市，由潞安集团作为主发起人，联合山西潞安工程有限公司、天脊化工集团有限公司等四家公司发起设立，并于2006年9月在上海证券交易所挂牌上市。公司控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“集团”或“潞安集团”），是煤炭大省山西省七大国有煤企之一，持股比例为61.8%（截至2020年3月31日），潞安环能是潞安集团旗下唯一的煤炭上市平台，实际控制人为山西省国资委。

图1：背靠山西重点国有煤企潞安集团，专注煤炭主业

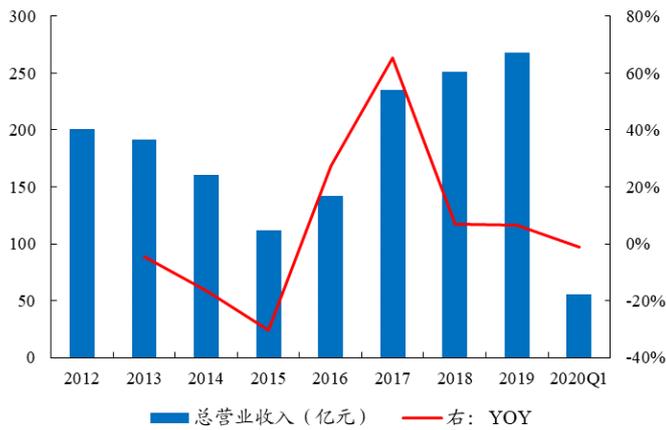


资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、受益供给侧改革业绩再上新台阶，煤炭主业贡献主要毛利

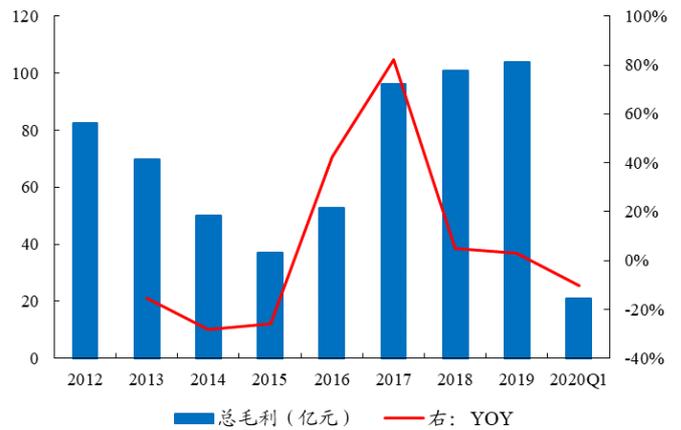
受益行业供给侧改革，2016年后业绩上升新台阶。2016年后，受益于煤炭行业供给侧改革，行业落后产能有序退出，煤炭行业景气度回升，公司业绩随之实现大幅改善，2016年后公司总营收、总毛利及归母净利润均实现大幅提升。2019年公司实现总营收268亿元，同比增长6.6%，实现总毛利104亿元，同比增长2.8%，实现归母净利润23.8亿元，同比下降10.7%（调整前）。由于2019年公司完成对慈林山煤业公司的收购重组，对2018年报表数据进行了追溯调整，因此对比2018年可比口径，归母净利润同比增长1.4%。2020年一季度受新冠疫情冲击影响，煤价出现明显下滑，公司业绩受到影响，2020Q1实现归母净利润6.95亿元，同比下降20%。

图2: 2016年以后, 公司营收规模逐年攀升



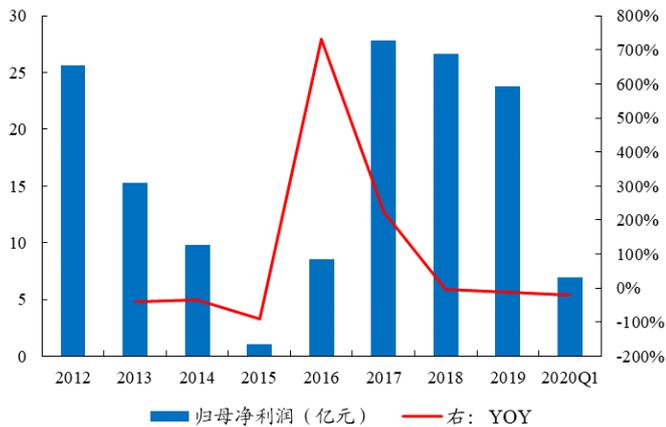
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2016年后, 总毛利平稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2016年以后, 归母净利润攀升至20亿元以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

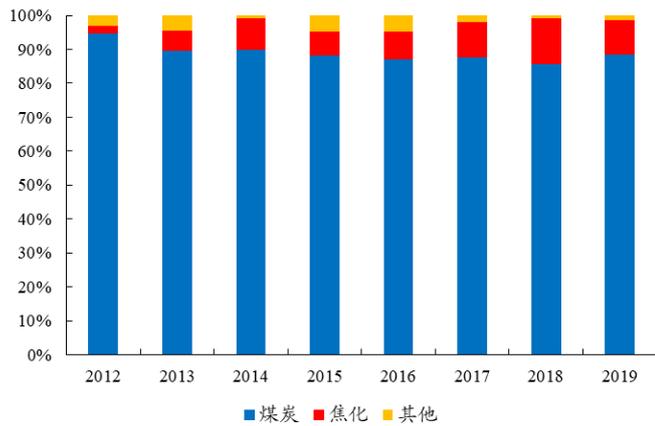
图5: 经追溯调整后, 2019年归母净利润同比增长1.4%



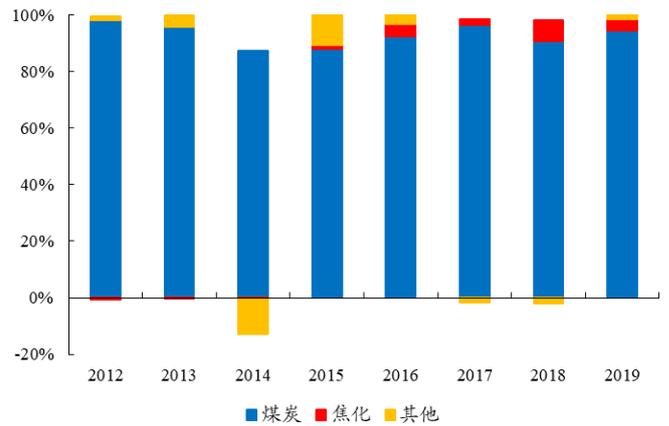
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 由于2019年公司对慈林山煤业公司进行并表, 公司对2018年数据进行了追溯调整(见右图), 本图中2018年为调整前数据。

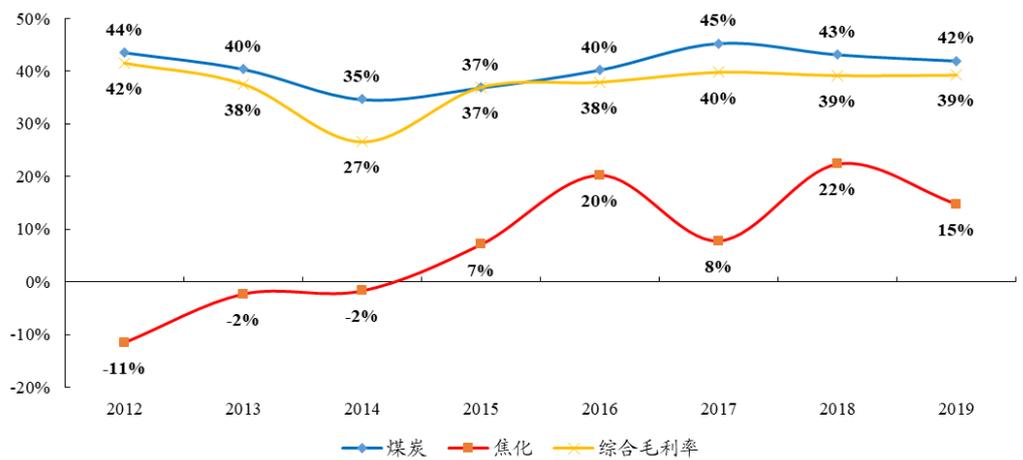
**核心业务为煤炭生产, 焦化业务为辅。**作为潞安集团旗下煤炭上市平台, 公司专注煤炭主业, 同时向下游延伸出焦化业务, 业务结构上表现为“煤炭为主, 焦化为辅”的总体格局。营收结构方面, 煤炭贡献营收常年保持在85%以上, 2019年公司实现煤炭业务营收237亿元, 占比达88.4%, 焦化业务营收为27.8亿元, 占比为10.4%; 毛利结构方面, 由于煤炭毛利率高于焦化业务, 因此煤炭毛利贡献率超90%, 2019年煤炭业务实现毛利99.3亿元, 占比达94.4%, 毛利率为41.9%。

**图6: 煤炭业务贡献公司主要营收**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图7: 煤炭业务贡献绝大部分毛利**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图8: 2019年公司毛利率为39%，煤炭业务毛利率为42%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、煤炭行业唯一“国高新”企业，享受15%税率优惠

与一般的无烟煤喷吹煤工艺不同，公司是第一家以贫煤、瘦煤等烟煤为原料用于高炉喷吹技术的喷吹煤生产企业，并于2010年6月，依靠此技术成功通过国家级高新技术企业评审认定，成为煤炭行业内唯一的国家级高新技术企业。2010年8月取得山西省科学技术厅、财政厅、国家税务局与地方税务局四部门联合颁布的《高新技术企业证书》，有效期3年，期间公司按规定享受15%的企业所得税税率。之后，公司分别在2013年12月、2016年12月通过高新技术企业复审认定。2020年3月，公司的第四轮高新认证通过复审，本轮税收优惠覆盖时间为2019年11月25日-2022年11月25日，税率优惠得以延续。

## 2、煤炭业务：具备产能规模、先进工艺、低成本等多项优势

### 2.1、地处沁水煤田，资源丰富产能规模领先

**资源储量丰富，煤质优良。**公司的煤炭资源主要分布在山西六大煤田之一的沁水煤田东部边缘中段，地质构造简单，煤层倾角平缓，易于开采。截至 2019 年底，公司本部煤矿的煤炭资源储量达 34.2 亿吨，可采储量达 14 亿吨，煤炭资源储量丰富，主要开采煤种为瘦煤、贫瘦煤和贫煤，拥有特低硫、低磷、低灰、高发热量等特点，主要用作喷吹煤及动力煤。

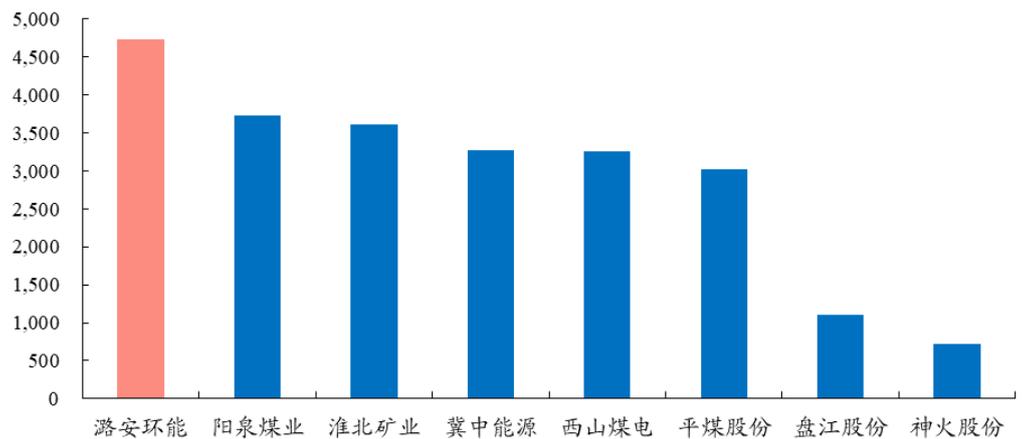
**产能规模领先行业，产能质量凸显优势。**产能规模方面，截至 2019 年底，公司煤矿核定在产产能共计 4730 万吨/年，其中本部煤矿产能共计 3740 万吨/年，占比为 79%，整合矿产能共计 990 万吨/年，占比 21%；权益产能共计 4307 万吨/年。其中，2019 年由于从潞安集团收购慈林山煤业，公司总产能实现了大幅增长，进一步夯实了公司在贫煤、瘦煤等煤炭储量及产能规模优势。慈林山煤业共有煤炭产能 540 万吨/年，旗下共有慈林山煤矿（60 万吨/年）、夏店煤矿（180 万吨/年）、李村煤矿（300 万吨/年）三处优质矿井资产。与冶金煤行业内可比公司相比，公司的煤炭产能规模在业内处于领先低位。产能质量方面，根据公司年报披露，截至 2019 年末，公司在产矿井均为标准化矿井，其中 10 家为国家一级先进产能矿井，且单矿产能均在 60 万吨/年以上，平均单矿产量超过 200 万吨/年。高质量的先进产能使公司在煤炭行业供给侧改革的进程当中受益，同时高单矿产能也为公司带来了规模效应。

表1：截至 2019 年底，公司共有在产产能 4730 万吨/年

| 煤矿           | 主产煤种   | 资源储量<br>万吨     | 可采储量<br>万吨     | 核定产能<br>万吨/年 | 权益占比       | 权益产能<br>万吨/年 | 生产状态及备注           |
|--------------|--------|----------------|----------------|--------------|------------|--------------|-------------------|
| <b>本部煤矿</b>  |        |                |                |              |            |              |                   |
| 五阳煤矿         | 贫瘦煤    | 33,807         | 12,725         | 360          | 100%       | 360          | 在产，一级安全质量标准化煤矿    |
| 漳村煤矿         | 贫瘦煤    | 15,008         | 9,565          | 400          | 100%       | 400          | 在产，全国第一批先进矿井      |
| 王庄煤矿         | 贫瘦煤    | 51,889         | 26,736         | 710          | 100%       | 710          | 在产，一级安全质量标准化煤矿    |
| 常村煤矿         | 贫煤     | 65,412         | 36,085         | 800          | 100%       | 800          | 在产，全国第一批先进矿井      |
| 余吾煤业         | 贫煤     | 122,399        | 31,323         | 750          | 100%       | 750          | 在产，全国第一批先进矿井      |
| 潞宁煤业         | 气煤     | 39,924         | 18,508         | 180          | 58%        | 104          | 在产，一级安全质量标准化煤矿    |
| 慈林山煤业        | 贫煤、贫瘦煤 | 13,780         | 5,568          | 540          | 100%       | 540          | 在产，于 2019 年注入上市公司 |
| <b>本部合计</b>  |        | <b>342,219</b> | <b>140,510</b> | <b>3,740</b> | <b>98%</b> | <b>3,664</b> |                   |
| <b>临汾整合矿</b> |        |                |                |              |            |              |                   |
| 黑龙煤矿         | 肥煤、强肥煤 |                |                | 120          | 60%        | 72           | 在产                |
| 伊田煤业         | 肥煤     |                |                | 120          | 60%        | 72           | 在产                |
| 黑龙关煤业        | 肥煤     |                |                | 90           | 55%        | 50           | 在产                |
| 开拓煤矿         | 1/3 焦煤 |                |                | 90           | 60%        | 54           | 在产，一级安全质量标准化煤矿    |
| 后堡煤矿         | 1/3 焦煤 |                |                | 90           | 60%        | 54           | 在产，一级安全质量标准化煤矿    |
| 隰东煤业         | 1/3 焦煤 |                |                | 60           | 80%        | 48           | 在产                |
| 常兴煤矿         | 1/3 焦煤 |                |                | 90           | 83%        | 75           | 在产                |
| 宇鑫煤业         | 1/3 焦煤 |                |                | 90           | 70%        | 63           | 在产                |
| <b>长治整合矿</b> |        |                |                |              |            |              |                   |

| 煤矿           | 主产煤种 | 资源储量 | 可采储量 | 核定产能         | 权益占比       | 权益产能         | 生产状态及备注 |
|--------------|------|------|------|--------------|------------|--------------|---------|
| 温庄煤矿         | 焦煤   |      |      | 120          | 72%        | 86           | 在产      |
| <b>忻州整合矿</b> |      |      |      |              |            |              |         |
| 孟家窑煤业        | 气煤   |      |      | 120          | 58%        | 69           | 在产      |
| <b>在产合计</b>  |      |      |      | <b>4,730</b> | <b>91%</b> | <b>4,307</b> |         |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图9：截至2019年底，公司煤炭产能在冶金煤细分行业内领先（万吨/年）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：慈林山煤业3处煤矿产能共计540万吨/年**

| 矿井名称      | 煤种     | 资源储量<br>万吨    | 可采储量<br>万吨    | 核定产能<br>万吨/年 | 持股比例        | 权益产能<br>万吨/年 |
|-----------|--------|---------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
| 慈林山煤矿     | 贫煤     | 5,765         | 2,681         | 60           | 100%        | 60           |
| 夏店煤矿      | 贫煤、贫瘦煤 | 6,421         | 500           | 180          | 100%        | 180          |
| 李村煤矿      | 贫煤、无烟煤 | 15,512        | 7,043         | 300          | 100%        | 300          |
| <b>合计</b> |        | <b>27,698</b> | <b>10,225</b> | <b>540</b>   | <b>100%</b> | <b>540</b>   |

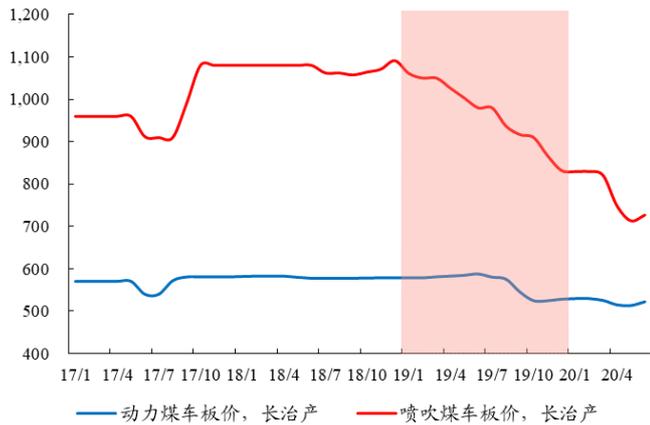
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、独特的烟煤喷吹煤工艺，造就产品结构灵活性

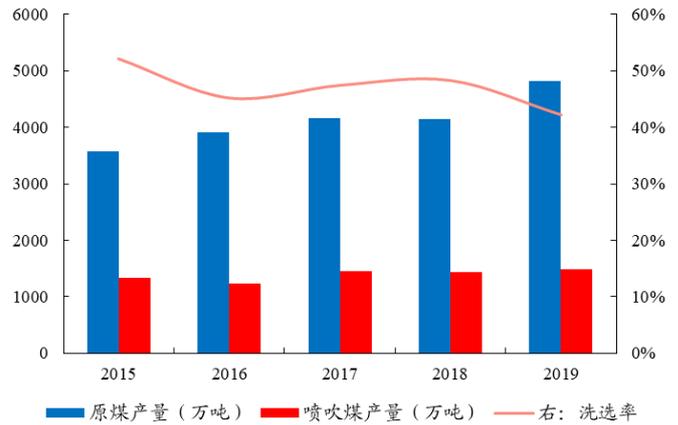
**突破性工艺，烟煤也可做喷吹煤。**长期以来，高炉煤粉喷吹技术中均采用无烟煤做喷吹煤材料，而公司主导试验成功的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，打破了只有无烟煤可用于高炉喷吹的理论禁锢，是我国喷吹煤技术工艺的一个新突破，其技术标准也成为订立国家标准的基准。正是由于喷吹煤技术的先进性，公司于2010年通过国家级高新技术企业评审认定，成为煤炭行业内唯一的国家级高新技术企业。而这项技术使公司对于自身富含贫煤、贫瘦煤的资源禀赋的利用价值得到显著提升。

**“一煤多用”，灵活调整最优产品组合。**烟煤做喷吹煤技术使公司主产的贫煤、贫瘦煤可以在动力煤与喷吹煤之间选择，使公司具备了灵活调整煤炭产品结构的能力。由于动力煤与喷吹煤的供需格局不同，存在不同的市场行情，公司可以通过灵

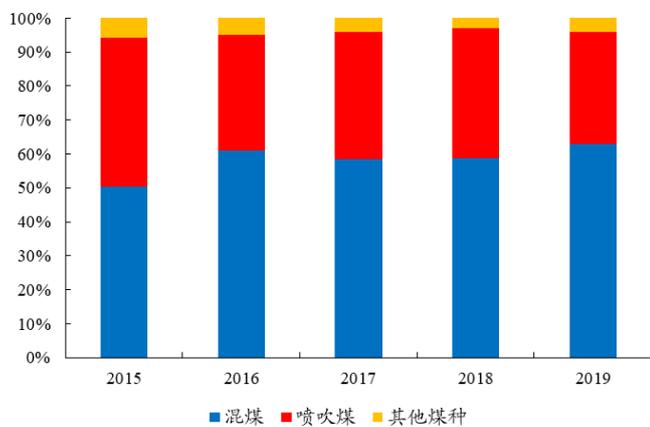
活调整两煤种出产比例来达到最优的盈利性，例如，在电厂煤炭需求旺盛时公司可选择降低洗选率以供给更多比例的动力煤，而在钢厂需求上升时公司可提升洗选率用以出产更多喷吹煤用于冶金。2019年，由于喷吹煤市场价格有所下降，而动力煤价格则小幅上涨，公司下调煤炭洗选率至42%，喷吹煤销售比例有所下降，从而保障了煤炭销售毛利率的整体平稳。

**图10: 2019年喷吹煤市场价格大幅下跌(元/吨)**


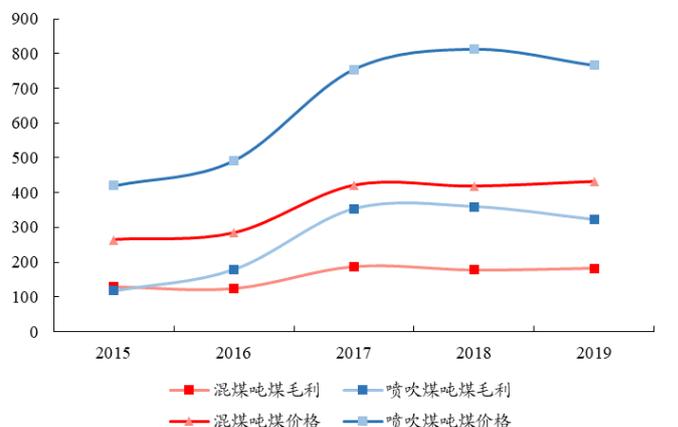
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 2019年公司煤炭洗选率有所下降**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图12: 2019年喷吹煤销量占比有所下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

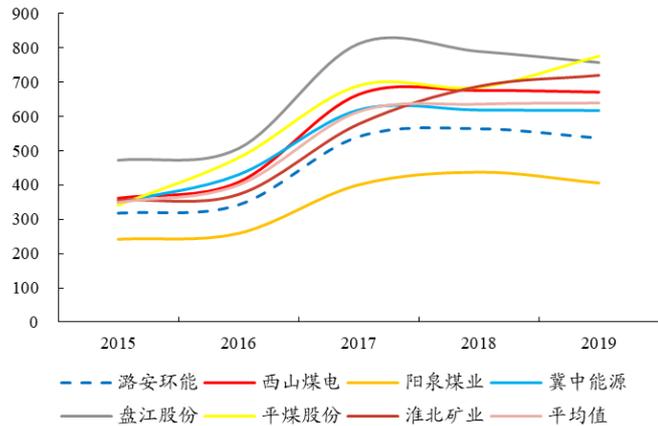
**图13: 2019年混煤吨煤毛利提升, 喷吹煤下降(元/吨)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

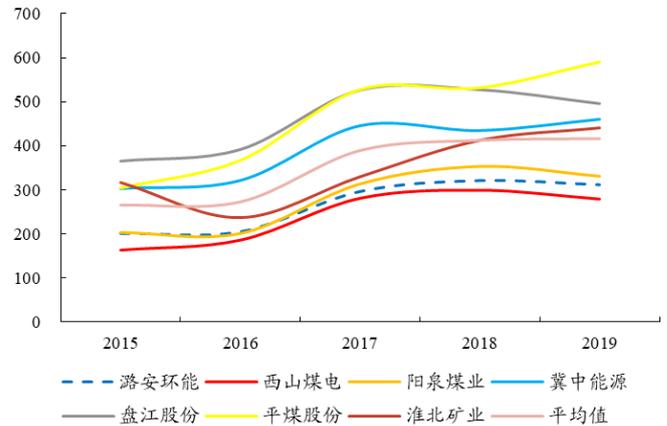
### 2.3、吨煤成本优势显著, 毛利率位居业内前列

公司生产矿井均为生产标准化矿井, 单井规模均提升至60万吨/年以上, 机械化程度达到100%, 先进的技术装备优势及高单矿产能的规模效应为公司的煤炭业务带来了显著的成本优势, 吨煤成本低于行业平均水平。我们选取了冶金煤行业中的主要上市公司作为可比公司(西山煤电、阳泉煤业、冀中能源、盘江股份、平煤股份、淮北矿业)进行横向对比, 比较发现, 潞安环能的吨煤成本明显低于行业平均水平, 其中2019年潞安环能吨煤成本为312元/吨, 远低于415元/吨的行业平均水平。而

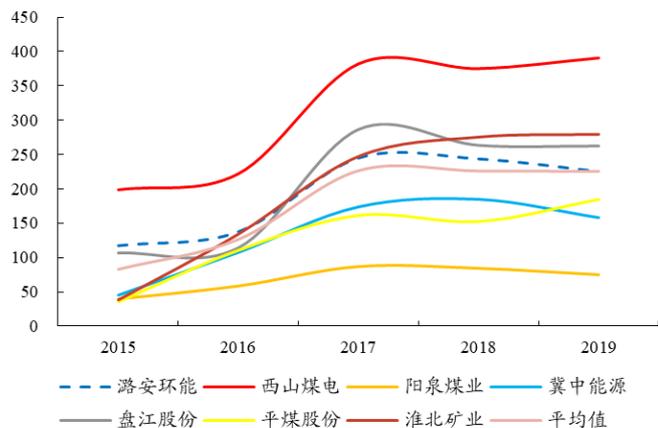
在吨煤价格方面，由于潞安环能生产的冶金煤主要为喷吹煤，与其他主产洗精焦煤的可比公司相比，吨煤价格并不占优。但低吨煤成本为公司拓宽了毛利空间，使公司煤炭毛利率优势凸显，在业内位于前列，仅次于焦煤龙头西山煤电。2019 年公司煤炭毛利率为 42.0%，高于 34.5% 的行业平均水平。

**图14: 公司吨煤价格低于行业平均水平 (元/吨)**


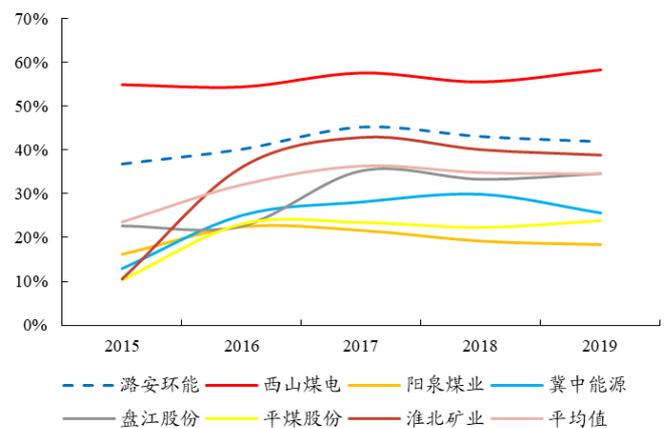
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图15: 公司吨煤成本远低于行业平均水平 (元/吨)**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图16: 公司吨煤毛利略高于行业平均水平 (元/吨)**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图17: 公司煤炭业务毛利率位于行业前列**


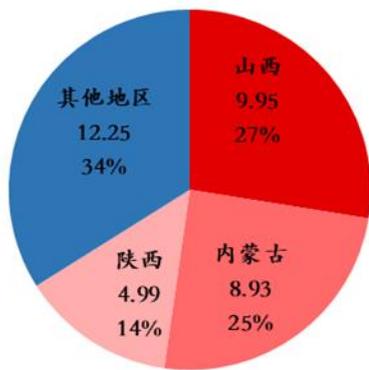
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 3、煤炭行业：供改深化利好龙头，需求回升增长潜力犹存

供给方面，行业供给侧改革持续深化，产能结构不断优化。煤炭行业总体的供给格局来看，2019 年煤炭行业结构性去产能不断深入，落后产能陆续关闭退出。根据煤炭工业协会发布的《2019 年煤炭行业发展年度报告》，截至 2019 年底，全国累计实现退出煤炭产能达 9 亿吨/年以上，超额完成了 2016 年国务院提出的 3-5 年内 5 亿吨左右的去产能目标。一方面，产能向三西地区集中。根据国家煤炭安监局产能数据，截至 2019 年末，全国煤矿产能为 36.1 亿吨，2019 年晋陕蒙地区产能共计 23.9 亿吨，占比总计达到 66%，同比提升 1.9 个百分点，山西省位列第一，产能达 9.9 亿

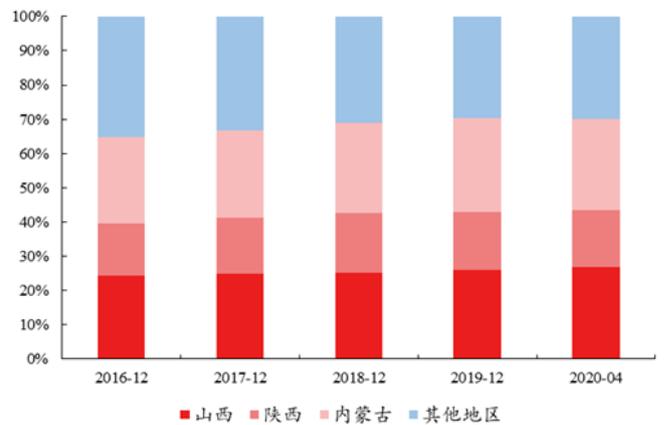
吨/年，占比 27%。就产量来看，自 2016 年后三西地区产量占比自 65% 上升至 2019 年的 70% 水平。另一方面，产能向大中型煤矿集中。根据 2019 年 5 月，国家发改委印发《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》，要求进一步压减 30 万吨/年以下煤矿数量，力争到 2021 年底，全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内，截至 2019 年末，全国范围内共计 896 座产能在 30 万吨以下的煤矿，其产能共计 1.06 亿吨，这些煤矿主要分布在晋陕蒙以外的其他地区，在各地去产能计划中，30 万吨的小煤矿退出仍是未来一到两年的重点任务。进入 2020 年以来，多项去产能政策纷纷出台，供改力度持续强化，在 2020 年 6 月发布的两个能源指导文件及化解过剩产能文件中均进一步提到深化供给侧结构性改革，推动煤炭行业“上大压小、增优减劣”，落实年产能 30 万吨以下煤矿分类处置工作方案，加快淘汰落后煤矿产能。总体来看，煤炭供给侧改革的进程仍在进行中。总体来看，行业产能结构随着供改深化而不断优化，公司作为山西喷吹煤龙头企业，将从中受益。

图18: 2019年晋陕蒙地区产能占比达66% (亿吨/年)



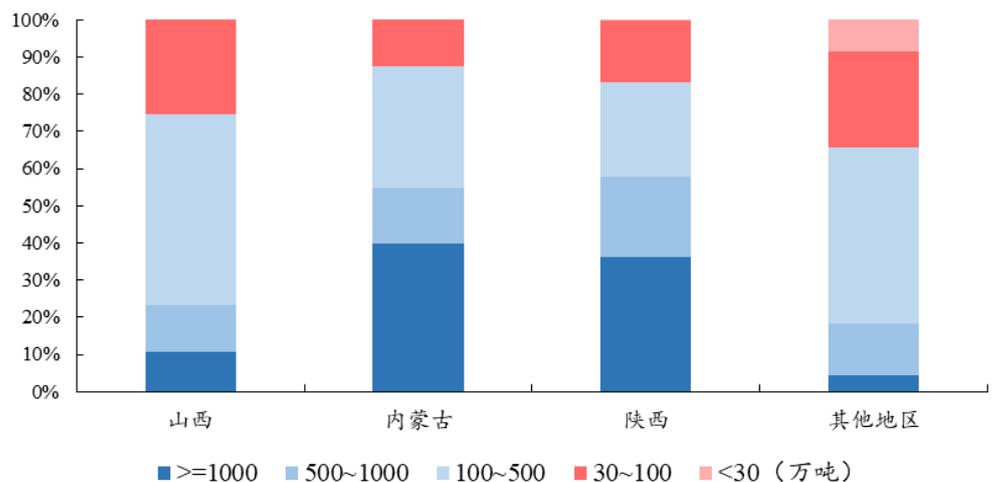
数据来源: 国家煤炭安监局、开源证券研究所

图19: 2016年后三西地区产量占比自65%提升至70%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 各地区产能规模结构: 产能低于30万吨的小型煤矿主要分布在晋陕蒙以外



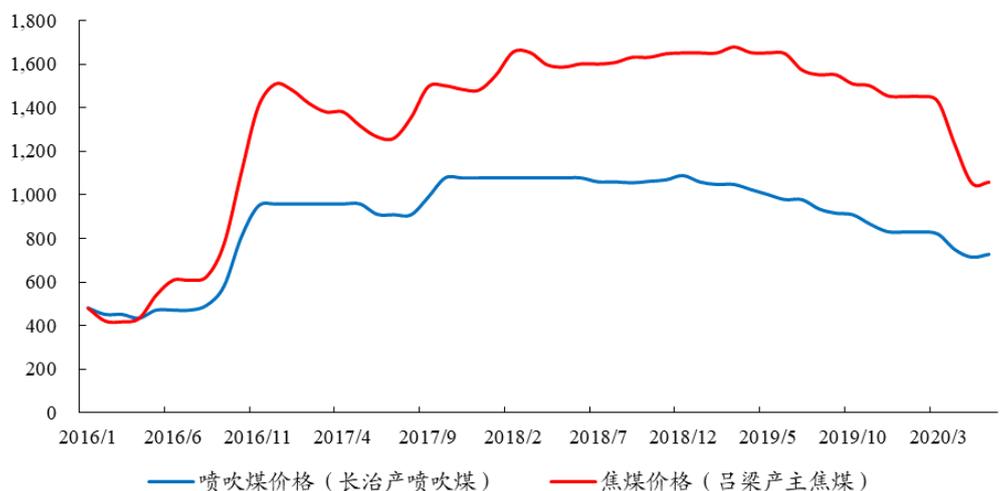
数据来源: 国家煤炭安监局、开源证券研究所

**表3: 2020年6月发布的三项政策文件均对加大去产能力度提出要求**

| 发布时间    | 政策文件                       | 相关内容  |
|---------|----------------------------|---|
| 2020年6月 | 《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》   | 不断优化煤炭产能结构。严格安全、环保、能耗执法，分类处置30万吨/年以下煤矿、与环境敏感区重叠煤矿和长期停产停建的“僵尸企业”，加快退出达不到安全环保等要求的落后产能，为优质产能释放腾出环境容量和生产要素。坚持“上大压小、增优汰劣”，持续优化煤炭生产开发布局和产能结构，扩大优质增量供给，促进供需动态平衡。2020年再退出一批煤炭落后产能，煤矿数量控制在5000处以内，大型煤炭基地产量占全国煤炭产量的96%以上。 |
| 2020年6月 | 《2020年能源工作指导意见》            | 1、制定能源消费目标：全国能源消费总量不超过50亿吨标准煤。煤炭消费比重下降到57.5%左右；2、深化供给侧结构性改革：坚持煤炭产能置换长效机制，不断完善产能置换政策。推动煤炭行业“上大压小、增优减劣”，落实年产能30万吨以下煤矿分类处置工作方案，加快淘汰落后煤矿产能。按照煤炭发展规划和产业政策，有序建设大型现代化煤矿，推动释放煤炭先进产能。                                    |
| 2020年6月 | 《关于做好2020年重点领域化解过剩产能工作的通知》 | 1、全面巩固去产能成果。尚未完成“十三五”去产能目标的地区和中央企业，要统筹推进各项工作，确保去产能任务在2020年底前全面完成；2、持续推进煤炭上大压小、增优汰劣。严格安全、环保、质量等方面执法，坚决淘汰不具备安全环保条件、不符合产业政策的落后产能。  |

资料来源：国家能源局、国家发改委、国家工信部、开源证券研究所

**喷吹煤需求规模较小，与炼焦煤具有强相关性。**根据中国产业信息网数据分析，我国每年35亿吨左右的煤炭需求，喷吹煤市场规模仅不到1亿吨。相对于大量用于焦化制焦炭的焦煤，喷吹煤需求规模较小，替代效应并不明显，从市场价格趋势上来看，两者具有较强的相关性。因此，对于喷吹煤细分行业的分析更多的是从冶金煤（即炼焦煤）的角度出发。

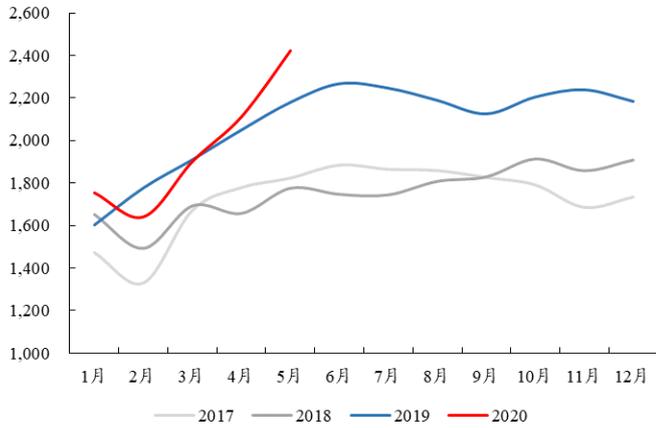
**图21: 喷吹煤价格与焦煤价格走势具有较强相关性（元/吨）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**看好短期需求恢复及中长期增长潜力。**随着新冠疫情控制，全社会复工复产加速，2020年全国钢厂开工率逐步回升，截至6月底，开工率达到70%，已基本恢复至2019年同期水平。同时，5月份全国螺纹钢当月产量达到2422万吨，已经超过2019年同期水平，同比增长11%，累计产量达9831万吨，同比增长3.2%。各项数

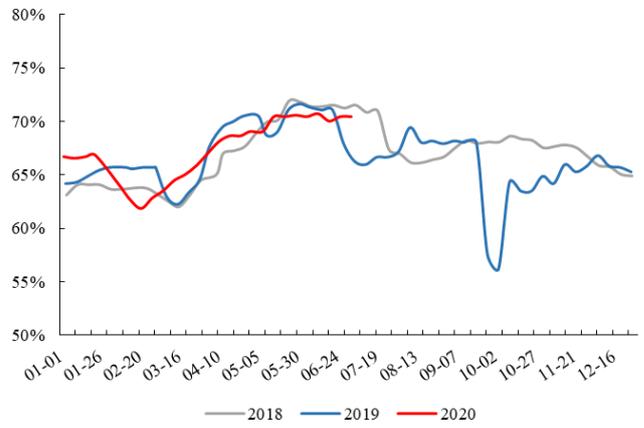
据均显示钢厂对于冶金煤的消费需求回升。另外，随着经济恢复速度加快，叠加 2020 年政府工作报告中提到的“两新一重”建设进一步刺激内需增长，未来用钢需求仍将维持高位，有望带动冶金煤需求增长。

图22: 5月螺纹钢产量超越2019年同期水平(万吨)



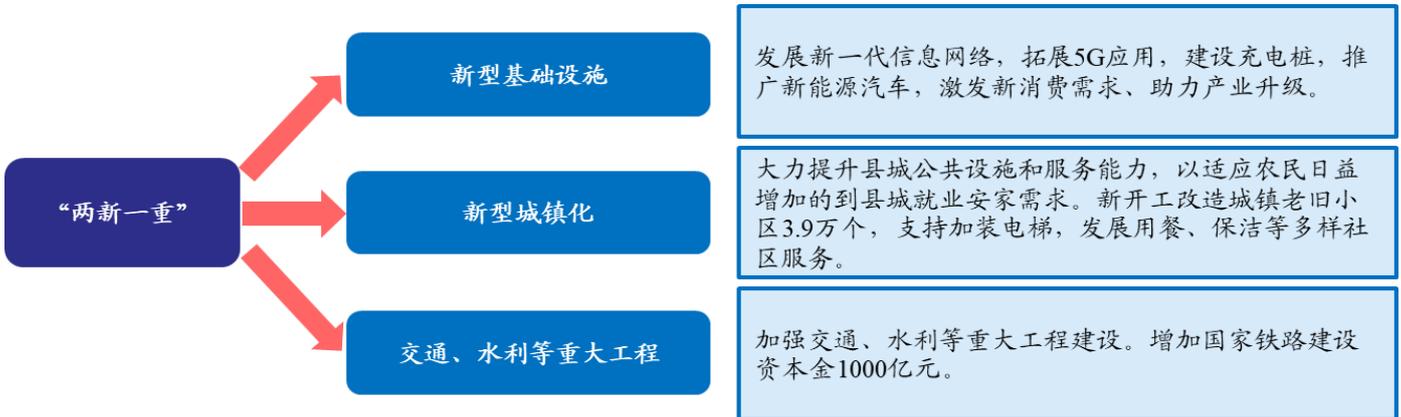
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 6-7月全国高炉开工率已恢复至2019年同期水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 2020年政府工作报告中重点提到“两新一重”建设



资料来源: 中国政府网、开源证券研究所

## 4、焦化业务: 新产能投产在即, 或将受益行业供改

### 4.1、现有产能退出已成定局, 新产能投产在即或平稳接续

公司现有在产焦化产能为 216 万吨/年, 均隶属于公司焦化业务子公司潞安焦化。2019 年根据山西省焦化产业“上大关小”转型升级的政策精神和公司的整体产业布局, 公司以潞安焦化为主体, 整合集中公司及周边的焦化产能, 将五阳弘峰 85.69% 股权无偿划转至潞安焦化, 潞安焦化成为公司焦化业务唯一的运营主体。总体来看, 公司焦炭在产产能规模较小, 且炭化室均为 4.3 米, 属于山西省焦炭去产能计划中的淘汰压减产能。为填补旧产能退出后焦化产能的空缺, 公司规划了潞城焦化园区 500 万吨/年煤焦项目作为焦化新产能, 其中一期 140 万吨/年新型焦化项目目前在建, 预

计将于 2021 年 6 月投产，该项目为 6.25 米焦炉，属于先进焦化产能。根据 2020 年 3 月发布的《山西省打赢蓝天保卫战 2020 年决战计划》，炭化室高度 4.3 米及以下焦炉需要在 2020 年采暖季前（即 10 月左右）全部退出，而该期限与公司新产能投产期之间存在较长时间的空档期，鉴于省内管理层或会考虑到保障公司生产经营的持续性，可能会采取对公司现有产能延期退出的针对性措施，从而使公司实现焦化业务新旧产能之间的平稳过渡。

**表4: 公司现有在产焦化产能共计 216 万吨/年，均为 4.3 米焦炉**

| 运营主体        | 下属公司 | 焦炉型号      | 所属地区   | 产能(万吨/年)   | 持股比例          | 权益产能(万吨/年)    | 状态 |
|-------------|------|-----------|--------|------------|---------------|---------------|----|
| 潞安焦化        | 一分厂  | TJL-4350D | 长治市潞城市 | 60         | 100.00%       | 60.00         | 在产 |
| 潞安焦化        | 二分厂  | TJL-4350D | 长治市潞城市 | 96         | 100.00%       | 96.00         | 在产 |
| 潞安焦化        | 五阳弘峰 | TJL-4350D | 长治市襄垣县 | 60         | 85.69%        | 51.41         | 在产 |
| 潞安焦化        | -    | TJL-4350D | 长治市潞城市 | 165        | 100.00%       | 165.00        | 闲置 |
| <b>在产产能</b> |      | -         | -      | <b>216</b> | <b>96.03%</b> | <b>207.41</b> | -  |
| <b>总产能</b>  |      | -         | -      | <b>381</b> | <b>97.75%</b> | <b>372.41</b> | -  |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、焦炭行业去产能持续推进，山西省明确落后产能全部退出

**焦炭行业供给侧改革不断推进。**焦化行业的技术和资金壁垒相对较低，属于高污染行业，受到环保限产的约束，同时行业内有大量的小型生产企业，市场竞争秩序较差，落后产能较多。按照 2016 年提出的《焦化行业“十三五”发展规划纲要》和 2018 年提出的《打赢蓝天保卫战三年行动》，我国 2016-2020 年焦炭行业淘汰产能目标为 5000 万吨，截至 2018 年底，焦炭行业累计退出产能 4390 万吨，完成目标 87.8%。2016-2019 年，随着供改不断深化，去产能力度不断加强，行业产能利用率实现明显提升，前 3 年产能利用率均低于 70%，总体产能明显大于实际产量，2019 年产能大幅下降，产能利用率提升至 85%。

**公司所在的山西省是焦炭产量第一大省，明确 4.3 米及以下落后产能退出目标。**山西省作为国内产焦第一大省，2019 年产量占比为 20.58%，现有的产能退出政策集中在淘汰已有的“僵尸产能”，在产产能涉及较少，2019 年 8 月山西省政府印发的《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》明确将全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内，实施焦化行业三年升级改造行动，争取到 2022 年，先进产能占比达到 60% 以上。2020 年 3 月 13 日，山西省人民政府办公厅下发《山西省打赢蓝天保卫战 2020 年决战计划》要求，太原、临汾、长治等市按照已批准的压减方案退出炭化室高度 4.3 米及以下焦炉，晋中、吕梁、运城、忻州、阳泉属于“1+30”区域的县（市、区）力争全部退出炭化室高度 4.3 米及以下焦炉。2020 年采暖季前，全省关停淘汰压减焦化产能 2000 万吨以上。

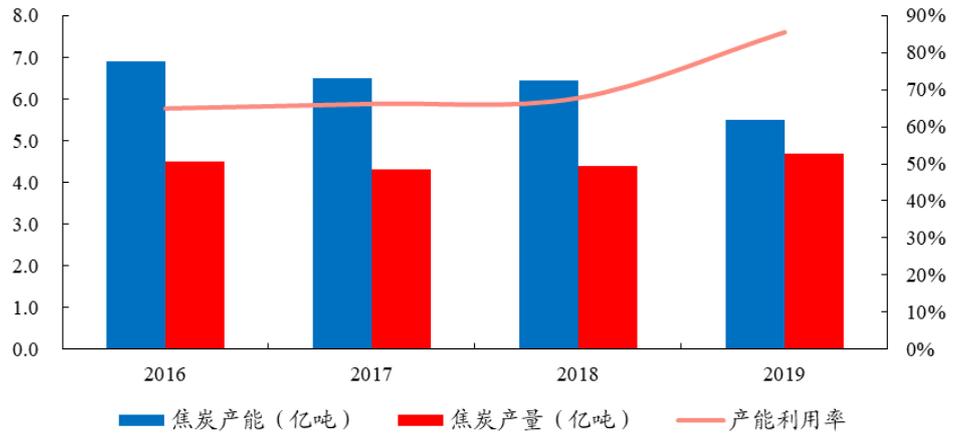
2020 年作为焦化行业供给侧改革的收官之年，去产能力度加大，随着落后产能的出清，焦炭行业的供给环境将得到优化，供需格局也将得到有效改善。其中，2020 年 5 月，山东省工信厅、发改委、生态环境厅联合发布了《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，为推动山东省焦化行业高质量发展，严格控制新增产能，降低煤炭消费，决定对省内的焦化项目实施清单管理，并对焦化企业实行“以煤定产”，预计该项政策将推动山东省内焦炭产能减少 1640 万吨以上，下半年

产能利用率控制在 50% 左右。作为焦炭大省的山东省所采取的积极去产能政策将会优化焦化行业供给格局，有效收紧行业供给，利好其他省份的主要焦化企业。公司即将投产的一期 140 万吨新型焦化项目以及后期规划的 500 万吨焦化产能由于其产能规模大、环保标准高且技术先进，或将在行业供改中受益。

**表5: 2016 年后，各地纷纷出台焦化去产能政策**

| 时间         | 事件                                       | 主要内容   |
|------------|--|--|
| 2016 年 1 月 | 焦化行业“十三五”发展规划纲要                          | 1、淘汰全部落后产能，产能满足准入标准的比达 70% 以上。2、化解过剩产能 5000 万吨。3、钢铁企业干熄焦装置配置率达到 90% 以上，焦炉煤气利用率达到 98% 以上，水循环率达到 98% 以上，吨焦耗新水降至 1.5 吨以下。4、企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》。  |
| 2018 年 5 月 | 江苏省《关于加快全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》        | 1、全力压减粗钢产能，深化节能环保。2、加快构建沿江沿海协调发展新格局。3、严格控制钢铁行业相关炼焦产能。4、徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升、整合成 2-3 家综合性焦化企业，压减 50% 的炼焦产能。  |
| 2018 年 8 月 | 打赢蓝天保卫战三年行动                              | 明确煤炭去产能目标 1.5 亿吨，且 2019 年山东、山西、江苏等地针对焦化行业出台去产能政策，焦炭去产能提速，焦化企业对上游炼焦煤补库需求受到抑制。   |
| 2019 年 5 月 | 河北省《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》            | 1、坚持控制总量，严禁新增焦炭产能。2、坚持有保有压，清理整顿违规产能。3、2020 年底前全省所有炭化室高度 4.3 米的焦炉全部关停，各市可根据实际情况，制定实施提前关停、淘汰计划。  |
| 2019 年 7 月 | 山东省《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》 | 1、严控新增高耗煤项目。2、压减高耗能行业产能。3、加快煤炭清洁高效利用。4、2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨，两年共压减 1686 万吨。   |
| 2019 年 8 月 | 山西省《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》          | 1、全省总计压减焦化产能 4027 万吨，推进压减过剩焦化产能（优先压减 4.3 米机焦炉、热回收焦炉）。2、加快推进升级改造项目建设。3、对压减产能予以适当补偿，实施差异化信贷等支持政策。4、实施焦化行业三年升级改造行动，到 2022 年，先进产能占比达 60% 以上。   |
| 2020 年 5 月 | 山东省《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》            | 为推动山东省焦化行业高质量发展，严格控制新增产能，降低煤炭消费，决定对省内的焦化项目实施清单管理，并对焦化企业实行“以煤定产”。焦炉炭化室在 5.5 米及以上高度的焦化产能将纳入项目清单，予以生产或置换，而未列入清单的项目将落实“在建停建、在产停产”措施。对钢焦联合企业、装置产能 100 万吨及以上企业、装置产能 100 万吨以下企业、炭化室高度 4.3 米的上市企业原则上分别按照核定产能的 76%、70%、60% 和 60% 确定每个企业的产量控制目标。 |

资料来源：中国煤炭资源网、中国炼焦行业协会、山东、河北、江苏、山西省政府、开源证券研究所

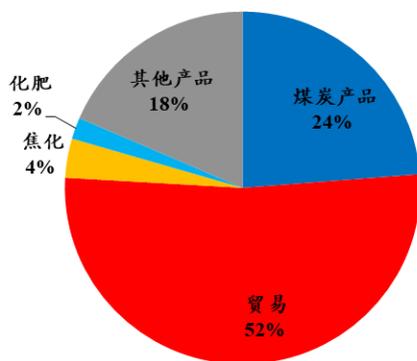
**图25：2019年焦化行业去产能力度加强，产能利用率明显提升**


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

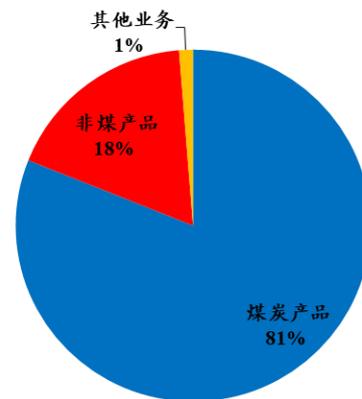
## 5、山西国改持续深化，集团低证券化率有望资产注入

### 5.1、集团以煤炭为支柱，非煤产业广泛布局

潞安集团属于特大型的国有企业，位于国家规划建设的十三家大型煤炭基地之一，其生产能力和资源储量均居于行业前列，以建设亿吨级煤炭集团为目标，煤炭生产是集团的支柱业务。同时，集团围绕“以煤为本，相关多元化，以煤电、煤焦、煤化为主延伸煤炭产业链”的发展战略，对非煤产业涉及贸易、煤化工、机械、电力等煤炭衍生行业和辅助行业均有布局。由于非煤业务在盈利能力上与煤炭业务仍存在较大差距，煤炭业务仍是集团利润的主要来源，2018年煤炭业务贡献营收24%，贡献毛利81%。

**图26：2018年集团煤炭业务收入贡献为24%**


数据来源：集团公告、开源证券研究所

**图27：2018年集团煤炭业务贡献81%毛利**


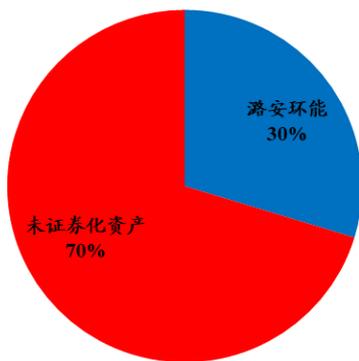
数据来源：集团公告、开源证券研究所

## 5.2、集团非证券化煤炭资产丰富，注入预期较强

集团资产证券化率较低，仍有大量煤炭产能未证券化。截至 2019 年末，集团总资产为 2499 亿元，其中证券化资产（即潞安环能）仅 743 亿元，资产证券化率仅为 29.7%。从煤炭产能方面来看，除上市公司所属产能外，集团仍有司马煤业、郭庄煤业、高河能源、古城煤矿、以及位于新疆基地的路新公司等共计 3050 万吨产能未实行证券化，其中在产产能共计 2050 万吨。由于潞安环能作为集团旗下唯一煤炭上市平台，集团有望将其未上市的优质煤炭产能进一步注入上市公司，实现集团内煤炭资源的整合。

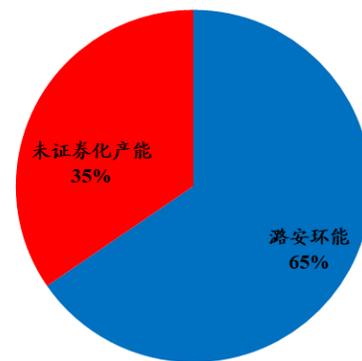
为解决同业竞争，集团存在资产注入承诺。公司成立之初，控股股东为了解决同业竞争的问题，承诺根据公司的资金实力、市场时机、战略规划和需求，潞安集团将逐步把煤炭资产注入公司，使公司成为集团下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体。2015 年集团进一步承诺在政策条件支持下，将适时启动煤炭类资产整体上市，使上市公司成为潞安集团下属企业唯一经营煤炭采选业务的经营主体。

图28：截至 2019 年末，集团资产证券化率仅 30%



数据来源：集团公告、Wind、开源证券研究所

图29：截至 2019 年末，集团 35%的在产产能未证券化



数据来源：集团公告、公司公告、开源证券研究所

表6：潞安集团仍有 2050 万吨/年在产煤炭产能未证券化（不含整合矿产能）

| 矿井名称        | 煤种  | 资源储量<br>万吨     | 可采储量<br>万吨     | 核定产能<br>万吨/年 | 经营主体 | 状态 |
|-------------|-----|----------------|----------------|--------------|------|----|
| 司马煤业        | 瘦煤  | 31,793         | 16,370         | 300          | 集团本部 | 在产 |
| 郭庄煤业        | 贫煤  | 5,635          | 2,340          | 180          | 集团本部 | 在产 |
| 高河能源        | 贫瘦煤 | 93,291         | 49,051         | 750          | 集团本部 | 在产 |
| 古城煤矿        | 贫煤  | 129,786        | 74,215         | 800          | 集团本部 | 在建 |
| 露天煤矿        | 不粘煤 | 807            | 682            | 300          | 潞新公司 | 在产 |
| 二矿          | 不粘煤 | 20,361         | 6,219          | 220          | 潞新公司 | 在产 |
| 砂墩子矿        | 不粘煤 | 93,977         | 69,402         | 300          | 潞新公司 | 在产 |
| 沙尔湖矿        | 长焰煤 | 186,039        | 176,737        | 200          | 潞新公司 | 在建 |
| <b>在产合计</b> |     |                |                | <b>2050</b>  |      |    |
| <b>合计</b>   |     | <b>561,690</b> | <b>395,016</b> | <b>3,050</b> |      |    |

资料来源：集团公告、开源证券研究所

### 5.3、集团焦炭为先进产能，注入将提升产能水平

非上市焦炭资产 210 万吨产能，资产证券化水平仅 50.70%。潞安集团目前共有焦化业务产能 426 万吨，除了归属于上市公司股东的 216 万吨产能，羿神能源还拥有 210 万吨产能，资产证券化率仅 50.70%。

羿神能源作为集团内优质焦炭资产，注入后产能规模得以增加。羿神能源下属的煤炭资产均为 5.5 米焦炉，不属于山西省焦炭落后产能，无退出风险。2018 年，羿神能源焦炭产品的产销量及销售金额表现较潞安焦化略好，预期集团资产注入有望使焦炭在现有的产能规模翻倍，即使上市公司原有 216 万吨产能作落后产能退出，也能迅速对产能起到扩充的作用。

表7：截至 2018 年末，潞安集团共有焦化产能 426 万吨/年

| 主要子公司     | 产能<br>万吨/年 | 产量<br>万吨，2018 年 | 销量<br>万吨，2018 年 | 销售收入<br>亿元  | 焦炉型号      |
|-----------|------------|-----------------|-----------------|-------------|-----------|
| 潞安焦化      | 156        | 127             | 130             | 22.0        | TJL-4350D |
| 五阳弘峰      | 60         | 47              | 47              | 8.0         | TJL-4350D |
| 羿神能源      | 210        | 120             | 124             | 22.5        | HN55-06D  |
| <b>合计</b> | <b>426</b> | <b>294</b>      | <b>301</b>      | <b>52.6</b> | -         |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：五阳弘峰于 2019 年划转至潞安焦化

### 5.4、山西国资国企改革进入“决胜期”

2017 年，山西省政府工作报告明确深化国企改革，2 月份副省长王一新明确提到“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”。随后，省内密集出台了一系列政策，经过前期的改革推进，2019 年山西省国改力度进一步加强。2019 年 4 月，山西省召开深化国有企业改革大会，明确提出“2019 年是山西省国资国企改革的决胜年”，强调要善于用活上市公司，大力实施“上市公司+”战略，实现整体上市和新股上市两个“零的突破”。进入 2020 年以来，山西国改力度持续加大，4 月公布的山西焦煤集团与山煤集团合并重组方案也意味着山西煤企国改的速度进一步加快，力度进一步加强；6 月发布省属国企“腾笼换鸟”全面提速的实施意见，加大“腾笼换鸟”工作力度，转让部分国有股权，实现转让收益目标，明显提高新旧动能转换速度；7 月，山西云时代启动二次混改重组，潞安集团、晋能集团、山西晋通三大省属国企将其所属电子信息制造企业股权划转至云时代公司，其中潞安集团主要划转的企业均为集团的新能源核心企业，包括潞安太阳能、中科潞安等。整体来看，2020 年是山西省国改的关键之年，在这样的积极政策环境下，公司开展资本运作、进一步资产注入等各方面改革举措均有望获得政策支持。

## 6、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

### 6.1、关键假设

#### 煤炭业务：

产销量方面，在公司完成慈林山煤业收购之后，煤炭产能新增 540 万吨，产量水平也随之上升，我们预计 2020-2022 年公司原煤产量将保持稳定，均为 4700 万吨，产销率稳定为 92%，商品煤销量均为 4324 万吨。

产品结构方面，随着冶金煤市场供需改善，预计喷吹煤价格会企稳回升，带动其吨煤毛利改善，我们认为公司或将提升喷吹煤销量占比，预计 2020-2022 年喷吹煤占比分别为 35%/36%/37%，相应的，动力煤占比分别为 61%/60%/59%。

价格及成本方面，我们预计 2020-2022 年，喷吹煤吨煤价格将会出现小幅提涨，分别为 710/730/735 元/吨，吨煤成本保持相对稳定，均为 440 元/吨；动力煤价格同样将有所上涨，分别为 410/425/430 元/吨，吨煤成本均稳定在 250 元/吨水平。

#### 焦化业务：

产销量方面，公司现有 216 万吨产能的规定退出时间与新产能投产存在空档期，考虑到省内相关政策对于企业连续经营的灵活性，我们预计或会采取延期退出并压减产能利用率的措施。基于该假设，我们预计 2020-2022 年公司焦炭产量分别为 140/120/140 万吨，产销率保持 102%，则销量分别为 143/122/143 万吨。

价格方面，在经济加速回暖及中长期“两新一重”等宏观经济政策的推动下，需求将持续改善，同时焦化去产能持续深化，带动焦炭价格回升，我们预计 2020-2022 年焦炭吨焦价格分别为 1700/1730/1740 元/吨；成本方面，随着新产能的投产，焦炭成本将会有所下降，我们预计吨焦成本分别为 1500/1500/1450 元/吨。

表8：公司各业务关键假设

|             | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>煤炭业务</b> |       |       |       |       |       |
| 原煤产量（万吨）    | 4150  | 4818  | 4700  | 4700  | 4700  |
| 商品煤销量（万吨）   | 3806  | 4405  | 4324  | 4324  | 4324  |
| 产销率         | 91.7% | 91.4% | 92.0% | 92.0% | 92.0% |
| <b>喷吹煤</b>  |       |       |       |       |       |
| 销量（万吨）      | 1461  | 1460  | 1513  | 1557  | 1600  |
| 占比          | 38%   | 33%   | 35%   | 36%   | 37%   |
| 吨煤价格（元/吨）   | 812   | 766   | 710   | 730   | 735   |
| 吨煤成本（元/吨）   | 453   | 444   | 440   | 440   | 440   |
| 吨煤毛利（元/吨）   | 359   | 322   | 270   | 290   | 295   |
| 收入（亿元）      | 119   | 112   | 107   | 114   | 118   |
| 成本（亿元）      | 66    | 65    | 67    | 68    | 70    |
| 毛利（亿元）      | 53    | 47    | 41    | 45    | 47    |
| 毛利率         | 44%   | 42%   | 38%   | 40%   | 40%   |
| <b>动力煤</b>  |       |       |       |       |       |

|               | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销量 (万吨)       | 2231  | 2767  | 2638  | 2594  | 2551  |
| 占比            | 59%   | 63%   | 61%   | 60%   | 59%   |
| 吨煤价格 (元/吨)    | 419   | 433   | 410   | 425   | 430   |
| 吨煤成本 (元/吨)    | 242   | 251   | 250   | 250   | 250   |
| 吨煤毛利 (元/吨)    | 177   | 182   | 160   | 175   | 180   |
| 收入 (亿元)       | 94    | 120   | 108   | 110   | 110   |
| 成本 (亿元)       | 54    | 69    | 66    | 65    | 64    |
| 毛利 (亿元)       | 39    | 50    | 42    | 45    | 46    |
| 毛利率           | 42%   | 42%   | 39%   | 41%   | 42%   |
| <b>其他煤种</b>   |       |       |       |       |       |
| 销量 (万吨)       | 113   | 178   | 173   | 173   | 173   |
| 占比            | 3%    | 4%    | 4%    | 4%    | 4%    |
| 吨煤价格 (元/吨)    | 258   | 290   | 250   | 280   | 290   |
| 吨煤成本 (元/吨)    | 189   | 184   | 180   | 180   | 180   |
| 吨煤毛利 (元/吨)    | 69    | 106   | 70    | 100   | 110   |
| 收入 (亿元)       | 2.9   | 5.2   | 4.3   | 4.8   | 5.0   |
| 成本 (亿元)       | 2.1   | 3.3   | 3.1   | 3.1   | 3.1   |
| 毛利 (亿元)       | 0.8   | 1.9   | 1.2   | 1.7   | 1.9   |
| 毛利率           | 27%   | 37%   | 28%   | 36%   | 38%   |
| <b>煤炭业务合计</b> |       |       |       |       |       |
| 收入 (亿元)       | 215   | 237   | 220   | 229   | 232   |
| 成本 (亿元)       | 122   | 137   | 136   | 136   | 137   |
| 毛利 (亿元)       | 93    | 99    | 84    | 92    | 95    |
| 毛利率           | 43%   | 42%   | 38%   | 40%   | 41%   |
| <b>焦化业务</b>   |       |       |       |       |       |
| 焦炭产量 (万吨)     | 174   | 154   | 140   | 120   | 140   |
| 焦炭销量 (万吨)     | 177   | 156   | 143   | 122   | 143   |
| 产销率           | 102%  | 102%  | 102%  | 102%  | 102%  |
| 吨焦价格 (元/吨)    | 1929  | 1774  | 1700  | 1730  | 1740  |
| 吨焦成本 (元/吨)    | 1498  | 1512  | 1500  | 1500  | 1450  |
| 吨焦毛利 (元/吨)    | 431   | 263   | 200   | 230   | 290   |
| 收入 (亿元)       | 34    | 28    | 24    | 21    | 25    |
| 成本 (亿元)       | 26    | 24    | 21    | 18    | 21    |
| 毛利 (亿元)       | 7.6   | 4.1   | 2.9   | 2.8   | 4.1   |
| 毛利率           | 22%   | 15%   | 12%   | 13%   | 17%   |
| <b>其他业务</b>   |       |       |       |       |       |
| 收入 (亿元)       | 2.1   | 3.3   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |
| 成本 (亿元)       | 4.0   | 1.6   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 毛利 (亿元)       | -1.9  | 1.8   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 毛利率           | -90%  | 53%   | 30%   | 30%   | 30%   |
| <b>合计</b>     |       |       |       |       |       |
| 收入 (亿元)       | 251   | 268   | 249   | 255   | 262   |
| 成本 (亿元)       | 153   | 163   | 161   | 158   | 161   |

|         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利 (亿元) | 99    | 105   | 89    | 97    | 101   |
| 毛利率     | 39%   | 39%   | 36%   | 38%   | 38%   |

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

## 6.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为山西省喷吹煤龙头，是山西重点国有煤企潞安集团旗下唯一上市平台，通过先进的烟煤制喷吹煤技术，获得煤炭行业唯一“国高新”认证，享受 15% 税率优惠。煤炭主业上，产能规模在冶金煤行业位列第一，产品结构灵活，通过低吨煤成本打造出业内领先的毛利率优势；随着煤炭行业供改持续深化，公司龙头优势愈发凸显，业绩站上新台阶。焦化辅业方面，新产能投产在即有望平稳接续现有产能退出，焦化行业去产能力度加大有望带来辅业新增长。山西国改进入关键时期，慈林山煤业的注入成为山西首例资产注入实例，目前潞安集团资产证券化率相对较低，依靠集团有望获得进一步核心资产注入，龙头优势将进一步巩固。

我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 20.2/23.8/25.0 亿元，同比变化-15.0%/17.5%/5.4%；EPS 分别为 0.68/0.79/0.84 元，对应当前股价，PE 分别为 9.9x/8.4x/8.0x。相对估值方面，我们选取同样以冶金煤生产为主业的五家上市公司（西山煤电、阳泉煤业、平煤股份、冀中能源、淮北矿业）作为可比公司。公司 2020 年预测 PE 为 9.9 倍，低于可比公司 11.2 倍的平均 PE；公司当前 PB 为 0.77 倍，低于可比公司 0.81 倍的平均 PB。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表9：可比公司盈利预测与估值

| 证券代码             | 证券简称        | 总市值 (亿元)   | 归母净利润 (亿元)  |             |             | PE          |             |            | PB          |
|------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|
|                  |             |            | 2020/7/13   | 2020E       | 2021E       | 2022E       | 2020E       | 2021E      |             |
| 000983.SZ        | 西山煤电        | 182        | 15.5        | 17.1        | 18.7        | 11.8        | 10.7        | 9.8        | 0.86        |
| 600348.SH        | 阳泉煤业        | 121        | 13.8        | 16.3        | 17.2        | 8.8         | 7.4         | 7.1        | 0.71        |
| 601666.SH        | 平煤股份        | 114        | 10.9        | 11.8        | 12.2        | 10.4        | 9.6         | 9.3        | 0.79        |
| 000937.SZ        | 冀中能源        | 128        | 6.9         | 7.5         | 9.5         | 18.6        | 17.1        | 13.4       | 0.62        |
| 600985.SH        | 淮北矿业        | 216        | 33.3        | 35.7        | 37.2        | 6.5         | 6.0         | 5.8        | 1.09        |
| <b>平均</b>        |             |            |             |             |             | <b>11.2</b> | <b>10.2</b> | <b>9.1</b> | <b>0.81</b> |
| <b>601699.SH</b> | <b>潞安环能</b> | <b>201</b> | <b>20.2</b> | <b>23.8</b> | <b>25.0</b> | <b>9.9</b>  | <b>8.4</b>  | <b>8.0</b> | <b>0.77</b> |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除西山煤电、平煤股份、潞安环能外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

## 7、风险提示

**经济恢复不及预期。**当前受疫情冲击影响，经济不确定性提升，社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制，复工复产也在逐步推进。由于公司主业专注与煤炭，如果经济恢复不及预期，下游煤炭需求持续低迷将会对公司业绩产生严重影响。

**煤炭价格下跌超预期。**公司专注于煤炭生产，受喷吹煤及动力煤市场价格影响较大。2020年来，新冠疫情冲击下煤炭需求一度低迷，动力煤与冶金煤价格曾出现大幅下跌，对整体煤炭行业的盈利性造成冲击。如果后市出现超预期的煤价下跌，将对公司基本面造成严重影响。

**煤炭及焦化行业去产能政策力度过大。**2020年是煤炭及焦化行业供给侧改革的关键决胜年份，多地均陆续出台了相应的煤炭及焦炭去产能政策。一方面，公司煤炭业务中一部分整合矿规模较小，存在淘汰风险；另一方面，公司现有焦化产能全部退出已成定局，但是否能够与新建产能平稳接续存在不确定性。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 29,134 | 26,562 | 18,870 | 15,119 | 19,711 |
| 现金               | 16,690 | 14,978 | -0     | 6,513  | -0     |
| 应收票据及应收账款        | 11,336 | 4,823  | 14,804 | 4,221  | 14,922 |
| 其他应收款            | 145    | 104    | 132    | 107    | 140    |
| 预付账款             | 120    | 183    | 140    | 181    | 146    |
| 存货               | 739    | 869    | 931    | 779    | 956    |
| 其他流动资产           | 103    | 5,604  | 2,863  | 3,318  | 3,547  |
| <b>非流动资产</b>     | 36,132 | 47,699 | 51,934 | 56,686 | 61,466 |
| 长期投资             | 3,247  | 3,545  | 3,991  | 4,449  | 4,876  |
| 固定资产             | 21,910 | 32,674 | 38,312 | 43,579 | 48,520 |
| 无形资产             | 7,820  | 7,994  | 7,786  | 7,579  | 7,371  |
| 其他非流动资产          | 3,155  | 3,487  | 1,844  | 1,080  | 699    |
| <b>资产总计</b>      | 65,266 | 74,261 | 70,804 | 71,805 | 81,177 |
| <b>流动负债</b>      | 33,672 | 39,693 | 36,010 | 35,227 | 42,820 |
| 短期借款             | 6,595  | 6,398  | 14,328 | 6,398  | 20,054 |
| 应付票据及应付账款        | 15,454 | 19,900 | 15,310 | 19,110 | 16,046 |
| 其他流动负债           | 11,622 | 13,395 | 6,372  | 9,719  | 6,721  |
| <b>非流动负债</b>     | 9,121  | 11,087 | 10,102 | 9,624  | 9,016  |
| 长期借款             | 7,709  | 7,628  | 7,200  | 6,711  | 6,102  |
| 其他非流动负债          | 1,412  | 3,459  | 2,902  | 2,913  | 2,914  |
| <b>负债合计</b>      | 42,793 | 50,780 | 46,112 | 44,850 | 51,836 |
| 少数股东权益           | -1,428 | -1,482 | -1,578 | -1,691 | -1,811 |
| 股本               | 2,991  | 2,991  | 2,991  | 2,991  | 2,991  |
| 资本公积             | 1,588  | 1,518  | 1,518  | 1,518  | 1,518  |
| 留存收益             | 16,019 | 17,118 | 18,467 | 20,051 | 21,721 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 23,901 | 24,963 | 26,271 | 28,647 | 31,152 |
| 负债和股东权益          | 65,266 | 74,261 | 70,804 | 71,805 | 81,177 |

| 现金流量表(百万元)     | 2018A  | 2019A  | 2020E   | 2021E  | 2022E   |
|----------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 9,340  | 4,460  | -12,065 | 23,100 | -10,897 |
| 净利润            | 1,941  | 2,297  | 1,926   | 2,263  | 2,386   |
| 折旧摊销           | 1,298  | 1,950  | 1,936   | 2,283  | 2,631   |
| 财务费用           | 1,015  | 1,273  | 1,000   | 1,200  | 1,300   |
| 投资损失           | -94    | -113   | -17     | -23    | -20     |
| 营运资金变动         | 3,912  | -1,798 | -16,864 | 17,377 | -17,193 |
| 其他经营现金流        | 1,268  | 850    | -46     | -0     | -0      |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,769 | -1,489 | -6,153  | -7,012 | -7,390  |
| 资本支出           | 1,214  | 1,460  | 830     | 22,285 | 22,285  |
| 长期投资           | -630   | -0     | -447    | -440   | -427    |
| 其他投资现金流        | -1,186 | -29    | -5,770  | 14,832 | 14,467  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3,737 | -6,191 | -4,690  | -1,644 | -1,883  |
| 短期借款           | -430   | -198   | -0      | -0     | -0      |
| 长期借款           | -2,285 | -81    | -428    | -489   | -608    |
| 普通股增加          | -0     | -0     | -0      | -0     | -0      |
| 资本公积增加         | 149    | -70    | -0      | -0     | -0      |
| 其他筹资现金流        | -1,171 | -5,843 | -4,262  | -1,155 | -1,274  |
| <b>现金净增加额</b>  | 3,834  | -3,221 | -22,909 | 14,443 | -20,169 |

| 利润表(百万元)     | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>  | 25,140 | 26,791 | 24,920 | 25,492 | 26,216 |
| 营业成本         | 15,046 | 16,413 | 16,057 | 15,833 | 16,150 |
| 营业税金及附加      | 2,039  | 2,227  | 2,043  | 2,116  | 2,176  |
| 营业费用         | 373    | 427    | 374    | 408    | 419    |
| 管理费用         | 1,910  | 2,196  | 2,042  | 2,089  | 2,148  |
| 研发费用         | 771    | 726    | 705    | 711    | 735    |
| 财务费用         | 1,015  | 1,273  | 1,000  | 1,200  | 1,300  |
| 资产减值损失       | 1,114  | -517   | -0     | -0     | -0     |
| 其他收益         | 10     | 60     | 35     | 39     | 41     |
| 公允价值变动收益     | -0     | 7      | -0     | -0     | -0     |
| 投资净收益        | 94     | 113    | 17     | 23     | 20     |
| 资产处置收益       | 68     | 1      | -0     | -0     | -0     |
| <b>营业利润</b>  | 3,044  | 3,081  | 2,751  | 3,198  | 3,349  |
| 营业外收入        | 27     | 28     | 20     | 20     | 20     |
| 营业外支出        | 154    | 71     | 99     | 89     | 92     |
| <b>利润总额</b>  | 2,918  | 3,038  | 2,673  | 3,128  | 3,277  |
| 所得税          | 977    | 740    | 746    | 865    | 891    |
| <b>净利润</b>   | 1,941  | 2,297  | 1,926  | 2,263  | 2,386  |
| 少数股东损益       | -722   | -81    | -96    | -113   | -119   |
| <b>归母净利润</b> | 2,663  | 2,379  | 2,023  | 2,376  | 2,505  |
| EBITDA       | 4,657  | 5,455  | 5,176  | 6,077  | 6,735  |
| EPS(元)       | 0.89   | 0.80   | 0.68   | 0.79   | 0.84   |

| 主要财务比率         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 6.8   | 6.6   | -7.0  | 2.3   | 2.8   |
| 营业利润(%)        | -10.7 | 1.2   | -10.7 | 16.2  | 4.7   |
| 归属于母公司净利润(%)   | -4.3  | -10.7 | -15.0 | 17.5  | 5.4   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 40.1  | 38.7  | 35.6  | 37.9  | 38.4  |
| 净利率(%)         | 10.6  | 8.9   | 8.1   | 9.3   | 9.6   |
| ROE(%)         | 8.6   | 9.8   | 7.8   | 8.4   | 8.1   |
| ROIC(%)        | 5.0   | 6.2   | 4.8   | 6.4   | 5.1   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 65.6  | 68.4  | 65.1  | 62.5  | 63.9  |
| 净负债比率(%)       | 17.1  | 11.1  | 91.3  | 28.4  | 92.8  |
| 流动比率           | 0.9   | 0.7   | 0.5   | 0.4   | 0.5   |
| 速动比率           | 0.8   | 0.5   | 0.4   | 0.3   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.4   | 0.3   |
| 应收账款周转率        | 1.8   | 3.3   | 2.5   | 2.7   | 2.7   |
| 应付账款周转率        | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.89  | 0.80  | 0.68  | 0.79  | 0.84  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 3.12  | 1.49  | -4.03 | 7.72  | -3.64 |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 7.99  | 8.34  | 8.78  | 9.58  | 10.41 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 7.5   | 8.4   | 9.9   | 8.4   | 8.0   |
| P/B            | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.6   |
| EV/EBITDA      | 4.8   | 3.9   | 7.9   | 4.3   | 6.8   |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                         |
|------|------------------|----------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；          |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。           |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；              |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；           |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。              |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835