



601699.CH

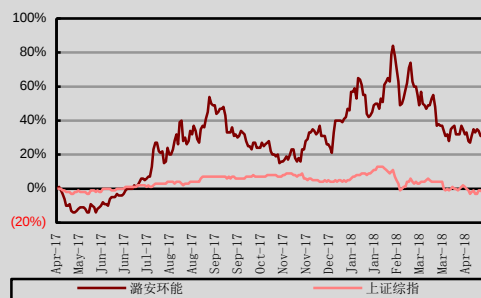
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.18

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.9)	0.8	(16.1)	(11.6)
相对上证指数	(5.7)	2.7	(2.5)	(9.6)

发行股数(百万)	1,655
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,079
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2018E)	56
主要股东(%)	
山西潞安矿业集团有限责任公司	58

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月26日收市价为标准

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

估值低, 业绩好的焦煤股

公司17年实现归属母公司净利润27.8亿元, 同比增长225%, 每股收益0.93元, 符合业绩预告, 业绩表现较好。吨煤净利增加209%至73元。公司的股价弹性比较好, 又拥有外延式增长模式, 业绩释放持续良好, 估值不贵。我们认为比较好的煤炭标的和焦煤标的。基于行业平均12倍市盈率, 我们给与13元的目标价, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 公司17年实现归属母公司净利润27.8亿元, 同比增长225%, 每股收益0.93元, 符合业绩预告, 每10股派息2.87元, 派息率31%。营业收入同比增长65%至235亿元, 成本同比增长56%至139亿元, 毛利润增长82%至96亿元。期间费用率下降2个百分点至17%, 为近5年最低水平。营业利润同比增长191%至34亿元。毛利率由37%增长至41%, 营业利润率由8.2%增至14.5%, 净利润率由6%增至11.8%。净资产收益率由4.49%增至15.24%。净负债率由去年同期的68%上升至81%, 财务压力有所增加。
- 17年产量增长6.3%, 销量增长5%, 售价增长59%, 吨煤净利增长209%至73元。17年公司生产原煤4,160万吨, 同比上涨6.3%; 销售商品煤3,850万吨, 同比上涨5%。煤炭价格上涨及部分技改矿井投产带来了产销量的增加。销售结构进一步优化, 高利润的喷吹煤占比进一步提高4个百分点至38%。商品煤综合煤价上涨58.6%至542元/吨, 计算的单位成本增45.6%至275元/吨, 随着煤价回升, 盈利的好转, 成本计提也有了较大回升。吨煤毛利增长74.7%至266元。非煤业务占比较小, 不考虑非煤业务的拖累, 吨煤净利同比增长209%至73元。
- 焦炭业务量价齐升, 表现较好。焦炭产量同比增长19%至148万吨, 焦炭价格同比增长76%至1,708元。毛利率由20%提高至23%。焦炭业务占收入比例由8.2%提高至10.4%。
- 公司是质地优秀的冶金煤公司, 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, 17年煤炭产量8,090万吨。集团后续煤炭资源储备丰富, 此外还有煤制油等高端煤化工等优质资产。随着山西国企改革的推进, 以及公司15年公告中承诺仍将积极推进优质资产的注入, 我们认为资产注入仍然可期。公司的股价弹性比较好, 又拥有外延式增长模式, 业绩释放持续良好, 估值不贵。我们认为比较好的煤炭标的和焦煤标的。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌, 山西国企改革进程低于预期。

估值

- 基于行业平均12倍市盈率, 我们给与13元的目标价, 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	24,770	25,935	27,232
变动(%)	27.6	65.5	5.2	4.7	5.0
净利润(人民币 百万)	857	2,782	3,218	3,264	3,452
全面摊薄每股收益(人民币)	0.29	0.93	1.08	1.09	1.15
变动(%)	719.4	223.9	15.5	1.4	5.8
全面摊薄市盈率(倍)	35.4	10.9	9.5	9.3	8.8
价格/每股现金流量(倍)	0.38	0.79	1.04	1.22	1.27
每股现金流量(人民币)	26.9	12.8	9.8	8.3	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	9.5	8.7	8.3	0.0
每股股息(人民币)	0.09	0.29	0.33	0.34	0.36
股息率(%)	0.9	2.8	3.3	3.3	3.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 17 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比变动(%)
营业收入	14,229	23,544	65
营业成本	8,958	13,937	56
毛利润	5,271	9,606	82
营业税金及附加	1,126	1,870	66
销售费用	292	436	49
管理费用	1,668	2,561	53
财务费用	712	941	32
资产减值损失	323	308	(5)
投资净收益	24	(94)	(496)
营业利润	1,173	3,410	191
营业外收入	110	51	(54)
营业外支出	29	59	103
税前利润	1,255	3,402	171
所得税	545	936	72
少数股东损益	(147)	(316)	(115.0)
归属于母公司所有净利润	857	2,782	225
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.29	0.93	224
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.38	0.79	109
毛利率(%)	37	41	
经营利润率(%)	8.2	14.5	
净利润率(%)	6.0	11.8	
期间费用率(%)	19	17	
净资产收益率(%)	4.49	15.24	
有效税率(%)	43.4	27.5	

资料来源：公司数据及中银证券

图表 2. 17 年 4 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年 3 季度	2017 年 4 季度	环比变动 (%)
营业收入	6,831	6,587	(4)
营业成本	4,434	2,990	(33)
毛利润	2,397	3,597	50
营业税金及附加	512	582	14
销售费用	177	143	(19)
管理费用	528	1,222	132
财务费用	197	366	86
资产减值损失	(1)	226	
投资净收益	29	(169)	(678)
营业利润	1,013	900	(11)
营业外收入	6	31	391
营业外支出	13	32	150
税前利润	1,007	900	(11)
所得税	261	258	(1)
少数股东损益	(13)	(239)	(1,799)
归属于母公司所有净利润	759	881	16
每股收益(人民币, 元)	0.25	0.29	
毛利率(%)	35	55	
经营利润率(%)	14.8	13.7	
净利润率(%)	11.1	13.4	
期间费用率(%)	13	26	
净资产收益率-加权(%)	3.8	4.2	
有效税率(%)	26	29	

资料来源：公司数据及中银证券

图表 3. 煤炭业务经营数据摘要

指标	2016 年	2017 年	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	39.15	41.60	6.3
销量 (百万吨)	36.24	38.05	5.0
价格 (元/吨)	341	542	58.6
成本 (元/吨)	189	275	45.6
吨煤毛利 (元/吨)	153	266	74.7
营业收入 (百万元)	12,374	20,610	66.6
营业成本 (百万元)	7,396	11,446	54.8
毛利率 (%)	40	44	
煤炭收入占比 (%)	87	88	

资料来源：公司数据及中银证券

图表 4. 焦化业务经营数据摘要

指标	2016 年	2017 年	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	1.24	1.48	19
销量 (百万吨)	1.20	1.43	19
价格 (元/吨)	968	1,708	76
成本 (元/吨)	747	1,270	70
吨毛利 (元/吨)	221	439	98
营业收入 (百万元)	1,161	2,445	111
营业成本 (百万元)	926	1,879	103
毛利率 (%)	20.2	23.1	
焦化收入占比 (%)	8.2	10.4	

资料来源：公司数据及中银证券

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	24,770	25,935	27,232
销售成本	(8,958)	(13,937)	(14,981)	(15,856)	(16,649)
经营费用	(3,086)	(4,867)	(4,830)	(5,057)	(5,310)
息税折旧前利润	2,185	4,740	4,959	5,022	5,273
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	6,175	6,341	6,716
净利息收入/(费用)	(710)	(938)	(984)	(1,032)	(1,083)
其他收益/(损失)	3,219	6,071	6,175	6,341	6,716
税前利润	1,255	3,402	3,820	3,833	4,032
所得税	(545)	(936)	(955)	(958)	(1,008)
少数股东权益	147	316	348	383	421
净利润	857	2,782	3,218	3,264	3,452
核心净利润	857	2,782	3,218	3,264	3,452
每股收益(人民币)	0.288	0.931	1.076	1.091	1.154
核心每股收益(人民币)	0.288	0.931	1.076	1.091	1.154
每股股息(人民币)	0.090	0.287	0.332	0.336	0.356
收入增长(%)	28	65	5	5	5
息税前利润增长(%)	193	117	5	1	5
息税折旧前利润增长(%)	100	89	2	3	6
每股收益增长(%)	719	224	15	1	6
核心每股收益增长(%)	719	224	15	1	6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	3,820	3,833	4,032
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)	(2,214)	(1,687)	(1,885)
税金	(545)	(936)	(955)	(958)	(1,008)
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	3,108	3,663	3,798
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)	0	37	32
支付股息	(1,210)	(1,631)	(991)	(1,041)	(1,094)
其他融资现金流	26	(3,305)	1,009	1,995	1,938
融资活动产生的现金流	356	(1,632)	1,801	3,142	3,221
现金变动	6,233	6,588	4,957	6,758	9,900
期初现金	331	1,676	796	1,152	1,289
公司自由现金流	952	(859)	1,808	3,115	3,201
权益自由现金流	1,255	3,402	3,820	3,833	4,032

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	6,758	9,900	13,122
应收帐款	12,731	16,152	16,993	17,793	18,682
库存	1,207	1,057	1,136	1,203	1,263
其他流动资产	418	480	354	367	381
流动资产总计	23,041	31,135	25,236	29,256	33,442
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	57,824	66,474	62,840	68,910	75,216
应付帐款	17,517	18,972	20,392	21,583	22,663
短期债务	16,451	15,305	15,116	16,286	16,531
其他流动负债	(1,304)	71	(252)	(522)	(766)
流动负债总计	32,665	34,347	35,256	37,348	38,428
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	20,344	22,596	24,978
股东权益	18,320	21,114	23,335	25,587	27,969
少数股东权益	(341)	(777)	(429)	(46)	375
总负债及权益	57,824	66,474	62,840	68,910	75,216
每股帐面价值(人民币)	6.12	7.06	7.80	8.55	9.35
每股有形资产(人民币)	3.19	4.13	5.21	6.37	7.64
每股净负债/(现金)(人民币)	4.14	1.97	4.30	3.71	2.71

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	24.9	24.5	24.7
息税前利润率(%)	15.4	20.1	20.0	19.4	19.4
税前利润率(%)	8.8	14.5	15.4	14.8	14.8
净利率(%)	6.0	11.8	13.0	12.6	12.7
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	5.0	4.8	4.8
净权益负债率(%)	80.6	70.7	56.1	43.4	28.6
速动比率(倍)	0.7	0.9	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	35.4	10.9	9.5	9.3	8.8
核心业务市盈率(倍)	35.4	10.9	9.5	9.3	8.8
市净率(倍)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	26.9	12.8	9.8	8.3	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	9.5	8.7	8.3	0.0
周转率					
存货周转天数	44.7	29.7	26.7	26.9	27.0
应收帐款周转天数	254.2	223.9	244.2	244.8	244.4
应付帐款周转天数	390.9	282.8	290.0	295.4	296.5
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	14.5	13.3	12.9
资产收益率(%)	2.3	5.5	5.8	5.7	5.5
已运用资本收益率(%)	5.8	12.0	12.1	11.3	11.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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得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