

潞安环能(601699)/煤炭开采
冶金煤龙头，估值待修复
评级：买入(维持)

市场价格：8.17

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

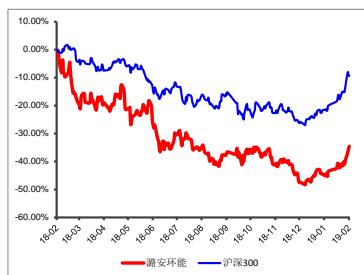
分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,991.4
流通股本(百万股)	2,991.4
市价(元)	8.17
市值(百万元)	24,439.8
流通市值(百万元)	24,439.8

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 潞安环能(601699.SH)深度报告:

高弹性的优质喷吹煤龙头，业绩有望强势回归

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,229	23,544	23,189	23,457	23,717
增长率 yoy%	27.56%	65.46%	-1.51%	1.16%	1.11%
净利润	857	2,782	2,958	3,086	3,106
增长率 yoy%	732.02%	224.60%	6.31%	4.35%	0.65%
每股收益(元)	0.29	0.93	0.99	1.03	1.04
每股现金流量	0.38	0.79	1.99	1.39	2.07
净资产收益率	4.68%	13.18%	14.38%	13.77%	12.79%
P/E	28.51	8.78	8.26	7.92	7.87
PEG	0.47	1.44	-0.02	0.13	1.29
P/B	1.33	1.16	1.19	1.09	1.01

备注:

投资要点
为什么看好 2019 年冶金煤行业的估值修复?

- 限制澳洲焦煤进口以及强化矿井安监力度，叠加环保政策调整，预计 2019 年冶金煤供需格局有所改善。
- (2) 经历了 2018 年持续下跌，焦煤主流标的处于破净状态，PE 估值基本上都降至历史最低水平，悲观预期反应较为充分。
- (3) 复盘发现，在央行降准改善流动性后（如 2008.11-2009.8，2012.1-2012.5，2014.3.-2015.6，2017.12-2018.2），煤炭开采 II（申万）指数分别上涨 284%、30%、172%、19%，PE（TTM）估值分别提升 164%、27%、548%、20%，市场更青睐定价市场化、业绩弹性大的冶金煤公司。2019 年 1 月全面降准 1 个百分点，看好板块估值提升。

为什么更看好潞安环能?

- (1) 公司是比较纯粹的冶金煤公司，在产产能合计 4130 万吨，原煤产量约 4000 万吨，喷吹煤销量在 1300-1500 万吨，销售占比在 35%-45%，具有显著的业绩弹性。
- (2) 公司大型高效矿井居多，核心 6 座大矿，产能合计 3200 万吨，吨煤成本低且相对稳定，净利率和资产收益率在行业内领先。
- (3) 背靠的潞安集团，负担相对较轻、效率相对较高，旗下具有丰富且优质的煤矿资产，集团承诺过解决同业竞争问题。
- (4) 截至 2019 年 2 月 26 日，主要冶金煤标的 2018 年业绩对应的 PE 均值为 9.6，动力煤为 8.6 倍，而潞安环能仅为 8.2 倍，估值有待修复。

■ **盈利预测与估值：**我们预测公司 2018-2020 年归属于母公司的净利润分别为 2.96/30.9/31.1 亿元，同比增长 6.3%、4.4%、0.7%，折合 EPS 分别是 0.99/1.03/1.04 元/股，当前股价（8.17 元/股）对应 PE 分别为 8.3/7.9/7.9 倍，维持公司“买入”推荐评级。

■ **风险提示：**(1) 经济增速放缓可能影响煤炭消费需求；(2) 行政性干预手段不确定性；(3) 资产计提减值损失风险等。

内容目录

公司：优质冶金煤龙头，估值有待修复.....	- 4 -
煤炭业务：喷吹煤龙头企业，资源禀赋及开采条件优异.....	- 4 -
焦化业务：强化管理和创新，整体规模偏小.....	- 8 -
潞安集团实力雄厚，旗下具备丰富的煤矿资源.....	- 9 -
同行比较：潞安环能利润率先，估值被低估.....	- 11 -
冶金煤行业：供需格局改善，看好板块估值修复.....	- 13 -
2019 年冶金煤行业供需格局预计有改善.....	- 13 -
2019 年看好板块估值修复.....	- 15 -
投资建议：估值修复，板块首选.....	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1：2013 年以来公司收入占比结构.....	- 4 -
图表 2：2013 年以来公司毛利占比结构.....	- 4 -
图表 3：潞安环能的矿井数据.....	- 5 -
图表 4：2006 年以来公司煤炭产销量（万吨）.....	- 6 -
图表 5：2014 年以来公司各煤种销售占比情况.....	- 6 -
图表 6：潞安环能煤炭销售均价历年走势.....	- 6 -
图表 7：公司煤炭单位生产成本历年走势.....	- 7 -
图表 8：公司煤炭单位毛利及毛利率历年走势.....	- 7 -
图表 9：2015 年至 2018Q1 潞安集团吨煤成本情况.....	- 7 -
图表 10：2017 年潞安矿业集团吨煤成本构成情况.....	- 7 -
图表 11：2006 年以来公司收入情况.....	- 8 -
图表 12：2006 年以来公司归母净利润情况.....	- 8 -
图表 13：从事焦化业务的子公司情况.....	- 8 -
图表 14：2012 年以来公司焦化业务拆分详细.....	- 9 -
图表 15：2017 年煤企产出前 10 名对比.....	- 9 -
图表 16：潞安集团持股比例为 63%.....	- 9 -
图表 17：山西 5 大煤企集团效率对比.....	- 10 -
图表 18：集团层面未上市的主要煤矿资产.....	- 10 -
图表 19：主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况（2012A-2018H）.....	- 11 -
图表 20：主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况（2012A-2018H）.....	- 11 -

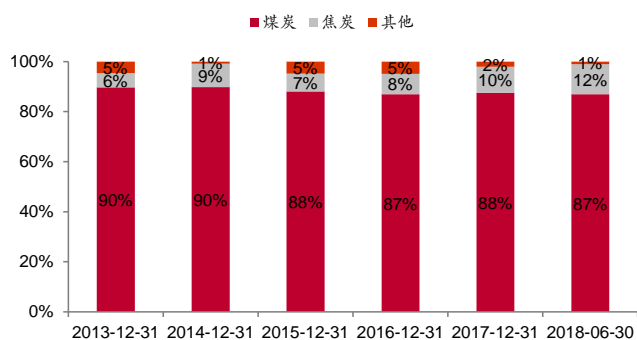
图表 21: 主要冶金煤上市公司的经营状况.....	- 12 -
图表 22: 煤炭上市公司的估值比较.....	- 12 -
图表 23: 2018 年焦煤进口量占国内总供应量 13%.....	- 13 -
图表 24: 澳洲是我国焦煤进口第一大来源国.....	- 13 -
图表 25: 采深超千米冲击地压&煤与瓦斯突出煤矿按省份分布.....	- 14 -
图表 26: 2018 年下游环保限产制约焦煤需求端表现.....	- 14 -
图表 27: 2018 年四季度环保政策调整后喷吹煤价格上涨.....	- 14 -
图表 28: 煤炭板块与沪深 300 表现对比.....	- 15 -
图表 29: 2018 全年煤炭个股涨跌幅 (%).....	- 15 -
图表 30: 当前主要焦煤标的市净率基本处于历史上最低位置.....	- 16 -
图表 31: 2008 年以来央行实施全面 (或定向) 降准情况简表.....	- 17 -
图表 32: 2008.11.4-2009.8.4 煤炭个股涨幅前十.....	- 17 -
图表 33: 2012.1.5-2012.5.4 煤炭个股涨幅前十.....	- 17 -
图表 34: 2014.3.10-2015.6.12 煤炭个股涨幅前十.....	- 18 -
图表 35: 2017.12.15-2018.2.5 煤炭个股涨幅前十.....	- 18 -
图表 36: 潞安环能主要产品产销量及价格成本预测.....	- 19 -
图表 37: 三张报表摘要.....	- 20 -

公司：优质冶金煤龙头，估值有待修复

煤炭业务：喷吹煤龙头企业，资源禀赋及开采条件优异

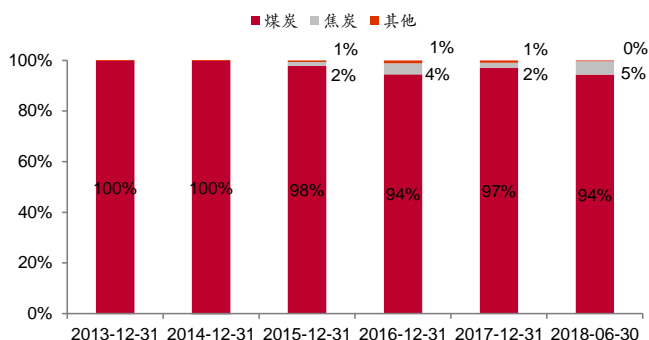
- **绝大部分收入和利润来源于煤炭采选业务。**潞安环能（600199.SH）是山西省五大国有煤炭集团之一的潞安矿业（集团）有限责任公司旗下唯一上市平台，自2006年登陆A股市场以来，主要从事煤炭开采洗选、煤焦冶炼等。公司收入和利润绝大部分来自煤炭的开采洗选业务，第二大业务焦化整体规模偏小。2018上半年公司实现收入总额108.6亿元，毛利总额44.2亿元，毛利率为41%，其中煤炭业务收入和毛利占比分别为87%、94%，焦化业务分别为12%、5%。

图表 1：2013 年以来公司收入占比结构



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2013 年以来公司毛利占比结构



来源：wind、中泰证券研究所

- **煤炭资源禀赋优异，主产喷吹煤和优质动力煤。**公司矿区主要位于山西省东南部上党盆地，所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段，煤炭储量丰富，根据我们统计，公司16座在产煤矿地质储量合计超过40亿吨，可采储量超过20亿吨，可采50年时间。公司煤种主要是瘦煤、贫瘦煤、贫煤，具有低硫、低磷、低灰、高发热量等优点，主产高炉喷吹煤和优质动力煤。
- **在产矿井16座，合计产能4130万吨。**截至目前，公司在产矿井16座，其中本部主力煤矿6座、整合矿10座，产能合计为4130万吨，权益产能合计为3784万吨（占比92%），其中本部主力煤矿合计产能3200万吨、整合矿产能930万吨。
- 公司本部主力在产矿井有6个，合计产能3200万吨，分别是：王庄煤矿（710万吨）、常村煤矿（800万吨）、漳村煤矿（400万吨）、五阳煤矿（360万吨）、余吾煤矿（750万吨）和潞宁煤矿（180万吨），皆属于行业一级安全高效标准或以上标准矿井。2017年，上述6座矿井产量合计为3399万吨。
- 公司在产整合煤矿10座，合计产能930万吨，其中临汾地区新良友（60万吨）、开拓（90万吨）、后堡（60万吨）等三座煤矿属于一级安全高效标准矿井，另外温庄煤矿（120万吨）、伊田煤矿（120万吨）、黑龙煤矿（120万吨）、黑龙关煤矿（90万吨）、隰东煤矿（60万吨）、常兴煤矿（90万吨）和孟家窑煤矿（120万吨）等7座也属于在产序列。2017年，10座在产整合煤矿合计产量为761万吨。

- 公司在临汾地区整合的煤矿基本都已投产，而在忻州地区整合的煤矿，除了孟家窑煤矿投产外，其余皆未投产，按照公司的去产能规划，将通过关闭矿井或留井整合方式，保留部分矿井。根据公司 2018 年 12 月公告，忻峪煤矿（60 万吨）将作为减量重组主体，吸收合并大汉沟煤矿（90 万吨，2018 年关闭退出）和忻岭煤矿（60 万吨，2016 年关闭退出）；潞宁煤业作为减量重组主体，吸收合并大木厂煤矿（90 万吨，2016 年关闭退出）、前文明煤矿（90 万吨）和忻丰煤矿（60 万吨，2016 年关闭退出）。

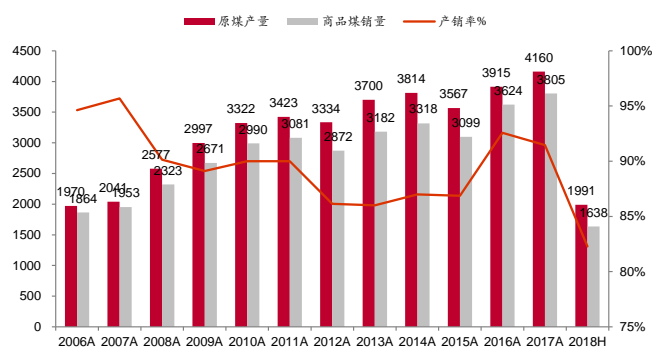
图表 3: 潞安环能的矿井数据

煤矿名称	权益占比	煤种	2017年底地质储量 (万吨)	2017年底可采储量 (万吨)	剩余开采年限	核定产能 (万吨)	状态	备注1
王庄煤矿	100%	贫煤、贫瘦煤	53,770	23,770	33	710	在产	一级矿
常村煤矿	100%	贫煤、无烟煤	66,804	37,590	47	800	在产	中煤协先进产能
漳村煤矿	100%	贫煤、瘦煤	15,633	7,473	19	400	在产	中煤协先进产能
五阳煤矿	100%	贫煤、贫瘦煤	30,229	13,337	37	360	在产	一级矿
余吾煤业(电留矿)	100%	贫煤	142,509	71,509	95	750	在产	中煤协先进产能
潞宁煤矿	58%	气煤	11,946	6,961	39	180	在产	一级矿
本部合计			320,891	160,640	50	3,200		
长治地区整合煤矿			42,576	22,308	41	540		
上庄煤矿	60%	焦煤		2,200	24	90	缓建, 还没批	
武乡县温庄煤矿	72%	焦煤	5,718	3,007	25	120	2017年投产	
武乡县永红煤矿	60%	焦煤、贫瘦煤		1,500	17	90	停产	
元丰姚家山煤矿	90%	1/3焦煤、气煤	36,858	15,601	65	240	拟出售转让	
临汾地区整合煤矿			42,074	24,375	31	780		
潞安蒲县伊田煤业	60%	肥煤	9,251	5,321	44	120	在产	
潞安黑龙煤业	60%	肥煤、强肥煤	12,837	6,914	58	120	2017年投产	
潞安黑龙夫煤业	55%	肥煤	8,425	5,421	60	90	2018年末投产	
潞安新良友煤业	80%	1/3焦煤	2,480	1,409	23	60	在产	一级矿
潞安蒲县开拓煤业	60%	1/3焦煤	2,012	1,189	13	90	在产	一级矿
潞安后堡煤业	60%	1/3焦煤	970	519	9	60	在产	一级矿
潞安蒲县隰东煤业	80%	1/3焦煤	1,256	632	11	60	技改	
潞安蒲县常兴煤业	83%	1/3焦煤	2,711	1,474	16	90	在产	
潞安宇鑫煤业	70%	1/3焦煤	2,133	1,495	17	90	停产	
忻州地区整合煤矿			89945	42338.1	64	660		
潞宁静安煤业	51%	气煤	3371	1873	21	90	技改	
潞宁大汉沟煤业	100%	焦煤	11414	6317	70	90	2018年关闭	
潞宁前文明煤业	100%	气煤、1/3焦	10201	1418.5	16	90	停产煤矿	
潞宁忻峪煤业	51%	气煤、1/3焦、1/2中粘煤	2755	1910.2	32	60	整合主体, 吸收合并大汉沟、忻岭	
潞宁大木厂煤业	100%	气煤	19471	10051	112	90	2016年关闭	
潞宁孟家窑煤矿	100%	气煤	36091	16900	141	120	2017年投产	
潞宁忻岭煤业	100%	长焰煤、气煤、少量弱粘煤	1265	863.5	14	60	2016年关闭	
潞宁忻丰煤业	100%	气煤	5377	3004.9	50	60	2016年关闭	
在产总计			402,641	203,427	49	4,130		
在产权益总计			380,949	190,960	50	3,784		

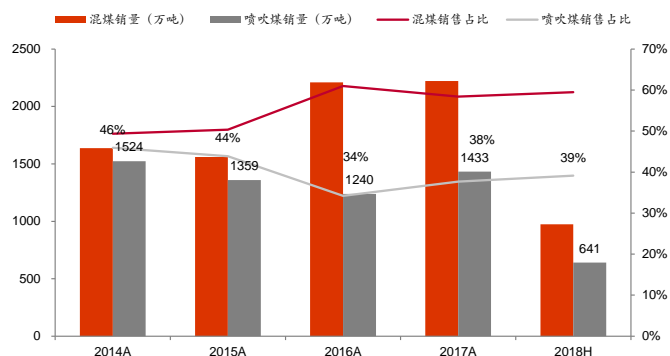
来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 2017 年本部 6 座矿井地质储量及可采储量根据 2016 年数据倒推预测。

- 自 2006 年上市以来，公司通过内生增长和集团资产注入等方式，实现了煤炭产销量的持续扩张。2017 年，公司原煤产量 4160 万吨，同比上涨 6%，商品煤销售 3805 万吨，同比增长 5%，二者皆实现了历史新高。
- 喷吹煤**可以替代部分焦炭，有利于减少环境污染和降低炼铁成本，公司所产的喷吹煤是国家高新技术产品，是订立国标的基准产品，主要客户包括山钢、武钢、太钢、宝钢等国内大型钢厂。从近些年数据来看，公司喷吹煤销量在 1300-1500 万吨，销售占比在 35%-45%，产销量位居行业榜首。2018 上半年，喷吹煤销量 641 万吨，同比大幅增长 33%，销售占比达到 39%，皆创了近三年新高。
- “**潞安**”牌动力煤是山西省标志性名牌产品，具有“低灰、特低硫、高发热量”等优点，是行业中的上乘品种。2017 年，公司混煤销量 2222 万吨，同比增长 1%，创历史新高。2018 上半年，公司混煤销量 974 万吨，同比下降 9%，销售占比达到 59%。

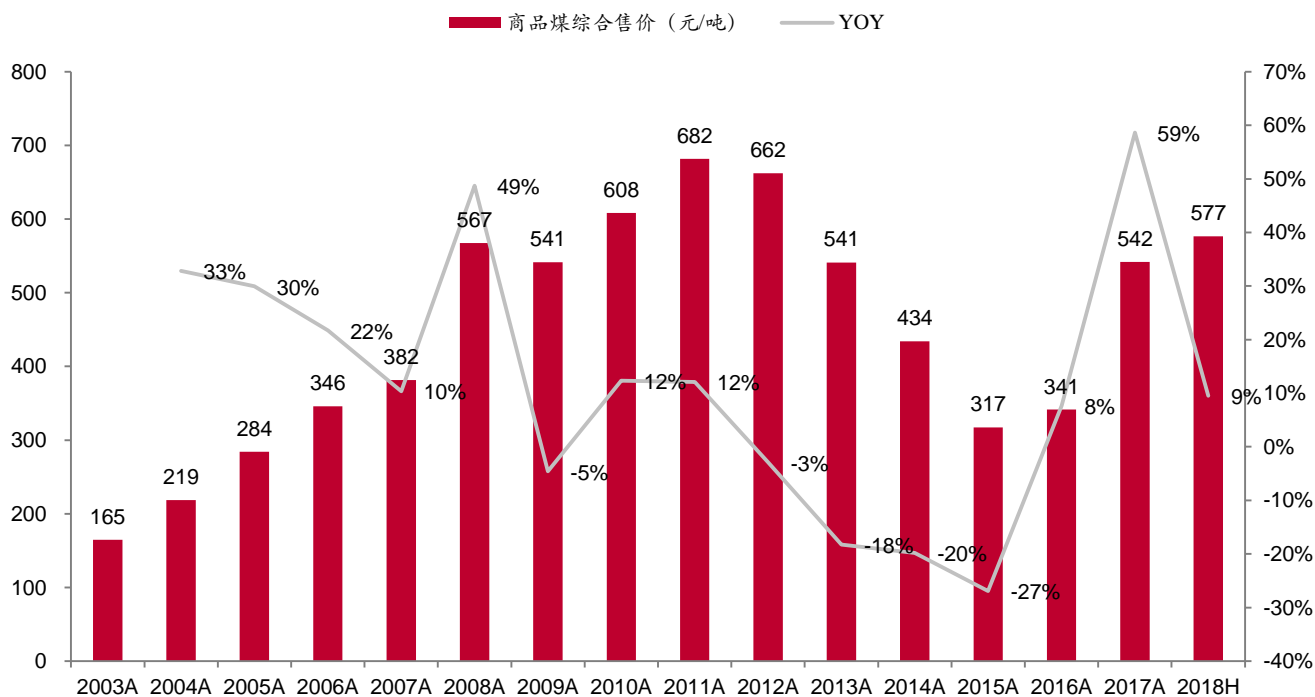
图表 4: 2006 年以来公司煤炭产销量 (万吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 2014 年以来公司各煤种销售占比情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 从公司**煤炭销售价格表现**来看,与全行业走势较为一致。2003 年至 2008 年,得益于经济高速增长,煤炭均价稳步上涨,从 165 元/吨涨至 567 元/吨;经历了 2008 年下半年大幅回调后,2009-2011 年价格中枢继续上升,从 541 元/吨涨至 682 元/吨,达到历史最高;2012-2015 年,产能过剩阶段,公司煤炭均价逐步下台阶,从 662 元/吨降至 317 元/吨;2016 年开始供给侧结构性改革,煤价快速达到中高位,2018 年上半年均价为 577 元/吨,同比增长 9%。

图表 6: 潞安环能煤炭销售均价历年走势


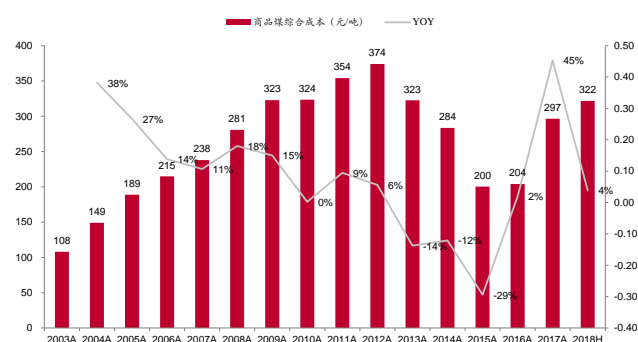
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 从公司**煤炭单位生产成本**来看,与销售价格走势较为一致,但其上涨弹性低于价格弹性。2003 年至 2012 年,行业效益整体向好,单位生产成

本逐步上涨，从 108 元/吨涨至 374 元/吨，涨幅 247%，低于同期价格上涨 302%；2012-2015 年，随着效益下降，公司通过压缩材料、人力等各方面成本，实现了成本逐渐下降，从 374 元/吨降至 200 元/吨，降幅为 46%，低于同期价格降幅 52%；2016 年开始，随着行业效益提升，生产成本也逐渐恢复，2018 年上半年单位生产成本为 322 元/吨，同比增长 4%，低于价格涨幅 9%。

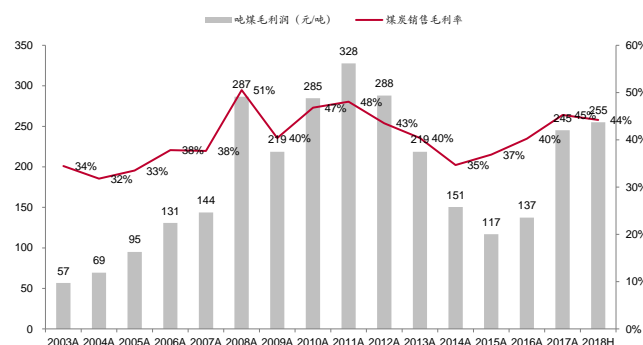
- 2016 年以来，随着煤价回升至中高位，公司盈利能力实现了大幅回升。2018 年上半年，公司实现单位煤炭毛利为 255 元/吨，同比增长 18%，高于 2003-2017 年平均值 185 元/吨，毛利率为 44%，高于 2003-2017 年平均值 40%。

图表 7：公司煤炭单位生产成本历年走势



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：公司煤炭单位毛利及毛利率历年走势



来源：公司公告、中泰证券研究所

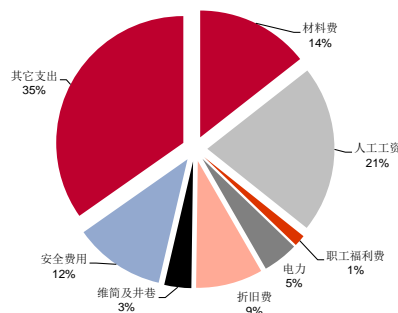
- **成本结构分析。**由于近几年上市公司未披露具体成本结构，我们就以潞安集团披露的数据来观察成本结构变化。吨煤成本包括材料费（井下使用的设备配件、钢材支柱等）、燃料电力，人工费，折旧费，维简及安全生产费用和其他支出（包括征地及塌陷补偿、环保支出、税费、矿山环境恢复基金、转产基金等）等 5 大方面，2017 年分别为 46.9、56.4、21.1、37.2 和 86.1 元/吨，占比分别为 19%、23%、9%、15%和 35%。2016 年行情回暖之后，公司在材料费、工资待遇和其他支出等三方面回升比较明显，经历了 2017 年明显上涨之后，2018 年以来吨煤成本表现较为平稳。

图表 9：2015 年至 2018Q1 潞安集团吨煤成本情况

吨煤成本构成 (元/吨)	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度
材料费	31.97	35.69	21.42	18.32
人工工资	45.97	52.79	37.44	42.06
职工福利费	2.29	3.63	2.28	2.52
电力	12.19	11.17	10.14	10.43
折旧费	21.74	21.11	17.26	16.27
维简及井巷	8.5	8.5	8.48	8.5
安全费用	28.78	28.73	25.82	21.75
其它支出	82.36	86.09	40.89	32.47
合计	233.8	247.71	163.63	152.32

来源：集团公告、中泰证券研究所

图表 10：2017 年潞安矿业集团吨煤成本构成情况



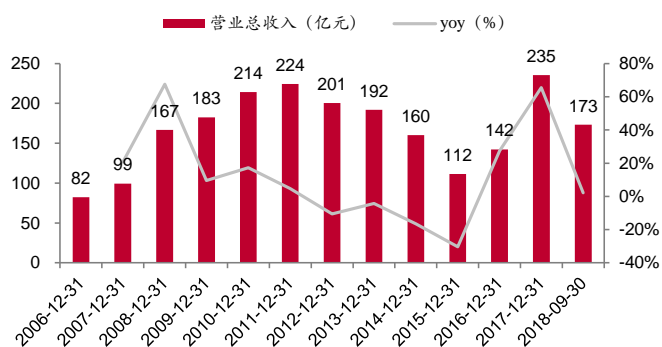
来源：集团公告、中泰证券研究所

- 自 2018 年 1 月 1 日起，公司在山西率先恢复提取“矿山环境恢复治理

保证金”和“煤矿转产发展资金”，分别按 10 元/吨和 5 元/吨的标准来计提，此举措是为了企业后续可持续发展提供资金保障，虽然初步计算可能影响 2018 年利润约 6 亿元左右，但也折射出公司对未来盈利能力的信心。

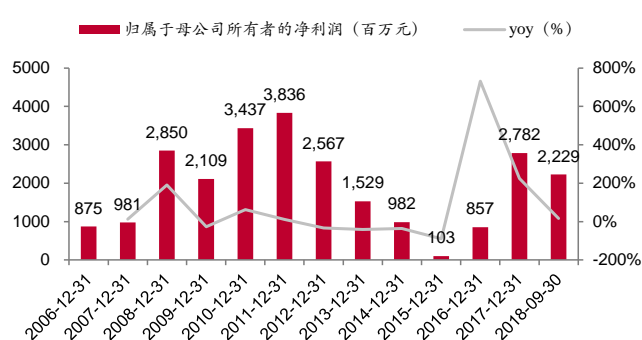
- 正是由于煤价上涨的弹性大于成本端的弹性，2016 年以来，公司盈利能力实现了大幅回升。在 2017 年较高基数的基础上，2018 年前三季度，公司实现营业收入 173 亿元，同比增长 2%，归属于上市公司股东净利润为 22.3 亿元，同比增长 17%。

图表 11: 2006 年以来公司收入情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 2006 年以来公司归母净利润情况



来源: wind、中泰证券研究所

焦化业务: 强化管理和创新, 整体规模偏小

- 根据公司公告, 公司第二大业务焦化生产业务主要由两家子公司操作, 一是潞安焦化 (持股比例 100%, 在产产能 156 万吨/年), 二是五阳弘峰焦化 (持股比例 86%, 在产产能 60 万吨/年), 合计在产产能 216 万吨/年, 2017 年产量 149 万吨, 同比增加 29 万吨。

图表 13: 从事焦化业务的子公司情况

名称	持股比例	产能 (万吨/年)
山西潞安焦化有限责任公司 (一分厂)	100%	60
山西潞安焦化有限责任公司 (二分厂)	100%	96
山西潞安环能五阳弘峰焦化有限公司	86%	60
合计	-	216

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从近三年数据来看, 焦炭收入规模占公司 8%-12%, 毛利占比 2%-5%, 毛利率 8%-20%, 相比煤炭开采业务 40%-45%, 焦炭业务的毛利率明显偏低。2018 上半年, 公司焦炭产销量分别为 87 万吨/80 万吨, 同比分别增加+6%和+7%, 单位售价和单位成本分别为 1625 元/吨/1332 元/吨, 同比分别+13.8%和-0.1%, 实现收入/毛利占比分别为 12%/5%。

图表 14: 2012 年以来公司焦化业务拆分详细

煤炭业务 (万吨)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H
化工业务							
焦炭产量 (万吨)	36	86	99	106	124	148	87
焦炭销量 (万吨)	33	83	99	101	120	149	80
单位售价 (元/吨)	1319	1326	1508	782	968	1641	1625
单位成本 (元/吨)	1469	1356	1533	727	773	1513	1332
化工业务收入 (百万元)	435	1100	1493	788	1161	2445	1303
yoy	-52%	153%	36%	-47%	47%	111%	21%
化工业务成本 (百万元)	485	1125	1518	732	926	2254	1068
yoy	-46%	132%	35%	-52%	26%	143%	6%
毛利 (百万元)	-50	-25	-25	56	234	191	235
毛利率 (%)	-11%	-2%	-2%	7%	20%	8%	18%
收入占比	2%	6%	9%	7%	8%	10%	12%
毛利占比	-1%	0%	0%	2%	4%	2%	5%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 为了贯彻落实山西省国企改革精神, 推进混合所有制改革, 更好实现转型和专业化发展, 公司拟加强焦化业务的管理和创新。根据公司 2018 年 12 月 18 日的公告, 公司一方面拟出售潞安焦化(在产产能 156 万吨、闲置产能 165 万吨, 合计产能 321 万吨/年)的闲置产能指标 165 万吨/年, 另一方面拟出售潞安焦化 49% 的股权, 这对盘活国有资产和促进业务创新具有一定的益处。

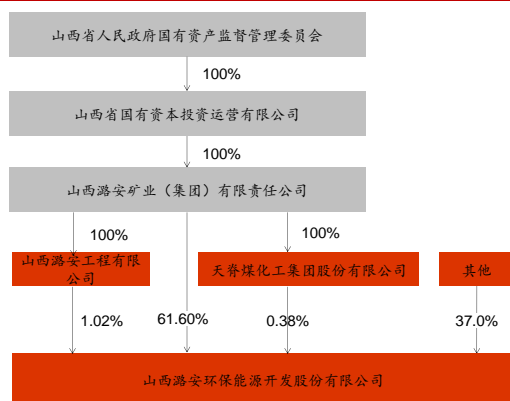
潞安集团实力雄厚, 旗下具备丰富的煤矿资源

- 潞安集团持股 63%。**潞安矿业(集团)有限责任公司是山西五大煤企之一, 2017 年原煤产量 8058 万吨(中煤协数据), 位于全行业第 9 位, 营业收入 1607.5 亿元(中煤协数据), 位于全行业第 8 位。截至 2018 年三季度末, 集团直接持有上市公司股份 61.6%, 通过潞安工程和天脊煤化工两家全资子公司间接持股 1.4%, 合计持股 63%。

图表 15: 2017 年煤企产出前 10 名对比

排名	企业名称	2017 年原煤产量/万吨	行业占比
1	国家能源投资集团有限责任公司	51,340	14.6%
2	中国中煤能源集团有限公司	16,368	4.7%
3	山东能源集团有限公司	14,139	4.0%
4	陕西煤业化工集团有限责任公司	14,010	4.0%
5	兖矿集团有限公司	13,511	3.8%
6	大同煤矿集团有限责任公司	12,700	3.6%
7	山西焦煤集团有限责任公司	9,610	2.7%
8	阳泉煤业(集团)有限责任公司	8,200	2.3%
9	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	8,058	2.3%
10	冀中能源集团有限责任公司	7,930	2.3%

来源: 中煤协、中泰证券研究所

图表 16: 潞安集团持股比例为 63%


来源: wind、中泰证券研究所

备注: 截至 2018 年 9 月 30 日

- 潞安集团在山西省五大集团中效率相对较高。**通过横向比较发现, 潞安集团在山西省五大煤炭集团中, 人员负担相对较轻, 产出效率相对较高。截至 2017 年底, 公司在岗普通工人、后期服务人员、专业技术人员等合

计 10.4 万人，人均年产出 776 吨，高于同煤种的阳煤集团 604 吨/人，高于五大集团平均 697 吨/人。截至 2017 年底，潞安集团资产负债率为 79.49%，低于五大集团的平均水平 80.3%。

图表 17：山西 5 大煤企集团效率对比

集团名称	2017 年原煤产量 (万吨)	2017 年底员工数	人均产出 (吨/人)	2017 年底资产负债率
潞安矿业集团	8058	103835	776	79.49%
阳泉煤业集团	8200	135723	604	83.55%
山西焦煤集团	9610	186947	514	75.32%
大同煤矿集团	12700	160836	790	79.46%
晋煤集团	6487	81101	800	83.51%

来源：中煤协、公司公告、中泰证券研究所

备注：中煤协公布的产量数据结合了企业自主申报与协会统计，与企业公告的数据略有差额。

- **潞安集团曾承诺向上市公司注入煤矿资产。**集团曾在 2006 年公司上市时，做出解决同业竞争的承诺，承诺资产质量相对较好、盈利能力较强的生产矿井在手续完备且收益不低于公司之日起五年内注入公司，使公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的经营主体。上市以来，集团已经相继把余吾煤业、潞宁矿、整合煤矿等注入到了上市公司体内。
- **大力实施跨区域发展，打造“百年潞安”生产品牌。**近些年，潞安集团一方面巩固提升集约高效优势，实现“老矿井减人提效，新矿井集约高效”，另一方面通过在内蒙和新疆等地布局，储备了丰富的煤炭资源。集团在内蒙古整合煤炭储量 88 亿吨，在新疆重组新疆哈密煤业成立潞安新疆煤化工公司，取得了 190 亿吨左右的煤炭储量，为“百年潞安”储备了资源基础。目前，集团已形成潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、新疆等六大矿区，煤炭总储量在 435.6 亿吨，按照亿吨生产，也可稳定生产 200 年以上。
- **集团层面仍具有大量优质的未上市煤矿资产。**2017 年，潞安集团原煤产量 8015 万吨，约是上市公司层面的 1.93 倍。集团旗下的主要在生产煤矿包括慈林山矿（240 万吨）、司马矿（300 万吨）、郭庄矿（300 万吨）、高河矿（750 万吨）、潞安新疆露天煤矿（300 万吨）、潞安新疆二矿（220 万吨）等，合计产能 2110 万吨。在建煤矿包括李村矿（300 万吨）、古城矿（800 万吨）、潞安新疆砂墩子矿（300 万吨）、潞安新疆沙尔湖矿（200 万吨），合计产能 1600 多万吨。

图表 18：集团层面未上市的主要煤矿资产

煤矿名称	2017 年底地质储量(万吨)	2017 年底可采储量(万吨)	剩余开采年限	设计产能(万吨/年)	2017 年产量(万吨)	持股比例(%)	煤种	状态
石圪节				100			瘦煤	2016 年关闭退出
慈林山煤业	7490	4843	20	240	315	93%	贫煤	在产
司马矿	31793	16370	55	300	334	52%	瘦煤	在产
郭庄矿	5635	2340	8	300	270	70%	贫煤	在产
高河矿	93291	49051	65	750	901	55%	贫瘦煤	在产
李村矿	39566	22330	74	300	40	100%	贫煤	在建
古城矿	129786	74215	93	800	288	100%	贫煤	在建
潞安新疆露天煤矿	1100	900	3	300		63%	不粘煤	在产
潞安新疆二矿	5400	4300	20	220	969	63%	不粘煤	在产
潞安新疆砂墩子矿	80000	52700	176	300		63%	不粘煤	在建
潞安新疆沙尔湖矿	186000	166700	834	200	19	63%	长焰煤	在建
合计	580062	393749	106	3710	3137			

来源：集团公告、中泰证券研究所

同行比较：潞安环能利润率领先，估值被低估

- 吨煤成本基本代表行业最低水平。**公司主打产品是喷吹煤和动力煤，喷吹煤均价相比焦煤偏低，导致公司吨煤售价在冶金煤行业中不具备大的优势，2018上半年潞安环能吨煤均价 577 元/吨，低于冶金煤行业 638 元/吨的平均水平。公司旗下大型矿井居多，管理水平高，生产成本低且表现相对稳定，吨煤成本是行业最低水平（西山煤电把运输费用划分到销售费用中，导致其吨煤成本偏低）。2018 上半年吨煤成本为 322 元/吨，低于行业均值 412 元/吨。

图表 19：主要冶金煤上市公司的吨煤售价情况（2012A-2018H）

吨煤价格（元/吨）	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H
潞安环能	662	564	434	317	341	542	577
西山煤电	705	578	459	361	407	663	669
阳泉煤业	513	426	347	242	259	400	438
冀中能源	668	546	415	348	429	619	622
盘江股份	778	702	638	473	506	806	792
平煤股份	532	486	429	312	430	645	671
淮北矿业	-	590	470	380	421	669	697
平均值	643	556	456	348	399	621	638

来源：wind、中泰证券研究所

备注：淮北矿业 2018H 数据实际为前三季度的。

图表 20：主要冶金煤上市公司的吨煤销售成本情况（2012A-2018H）

吨煤销售成本（元/吨）	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H
潞安环能	374	336	284	200	204	297	322
yoy		-10%	-16%	-29%	2%	45%	9%
西山煤电	388	334	262	162	185	281	281
yoy		-14%	-22%	-38%	14%	52%	0%
阳泉煤业	411	360	295	203	201	313	367
yoy		-12%	-18%	-31%	-1%	56%	17%
冀中能源	451	387	309	303	322	445	444
yoy		-14%	-20%	-2%	6%	38%	0%
盘江股份	461	432	404	365	392	520	523
yoy		-6%	-6%	-10%	7%	33%	1%
平煤股份	442	400	371	305	368	527	518
yoy		-10%	-7%	-18%	21%	43%	-2%
淮北矿业	-	469	412	341	278	372	432
yoy			-12%	-17%	-19%	34%	16%
平均值	421	388	334	269	278	394	412
yoy		-8%	-14%	-20%	4%	41%	5%

来源：wind、中泰证券研究所

备注：淮北矿业 2018H 数据实际为前三季度的。

- 资产收益率水平在行业内领先。**得益于公司优质的产品质量和优异的管理能力，公司销售净利率稳居冶金煤行业前列，2018 年前 3 季度公司销

售净利率 12.2%，显著高于同行平均水平 8.4%。得益于领先的净利率，2017 年，公司实现平均 ROE 为 14.1%，显著高于行业均值 10.6%。从偿债能力来看，公司截至 2018 年 3 季度末，流动比率、速动比率为 0.94、0.9，分别高于行业平均 0.89 和 0.83。

图表 21：主要冶金煤上市公司的经营状况

名称	ROE (20171231)	ROE (20180930)	销售净利率	总资产周转率	权益乘数	资产负债率	流动比率	速动比率
潞安环能	14%	10%	12%	26%	280%	64%	94%	90%
西山煤电	9%	8%	8%	40%	257%	61%	80%	64%
阳泉煤业	11%	8%	6%	59%	221%	55%	69%	66%
冀中能源	6%	4%	6%	35%	212%	53%	134%	129%
盘江股份	14%	11%	16%	36%	176%	43%	126%	122%
平煤股份	12%	4%	4%	32%	321%	69%	80%	70%
淮北矿业	8%	28%	6%	146%	303%	67%	41%	37%
平均	11%	10%	8%	53%	253%	59%	89%	83%

来源：wind、中泰证券研究所

备注：数据日期为 2018 年 9 月 30 日

- **PE 估值偏低，有待修复。**截至 2019 年 2 月 26 日，我们可以发现，主要冶金煤标的 2018 年预期业绩对应的 PE 估值均值为 9.6，动力煤为 8.6 倍，皆高于潞安环能 8.2 倍，作为冶金煤弹性标的，潞安的估值端有待提升。

图表 22：煤炭上市公司的估值比较

名称	总市值 (20190226)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
潞安环能	244	30	31	33	8.2	8.0	7.5
西山煤电	198	19	20	22	10.4	9.7	8.9
冀中能源	150	11	12	12	13.2	12.9	12.4
盘江股份	91	10	10	11	9.2	8.8	8.5
平煤股份	97	8	11	13	11.7	8.5	7.6
淮北矿业	247	36	37	38	6.9	6.7	6.4
阳泉煤业	140	18	20	20	7.6	7.2	6.9
冶金煤均值					9.6	8.8	8.3
陕西煤业	887	110	131	119	8.1	6.8	7.5
中国神华	4,008	440	478	494	9.1	8.4	8.1
动力煤均值					8.6	7.6	7.8

来源：wind、中泰证券研究所

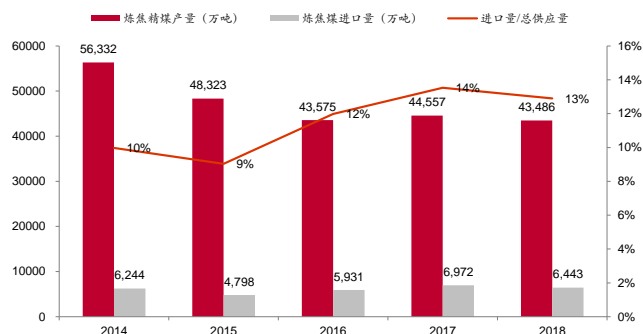
备注：淮北矿业、陕西煤业和中国神华的 2018 年归属于上市公司股东净利润预测来自业绩快报，其余业绩预期皆为 wind 一致预期。

冶金煤行业：供需格局改善，看好板块估值修复

2019 年冶金煤行业供需格局预计有改善

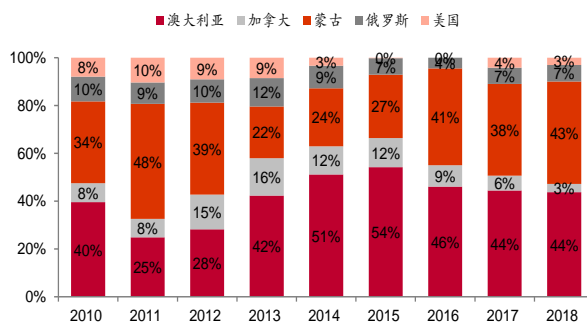
- **冶金煤：限制澳洲焦煤进口以及老矿强化安检，叠加环保政策调整，预计 2019 年供需格局有所改善。**
- (1) 据煤炭资源网报道，1 月末东北地区鲅鱼圈、丹东以及大连港等多个港口开始限制进口澳洲焦煤，主要体现在通关时间的加长。根据 wind 统计，2018 年国内焦精煤产量 4.35 亿吨，焦煤总进口量 6443 万吨，进口量占焦煤总供应量（约 4.99 亿吨）的 12.9%。其中，从进口来源地看，从澳洲进口 2826 万吨、蒙古国 2768 万吨、俄罗斯 443 万吨、加拿大 221 万吨，占比分别为 44%、43%、7%和 3%，澳洲焦煤占到全国焦煤总供应量的 5.7%。澳洲主要出口低硫低灰的优质主焦煤，进口限制将加剧这类品种短缺性，对国内焦煤价格产生一定的提振作用。

图表 23：2018 年焦煤进口量占国内总供应量 13%



来源：wind、中泰证券研究所

图表 24：澳洲是我国焦煤进口第一大来源国



来源：wind、中泰证券研究所

- (2) 1 月初，国家安监局点名要求山东、安徽、河南、江苏等地区采深超过千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿进行停产安全论证，经论证难以有效治理的，要列入关闭退出产能名单，经论证具备灾害防治能力的，在现有产能基础上核减 20% 产能。此次超深煤矿的安监涉及煤矿数量 39 座，合计产能 8876 万吨，且以炼焦配煤为主，2018 年国内炼焦精煤总产量 4.35 亿吨（假设 45% 洗出率，则焦煤总产能约 10 亿吨），此次监管预计影响焦煤总产能 8%-9%，如果削减 20% 产能，则影响焦煤产能 1.6%-1.8%。
- 虽然，根据煤炭资源网等报道，山东等地停产矿在 2019 年春季后逐渐复产，但在安全形势趋严背景下强力的安全检查预计贯穿全年，这将一定程度上影响炼焦配煤的供应。

图表 25: 采深超千米冲击地压&煤与瓦斯突出煤矿按省份分布

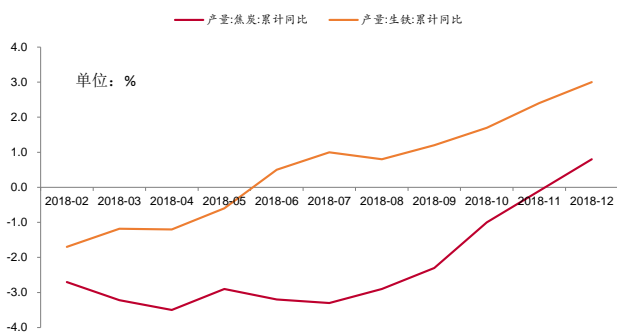
采深超千米冲击地压煤矿		
省份	矿井数量	合计产能 (万吨/年)
辽宁	1	330
山东	20	4060
江苏	2	390
合计产能	23	4780
深超千米煤与瓦斯突出煤矿		
省份	矿井数量	合计产能 (万吨/年)
黑龙江	1	150
吉林	2	340
辽宁	1	330
河北	2	360
安徽	4	1700
河南	5	1465
江西	1	81
合计产能	16	4426

来源: 国家安监总局, 中泰证券研究所

备注: 辽宁红阳三矿 (330 万吨) 既是冲击地压煤矿, 也是煤与瓦斯突出煤矿。

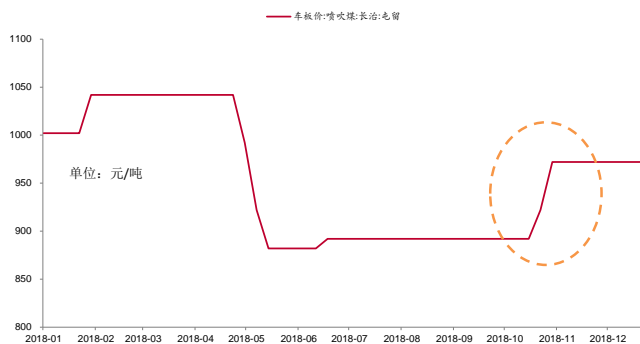
- (3) 2018 年, 尤其是前三个季度, 下游焦化行业受到环保限产影响, 开工率持续低位, 焦炭产量累计增速持续为负, 前 9 个月累计增速为 -2.3%, 焦煤的需求端遭受一定的制约, 供需格局相对动力煤偏差。2018 四季度以来, 稳增长摆在突出位置, 环保政策出现一定的调整, 2019 年焦煤需求预计同比有所扩张, 叠加老矿强化安检和进口限制预期, 我们认为 2019 年焦煤供需格局相对 2018 年会有一定的改善, 焦煤价格预计在高位震荡。

图表 26: 2018 年下游环保限产制约焦煤需求端表现



来源: wind、中泰证券研究所

图表 27: 2018 年四季度环保政策调整后喷吹煤价格上涨

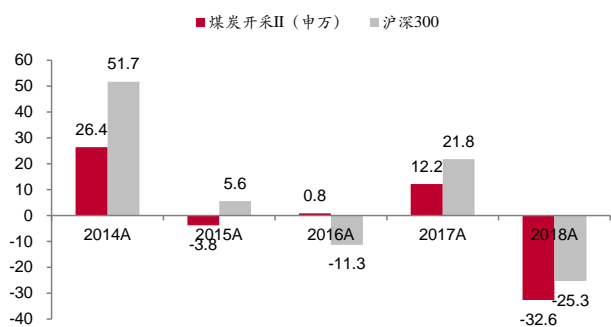


来源: wind、中泰证券研究所

2019 年看好板块估值修复

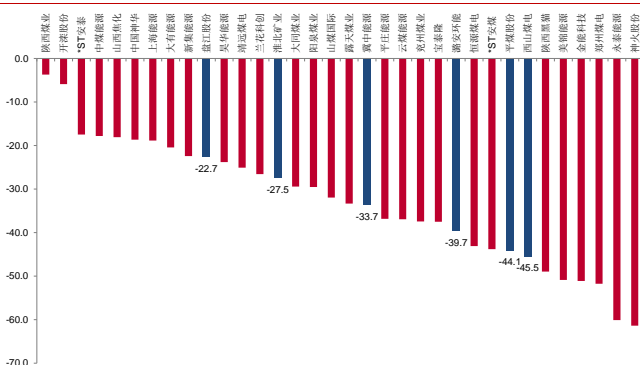
- 2018 年，受制于经济去杠杆和中美贸易摩擦等各方面因素影响，煤炭板块的估值持续遭受下挫，全年煤炭开采 II（申万）下跌 32.6%，弱于沪深 300 的下跌 25.3%。至于炼焦煤子行业，由于其供需格局相对偏弱，下跌的幅度更深，西煤、平煤、潞安、冀中等主流焦煤股全年分别下跌 45.5%、44.1%、39.7%、33.7%，跑输板块指数。
- 经历了 2018 年持续下跌后，焦煤主流标的如：潞安环能、西山煤电、冀中能源、平煤、开滦等 PB 分别降至 0.96、0.94、0.69、0.71、0.96（截至 2019 年 2 月 24 日），公司市值都是跌破净资产状态，且基本上都降至历史最低水平；PE（TTM）分别降至 7.4、10.8、13.0、10.3、8.3 倍（截至 2019 年 2 月 24 日），基本上都处于历史最低水平。悲观预期反应较为充分，这为投资提供了一定的安全边际。

图表 28: 煤炭板块与沪深 300 表现对比

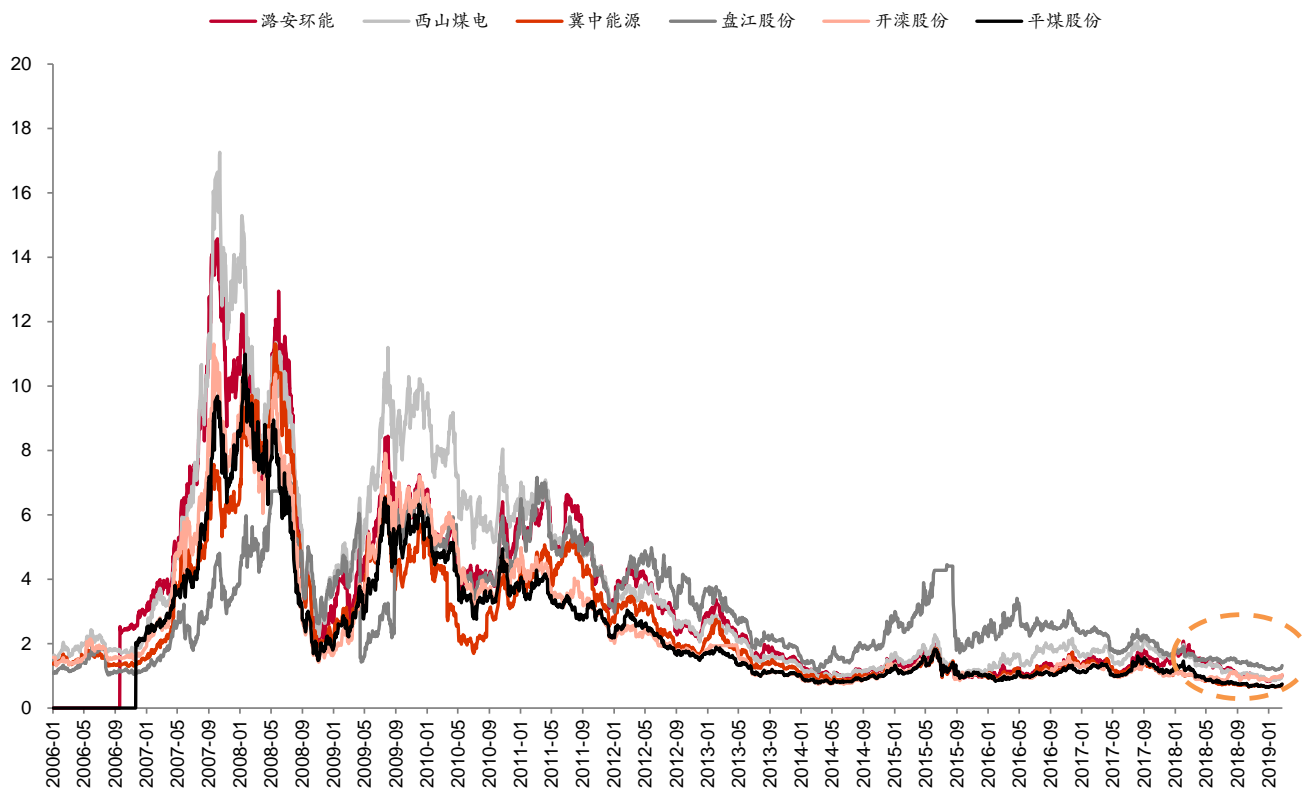


来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: 2018 全年煤炭个股涨跌幅 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 30: 当前主要焦煤标的市净率基本处于历史上最低位置


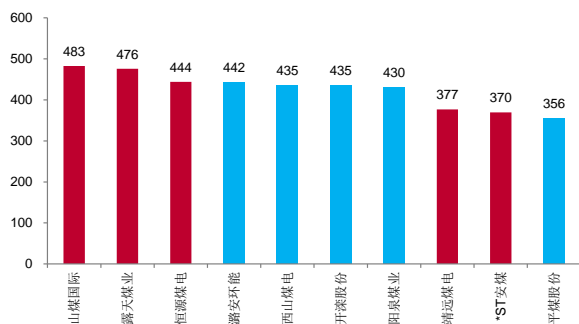
来源: wind、中泰证券研究所

- 2019年1月15日和25日,央行分两次分别下调存款准备金率0.5个百分点。降准是央行扩张性货币政策之一,通过降准,实现银行可贷资金数量的增加从而增大信贷规模,提高货币供应量,释放流动性,促进经济的增长。
- 我们复盘了2008年以来煤炭板块的表现,发现在央行降准后(如2008.11.4-2009.8.4, 2012.1.5-2012.5.4, 2014.3.10-2015.6.12, 2017.12.15-2018.2.5),煤炭开采II(申万)板块指数分别上涨284%、30%、172%、19%,煤炭开采II的PE(TTM)估值分别提升164%、27%、548%、20%,且市场更加看好冶金煤标的,主要是因为焦煤定价市场化、业绩弹性大,市场在预期流动性改善的背景下,更加青睐冶金煤股票。
 - 2008.11.4-2009.8.4: 板块指数上涨284%,潞安环能、西山煤电、开滦股份、阳煤、平煤分别上涨4.4倍、4.4倍、4.4倍、4.3倍和3.6倍。
 - 2012.1.5-2012.5.4: 板块指数上涨30%,盘江股份、永泰能源、潞安环能、阳煤分别上涨68%、48%、43%、41%。
 - 2014.3.10-2015.6.12: 板块指数上涨172%,永泰能源、盘江股份分别上涨4.6倍和2.1倍。
 - 2017.12.15-2018.2.5: 板块指数上涨19%,潞安环能、阳煤、平煤、西煤分别上涨48%、33%、30%、27%。

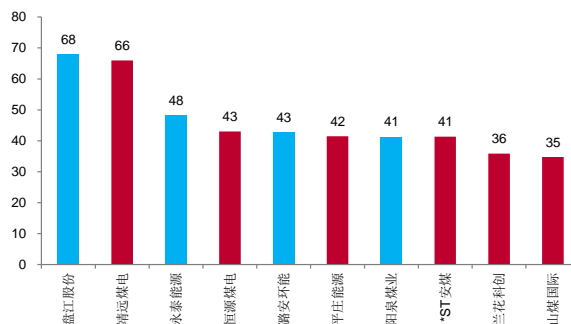
图表 31: 2008 年以来央行实施全面（或定向）降准情况简表

时间	全面/定向降准举措
2008年9月25日	"-1%或者-2%
2008年10月15日	-0.50%
2008年12月5日	"-0.5%或者-1%
2008年12月22日	-0.50%
2011年12月5日	-0.50%
2012年2月24日	-0.50%
2012年5月18日	-0.50%
2014年4月25日	定向降准0.5%或者2.0%
2014年6月16日	定向降准0.5%
2015年2月5日	-0.50%
2015年4月20日	-1.00%
2015年6月28日	定向降准0.5%或者3.0%
2015年9月6日	-1.00%
2015年10月24日	-0.50%
2016年3月1日	-0.50%
2018年1月25日	定向降准0.5%或者1.5%
2018年4月25日	定向降准1%
2018年7月5日	定向降准0.5%
2018年10月15日	定向降准1%
2019年1月15日	-0.50%
2019年1月25日	-0.50%

来源：政府公告，中泰证券研究所

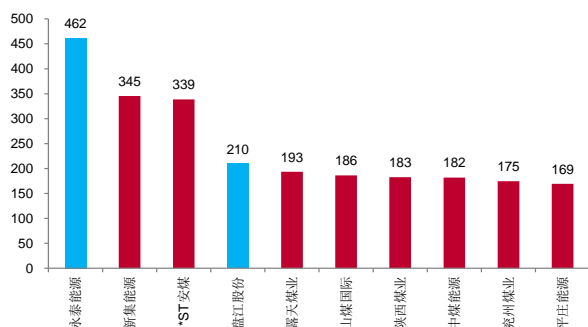
图表 32: 2008.11.4-2009.8.4 煤炭个股涨幅前十


来源：wind、中泰证券研究所

图表 33: 2012.1.5-2012.5.4 煤炭个股涨幅前十


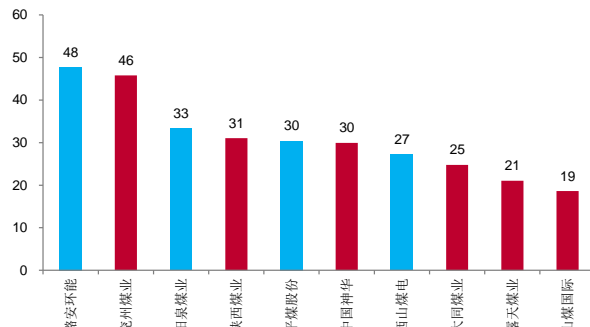
来源：wind、中泰证券研究所

图表 34: 2014.3.10-2015.6.12 煤炭个股涨幅前十



来源: wind、中泰证券研究所

图表 35: 2017.12.15-2018.2.5 煤炭个股涨幅前十



来源: wind、中泰证券研究所

投资建议: 看好公司估值修复

■ 为什么看好 2019 年冶金煤行业的估值修复?

- (1) 限制澳洲焦煤进口以及强化矿井安监力度, 叠加环保政策调整, 预计 2019 年冶金煤供需格局同比有所改善。
- (2) 经历了 2018 年持续下跌, 焦煤主流标的处于破净状态, PE 估值基本上都降至历史最低水平, 悲观预期反应较为充分。
- (3) 复盘发现, 在央行降准改善流动性后 (如 2008.11-2009.8, 2012.1-2012.5, 2014.3.-2015.6, 2017.12-2018.2), 煤炭开采 II (申万) 指数分别上涨 284%、30%、172%、19%, PE (TTM) 估值分别提升 164%、27%、548%、20%, 且市场更青睐定价市场化、业绩弹性大的冶金煤公司。2019 年 1 月央行全面降准 1 个百分点。流动性改善预期下, 看好板块估值提升。

■ 为什么更看好潞安环能?

- (1) 公司是比较纯粹的冶金煤公司, 在产产能合计 4130 万吨, 原煤产量约 4000 万吨, 喷吹煤销量在 1300-1500 万吨, 销售占比在 35%-45%, 具有显著的业绩弹性。
- (2) 公司大型高效矿井居多, 核心 6 座大矿, 产能合计 3200 万吨, 吨煤成本低且相对稳定, 净利率和资产收益率在行业内领先。
- (3) 背靠的潞安集团, 负担相对较轻、效率相对较高, 旗下具有丰富且优质的煤矿资产, 集团承诺过解决同业竞争问题。
- (4) 截至 2019 年 2 月 26 日, 主要冶金煤标的 2018 年业绩对应的 PE 均值为 9.6, 动力煤为 8.6 倍, 而潞安环能仅为 8.2 倍, 估值有待修复。

图表 36: 潞安环能主要产品产销量及价格成本预测

名称	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
煤炭业务						
原煤产量 (万吨)	3567	3915	4160	4000	4100	4200
%YOY	-6.5%	10%	6%	-4%	2%	2%
商品煤销量 (万吨)	3099	3624	3805	3600	3731	3864
%产销比	86.9%	92.6%	91.5%	90.0%	0.91	0.92
其中:						
混煤 (万吨)	1561	2210	2222	2141	2219	2298
喷吹煤 (万吨)	1359	1240	1433	1410	1461	1513
其他洗煤 (万吨)	164	157	113	39	41	42
单位价格 (元/吨)	317	341	542	567	555	544
%YOY	-27%	8%	59%	5%	-2%	-2%
单位成本 (元/吨)	200	204	297	317	317	317
%YOY	-29%	2%	45%	7%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	37%	40%	45%	44%	43%	42%
吨煤毛利润 (元/吨)	117	137	245	250	238	227
焦化产品业务						
焦炭产量 (万吨)	106	124	148	150	150	150
%YOY		16%	20%	1%	0%	0%
焦炭销量 (万吨)	101	120	149	150	150	150
%产销率	95%	97%	101%	100%	100%	100%
单位价格 (元/吨)	782	968	1641	1706	1672	1639
%YOY		24%	69%	4%	-2%	-2%
单位成本 (元/吨)	727	773	1513	1345	1305	1266
%YOY		6%	96%	-11%	-3%	-3%
毛利率 (%)	7%	20%	8%	21%	22%	23%
单位毛利	55	196	128	361	367	373

来源: 中泰证券研究所

- 我们预测公司 2018-2020 年归属于母公司的净利润分别为 29.6/30.9/31.1 亿元, 同比增长 6.3%、4.4%、0.7%, 折合 EPS 分别是 0.99/1.03/1.04 元/股, 当前股价 (8.17 元/股) 对应 PE 分别为 8.3/7.9/7.9 倍, 维持公司“买入”推荐评级。

风险提示

- (1) 经济增速放缓风险。可能造成下游钢铁、电力等需求不及预期风险, 影响公司销售量和销售价格, 从而造成业绩波动。
- (2) 行政性干预手段不确定性风险。供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素, 但为了保供应稳价格, 可能使得行政性调控手段存在力度过大等风险。
- (3) 应收账款计提减值损失风险。公司债务人天津铁厂于 2018 年 8 月 24 日进入重整程序, 公司对其应收账款 4.39 亿元, 已经计提坏账准备 1.24 亿元, 根据重整计划 2018 年需补提资产减值损失 0.97 亿元, 减少公司 2018 年归母净利润 0.83 亿元。
- (4) 整合煤矿计提资产减值损失风险; 公司部分整合煤矿面临关闭退出, 有可能会继续计提资产减值损失。

图表 37: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	14,229	23,544	23,189	23,457	23,717
增长率	27.6%	65.5%	-1.5%	1.2%	1.1%
营业成本	-8,958	-13,937	-13,632	-13,987	-14,350
% 销售收入	63.0%	59.2%	58.8%	59.6%	60.5%
毛利	5,271	9,606	9,557	9,471	9,367
% 销售收入	37.0%	40.8%	41.2%	40.4%	39.5%
营业税金及附加	-1,126	-1,870	-1,855	-1,877	-1,897
% 销售收入	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
营业费用	-292	-436	-429	-434	-439
% 销售收入	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-1,668	-2,561	-2,319	-2,346	-2,372
% 销售收入	11.7%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	2,185	4,740	4,954	4,814	4,659
% 销售收入	15.4%	20.1%	21.4%	20.5%	19.6%
财务费用	-712	-941	-1,000	-950	-850
% 销售收入	5.0%	4.0%	4.3%	4.0%	3.6%
资产减值损失	323	308	350	100	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	24	-94	100	100	100
% 税前利润	1.2%	—	2.3%	2.5%	2.6%
营业利润	1,820	4,013	4,404	4,064	3,929
营业利润率	12.8%	17.0%	19.0%	17.3%	16.6%
营业外收支	81	-8	-15	-15	-15
税前利润	1,901	4,005	4,389	4,049	3,914
利润率	13.4%	17.0%	18.9%	17.3%	16.5%
所得税	-545	-936	-885	-924	-930
所得税率	28.6%	23.4%	20.2%	22.8%	23.8%
净利润	710	2,466	2,804	2,925	2,944
少数股东损益	-147	-316	-154	-161	-162
归属于母公司的净利润	857	2,782	2,958	3,086	3,106
净利率	6.0%	11.8%	12.8%	13.2%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	710	2,466	2,804	2,925	2,944
加: 折旧和摊销	1,032	1,331	1,406	1,531	1,648
资产减值准备	323	308	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	806	1,067	1,000	950	850
投资收益	-24	94	-100	-100	-100
少数股东损益	-147	-316	-154	-161	-162
营运资金的变动	-998	-2,737	829	-1,161	843
经营活动现金净流	1,134	2,373	5,938	4,146	6,185
固定资本投资	-1,321	-461	-1,030	-1,030	-1,020
投资活动现金净流	-804	-699	-904	-904	-894
股利分配	-269	-269	-1,035	-1,235	-1,243
其他	296	2,965	475	-1,139	-1,030
筹资活动现金净流	26	2,695	-560	-2,374	-2,272
现金净流量	356	4,370	4,473	868	3,018

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,689	13,452	17,925	18,792	21,811
应收款项	12,902	16,238	11,028	15,174	9,993
存货	1,207	1,057	1,047	1,004	995
其他流动资产	247	394	243	400	249
流动资产	23,045	31,141	30,242	35,370	33,048
% 总资产	39.9%	46.8%	46.4%	50.7%	49.5%
长期投资	2,306	2,478	2,478	2,478	2,478
固定资产	18,465	20,435	20,929	21,166	21,177
% 总资产	31.9%	30.7%	32.1%	30.3%	31.7%
无形资产	8,726	8,700	8,470	8,239	8,008
非流动资产	34,778	35,333	34,935	34,413	33,764
% 总资产	60.1%	53.2%	53.6%	49.3%	50.5%
资产总计	57,824	66,474	65,178	69,783	66,812
短期借款	7,005	7,025	6,500	6,500	6,500
应付款项	18,561	20,130	15,841	19,182	14,914
其他流动负债	7,099	7,192	6,832	6,491	6,166
流动负债	32,665	34,347	29,173	32,173	27,581
长期贷款	4,629	4,032	8,700	8,700	8,700
其他长期负债	2,550	7,757	7,668	7,582	7,501
负债	39,844	46,137	45,541	48,455	43,782
普通股股东权益	18,320	21,114	20,568	22,420	24,284
少数股东权益	-341	-777	-931	-1,092	-1,254
负债股东权益合计	57,824	66,474	65,178	69,783	66,812

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.29	0.93	0.99	1.03	1.04
每股净资产 (元)	6.12	7.06	6.88	7.49	8.12
每股经营现金净流 (元)	0.38	0.79	1.99	1.39	2.07
每股股利 (元)	0.09	0.09	0.35	0.41	0.42
回报率					
净资产收益率	4.68%	13.18%	14.38%	13.77%	12.79%
总资产收益率	1.23%	3.71%	4.30%	4.19%	4.41%
投入资本收益率	4.46%	12.51%	12.96%	13.89%	13.35%
增长率					
营业总收入增长率	27.56%	65.46%	-1.51%	1.16%	1.11%
EBIT增长率	189.91%	130.08%	8.42%	2.35%	-1.56%
净利润增长率	732.02%	224.60%	6.31%	4.35%	0.65%
总资产增长率	14.23%	14.96%	-1.95%	7.07%	-4.26%
资产管理能力					
应收账款周转天数	98.9	62.6	59.5	56.5	53.7
存货周转天数	27.7	17.3	16.3	15.7	15.2
应付账款周转天数	416.0	314.6	298.8	283.9	269.7
固定资产周转天数	408.9	297.4	321.1	323.0	321.4
偿债能力					
净负债/股东权益	15.73%	15.14%	31.34%	13.82%	18.31%
EBIT利息保障倍数	2.6	4.6	4.7	5.1	5.6
资产负债率	68.91%	69.41%	69.87%	69.44%	65.53%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。