



东兴证券
DONGXING SECURITIES

整合矿井重组计提拖累业绩 喷吹龙头估值有待修复

——潞安环能（601699）财报点评

2019 年 03 月 28 日

推荐/维持

潞安环能

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
张津铭	研究助理		
	zhangjm@dxzq.net.cn	010-66554013	

事件：

潞安环能发布 2018 年年报：报告期内，公司实现营业收入 251.4 亿元，同比增长 6.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 26.6 亿元，同比下降 4.3%；扣非后归母净利 26.5 亿元，同比下降 4.5%；实现基本每股收益 0.89 元，同比下降 4.3%。

公司公布利润分配方案：拟每 10 股派息 2.68 元，分红率 30.1%。

公司公布经营规划：2019 年预计煤炭产量 4000 万吨，营业收入达 210 亿元以上。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	5623.09	6830.65	6587.09	5143.4	5718.17	6458.3	7819.7
增长率（%）	115.38%	133.96%	5.67%	14.23%	1.69%	-5.45%	18.71%
毛利率（%）	33.48%	35.09%	54.61%	40.69%	40.77%	38.87%	40.40%
期间费用率（%）	9.76%	8.85%	17.43%	16.70%	14.73%	7.35%	14.35%
营业利润率（%）	14.79%	14.83%	13.66%	16.86%	14.68%	16.29%	3.65%
净利润（百万元）	613.98	746.01	641.83	693.90	630.84	783.46	-166.82
增长率（%）	56393.13%	-17003.40%	-13.54%	49.50%	02.75%	05.02%	-125.99%
每股盈利（季度，元）	0.21	0.25	0.29	0.24	0.23	0.28	0.15
资产负债率（%）	67.95%	67.62%	69.41%	66.76%	65.96%	64.30%	65.57%
净资产收益率（%）	3.18%	3.69%	3.16%	3.23%	2.91%	3.41%	-0.74%
总资产收益率（%）	1.02%	1.20%	0.97%	1.07%	0.99%	1.22%	-0.26%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- **受整合矿井资产减值拖累，业绩不及预期。**受重组矿井计提相关资产减值及天津铁厂应收账款计提坏账准备影响，公司 2018 年共计提资产减值损失 11.1 亿元，导致公司实现归母净利 26.6 亿元，同比下降 4.3%，业绩不及预期。分季度来看，公司 Q1~Q4 分别实现营业收入 51.3 亿元/57.2 亿元/64.6 亿元/78.1

亿元，分别同比+14.2%/1.7%/-5.4%/18.7%；实现归母净利 7.13 亿元/6.78 亿元/8.38 亿元/4.33 亿元。分别同比 40.1%/7.1%/10.4%/-50.8%，Q4 明显下滑主因资产减值损失。

- **煤炭板块：成本上升，盈利水平稍有下滑。**公司 2108 年煤炭板块共实现营业收入 215.2 亿元（占主营业务收入的 86.3%），同比增长 4.4%，主因煤价上涨。但因成本涨幅大于收入，煤炭板块实现毛利 92.8 亿元，同比减少 0.5 亿元，毛利率同比下降 2.2 个百分点至 43.1%。产销方面，公司全年实现原煤产量 4150 万吨，同比下降 0.2%；实现商品煤销量 3806 万吨，同比持平。价格、成本方面，公司商品煤综合售价 565.3 元/吨，同比增长 4.4%；公司煤炭单位销售成本 321.6 元/吨，同比增长 8.5%。
- **焦化板块：量价齐升，盈利创历史最佳。**公司 2018 年焦化板块共实现营业收入 34.1 亿元，同比增长 39.5%，主因量价齐升。报告期内焦化板块共实现毛利 7.6 亿元，同比增长近 3 倍，毛利率提升 14.6 个百分点至 22.4%，盈利水平创历史最佳。产销方面，公司全年实现焦炭产量 174 万吨，同比增长 17.6%；实现焦炭销量 177 万吨，同比增长 18.6%。价格、成本方面，公司焦炭单位综合售价 1929 元/吨，同比增长 17.6%；公司焦炭单位销售成本 1498 元/吨，同比下降 1%。
- **逐步解决整合矿井历史遗留问题，未来轻装上阵。**由于整合矿井扭亏脱困难度较大，公司根据山西省政府出台的《关于推进煤矿减量重组的实施意见》，近年来逐步对停建、缓解的整合矿井计提资产减值，2016~2018 三年期间合计计提约 11 亿元（其中 2016 年对大丰厂、忻丰、忻岭计提 2.3 亿元，2017 年对静安、大汉沟计提 0.8 亿元，2017 年对大汉沟、忻岭等五家公司计提 7.6 亿元），后续整合矿井计提压力将明显减轻，未来轻装上阵。
- **调整优化煤炭、焦化产业布局，积极推进混改，盘活存量资产。**公司为践行高质量发展要求，一方面优化存量，积极推进孟家窑等矿井产能核增进度；一方面扩充增量，科学谋划潞城焦化园区 500 万吨/年煤焦项目，加快推进一起 140 万吨/年 6.25m 焦化项目假设，为公司后续接续发展提供动力；一方面，公司积极推进混改，落实转型和专业化发展要求，拟将元丰矿业 90%的股权以及潞安焦化 49%的股权进行转让，加快推进“腾笼换鸟”，盘活现有存量资产。
- **集团古城、李村煤矿相继投产，资产注入仍可期待。**国企国资改革是决定山西转型前途的关键，自 2017 年以来，山西省加大力度推进省属国有企业改革，提高五大省属煤业集团的资产证券化率。目前潞安集团资产证券化率仅约 30%，公司作为潞安集团唯一的上市平台，目前原煤产量仅占集团公司一半，未来随着山西国改的加速推进，集团公司的优质资产有望注入上市公司，实现集团整体上市，届时公司业绩将得到显著提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为山西省规模最大的喷吹煤生产企业，且是目前国内煤炭系统里唯一一家国家高新技术企业，在煤炭资源储备规模、煤炭品质、所得税税率等方面均有备一定优势。我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 249 亿元、250 亿元和 253 亿元；归母净利润分别为 29.4 亿元、30.1 亿元和 30.5 亿元；EPS 分别为 0.98 元、1.01 元和 1.02 元，对应 PE 分别为 7X、7X 和 7X，维持“推荐”评级。

风险提示：

煤炭及焦炭价格大幅下跌，宏观经济下滑，国改进度不及预期。

公司盈利预测表

资产负	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	31141	29134	29730	29840	30250	营业收入	23544	25140	24914	24969	25275
货币资金	13452	16690	16540	16577	16780	营业成本	13937	15046	15108	15141	15327
应收账款	4130	3642	3754	3762	3809	营业税金及附	1870	2039	2020	2025	2050
其他应收	86	145	144	144	146	营业费用	436	373	369	370	375
预付款项	254	120	165	211	257	管理费用	2561	1910	1893	1897	1921
存货	1057	739	828	830	840	财务费用	941	1015	1116	1172	1231
其他流动	139	103	108	108	109	资产减值损失	307.50	1113.67	500.00	350.00	300.00
非流动资	35333	36132	39833	39145	38534	公允价值变动	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权	2439	3247	7594	7594	7594	投资净收益	-93.51	93.90	90.00	90.00	90.00
固定资产	20435.31	21909.83	21623.37	21194.13	21159.98	营业利润	3410	3044	3997	4103	4163
无形资产	8700	7820	7733	7649	7566	营业外收入	51.02	27.16	27.16	27.16	27.16
其他非流	37	8	154	154	154	营业外支出	59.07	153.55	153.55	161.23	169.29
资产总计	66474	65266	69563	68986	68783	利润总额	3402	2918	3871	3969	4021
流动负债	34347	33672	37292	35709	34563	所得税	936	977	1084	1111	1126
短期借款	7025	6595	10237	8619	7282	净利润	2466	1941	2787	2858	2895
应付账款	12720	12431	12417	12445	12597	少数股东损益	-316	-722	-150	-150	-150
预收款项	1957	1511	1511	1511	1511	归属母公司净	2782	2663	2937	3008	3045
一年内到	3985	4994	4994	4994	4994	EBITDA	14174	12972	6408	6605	6751
非流动负	11789	9121	8558	8408	8328	EPS（元）	0.93	0.89	0.98	1.01	1.02
长期借款	4032	1740	1620	1520	1440	主要财务比 率					
应付债券	5962	5969	5969	5969	5969						
负债合计	46137	42793	45850	44116	42890	成长能力					
少数股东	-777	-1428	-1578	-1728	-1878	营业收入增长	65.46%	6.78%	-0.90%	0.22%	1.23%
实收资本	2991	2991	2991	2991	2991	营业利润增长	190.60%	-10.73%	31.30%	2.66%	1.45%
资本公积	1439	1588	1588	1588	1588	归属于母公司	224.60%	-4.29%	10.29%	2.42%	1.23%
未分配利	11561	13135	11588	9887	8015	获利能力					
归属母公	21114	23901	21989	23295	24468	毛利率(%)	40.80%	40.15%	39.36%	39.36%	39.36%
负债和所	66474	65266	69563	68986	68783	净利率(%)	10.47%	7.72%	11.19%	11.45%	11.45%
现金流	单位：百万元					总资产净利润	2.94%	4.19%	4.08%	4.22%	4.36%
						ROE(%)	13.18%	11.14%	13.36%	12.91%	12.44%
经营活动	2373	9340	4935	5584	5680	偿债能力					
净利润	2466	1941	2787	2858	2895	资产负债率(%)	69%	66%	66%	64%	62%
折旧摊销	9822.62	8913.16	1138.07	1175.38	1204.64	流动比率	0.91	0.87	0.80	0.84	0.88
财务费用	941	1015	1116	1172	1231	速动比率	0.88	0.84	0.78	0.81	0.85
应收账款	0	0	-112	-8	-46	营运能力					
预收账款	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.38	0.37	0.36	0.37
投资活动	-699	-1769	-5412	-907	-957	应收账款周转	6	6	7	7	7
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	1.93	2.00	2.01	2.01	2.02
长期股权	0	0	-4309	0	0	每股指标（元）					
投资收益	-94	94	90	90	90	每股收益(最新	0.93	0.89	0.98	1.01	1.02
筹资活动	2695	-3737	327	-4641	-4519	每股净现金流	1.46	1.28	-0.05	0.01	0.07
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最	7.06	7.99	7.35	7.79	8.18
长期借款	0	0	-120	-100	-80	估值比率					
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	8.29	8.66	7.85	7.67	7.57
资本公积	0	149	0	0	0	P/B	1.09	0.96	1.05	0.99	0.94
现金净增	4370	3834	-150	36	204	EV/EBITDA	2.16	1.98	4.58	4.18	3.85

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张津铭

中国矿业大学（北京）硕士，6 年煤炭行业从业经验，2018 年加入东兴证券研究所，从事煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。