



Research and
Development Center

兼具低估值与高弹性的喷吹煤行业龙头

——潞安环能（601699.SH）深度报告

2023年8月14日

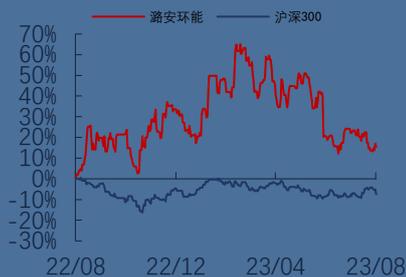
证券研究报告

首次覆盖

深度报告

潞安环能 (601699. SH)

投资评级 **买入**



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	16.06
52周内股价	13.91-22.96
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-5.53%
总股本(亿股)	29.91
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	480

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

潞安环能：兼具低估值与高弹性的喷吹煤行业龙头

2023年8月14日

本期内容提要：

- ◆ 潞安环能作为国内喷吹煤行业龙头，拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，是唯一一家从事煤炭生产的高新技术企业，是煤企中的“专精特新”。我们认为公司自身煤炭资产优质，推行精益经营理念，企业治理能力优，经营稳健性强，同时煤炭产能具有内生外延增长空间，且煤炭产品多以市场煤价格销售，业绩具有高弹性。与此同时，当前公司处于净现金状态，估值水平处于历史较低水平，有较大修复空间。
- ◆ 公司聚焦煤炭主业，主要产品为喷吹煤、混煤。煤炭业务是公司主要营收和利润来源，营收占比约 90%。2022 年，公司煤炭板块营收 493 亿元，占总营收的 91%；煤炭板块实现毛利 302 亿元，占总毛利的 99.7%。混煤和喷吹煤是公司的主要产品。公司主要煤种是瘦煤、贫瘦煤和贫煤，主要销售产品为喷吹煤、混煤、洗精煤、洗混块等 4 大类，其中，喷吹煤和混煤是公司主要煤种，两者占公司煤炭产销量的 90%以上。煤炭板块营收中喷吹煤占比超 50%。2022 年，喷吹煤营收达 275.5 亿元，占比达 56%；喷吹煤实现毛利达 171.3 亿元，占比为 57%。
- ◆ 受益于产销双升&煤价上涨&成本管控，2022 年公司业绩大幅抬升。2018 年以来，公司煤炭产销稳步增长。2018-2022 年，5 年间公司产销量一直保持增长态势，原煤产量 5 年 CAGR 为 8.21%，商品煤销量 5 年 CAGR 为 8.60%。其中，2022 年，原煤产量 5690 万吨，同比+4.67%。商品煤销量 5294 万吨，同比+5.14%，其中喷吹煤占比 38%，混煤占比 56%。2022 年公司吨煤售价大幅上涨。受益煤炭行业景气上行周期，2022 年，公司商品煤综合销售单价上涨至 931 元/吨，同比增长 17.22%，其中喷吹煤综合售价 1351 元/吨，同比+25.22%；混煤综合售价 692 元/吨，同比+9.46%。2022 年以来，公司吨煤成本呈下降态势。2022 年公司吨煤销售成本为 359 元/吨，较 2021 年的 374 元/吨同比下降 3.92%，2023Q1 公司吨煤销售成本为 351 元/吨，较 2022 年全年下降 2.34%。
- ◆ 公司拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，是唯一一家从事煤炭生产的高新技术企业，煤企中的“专精特新”，喷吹煤产品竞争优势强。公司贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术曾先后获得国家科技进步奖二等奖、煤炭工业科技进步奖特等奖等。公司是煤炭行业首家，也是唯一一家高新技术企业，2022 年公司再次通过高新技术企业认定，继续享受 10%企业所得税优惠政策。2023 年 3 月，公司入选创建世界一流专精特新示范企业名单。公司可生产出具有“三高（高热值、高热稳定性、高灰熔融性）、二低（低灰分、低挥发分）、三特低（特低硫、特低磷、特低氯）”特征的高炉喷吹用煤，具有较强的竞争优势。
- ◆ 公司资产优质并持续推进精益经营，业绩稳健性较强。公司先进产能高、单井规模大。截至 2022 年底，公司主要非整合矿可采资源储量 14.05 亿吨，合计产能 4730 万吨/年，资源储量丰富、久期长且具有深部接续资源，矿井多为大型矿井且产能先进。公司推行精益思想指导下的“算账”文

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES.CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

化。综合运用“加（加快资源扩充）减（推动降本增效）乘（坚持延链补链）除（深化内部改革）”手段，有望驱动公司高质量发展。截至 2022 年底，公司 ROE（加权）为 33.98%，位列申万煤炭开采行业（28 家）第 5；2022 年，销售净利率为 31.24%，位列行业第 2。资产负债率为 48.08%，位列行业第 8。值得关注的是，2022 年公司资产减值损失计提水平（转回 0.27 亿元）远低于主要样本煤炭上市公司平均减值水平（-13.57 亿元），且截至 2023 年 3 月 31 日，公司账面货币资金 296 亿元，带息负债 51 亿元，处于净现金状态，亦展现了公司优良的资产质量，有助于支撑企业稳健经营。

- ◆ **公司具备内生外延成长空间&高灵活性产品市场化销售，业绩增长弹性大。**潞安矿业集团证券化率较低，集团资产整合可期。相较山西省 2021 年提出省属国有企业资产证券化率要达到 80%以上的目标，截至 2022 年底，潞安化工集团资产证券化率为 27.57%，产能证券化率为 50%，仍有较大提升空间。不考虑整合矿井及新疆基地，集团体内仍有 3500 万吨/年的喷吹煤资产未上市。公司积极开展矿井高质量发展三年行动，内生产能有望保持增长。公司按照规划目标，紧盯煤炭资源申办、积极开展矿井建设（仅煤矿技改项目就达 390 万吨/年）、加快推进伊田、黑龙江、黑龙江 3 座矿井 120 万吨产能核增、超前谋划抽掘采衔接，积极释放煤炭产能。与此同时，公司整体长协比例低，喷吹煤市场化销售模式灵活。公司保供电煤长协占比较低，多为市场煤销售，尤其是喷吹煤长协为锁量不锁价的月度长协，喷吹煤价格跟随市场价格波动，在煤炭价格上涨时有望支撑公司业绩快速增长。
- ◆ **公司高股息、低估值，配置性价比较高。**2022 年，公司现金分红 85.26 亿元，占归母净利润的 60.17%，分红率位居 A 股主要样本煤炭上市公司前列。至 8 月 11 日收盘价，公司股息率达 17.75%，位列 A 股主要样本煤炭上市公司第一。纵向来看，截至 8 月 11 日，公司 PE（TTM）为 3.19，为近五年来约 0.78%分位数。PB 为 1.09，为近五年来约 60.59%分位数，整体估值水平较低。横向来看，我们预计公司 2023 年 PE 为 4.37，同样低于 4 家喷吹煤/无烟煤可比公司 PE 的平均水平（4.69）。
- ◆ **投资建议：我们认为潞安环能作为国内喷吹煤行业龙头，煤炭资产优、成本管控强，叠加产能内生外延增长和高比例市场煤销售，企业稳健经营的同时又具有高增长潜力。**与此同时，公司估值较低，现金充裕且高分红高股息，亦有望迎来估值修复。截至 8 月 11 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 110.03、124.90、146.32 亿元；EPS 为 3.68、4.18、4.89 元/股；对应 PE 为 4.37x、3.85x、3.28x；PB 为 0.93x、0.86x、0.79x。我们看好公司较优的资产质量、较高的业绩弹性与高比例分红，给予公司“买入”评级。根据 FCFF 模型，WACC 选用 9.98%，计算目标价为 33.48 元。
- ◆ **风险因素：**宏观经济大幅下行；国内外能源政策变化带来短期影响；发生重大煤炭安全事故风险；公司发展规划出现重大变动；

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,322	54,297	47,156	48,790	53,101

同比(%)	74.0%	19.8%	-13.2%	3.5%	8.8%
归属母公司净利润	6,731	14,168	11,003	12,490	14,632
同比(%)	246.0%	110.5%	-22.3%	13.5%	17.2%
毛利率(%)	48.6%	55.9%	52.5%	55.7%	58.5%
ROE(%)	19.4%	29.1%	21.3%	22.3%	24.1%
EPS (摊薄) (元)	2.25	4.74	3.68	4.18	4.89
P/E	7.14	3.39	4.37	3.85	3.28
P/B	1.39	0.99	0.93	0.86	0.79
EV/EBITDA	2.24	1.01	0.96	0.61	0.23

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测注: 截至 2023 年 8 月 11 日收盘价

投资聚焦	7
一、以贫瘦煤、贫煤为主的喷吹煤龙头	8
二、贫煤、贫瘦煤、无烟煤可用作喷吹煤	13
1. 喷吹煤是提升高炉经济性的重要途径	13
2. 潞安矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区	15
三、兼具稳健性与业绩弹性的“专精特新”煤企	16
1. 煤企中的“专精特新”，拥有贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术自主知识产权	16
2. 资产优质&精益经营，保障公司行稳致远	17
3. 背靠潞安矿业集团，煤炭业务内生外延成长可期	20
4. 高股息、低估值，具备较高配置性价比	22
四、盈利预测	24
投资建议	26
风险因素	28

表目录

表 1: 典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标	15
表 2: 潞安煤和几大矿区煤种的工业分析结果比较	16
表 3: 潞安煤与国家标准对照表	16
表 4: 截至 2021 年底公司合并范围内主要非整合矿情况	17
表 5: 潞安矿业集团未上市在产煤矿	21
表 6: 公司重点在建项目 (亿元, %)	22
表 7: 可比公司盈利预测与估值	23
表 8: 潞安环能主要假设	24
表 9: 潞安环能 DCF 主要参数假设及估值结果 (百万元)	25
表 10: 绝对估值法敏感性测算 (元/股)	25

图目录

图 1: 潞安环能历史沿革及重大事项	8
图 2: 潞安环能股权结构	8
图 3: 2017-2022 分板块收入占比 (%)	9
图 4: 2017-2022 分板块毛利占比 (%)	9
图 5: 2017-2023Q1 公司营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 6: 2020-2023Q1 公司季度营业收入 (亿元)	9
图 7: 2017-2023Q1 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 8: 2020-2023Q1 公司季度归母净利润 (亿元)	9
图 9: 2018-2023H1 公司原煤产量 (万吨, %)	10
图 10: 2018-2023 H1 公司商品煤销量 (万吨, %)	10
图 11: 2017-2022 公司分煤种产量占比 (%)	10
图 12: 2017-2022 公司分煤种销量占比 (%)	10
图 13: 2017-2022 公司分煤种营收占比 (%)	11
图 14: 2017-2022 公司分煤种毛利占比 (%)	11
图 15: 2018-2022 公司吨煤售价 (元/吨)	11
图 16: 2018-2022 公司商品煤吨煤成本 (元/吨, %)	12
图 17: 2018-2022 公司吨煤毛利 (元/吨, %)	12
图 18: 2018-2023Q1 公司四费与销售期间费用率变动 (亿元, %)	12
图 19: 高炉炼铁生产工艺流程	13
图 20: 煤比与焦比关系	13
图 21: 煤比与实际置换比之间关系	13
图 22: 喷吹煤比难易程度示意图	14
图 24: 烟煤煤种划分	14
图 25: 高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布	15
图 26: 2016-2022 公司喷吹煤产量 (万吨, %)	17
图 27: 2016-2022 公司喷吹煤销量 (万吨, %)	17
图 28: 公司喷吹煤吨煤售价、成本及毛利 (元/吨)	17

图 29: 主要样本煤炭上市公司 2022 年减值损失情况 (亿元)	18
图 30: 主要样本煤炭上市公司 2019-2022 年减值损失情况 (亿元)	18
图 31: 公司“一核两翼四驱动”战略体系	19
图 32: 2017-2022 公司加权 ROE (%)	19
图 33: 2017-2022 公司销售净利率 (%)	19
图 34: 2017-2022 公司与可比公司资产负债率 (%)	20
图 35: 2017-2022 公司与可比公司流动比率	20
图 36: 新一轮重组后潞安化工集团是山西省规划的煤化工集团	20
图 37: 潞安矿业集团资产及煤炭产能证券化率 (%)	21
图 38: 2022 年主要样本煤炭上市公司分红比例 (%)	22
图 39: 2022 年主要样本煤炭上市公司股息率 (%)	22
图 40: 潞安环能 PE-Band	23
图 41: 潞安环能 PB-Band	23

投资聚焦

1) 煤炭行业唯一高新技术企业，是煤企中的“专精特新”

①公司是全国煤炭企业首家，也是唯一一家高新技术企业，2022年再次通过高新技术企业认定，继续享受10%企业所得税优惠政策。2023年3月，公司入选创建世界一流专精特新示范企业名单。②公司拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，项目曾先后获得国家科技进步奖二等奖、煤炭工业科技进步奖特等奖等。③公司可生产出具有“三高（高热值、高热稳定性、高灰熔融性）、二低（低灰分、低挥发分）、三特低（特低硫、特低磷、特低氯）”特征的高炉喷吹用煤，具有较强的竞争优势。

2) 公司资产优质并持续推进精益经营，保障公司行稳致远

①公司先进产能高、单井规模大，截至2022年底，公司合计先进产能为4730万吨/年。②公司减值损失计提水平远低于A股主要样本煤炭上市公司，2022年资产损失转回0.37亿元，远低于A股主要样本煤炭上市公司平均水平（-13.57亿元）。③公司推行精益思想指导下的“算账”文化，综合运用“加（加快资源扩充）减（推动降本增效）乘（坚持延链补链）除（深化内部改革）”手段，有望驱动公司高质量发展。④公司盈利能力强韧、偿债能力优秀，截至2022年底，公司ROE（加权）为33.98%，位列申万煤炭开采行业（28家）第5。2022年，销售净利率为31.24%，位列行业第2。资产负债率为48.08%，位列行业第8。

3) 内生外延成长&高灵活性喷吹煤长协，业绩弹性较高

①潞安矿业集团证券化率较低，截至2022年底，潞安矿业集团资产证券化率为27.57%。产能证券化率为50%，仍有较大提升空间，集团体内仍有3500万吨/年的喷吹煤资产未上市。②公司积极开展矿井高质量发展三年行动，紧盯煤炭资源申办、积极开展矿井建设（仅煤矿技改项目就达390万吨/年）、加快推进伊田、黑龙关、黑龙3座矿井120万吨产能核增、超前谋划抽掘采衔接，积极释放煤炭产能，内生成长有望加速。③公司喷吹煤长协为锁量不锁价的月度长协，喷吹煤价格跟随市场价格波动。混煤仅40%长协，其余按照市场价格销售。喷吹煤、混煤销量占比超90%，整体长协比例低，业绩弹性高。

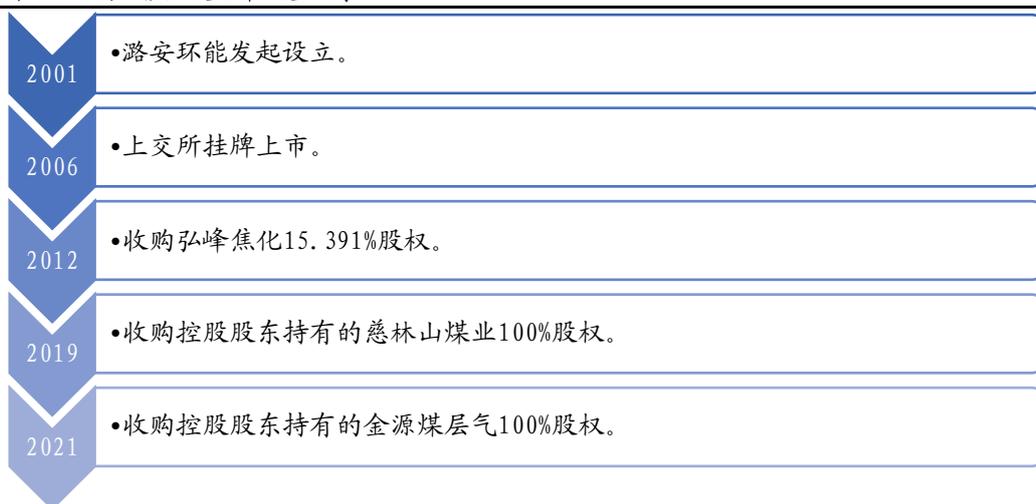
4) 高股息、低估值，配置性价比较高

①2022年，公司现金分红85.26亿元，占归母净利润的60.17%，分红率位居A股主要样本煤炭上市公司前列。至8月11日收盘价，公司股息率达17.75%，位列A股主要样本煤炭上市公司第一。②纵向来看，截至8月11日，公司PE（TTM）为3.19，为近五年来约0.78%分位数。PB为1.09，为近五年来约60.59%分位数，整体估值水平较低。横向来看，我们预计公司2023年PE为4.37，同样低于4家喷吹煤/无烟煤可比公司PE的平均水平（4.69）。

一、以贫瘦煤、贫煤为主的喷吹煤龙头

山西潞安环保能源开发股份有限公司成立于 2001 年 7 月 19 日，是由山西潞安矿业（集团）有限责任公司作为主发起人，将其所属王庄煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、五阳煤矿、石圪节矿洗煤厂以及与之相关的经营性资产作为出资发起设立而成的。2006 年 9 月 22 日，公司在上海证券交易所挂牌上市。2012 年公司收购弘峰焦化 15.391% 股权。2019 年，公司以现金方式收购控股股东持有的慈林山煤业 100% 股权。2021 年，公司以非公开协议方式向控股股东购买金源煤层气 100% 股权。

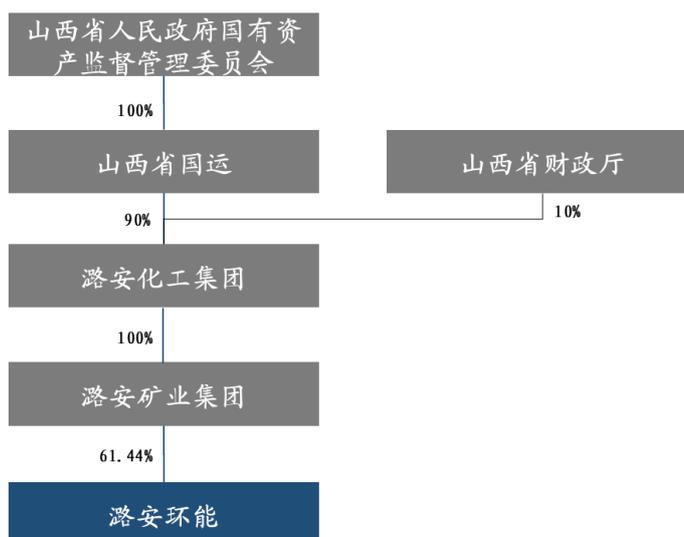
图 1：潞安环能历史沿革及重大事项



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

山西省国资委是公司实控人。为推进山西省属企业产业结构调整，由省国资运营公司组织，山西潞安集团将其所持有的包括潞安环能、潞安化工公司股权在内的多项资产无偿划转注入新组建的潞安化工集团。本次无偿划转完成后，潞安化工集团成为潞安环能控股股东，上市公司实际控制人仍为山西省国资委。

图 2：潞安环能股权结构

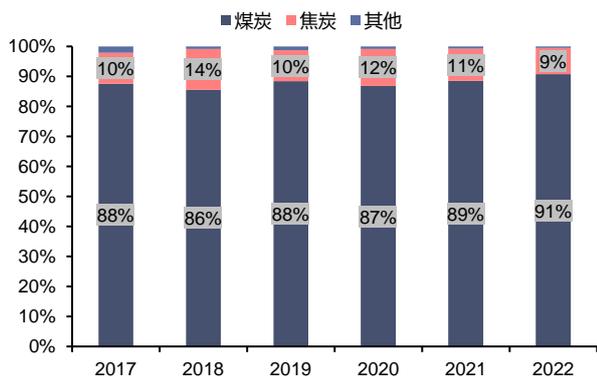


资料来源：公司年报，iFind，信达证券研发中心 注：截至 2022 年年报。

煤炭业务是公司主要营收和利润来源，营收占比约 90%。长期以来，煤炭产品贡献了绝大部分营业收入和利润，是公司最主要产品。2022 年，公司煤炭板块营收 493 亿元，占总营收的

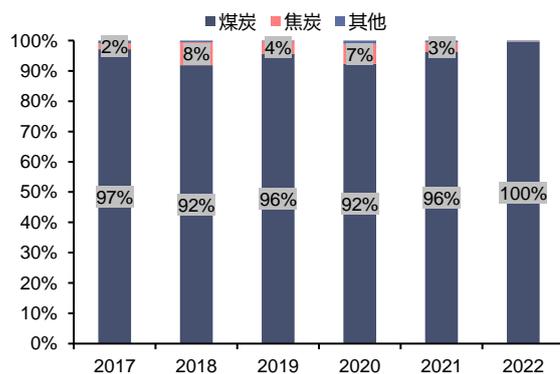
91%；焦炭板块营收 48 亿元，占总营收的 9%。煤炭板块实现毛利 302 亿元，占总毛利的 99.7%。

图 3: 2017-2022 分板块收入占比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2017-2022 分板块毛利占比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

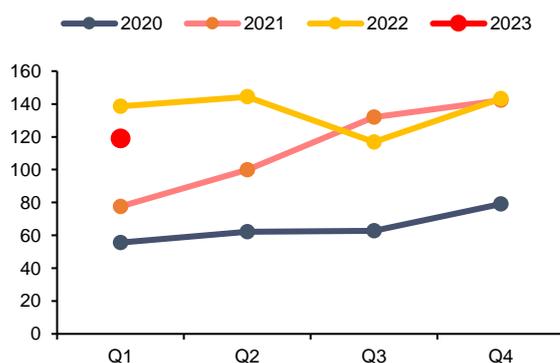
受益于公司煤炭主业量价齐升，2022 年公司全年营收延续高增。2022 年，公司实现营业收入 543 亿元，同比+20.3%。受到吨煤售价下降等因素的影响，2023 年一季度公司营业收入为 119 亿元，同比-14%。

图 5: 2017-2023Q1 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

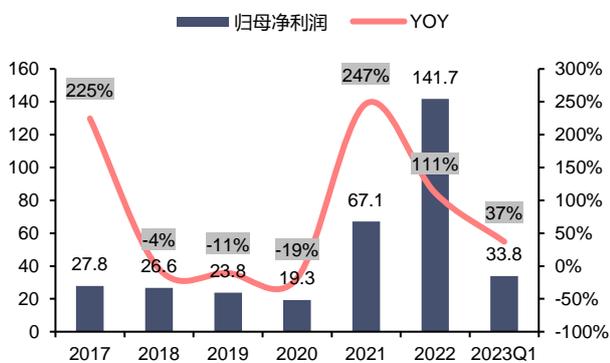
图 6: 2020-2023Q1 公司季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

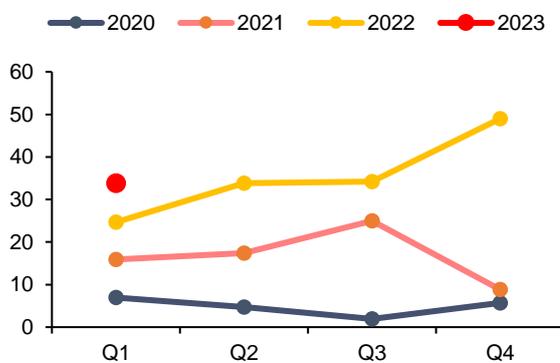
2022 全年归母净利润大幅上涨。2022 年公司实现归母净利润 142 亿元，同比增长 111%。2023 年一季度，公司实现归母净利润 34 亿元，同比增长 37.1%。

图 7: 2017-2023Q1 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 2020-2023Q1 公司季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2018 年以来，公司煤炭产销量稳步增长。2022 全年原煤产量 5690 万吨，同比增长 254 万吨 (+4.67%)。2022 年，商品煤销量达 5294 万吨，同比增长 259 万吨 (+5.14%)。需要注

意的是，2018-2022年，5年间公司产销量一直保持增长态势，原煤产量5年CAGR为8.21%，商品煤销量5年CAGR为8.60%。

2023年上半年，公司产销继续延续增长态势。2023H1公司完成原煤产量2954万吨，同比+0.37%；完成商品煤销量2729万吨，同比+4.44%。

图 9: 2018-2023H1 公司原煤产量 (万吨, %)



资料来源: 公司年报, Wind, 信达证券研发中心

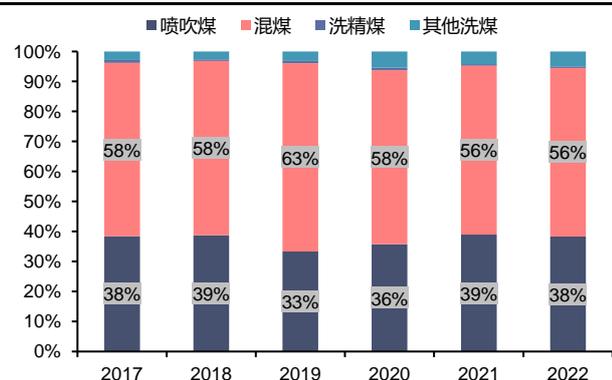
图 10: 2018-2023 H1 公司商品煤销量 (万吨, %)



资料来源: 公司年报, Wind, 信达证券研发中心

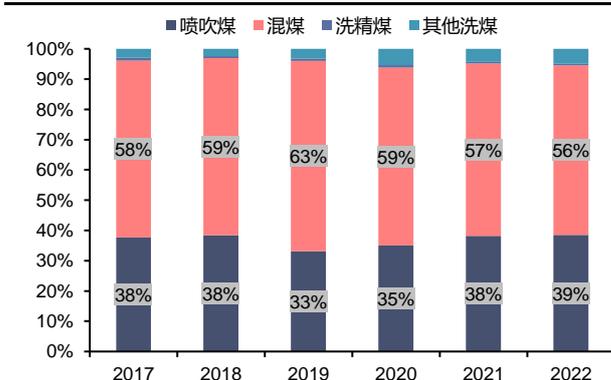
喷吹煤和混煤是公司的主要产品。公司主要煤种是瘦煤、贫瘦煤和贫煤，煤炭产品属特低硫、低磷、低灰、高热量的优质动力煤和炼焦配煤，主要有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等4大类煤炭产品以及焦炭产品，主要用于发电、动力、炼焦和钢铁行业。其中，喷吹煤和混煤是公司主要产品，两者占公司产销量的90%以上。

图 11: 2017-2022 公司分煤种产量占比 (%)



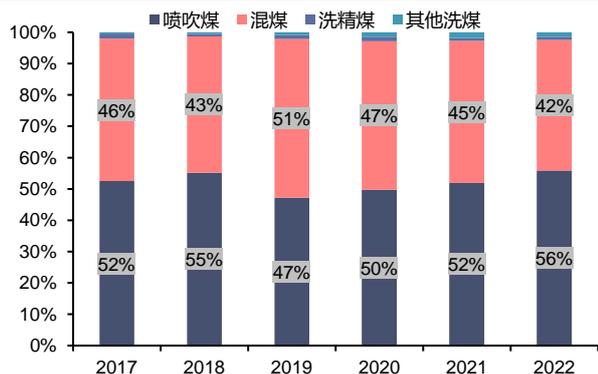
资料来源: 公司年报, Wind, 信达证券研发中心

图 12: 2017-2022 公司分煤种销量占比 (%)

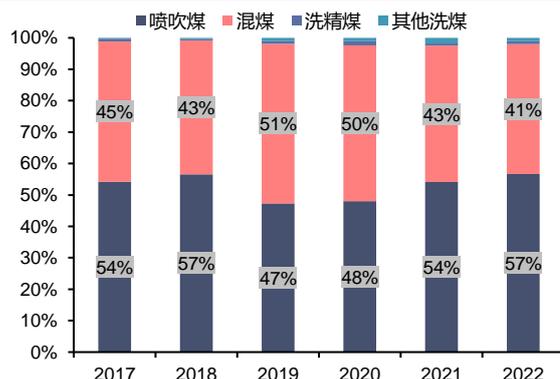


资料来源: 公司年报, Wind, 信达证券研发中心

煤炭板块营收中喷吹煤占比超 50%。2022年，煤炭板块实现营业收入492.7亿元，其中喷吹煤营收达275.5亿元，占比为56%。煤炭板块实现毛利302.4亿元，其中喷吹煤实现毛利达171.3亿元，占比为57%。

图 13: 2017-2022 公司分煤种营收占比 (%)


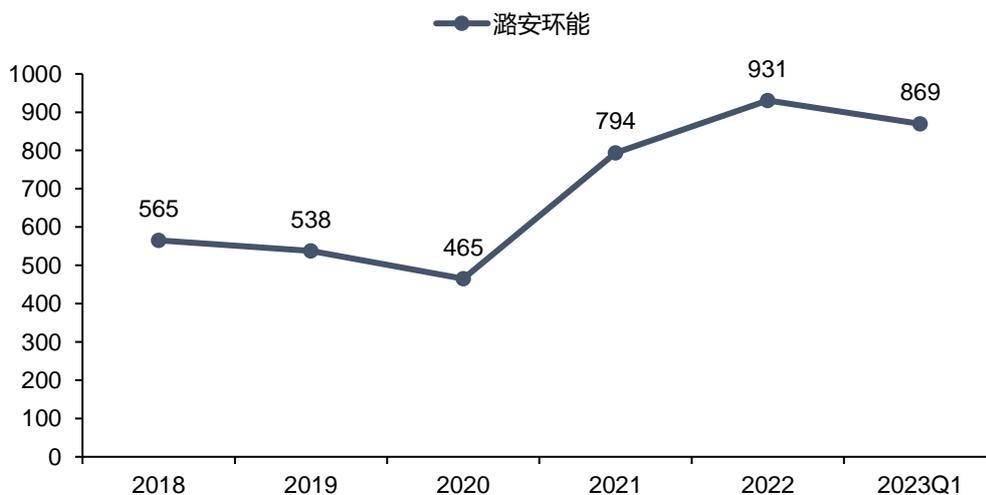
资料来源: 公司年报, Wind, 信达证券研发中心

图 14: 2017-2022 公司分煤种毛利占比 (%)


资料来源: 公司年报, Wind, 信达证券研发中心

公司整体长协比例较低且价格灵活性高, 为公司带来较高业绩弹性。公司近四成混煤按照电煤保供的长协价格进行销售, 其余的动力煤销售按照市场价格进行。公司的喷吹煤长协采用锁量不锁价的模式, 价格月度调整, 长协价和市场价差距不大。混煤与喷吹煤销量及营收占比均超过 90%, 整体长协比例较低且定价较为灵活, 为公司带来较高业绩弹性。

2020 年以来公司吨煤售价整体维持高位。2022 年, 公司商品煤销售单价上涨至 931 元/吨, 同比增长 17.22%, 连续三年吨煤售价上涨。2023 年一季度, 受煤炭市场价格下降等的影响, 公司商品煤销售单价降至 869 元/吨, 同比下降 10.87%。

图 15: 2018-2022 公司吨煤售价 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2021 年以来, 公司吨煤成本呈下降态势。2022 年公司商品煤销售成本 190 亿元, 吨煤销售成本为 359 元/吨, 同比下降 3.92%。2023 年一季度, 公司吨煤成本持续下降, 吨煤销售成本为 351 元/吨, 相比 2022 年全年下降 2.34%, 同比 2022 年一季度下降 34.43% (2022 年一季度因掘进相关支出等造成成本较高)。

2021 年以来, 受益于售价抬升&成本下降, 公司吨煤毛利有所提升。2022 年公司吨煤毛利为 206 元/吨, 同比上涨 7.66%。2023 年一季度公司吨煤毛利为 214 元/吨, 相比 2022 年全年上涨 4.08%, 相比 2022 年一季度同比上涨 613.99%。

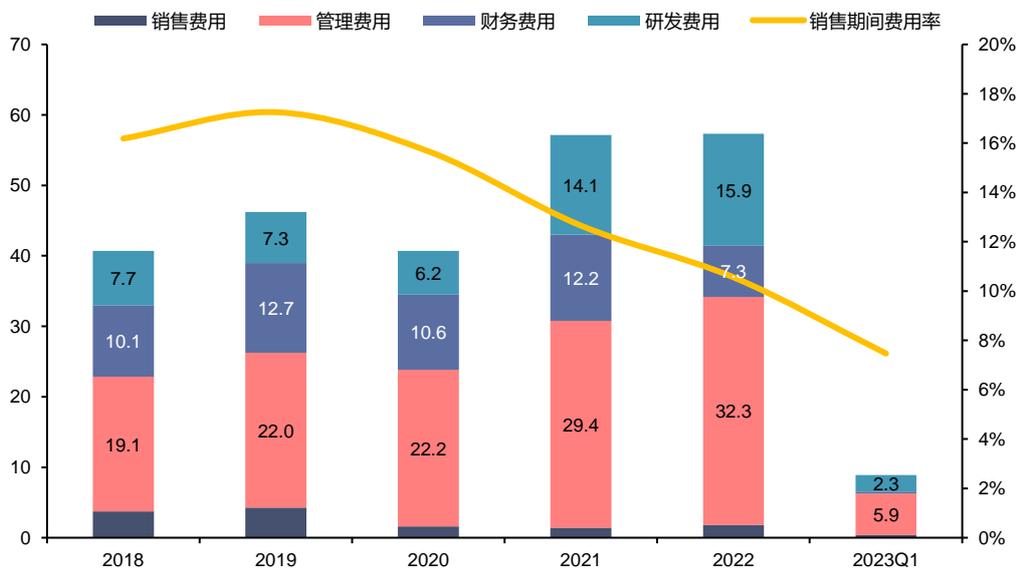
图 16: 2018-2022 公司商品煤吨煤成本 (元/吨, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 2018-2022 公司吨煤毛利 (元/吨, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2021-2022 年期间费用高增, 2023 年一季度同比下滑。2022 年公司期间费用为 57.34 亿元, 同比+0.36%, 基本与 2021 年 (57.13 亿元) 持平。需要注意的是, 2021、2022 年相较于 2020 年期间费用都有大幅提升, 分别+40.40%、40.91%。2023 年一季度公司期间费用同比大幅下降, 由 2022 年一季度的 12.91 亿元下降至 8.88 亿元, 同比下降 31.22%。

图 18: 2018-2023Q1 公司四费与销售期间费用率变动 (亿元, %)


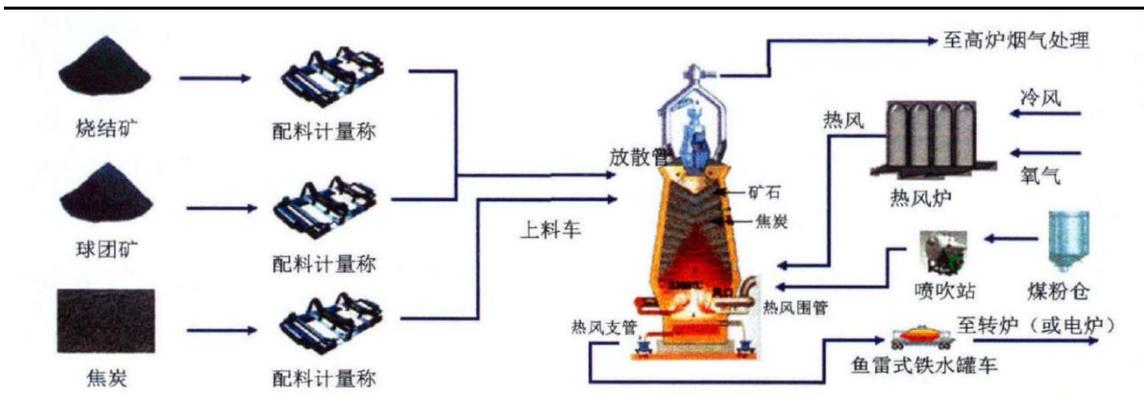
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、 贫煤、 贫瘦煤、 无烟煤可用作喷吹煤

1. 喷吹煤是提升高炉经济性的重要途径

高炉喷吹用煤是提高高炉经济效益的重要途径。高炉喷吹用煤是指从高炉风口向炉内喷吹磨细的煤粉，以替代焦炭起到提供热量和还原剂的作用，减少焦炭使用量，是现代高炉降低成本提高经济效益的重要技术措施。高炉喷吹煤粉不仅可以有效减少钢铁冶炼对炼焦煤的需求，同时还是高炉冶炼过程中调节炉内冶炼条件的有效手段。

图 19：高炉炼铁生产工艺流程

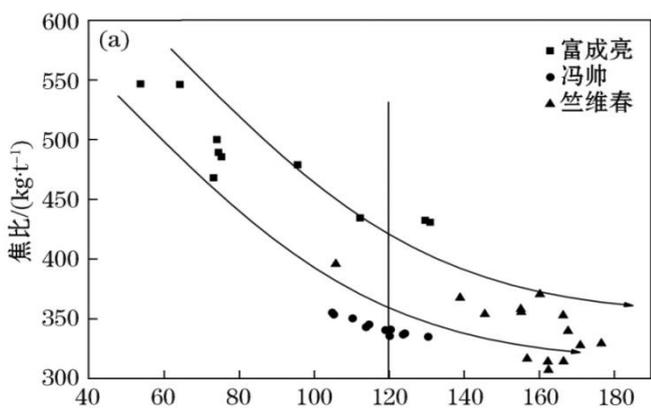


资料来源：王子明《焦炭和铁氧化物在高炉内气固反应机理》，信达证券研发中心。

高炉喷煤比并非越高越好。高炉生产实践证明，并不是喷吹量越大越好，过大的喷吹量，将会降低煤粉在高炉内的有效利用率，甚至会破坏高炉煤气流的分布，影响高炉稳定顺行，造成燃料成本增加。因此无论从高炉顺行的角度，还是从经济效益方面考虑，高炉煤比必须同自身的原燃料条件和操作水平相适应，只有在高炉稳定顺行的基础上，才能实现经济煤比¹。

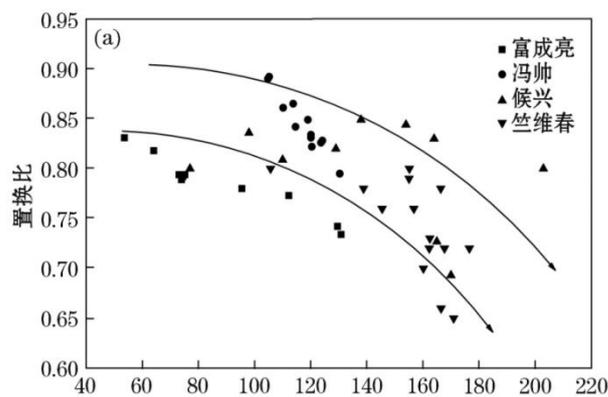
随着喷煤比的提高煤焦置换比会下降。煤焦置换比是衡量喷煤效果的重要指标，在一定冶炼条件下，置换比与喷煤量的关系是遵循递减规律的，即随着喷煤量的增加，置换比将会降低。置换比的降低有可能导致燃料比过高，造成经济上不合算的情况，这时进一步扩大喷吹量只能造成喷吹燃料的浪费²。

图 20：煤比与焦比关系



资料来源：唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》，信达证券研发中心 注：横轴为喷煤比

图 21：煤比与实际置换比之间关系



资料来源：唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》，信达证券研发中心 注：横轴为喷煤比

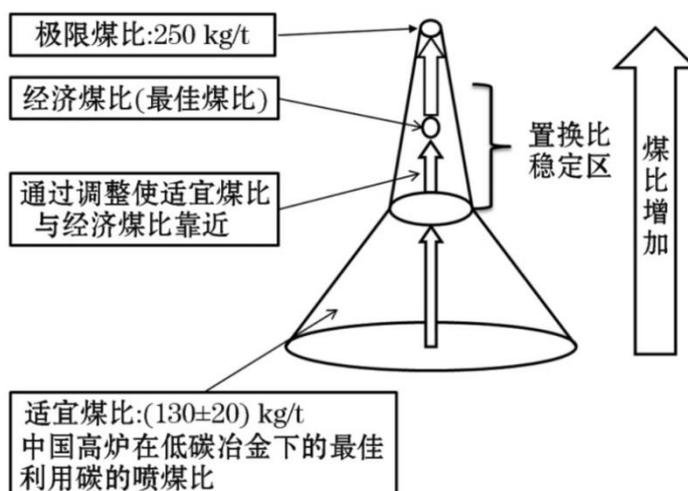
当喷煤代替的焦炭成本等于喷吹煤粉成本时，该状态下的喷煤比称为经济喷煤比最大值。经济煤比是指在最佳生产调配条件下，考虑高炉原燃料结构和质量、高炉操作条件、原燃料市

¹ 部分内容引自侯李平《高炉经济喷煤量的研究与实践》

² 部分内容引自唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》

场价格等因素，喷煤比最高且稳定，焦比、燃料比最低的操作。经济煤比的大小取决于煤焦价格、原料价格、喷煤量、煤焦置换比和操作水平等多种因素，最终由总燃料消耗和铁水成本来决定。经济煤比对应的置换比称之为经济置换比³。

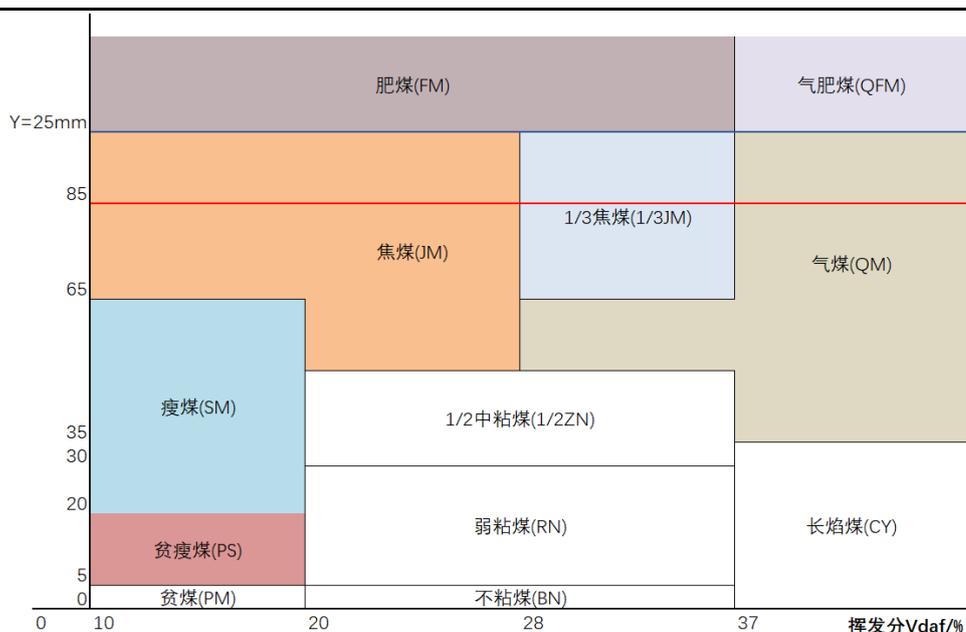
图 22: 喷吹煤比难易程度示意图



资料来源: 唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》, 信达证券研发中心。

贫煤、贫瘦煤是新型喷吹煤。传统高炉喷吹用煤以无烟煤为主，但由于无烟煤价格高、制粉能耗高、喷吹燃烧性能差等原因，难以满足现实的发展需要。贫煤、贫瘦煤是介于高挥发分烟煤和无烟煤之间的煤种，具有基本无结焦性、挥发分比无烟煤略高、燃烧性和反应性比无烟煤好等特点。同时，我国可用于喷吹的贫煤、贫瘦煤的储量非常丰富，可选性好，能够保证高炉长期喷煤需求。同其他冶金用煤相比，我国贫煤、贫瘦煤的价格也较低，能有效降低高炉炼铁成本，也可实现贫煤、贫瘦煤价值的最大化⁴。

图 23: 烟煤煤种划分



资料来源: 掌上煤焦, 信达证券研发中心。

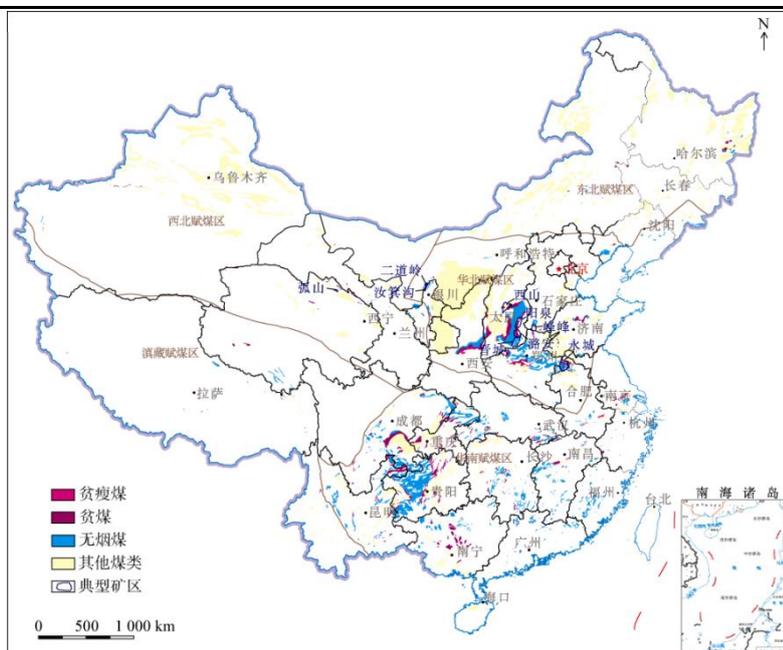
³ 部分内容引自唐庆利, 张建良等《高炉炼铁煤焦置换新概念》

⁴ 部分内容引自湛燕, 刘仁生等《路安高炉喷吹煤经济效益分析》

2. 潞安矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区

可用于喷吹煤的无烟煤、贫煤和贫瘦煤在我国分布范围广泛。主要分布在华北赋煤区的山西、河南、陕西、宁夏，华南赋煤区的云南、贵州、四川、湖北、湖南、福建、江西，以及西北赋煤区的甘肃、青海。

图 24：高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布



资料来源：乔军伟,李正越等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》，信达证券研发中心。

潞安矿区是稀缺高炉喷吹用煤典型矿区。根据乔军伟等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》，在煤炭地质勘查中将稀缺高炉喷吹用煤定为灰分质量分数不大于 12.00%、全硫质量分数不大于 1.00%、磷质量分数不大于 0.03%的优质无烟煤、贫煤、贫瘦煤。对于灰分、硫分、磷分含量较低且能够落入稀缺高炉喷吹用煤地质评价范围的典型矿区进行筛选后发现，河北峰峰、河南永城、山西西山、阳泉、潞安、晋城、内蒙古二道岭、宁夏汝箕沟、青海孤山等矿区的部分煤质指标满足稀缺高炉喷吹用煤地质评价要求。

表 1：典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标

矿区	$\omega(\text{Ad})/\%$	$\omega(\text{St}_1)/\%$	$\omega(\text{P})/\%$	主要煤类
峰峰	11.55~35.45/21.56	0.68-6.03/3.01	0~0.05/0.04	PM、WY
永城	9.28~29.21/15.01	0.24~1.14/0.42	0.01~0.05/0.03	WY、PM
西山	6.87~39.19/21.25	0.20~2.40/0.54	0~0.14/0.01	PS、PM
阳泉	9.21~32.98/19.49	0.36~0.49/0.39	0~0.04/0.02	PM
潞安	8.93~28.21/16.38	0.29~7.71/2.63	0~0.03/0.02	PM
晋城	11.89~15.93/13.97	0.28~0.45/0.36	0~0.04/0.02	WY
二道岭	8.84~10.10/9.59	0.15~0.40/0.25	0~0.02/0.01	WY
汝箕沟	6.86~12.93/10.06	0.18~0.57/0.33	0~0.04/0.01	WY
孤山	12.63~18.92/14.45	0.42~0.93/0.57	0~0.02/0.01	PM

资料来源：乔军伟,李正越等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》，信达证券研发中心

三、兼具稳健性与业绩弹性的“专精特新”煤企

1.煤企中的“专精特新”，拥有贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术自主知识产权

公司拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，打破了只有无烟煤用于高炉喷吹的理论禁锢。“潞安煤用于高炉喷吹技术开发与应用”项目曾先后获得国家科技进步奖二等奖、煤炭工业科技进步奖特等奖、山西省科技进步奖一等奖、国家安监总局安全科技进步奖一等奖。**公司作为全国煤炭企业首家，也是唯一一家高新技术企业，2022年公司再次通过高新技术企业认定，继续享受10%企业所得税优惠政策。2023年3月，公司入选创建世界一流专精特新示范企业名单。**

潞安贫煤、贫瘦煤经过洗选加工后，可生产出具有“三高、二低、三特低”特征的高炉喷吹用煤。“三高”是指高热值、高热稳定性、高灰熔融性；“二低”是指低灰分、低挥发分；“三特低”是指特低硫、特低磷、特低氯。根据潞安喷吹用煤研究数据，潞安煤可磨性大于90%，灰熔点大于1400℃，挥发分适中，均在12.72%~15.01%之间，固定碳含量高，可磨性好，通过对潞安煤与国内高炉喷吹用量较多的阳泉、神华、大同煤种的工业分析比较，可以看出潞安煤在含碳量、反应性、燃烧率、置换比等指标方面具有较强的竞争优势⁵。

表 2：潞安煤和几大矿区煤种的工业分析结果比较

名称	全水分 (Mt%)	灰分 (Ad%)	挥发分 (Vdaf%)	全硫 (St,d%)	发热量 (Qnet,ar) (MJ/kg)
潞安	0.45	9.09	11.51	0.29	29.44
阳泉	1.05	11.57	7.63	0.63	27.68
神华	8.72	5.04	37.29	0.39	25.11
大同	2.66	5.23	28.96	0.49	26.43
鹤壁	0.4	9.61	15.35	0.24	28.63

资料来源：贾恩立《潞安建设优质喷吹煤基地的战略思考》，信达证券研发中心

表 3：潞安煤与国家标准对照表

项目	国家标准	潞安煤指标
灰分	A<8.0%~13.5%(特级<8.0%)	9.09
水分	M<8.00%	0.45
可磨性系数	一级>70，二级：50~70	90
发热量	>24.25MJ/kg(5800kcal/kg)(收到基)	29.44
胶质层	越薄越好，要求 Y<10mm	7
硫分	越低越好，<1.0%	0.29
磷分	一级<0.010%，二级 0.011%~0.030%，三级 0.031%~0.050%	0.009
K、Na 总含量	一级为<0.12%，二级为<0.13%~0.20%。	0.1
挥发分	一般不超过 20%	11.51

资料来源：贾恩立《潞安建设优质喷吹煤基地的战略思考》，信达证券研发中心

2016 年以来喷吹煤产销整体呈增长态势。2022 年公司喷吹煤产量为 2042 万吨，同比+2%。喷吹煤销量为 2039 万吨，同比+6%。需要注意的是，公司喷吹煤产销自 2016 年开始整体呈增长态势。2016-2022 年，喷吹煤产量 7 年 CAGR 为 8.77%，喷吹煤销量 7 年 CAGR 为 8.65%。

⁵ 部分内容引自湛燕,刘仁生等《潞安高炉喷吹煤经济效益分析》

图 25: 2016-2022 公司喷吹煤产量 (万吨, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

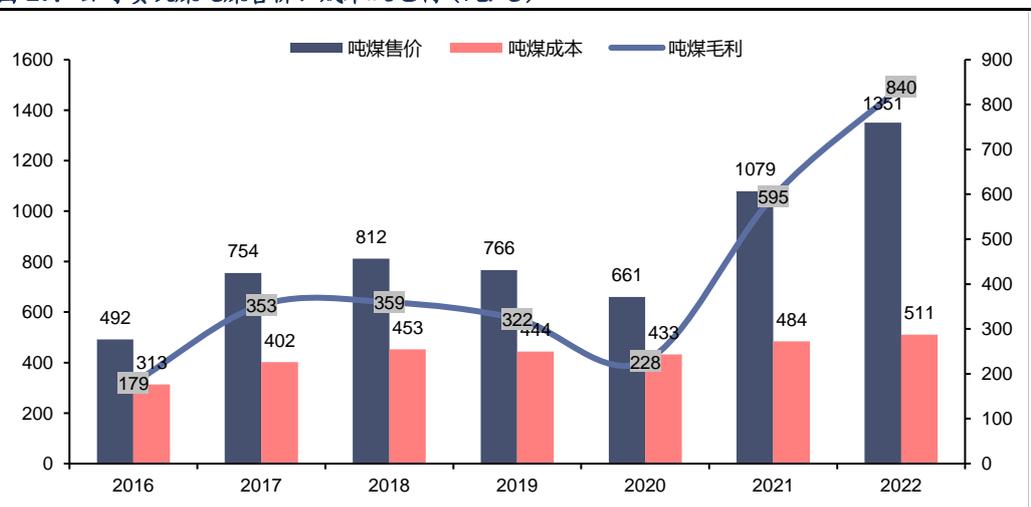
图 26: 2016-2022 公司喷吹煤销量 (万吨, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

受益于煤价大幅抬升, 公司喷吹煤吨煤毛利大幅提升。2022 年公司喷吹煤销售均价为 1351 元/吨, 同比+25.22%。售价高增下, 吨煤成本增长有限, 2022 年公司喷吹煤吨煤成本为 511 元/吨, 仅同比+5.52%。因此当年喷吹煤毛利大幅增长至 840 元/吨, 同比+41.26%。

图 27: 公司喷吹煤吨煤售价、成本及毛利 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2. 资产优质&精益经营, 保障公司行稳致远

公司既有资产优质, 拥有在产先进产能 4730 万吨。截至 2022 年底, 公司拥有生产矿井 18 个, 合计先进产能为 4730 万吨/年。先进产能比例和规模均属于行业前列, 单井规模均提升至 60 万吨/年以上, 平均单井产量约 300 万吨/年。截至 2021 年底, 公司拥有非整合矿井 9 个, 核定产能合计 3740 万吨/年; 整合矿井 9 个, 核定产能合计 1050 万吨/年。公司矿井平均可采年限为 23 年, 煤炭资产久期较长。

表 4: 截至 2021 年底公司合并范围内主要非整合矿情况

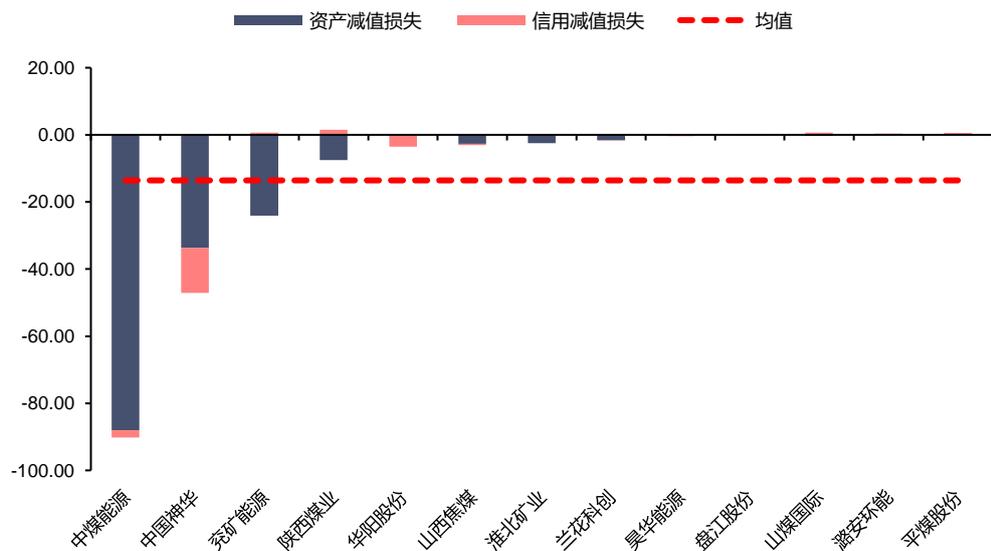
矿名	主要煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	可采年限
常村煤矿	贫煤	6.01	3.08	800	26
王庄煤矿	贫煤	5.01	2.04	710	16
漳村煤矿	贫煤	2.24	1.08	400	18
五阳煤矿	贫瘦煤	3.02	1.2	360	40
余吾煤业	贫煤	12.1	2.89	750	19
潞宁煤业	气煤、焦煤	4.65	2.2	180	58
慈林山煤矿	贫煤、无烟煤	2.79	1.56	60	18

慈林山煤业夏店煤矿	贫煤			180
慈林山煤业李村矿井	贫煤			300
合计		35.81	14.05	3740
				23

资料来源：公司跟踪评级报告，《煤矿设计科学产能形成机制探讨》，信达证券研发中心 注：数据截至2021年末；可采年限按照2021年产量推算；储量备用系数选用1.4。

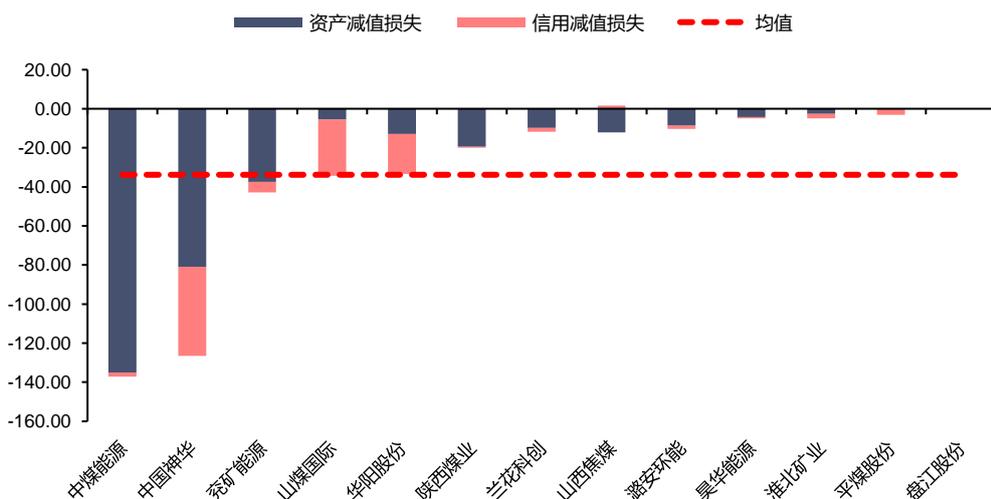
公司资产质量优质，减值计提远低于同业。2022年，公司计提资产减值转回0.01亿元，信用资产减值转回0.36亿元，合计计提资产转回0.37亿元，远远低于A股主要样本煤炭上市公司平均水平（-13.57亿元）。2019-2022年4年间，公司计提资产减值损失8.59亿元，计提信用减值损失1.69亿元，合计计提减值损失10.28亿元，同样远远低于A股主要样本煤炭上市公司平均水平（-33.80亿元）。

图 28：主要样本煤炭上市公司 2022 年减值损失情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：主要样本煤炭上市公司 2019-2022 年减值损失情况（亿元）

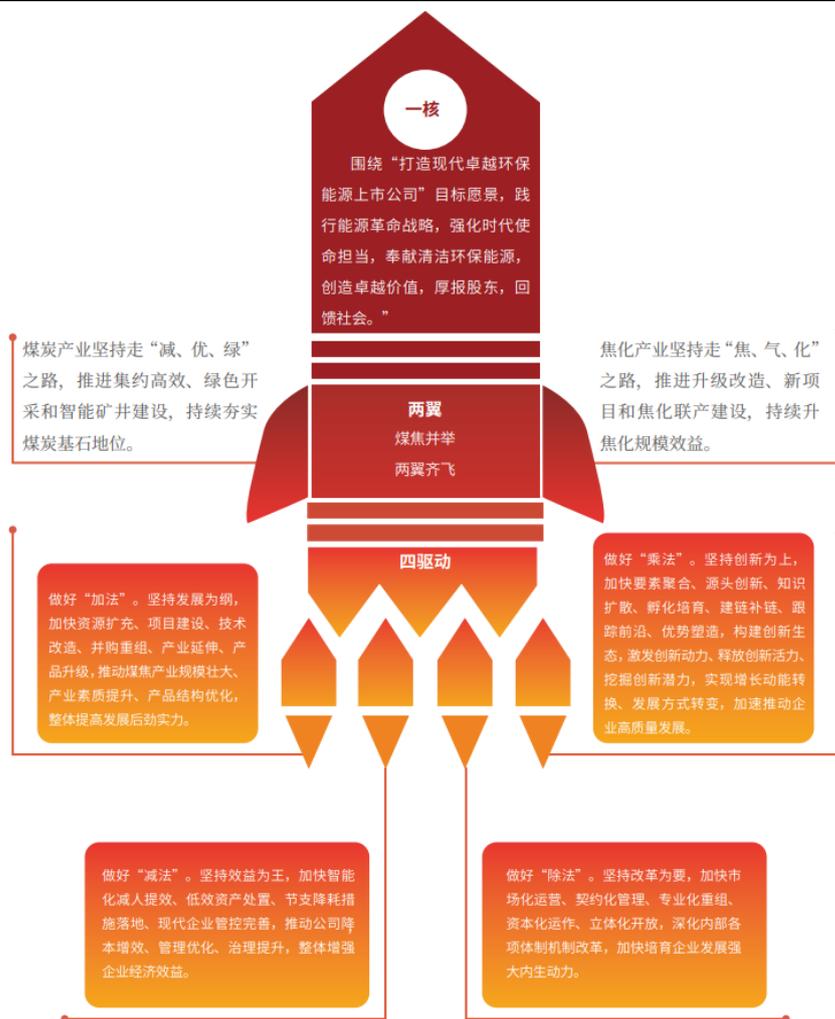


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司推行精益思想指导下的“算账”文化。在营销策略方面，公司持续优化“早提价、晚降价”营销策略，发挥区域龙头优势，实现营销增收增效。在绩效管理方面，公司大力实施“全面预算—绩效考核—薪酬分配”一体化融合，全覆盖签订“一体化融合清册”，实现全员绩效分级分类精准考核和差异化薪酬分配。**公司 2020-2025 年“一核两翼四驱动”发展战**

略中提出综合运用“加、减、乘、除”四种手段，有望驱动公司高质量发展，实现企业行稳致远。

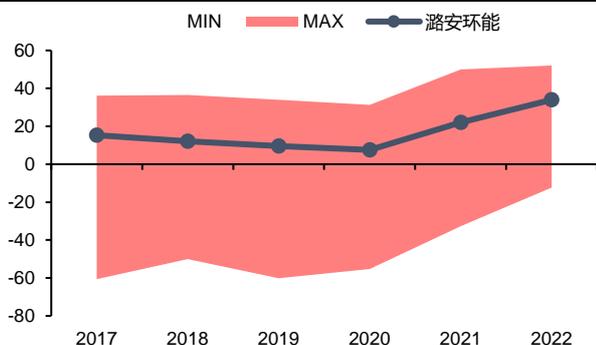
图 30: 公司“一核两翼四驱动”战略体系



资料来源：潞安环能 2022 年社会责任报告，东方财富网，信达证券研发中心

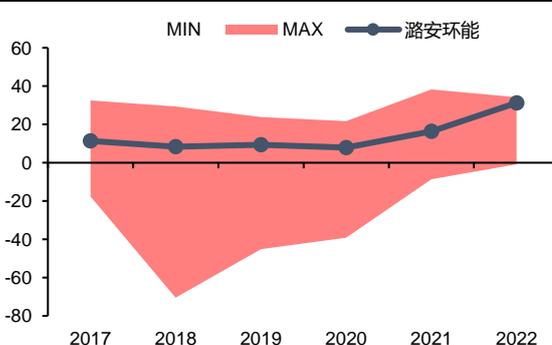
资产优质&精益经营，公司 ROE、销售净利率位居行业前列。2022 年末，公司 ROE（加权）为 33.98%（SW 煤炭开采中位数 21.92%），位列申万煤炭开采行业（28 家）第 5。2022 年，公司销售净利率为 31.24%（SW 煤炭开采中位数 20.87%），位列申万煤炭开采行业（28 家）第 2。

图 31: 2017-2022 公司加权 ROE (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：样本范围为 SW 煤炭开采行业

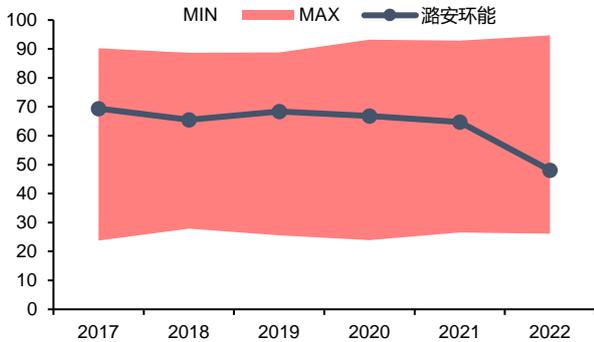
图 32: 2017-2022 公司销售净利率 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心注：样本范围为 SW 煤炭开采行业

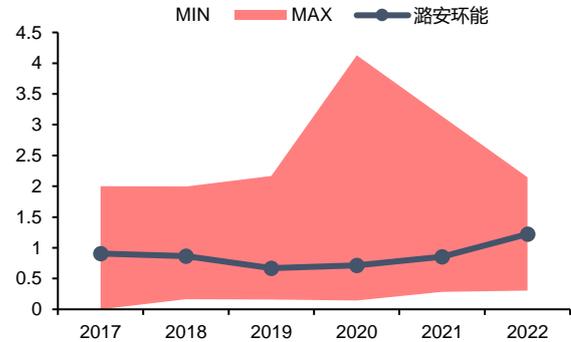
公司偿债能力较好。2022 年，公司资产负债率为 48.08%（SW 煤炭开采中位数 54.18%），位列申万煤炭开采行业（28 家）第 8。从流动比率来看，公司也基本处于可比公司中的较高水平，2022 年，公司流动比率为 1.22（SW 煤炭开采中位数 0.98），位列申万煤炭开采行业（28 家）第 10。

图 33: 2017-2022 公司与可比公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 样本范围为 SW 煤炭开采行业

图 34: 2017-2022 公司与可比公司流动比率

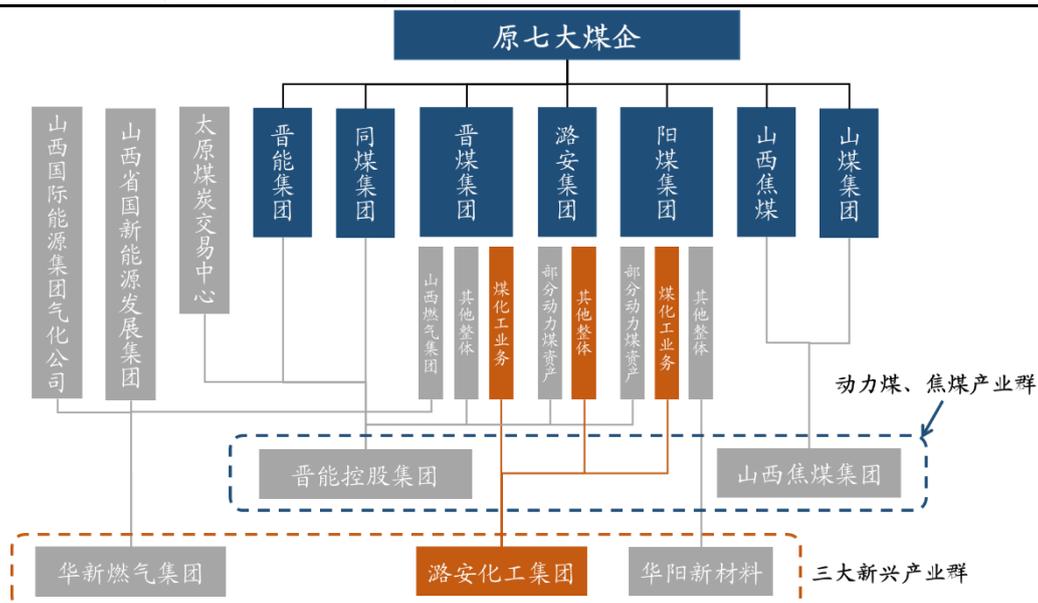


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 样本范围为 SW 煤炭开采行业

3. 背靠潞安矿业集团，煤炭业务内生外延成长可期

专业化引领新一轮战略重组，潞安化工集团定位于煤化工集团。2020 年，山西新一轮战略重组拉开序幕，4 月，全国最大焦煤生产加工企业焦煤集团宣布，对山煤集团进行重组，煤炭产能 2 亿吨。7 月，潞安集团、阳煤集团、晋煤集团三家的煤化工业务宣布整合为潞安化工集团。9 月，山西省联合重组省属五大煤企——同煤集团、晋煤集团、晋能集团、潞安集团、阳煤集团相关资产，以及改制改企的中国（太原）煤炭交易中心，新设成立晋控集团。10 月，阳煤集团整体更名设立华阳新材料集团。同月，国新能源集团、晋煤集团旗下的山西燃气集团有限公司，以及山西国际能源集团气化投资管理有限公司实施重组，组建华新燃气集团有限公司。至此，山西原有七大煤企与国新能源集团共八家企业，重组为焦煤集团、晋控集团、华阳新材料、潞安化工、华新燃气五家大型企业，形成焦煤、动力煤两大产业集群，以及新材料、燃气、煤化工三大新兴产业集群。

图 35: 新一轮重组后潞安化工集团是山西省规划的煤化工集团



资料来源: 公司公告, 华夏能源网, 全国能源信息平台, 信达证券研发中心整理 注: 晋控集团与山西焦煤集团存在动力煤、焦煤煤矿互换, 图中未标出。

潞安矿业集团拥有煤炭产能 9460 万吨。截至 2022 年末，集团拥有山西省内和新疆两大煤炭生产基地，在山西省内和新疆合计拥有 36 对矿井，设计生产能力 9,460 万吨/年。其中：生产矿井 29 座、产能 8380 万吨，建设矿井 3 座、设计生产能力 750 万吨，停缓建矿井 3 座、设计生产能力 270 万吨，停产矿井 1 座、产能 60 万吨。作为集团的主导产业，煤炭产品业务是公司的主要利润来源。

不包含整合矿井及新疆基地，潞安矿业集团仍有 3500 万吨/年的贫煤、瘦煤、贫瘦煤及无烟煤资产未上市。截至 2022 年底，不包含整合矿井及新疆基地，潞安矿业集团体内仍有 3500 万吨/年的在产产能未上市，其中省内主体矿井 5 座，合计产能 2330 万吨/年，煤种为瘦煤、贫煤、贫瘦煤。由华阳集团划入 3 座矿井，合计产能 1170 万吨，煤种为无烟煤。

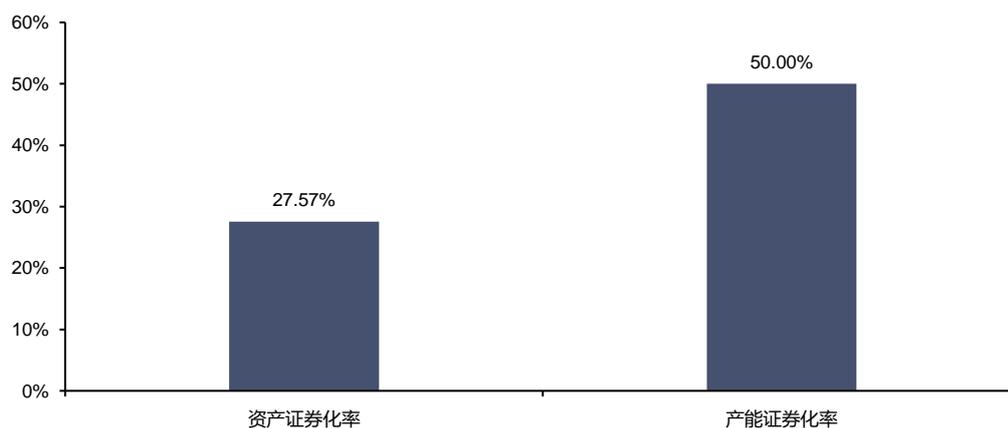
表 5: 潞安矿业集团未上市在产煤矿

	地质储量	可采储量	剩余可采年限	主采煤种	核定产能	
省内主体矿	司马煤业	4.8	1.1	27.3	瘦煤	300
	郭庄煤业	0.6	0.1	5.1	贫煤	180
	高河能源	5.1	2.4	24.82	贫瘦煤	750
	李村煤矿	1.5	1.1	20.4	贫煤	300
	古城煤矿	12.8	7.2	68.2	贫煤	800
	小计	24.9	11.9			2330
外部划转矿	五矿	7.1	3.0	25.1	无烟煤	450
	新元	13.3	6.5	153.5	无烟煤	270
	寺家庄煤业	10.7	5.9	81.9	无烟煤	450
	小计	31.1	15.4			1170
总计	总计	56.1	27.3		3500	

资料来源：潞安矿业集团募集说明书，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心，信达证券研发中心 注：未考虑整合矿井及新疆基地。外部划入矿井暂未进行股权变更。

潞安矿业集团证券化率较低。截至 2022 年底，潞安矿业集团资产证券化率为 27.57%，产能证券化率为 50%，仍有较大提升空间。

图 36: 潞安矿业集团资产及煤炭产能证券化率 (%)



资料来源：集团跟踪评级报告，Wind，信达证券研发中心 注：未考虑尚未完成股权变更登记的阳煤化工。

公司积极开展矿井高质量发展三年行动。2022 年，为保证公司矿井持续高质量发展，潞安环能开展“矿井高质量发展三年行动”，并确定了“强基固本、稳步提升、争创一流”的三步战略提升目标。公司超前谋划抽掘采衔接，加快掘进装备升级改造，狠抓瓦斯超前治理。2022 年，公司伊田、黑龙关、黑龙 3 座矿井产能核增取得实质进展，上庄煤业联合试运转完成竣工验收，元丰矿产正在积极筹建，五阳煤矿、后堡煤业等扩区资源申办高效推进。未来公司将力争伊田、黑龙关、黑龙 3 座矿井 120 万吨产能核增取得国家发改委批复，做好新良友等标准

化矿井评审工作，加快元丰矿产经济可行性论证投建步伐，加快忻峪煤业复工复产进度，积极推进开拓煤业下水平工程建设。

公司着力加快资源储备申办，坚持“应争必争、能拿尽拿”原则。紧盯煤炭资源配置政策和出让动态，整装成片和五阳、后堡等夹缝边角资源申办要力争突破性进展；持续推进压煤村庄搬迁，有效释放煤炭资源。

公司在建工程项目庞大。截至 2022 年底，公司整体在建项目预算高达 126.2 亿元，在建工程期初余额达 43.8 亿元，当年增加 6.4 亿元。煤炭产能增长方面，不考虑煤矿开拓延深工程项目，仅煤矿的技改项目就达 390 万吨。

表 6: 公司重点在建项目 (亿元, %)

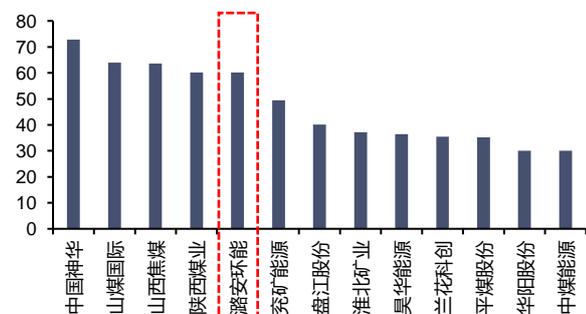
项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	工程进度
潞安焦化 140 万吨焦化项目	23.3	17.2	1.2	
李村煤矿基建一期工程配套工程	14.7	5.1	0.9	77%
五阳南岭工业区	23.0	2.6	0.9	69%
上庄 90 万吨技改项目	4.0	2.3	0.6	65%
前文明 90 万吨矿井开拓延深工程		2.8		
大木厂 90 万吨矿井技改工程		2.6		
元丰吕梁临县姚家山矿探矿支出	27.0	1.3	0.0	12%
余吾余欣风井工程	6.0	0.6	1.0	26%
忻岭 60 万吨矿井技改工程		0.9		
忻峪 60 万吨矿井技改工程	6.1	1.7	0.5	36%
静安 90 万吨矿井技改工程	7.8	1.1		17%
孟家窑 21 采区开拓延深工程	4.8	1.0	0.3	27%
余吾地面瓦斯抽采井 (直井)		1.0	0.4	
常村 470 水平风井	6.9	1.7	0.5	
新良友延深开采下组煤工程	1.0	1.5		
黑龙 1023 水平开拓延伸工程	1.6	0.5	0.3	
合计	126.2	43.8	6.4	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4. 高股息、低估值, 具备较高配置性价比

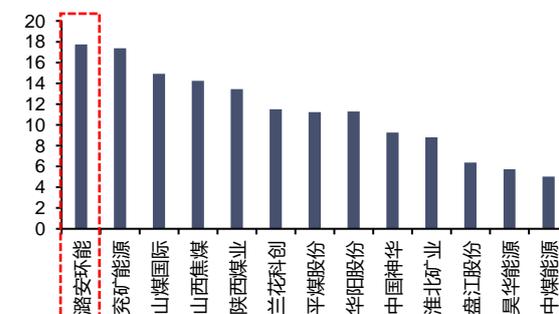
公司维持高股东回报水平, 分红率位居前列, 股息率位列 A 股主要样本煤炭上市公司第一。2022 年, 公司现金分红 85.26 亿元, 占归母净利润的 60.17%, 分红率位居 A 股主要样本煤炭上市公司前列。截至 8 月 11 日收盘价, 公司股息率达 17.75%, 位列 A 股主要样本煤炭上市公司第一。

图 37: 2022 年主要样本煤炭上市公司分红比例 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 38: 2022 年主要样本煤炭上市公司股息率 (%)

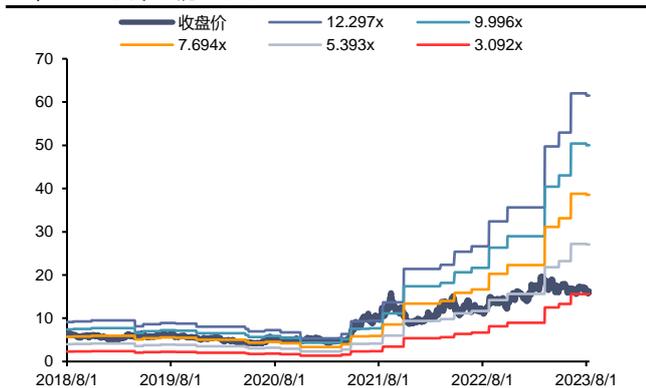


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 截至 8 月 11 日收盘价。

纵向来看, 当前估值处在相对低位。截至 8 月 11 日, 公司 PE (TTM) 为 3.19, 为近五年来

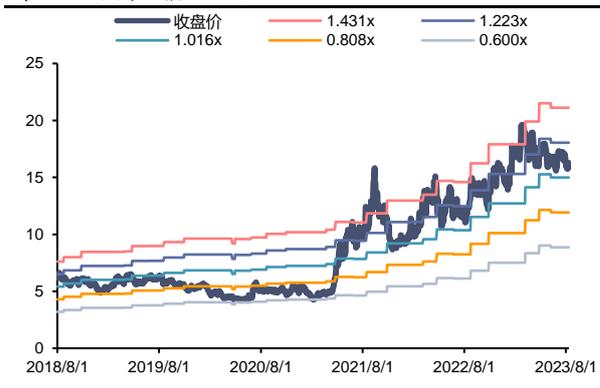
约 0.78%分位数。PB 为 1.09，为近五年来约 60.59%分位数。整体估值水平较低，随着煤炭行业整体估值修复，公司估值有望回归均值并获得进一步提升。

图 39: 潞安环能 PE-Band



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 截至 8 月 11 日收盘价。

图 40: 潞安环能 PB-Band



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 截至 8 月 11 日收盘价。

横向来看，公司估值低于动力煤可比公司估值。潞安环能 2023 年 PE 为 4.37（截至 8 月 11 日收盘价），低于 4 家喷吹煤/无烟煤可比公司 PE 的平均水平（4.69）。

表 7: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润(亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600123.SH	兰花科创	8.69	32.24	32.55	35.17	37.54	4.00	3.97	3.67	3.44
601101.SH	昊华能源	5.94	13.44	14.31	13.67	14.11	6.37	5.98	6.26	6.06
600348.SH	华阳股份	7.77	70.26	71.32	76.19	80.16	3.99	3.93	3.68	3.50
600546.SH	山煤国际	15.10	69.81	61.30	65.45	69.87	4.29	4.88	4.57	4.28
601699.SH	潞安环能	16.06	141.7	110.0	124.9	146.3	3.39	4.37	3.85	3.28
4 家可比公司均值							4.66	4.69	4.54	4.32

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心 注: (1) 截至 2023 年 8 月 11 日; (2) 兰花科创、昊华能源、华阳股份采用 Wind 一致预测, 山煤国际、潞安环能为信达证券研发中心能源团队预测。

四、盈利预测

产销量：考虑到公司较多的矿井扩产项目，在不考虑可能发生的集团煤炭资产注入情况下，公司的煤炭产量有望维持小幅增长趋势。我们预计潞安环能 2023-2025 年原煤产量分别为 5469 万吨 (+2.7%)、5602 万吨 (+2.4%)、5723 万吨 (+2.2%)；销量分别为 5466 万吨 (+3.3%)、5599 万吨 (+2.4%)、5720 万吨 (+2.2%)。

煤价：我们认为，国内煤炭价格中长期或仍将维持中高位运行。我们预计潞安环能 2023-2025 年吨煤综合售价分别为 774 元/吨 (-16.8%)、806 元/吨 (+4.1%)、862 元/吨 (+7.0%)。

成本：考虑到公司 2020-2025 “一核两翼四驱动”的发展战略中，特别提到做好“减法”，坚持效益为王，加快智能化减人提效、低效资产处置、节支降耗措施落地、现代企业管控完善，推动公司降本增效、管理优化、治理提升。且 2023 年一季度，公司吨煤成本持续下降，吨煤销售成本为 351 元/吨，相比 2022 全年下降 2.34%，同比 2022 年一季度下降 34.43%。综上，我们预计潞安环能 2023-2025 年吨煤综合成本为 323 元/吨 (-10.2%)、326 元/吨 (+1.1%)、330 元/吨 (+1.2%)。

表 8：潞安环能主要假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
煤价假设	长治喷吹煤车板价	1409	1793	1446	1518	1670
	YOY		27.2%	-19.3%	5.0%	10.0%
	秦皇岛动力末煤平仓价(Q5500)	857	1220	976	1005	1035
	YOY		42.4%	-20.0%	3.0%	3.0%
	CCTD 秦皇岛动力煤年度长协价(Q5500)	648	722	658	672	685
	YOY		11.3%	-8.8%	2.0%	2.0%
	中价新华山西焦煤现货价格指数	1443	1943	1637	1719	1891
	YOY		34.6%	-15.7%	5.0%	10.0%
产销假设	煤炭总产量	5132	5324	5469	5602	5723
	YOY		3.7%	2.7%	2.4%	2.2%
	煤炭总销量	5035	5294	5466	5599	5720
	YOY		5.1%	3.3%	2.4%	2.2%
	吨煤综合售价	794	931	774	806	862
	YOY		17.2%	-16.8%	4.1%	7.0%
	吨煤综合成本	374	359	323	326	330
	YOY		-3.9%	-10.2%	1.1%	1.2%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

截至 8 月 11 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 110.03、124.90、146.32 亿元；EPS 为 3.68、4.18、4.89 元/股；对应 PE 为 4.37x、3.85x、3.28x；PB 为 0.93x、0.86x、0.79x。我们看好公司较优的资产质量、较高的业绩弹性与高比例分红，给予公司“买入”评级，目标价为 33.48 元。

绝对估值法 (FCFF)

我们以绝对估值 FCFF 方法来反映公司的长期价值，首先，对估值的核心参数进行假设：

- 1、无风险利率 (Rf)：选取 2023 年 7 月 31 日中债十年期到期国债收益率 2.66%。
- 2、债务利率：综合目前 5 年贷款市场报价利率与公司借款利率，选取债务利率为 6%。
- 3、增长率：由于煤炭公司受到自身资源开采年限的限制，因此我们假设公司经营至 2060 年。

假设公司 2032 年后进入稳定发展阶段，每一年自由现金流增长率为 1%。

4、Beta 值：用于衡量公司相对于市场的股价波动情况。Beta>1 说明公司股价波动大于市场，反之则是小于市场。Wind 中计算出的公司近 100 周的 Beta 值为 1.31。

5、风险溢价：本文选用沪深 300 近 10 年平均收益率 8.31%作为市场平均风险投资收益率。经测算，风险溢价为 5.65%。

综上，测算公司折现率为 9.98%。

表 9：潞安环能 DCF 主要参数假设及估值结果（百万元）

指标	数值	指标	数值
增长率	1.00%	无风险利率	2.66%
WACC	9.98%	Beta 值	1.31
股票贴现率 Ke	10.07%	风险溢价	5.65%
少数股东权益	978	股票价值	100,156
总股本	2,991	每股价值（元）	33.48

资料来源：Wind，信达证券研发中心

敏感性分析：绝对估值法下股价受到折现率和永续增长率影响较大。因此，根据预测模型对估值进行敏感性分析，考察在不同折现和增长率下的股价变化。我们认为永续增长率在 0.5%-1%区间、WACC 在 9.98%-10.48%之间变动较为合理，估算出公司合理股价为 32.87-33.48 元/股，目前看，即使在不考虑资产注入的情况下，公司股价仍有很大空间，如果考虑潜在的资产注入可能，则未来公司股价空间更大。

表 10：绝对估值法敏感性测算（元/股）

		WACC						
		8.48%	8.98%	9.48%	9.98%	10.48%	10.98%	11.48%
增长率	-1.50%	35.42	34.72	34.07	33.44	32.85	32.29	31.76
	-1.00%	35.44	34.74	34.08	33.46	32.86	32.30	31.76
	-0.50%	35.47	34.76	34.10	33.47	32.87	32.31	31.77
	0.00%	35.50	34.78	34.11	33.48	32.88	32.32	31.77
	0.50%	35.54	34.81	34.13	33.50	32.89	32.32	31.78
	1.00%	35.57	34.84	34.15	33.51	32.91	32.33	31.79
	1.50%	38.15	37.39	36.70	36.05	35.43	34.85	34.30

资料来源：Wind，信达证券研发中心

投资建议

结合能源产能周期的研判，我们认为在全国煤炭增产保供的形势下，煤炭供给偏紧、趋紧形势或将持续整个“十四五”乃至“十五五”，或需新规划建设一批优质产能以保障我国中长期能源煤炭需求。在煤炭布局加速西移、资源费与吨煤投资大幅提升背景下，经济开发刚性成本的抬升有望支撑煤炭价格中枢保持高位，叠加煤炭央企资产注入工作已然开启，愈加凸显优质煤炭公司盈利与成长的高确定性。当前，煤炭板块具有高业绩、高现金、高分红属性，叠加行业高景气、长周期、高壁垒特征，以及低估值水平和一二级估值倒挂，煤炭板块投资攻守兼备。

我们认为，能源大通胀背景下，叠加下游需求的复苏回暖，优质煤炭企业依然具有高壁垒、高现金、高分红的属性，煤炭板块更具备长期投资价值，亦有望迎来一轮业绩与估值双升的历史性行情。叠加近期中央政治局会议，提出适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，推动房地产行业平稳健康发展。我们认为，如果经济预期持续好转以及地产链能够有所修复，喷吹煤需求或将得到支撑，市场情绪有望进一步提振，喷吹煤价格有望进一步抬升。

我们认为潞安环能作为国内喷吹煤行业龙头，煤炭资产优、成本管控强，叠加产能内生外延增长和高比例市场煤销售，企业稳健经营的同时又具有高增长潜力。与此同时，公司估值较低，现金充裕且高分红高股息，亦有望迎来估值修复。

截至 8 月 11 日收盘价，我们预测公司 2023-2025 年归属于母公司的净利润分别为 110.03、124.90、146.32 亿元；EPS 为 3.68、4.18、4.89 元/股；对应 PE 为 4.37x、3.85x、3.28x；PB 为 0.93x、0.86x、0.79x。我们看好公司较优的资产质量、较高的业绩弹性与高比例分红，给予公司“买入”评级，目标价为 33.48 元。

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	43,594	46,790	49,937	55,600	63,878
货币资金	16,440	31,091	35,554	40,824	47,902
应收票据	55	76	65	68	74
应收账款	3,402	3,617	3,141	3,250	3,537
预付账款	247	341	319	308	314
存货	933	1,204	1,125	1,085	1,108
其他	22,517	10,461	9,733	10,066	10,942
非流动资产	51,292	47,999	47,349	46,581	45,722
长期股权投资	1,894	1,725	1,725	1,725	1,725
固定资产(合计)	30,786	30,783	30,212	29,544	28,779
无形资产	12,027	11,750	11,750	11,750	11,750
其他	6,584	3,740	3,661	3,562	3,467
资产总计	94,886	94,789	97,286	102,181	109,600
流动负债	51,043	38,249	36,414	35,818	36,982
短期借款	9,660	1,760	1,760	1,760	1,760
应付票据	3,659	2,942	2,749	2,652	2,708
应付账款	16,379	16,570	15,485	14,936	15,256
其他	21,345	16,978	16,420	16,471	17,257
非流动负债	10,387	7,329	7,488	7,488	7,488
长期借款	2,656	98	98	98	98
其他	7,732	7,231	7,390	7,390	7,390
负债合计	61,430	45,578	43,901	43,306	44,469
少数股东权益	-1,184	476	1,622	2,923	4,447
归属母公司股东权益	34,640	48,735	51,763	55,952	60,684
负债和股东权益	94,886	94,789	97,286	102,181	109,600

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,322	54,297	47,156	48,790	53,101
同比(%)	74.0%	19.8%	-13.2%	3.5%	8.8%
归属母公司净利润	6,731	14,168	11,003	12,490	14,632
同比(%)	246.0%	110.5%	-22.3%	13.5%	17.2%
毛利率(%)	48.6%	55.9%	52.5%	55.7%	58.5%
ROE%	19.4%	29.1%	21.3%	22.3%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	2.25	4.74	3.68	4.18	4.89
P/E	7.14	3.39	4.37	3.85	3.28
P/B	1.39	0.99	0.93	0.86	0.79
EV/EBITDA	2.24	1.01	0.96	0.61	0.23

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,322	54,297	47,156	48,790	53,101
营业成本	23,307	23,956	22,387	21,593	22,056
营业税金及附加	3,513	4,216	3,662	3,789	4,124
销售费用	143	182	158	164	178
管理费用	2,936	3,235	2,809	2,907	3,163
研发费用	1,412	1,590	1,381	1,429	1,555
财务费用	1,222	727	-146	-191	-243
减值损失合计	-344	1	0	0	0
投资净收益	-1,590	-57	-236	-244	-266
其他	65	122	75	77	84
营业利润	10,921	20,457	16,744	18,933	22,087
营业外收支	-1,665	-546	-546	-546	-546
利润总额	9,256	19,911	16,198	18,387	21,541
所得税	2,394	4,267	4,050	4,597	5,385
净利润	6,862	15,644	12,149	13,791	16,156
少数股东损益	131	1,476	1,146	1,301	1,524
归属母公司净利润	6,731	14,168	11,003	12,490	14,632
EBITDA	17,094	25,009	18,728	20,964	24,157
EPS(当年)(元)	2.25	4.74	3.68	4.18	4.89

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,049	33,769	15,728	16,525	19,955
净利润	6,862	15,644	12,149	13,791	16,156
折旧摊销	3,025	3,769	2,676	2,768	2,859
财务费用	1,435	1,046	165	165	165
投资损失	1,590	57	236	244	266
营运资金变动	-6,793	12,871	-43	-988	-36
其它	1,930	380	546	546	546
投资活动现金流	-2,069	-668	-2,807	-2,790	-2,811
资本支出	-2,146	-745	-2,546	-2,546	-2,546
长期投资	1	0	0	0	0
其他	76	77	-261	-244	-266
筹资活动现金流	-5,718	-18,997	-8,458	-8,465	-10,065
吸收投资	0	0	1	0	0
借款	11,569	5,525	0	0	0
支付利息或股息	-1,289	-2,713	-8,690	-8,465	-10,065
现金流净增加额	262	14,103	4,463	5,270	7,078

风险因素

- 1.宏观经济大幅下行:** 若国内经济增速放缓, 复苏不及预期, 或煤炭供给超预期, 或将会使煤价下行。
- 2.国内外能源政策变化带来短期影响:** 若国内外能源政策出现重大变动, 则会对煤炭的供给、需求产生较大的影响, 或将直接影响公司的营收及利润表现。
- 3.发生重大煤炭安全事故风险:** 煤炭生产过程发生安全事故致使产量不及预期。
- 4.公司发展规划出现重大变动:** 公司发展规划的变动, 或将直接影响公司业务稳定性及业绩弹性。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。