

2019年03月28日

公司研究●证券研究报告

潞安环能 (601699.SH)

公司快报

减值计提夯实资产基础

投资要点

◆ **资产减值计提影响 2019 年 EPS0.33 元**: 2018 年公司实现收入 251.40 亿元, 同比增长 6.78%, 实现归母净利 26.63 亿元, 同比下降 4.29%; 净利润下降原因是公司 4 季度计提资产减值准备计提 9.86 亿元, 折合 EPS0.33 元, 导致 4 季度单季度 EPS 为 0.15 元, 为年内最低, 也是业绩低于预期的主要原因。2018 年公司毛利率和净利率分别为 40.58% 和 10.15%, 同比分别下降 0.65% 和 1.22 个百分点。分红方案为每 10 股派现 2.68 元, 分红比率为 30%。

◆ **煤炭价格、成本双升, 盈利平稳**: 2018 年公司煤炭产量为 3691 万吨, 同比下降 11.28%, 其中整合矿的焦煤产量同比下降 42.52%; 实现煤炭销量 3806 万吨, 同比微增 0.04%; 煤炭销售均价为 565 元/吨, 同比上涨 4.37%, 其中公司核心产品喷吹煤价格为 812 元/吨, 同比上涨 7.67%; 吨煤销售成本为 321.6 元, 同比上涨 8.47%; 吨煤毛利为 244 元, 同比微降 0.57%。煤炭板块实现毛利 92.78 亿元, 相比上年同期微降 0.48%。

◆ **焦炭量价齐升, 盈利贡献上升**: 2018 年公司焦炭销量为 177 万吨, 同比增加 18.65%; 焦炭销售均价 1929 元/吨, 同比上涨 17.54%; 吨焦成本 1498 元/吨, 同比下降 1.02%; 吨焦毛利为 431 元, 同比上升 236.78%; 焦炭板块贡献毛利 7.63 亿元, 同比上升 299.60%, 占毛利的比重上升至 7.6%, 较上年同期提升 5.6 个百分点, 均为历史最高水平。

◆ **4 季度主营业务良好, 资产减值计提夯实公司资产基础**: 4 季度公司实现收入 78.20 亿元, 环比增长 21.08%; 毛利率为 40.40%, 环比上升 1.53 个百分点; 实现归母净利润 4.34 亿元, 环比下降 48.20%, 净利率为 5.55%, 环比下降 7.4 个百分点。盈利下降主要原因是计提资产减值损失 9.86 亿元, 其中大部分来自 2009 年所整合的矿井, 整合矿汉沟煤业公司、忻岭煤业公司、大木厂煤业、忻丰煤业和前文明煤业被列为减量重组关闭退出煤矿, 合计计提减值 7.57 亿元, 占比全部减值计提的 76.77%。本次计提解决了 2009 年整合矿井带来的历史遗留问题, 公司资产和盈利基础得以进一步夯实。

◆ **集团资产注入可期**: 公司未来内生的产能扩张主要来自焦炭板块, 已规划潞城焦化园区 500 万吨/年煤焦项目, 其中前期推进 140 万吨/年 6.25m 焦化项目; 外延扩张方面, 集团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、规划在建矿井手续完备之日起五年内注入公司。目前集团年产 500 万吨的李村矿、年产 800 万吨的古城煤矿均已进入联合试运转状态, 未来可能成为公司的外延增量。

◆ **投资建议**: 我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.91、0.94 和 1.11 元。净资产收益率分别为 12.2%、11.3% 和 12.1%, 维持增持-A 建议。

◆ **风险提示**: 经济增长不及预期; 环保监管对煤炭生产和消费的超预期影响; 整合矿

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

增持-A(维持)

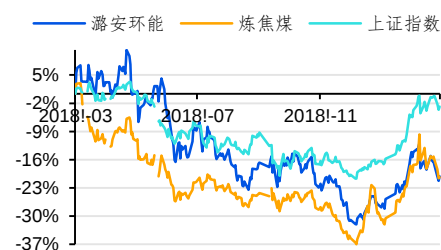
股价(2019-03-27)

7.71 元

交易数据

总市值 (百万元)	23,063.76
流通市值 (百万元)	23,063.76
总股本 (百万股)	2,991.41
流通股本 (百万股)	2,991.41
12 个月价格区间	6.43/11.09 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.08	-5.62	-17.73
绝对收益	-3.75	16.11	-22.28

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

 潞安环能: 2 季度以量补价, 成本上升
 2018-08-27

 潞安环能: 成本计提无碍盈利增长
 2018-04-27

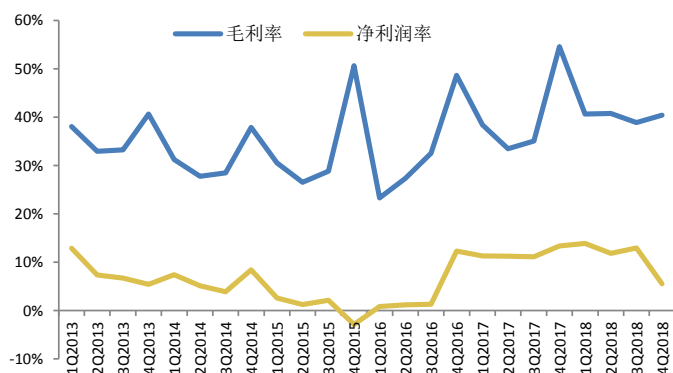
破产不及预期；重大安全事故。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	23,543.6	25,139.6	24,213.4	24,279.9	24,958.8
同比增长(%)	65.5%	6.8%	-3.7%	0.3%	2.8%
营业利润(百万元)	3,410.1	3,044.3	3,290.5	3,319.9	3,748.4
同比增长(%)	190.6%	-10.7%	8.1%	0.9%	12.9%
净利润(百万元)	2,782.2	2,663.0	2,735.8	2,809.2	3,321.9
同比增长(%)	224.6%	-4.3%	2.7%	2.7%	18.3%
每股收益(元)	0.93	0.89	0.91	0.94	1.11
PE	8.3	8.7	8.4	8.2	6.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

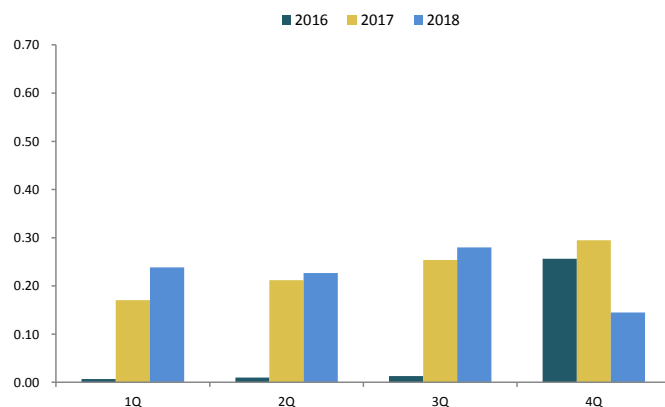
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2018 年 Q4 公司分季度毛利率和净利润率



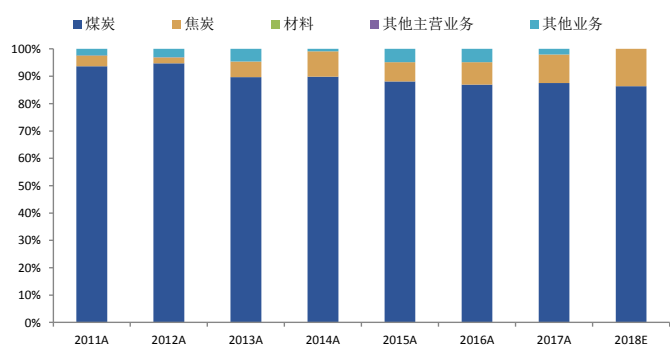
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2018 年公司分季度 EPS



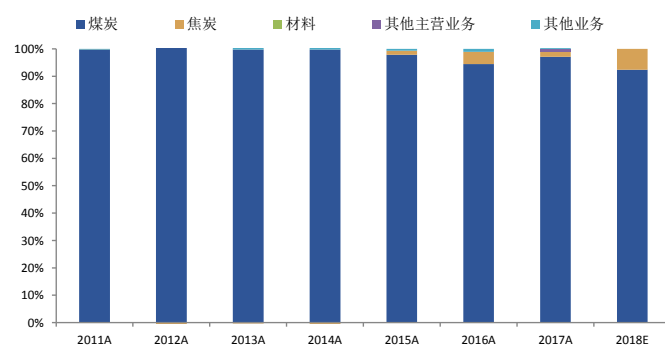
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2011-2018 年公司收入构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2011-2018 年公司毛利构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 2018 年上半年公司煤炭、焦炭量价成本情况 单位: 万吨、元/吨

	2014	2015	2016	2017	2018	YoY
煤炭销量	3318	3084	3606	3805	3806	0.03%
混煤	1,637	1561	2210	2222	2231	0.41%
精煤				37	22	-40.54%
喷吹	1,524	1359	1240	1433	1461	1.95%
其他	157	164	157	113	92	-18.58%
吨煤价格	434	319	343	542	565	4.24%
混煤	357	264	284	422	419	-0.71%
精煤				876	881	0.57%
喷吹	542	420	492	754	812	7.69%
其他				82	109	32.93%
吨煤成本	284	201	205	297	322	8.42%
吨煤毛利	151	118	138	245	244	-0.41%
焦炭销量	99	101	120	149	177	18.79%
吨焦价格	1508	782	968	1641	1929	17.55%
吨焦成本	1533	727	773	1513	1498	-0.99%

	2014	2015	2016	2017	2018	YoY
吨焦毛利	-25	55	196	128	431	236.72%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,543.6	25,139.6	24,213.4	24,279.9	24,958.8
减:营业成本	13,937.3	15,046.4	14,621.4	14,271.8	14,543.3
营业税费	1,869.8	2,038.6	1,934.7	1,940.0	1,994.2
销售费用	435.9	372.6	403.6	404.7	400.6
管理费用	2,561.0	1,910.4	2,236.9	2,537.2	2,500.9
财务费用	940.8	1,014.7	1,153.5	1,141.5	1,018.6
资产减值损失	307.5	1,113.7	581.5	667.6	787.6
加:公允价值变动收益	0.0	-	0.5	-0.1	-0.1
投资和汇兑收益	-93.5	93.9	8.0	2.8	34.9
营业利润	3,410.1	3,044.3	3,290.5	3,319.9	3,748.4
加:营业外净收支	-8.0	-126.4	-17.7	-50.7	-64.9
利润总额	3,402.1	2,917.9	3,272.7	3,269.2	3,683.5
减:所得税	936.1	976.5	818.2	686.5	552.5
净利润	2,782.2	2,663.0	2,735.8	2,809.2	3,321.9

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	13,451.5	16,690.4	15,738.7	15,781.9	16,223.2
交易性金融资产	0.8	-	0.5	0.4	0.3
应收帐款	4,215.6	3,642.1	6,121.6	2,486.4	6,418.3
应收票据	12,022.0	7,694.4	12,856.5	7,562.0	13,020.5
预付帐款	254.3	119.9	336.7	58.7	347.5
存货	1,057.3	738.9	1,827.4	348.5	1,820.2
其他流动资产	139.2	247.9	170.4	185.9	201.4
可供出售金融资产	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,439.1	3,247.0	3,247.0	3,247.0	3,247.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	20,435.3	21,909.8	20,854.5	19,799.2	18,743.9
在建工程	3,446.9	2,838.7	2,838.7	2,838.7	2,838.7
无形资产	8,700.1	7,819.8	7,642.0	7,464.2	7,286.3
其他非流动资产	273.2	278.2	294.4	252.5	241.8
资产总额	66,473.9	65,265.6	71,967.0	60,063.9	70,427.8
短期债务	7,025.4	6,595.4	9,128.6	5,908.6	2,106.7
应付帐款	13,878.5	12,431.4	17,738.3	10,779.1	16,939.7
应付票据	4,294.5	3,022.8	6,986.8	1,687.9	6,934.9
其他流动负债	9,149.0	11,622.2	9,673.0	10,119.8	10,552.6
长期借款	4,031.8	1,740.0	1,740.0	1,740.0	1,740.0
其他非流动负债	7,757.5	7,380.9	5,896.2	7,011.5	6,762.9
负债总额	46,136.6	42,792.7	51,162.9	37,247.1	45,036.8
少数股东权益	-777.0	-1,428.1	-1,709.4	-1,935.9	-2,126.9
股本	2,991.4	2,991.4	2,991.4	2,991.4	2,991.4
留存收益	15,654.0	17,607.0	19,522.1	21,761.4	24,526.5
股东权益	20,337.3	22,472.8	20,804.1	22,816.9	25,391.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,466.0	1,941.4	2,735.8	2,809.2	3,321.9
加:折旧和摊销	1,331.3	1,298.4	1,233.1	1,233.1	1,233.1
资产减值准备	307.5	1,113.7	-	-	-
公允价值变动损失	-0.0	-	0.5	-0.1	-0.1
财务费用	1,067.5	1,149.4	1,153.5	1,141.5	1,018.6
投资损失	93.5	-93.9	-8.0	-2.8	-34.9
少数股东损益	-316.3	-721.6	-281.3	-226.5	-191.0
营运资金的变动	-2,737.1	5,319.9	-604.5	-1,273.7	481.7
经营活动产生现金流量	2,373.2	9,340.3	4,229.2	3,680.6	5,829.3
投资活动产生现金流量	-698.7	-1,769.4	7.0	3.0	35.1
融资活动产生现金流量	2,695.4	-3,736.6	-5,187.8	-3,640.4	-5,423.1

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	65.5%	6.8%	-3.7%	0.3%	2.8%
营业利润增长率	190.6%	-10.7%	8.1%	0.9%	12.9%
净利润增长率	224.6%	-4.3%	2.7%	2.7%	18.3%
EBITDA 增长率	94.3%	6.5%	-5.9%	0.3%	5.4%
EBIT 增长率	130.1%	9.5%	-6.5%	0.4%	6.9%
NOPLAT 增长率	195.5%	-14.4%	23.4%	5.7%	15.0%
投资资本增长率	9.4%	-10.2%	-2.6%	0.3%	-7.0%
净资产增长率	13.1%	10.5%	-7.4%	9.7%	11.3%
盈利能力					
毛利率	40.8%	40.1%	39.6%	41.2%	41.7%
营业利润率	14.5%	12.1%	13.6%	13.7%	15.0%
净利润率	11.8%	10.6%	11.3%	11.6%	13.3%
EBITDA/营业收入	24.1%	24.0%	23.4%	23.5%	24.0%
EBIT/营业收入	18.4%	18.9%	18.4%	18.4%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	69.4%	65.6%	71.1%	62.0%	63.9%
负债权益比	226.9%	190.4%	245.9%	163.2%	177.4%
流动比率	0.91	0.87	0.85	0.93	1.04
速动比率	0.88	0.84	0.81	0.92	0.99
利息保障倍数	4.61	4.68	3.85	3.91	4.68
营运能力					
固定资产周转天数	297	303	318	301	278
流动营业资本周转天数	-94	-109	-135	-118	-111
流动资产周转天数	414	432	492	471	465
应收帐款周转天数	63	56	73	64	64
存货周转天数	17	13	19	16	16
总资产周转天数	950	943	1,020	979	941
投资资本周转天数	404	375	363	358	337
费用率					
销售费用率	1.9%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%
管理费用率	10.9%	7.6%	9.2%	10.5%	10.0%
财务费用率	4.0%	4.0%	4.8%	4.7%	4.1%
三费/营业收入	16.7%	13.1%	15.7%	16.8%	15.7%
投资回报率					
ROE	13.2%	11.1%	12.2%	11.3%	12.1%
ROA	3.7%	3.0%	3.4%	4.3%	4.4%
ROIC	12.5%	9.8%	13.5%	14.6%	16.7%
分红指标					
DPS(元)	0.29	-	0.27	0.19	0.19
分红比率	30.9%	0.0%	30.0%	20.3%	16.8%
股息收益率	3.7%	0.0%	3.6%	2.5%	2.4%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.93	0.89	0.91	0.94	1.11
BVPS(元)	7.06	7.99	7.53	8.27	9.20
PE(X)	8.3	8.7	8.4	8.2	6.9
PB(X)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
P/FCF	4.5	6.1	6.6	28.9	19.6
P/S	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.2	4.0	4.3	4.0	3.0
CAGR(%)	1.6%	17.3%	51.2%	1.6%	17.3%
PEG	5.3	0.5	0.2	5.3	0.4
ROIC/WACC	1.8	1.4	1.9	2.1	2.4

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn