



601699.SH

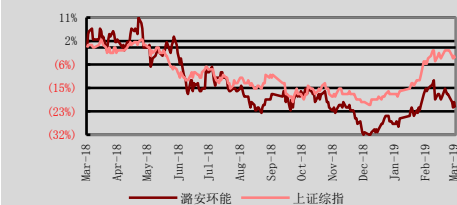
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.58

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.5	(7.2)	13.8	(21.8)
相对上证指数	(5.9)	(9.1)	(6.3)	(17.7)

发行股数(百万)	2,991
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	22,675
3个月日均交易额(人民币 百万)	229
净负债比率(%) (2019E)	30%
主要股东(%)	
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	62

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月28日收市价为标准

相关研究报告

《潞安环能》破净、估值历史新低, 中长期投资价值显现 20190110

《潞安环能: 18年1季度归母净利同比大幅增长40%, 延续良好业绩》 20180427

《潞安环能》 20180427

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

18年业绩略低于预期

18年归属母公司净利润 26.7 亿元, 同比减少 4.2%, 略低于预期。主要由于资产减值损失计提。但公司经营稳健, 成本控制较好, 盈利能力较好, 财务压力缓解, 有内生及外延增长。作为低估值的冶金煤公司, 具有中长期投资价值, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 18年归属母公司净利润 26.7 亿元, 同比减少 4.2%, 每股收益 0.89 元, 比我们的预期低 12%。每 10 股派息 2.68 元, 派息率 30%。营业收入同比增长 6.8% 至 251 亿元, 毛利润同比增长 5% 至 100 亿元。期间费用率由 17% 下降至 13% 的历史最低水平, 期间费用控制较好。营业利润同比下降 11% 至 30.4 亿元。毛利率由 41% 小幅下降至 40%, 经营利润率由 14.5% 下降至 12.1%, 净利润率由 11.8% 下降至 10.6%。净资产收益率由 14% 下降至 12%。净负债率由 70% 大幅下降至 30%, 为 2012 年以来的最低值, 财务压力明显缓解。每股净现金流大幅增长 126% 至 1.79 元。
- 低于预期的原因。1. 资产减值损失同比增长 8 亿元或 262%, 主要由于减量重组矿井计提资产减值准备(坏账、无形资产等)。2. 收入增长略乏力的原因之一: 产销量没有增长。3. 收入增长略乏力原因之二: 盈利较好的喷吹煤的产量占比由 38% 下降至 34%, 一定程度导致综合煤价只是小幅上涨了 4.4%。4. 所得税率由 28% 增长至 33%。
- 18年经营稳定, 跟往期业绩相比增长略显乏力。18年公司产销量稳定, 原煤产量 4,150 万吨, 销量 3,804 万吨, 综合煤炭售价增长 4.4% 至 565 元, 吨煤单位成本上涨 7.3% 至 295 元, 吨煤毛利上涨 1.4% 至 270 元。盈利能力较好的喷吹煤产量下降 2% 至 1,429 万吨, 占比下降 4 个百分点至 34%, 一定程度拖累了业绩。非煤业务净利占比较少, 不考虑非煤业务, 吨煤净利下降 4.3% 至 70 元。但总的来说公司的盈利能力仍然在煤炭公司仍位居前列, 费用控制也比较好。
- 焦炭业务量增价涨。公司焦炭产量同比增长 17% 至 174 万吨, 焦炭销量增长 24% 至 177 万吨, 焦炭价格同比增长 13% 至 1,930 元, 但由于单位成本(主要是焦煤)同比较大增长 20%, 吨焦炭毛利下降 8% 至 407 元。毛利率由 26% 下降至 21%。
- 内生与外延成长并存。随着整合矿和在在建矿的投产, 未来三年小幅增长态势有望延续。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, 拥有煤炭产能 1 亿吨, 在建未投产的先进产能 2,000 万吨, 公司承诺将积极推进优质资产的注入, 公司有望受益。
- 破净, 低估值的优质冶金煤企业。公司每股净资产 7.99 元, 比股价高 5.4%。70 元的吨煤净利在行业排名仍居前, 成本控制较好, 盈利能力较好, 资源储备丰富且有较好成长前景。

估值

- 19 年市盈率 7.9 倍, 低于行业平均。股价低于其净资产。我们维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 业绩持续低于预期; 煤价下行。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	23,544	25,140	25,623	27,673	29,887
变动(%)	65.5	6.8	1.9	8.0	8.0
净利润(人民币 百万)	2,786	2,668	2,869	3,214	3,723
全面摊薄每股收益(人民币)	0.93	0.89	0.96	1.07	1.24
变动(%)	223.9	(4.2)	7.5	12.0	15.8
先前预测每股收益(人民币)			0.96	1.05	
调整幅度(%)			(0.1)	2.3	
全面摊薄市盈率(倍)	8.1	8.5	7.9	7.1	6.1
价格/每股现金流量(倍)	0.79	1.79	0.93	0.90	1.16
每股现金流量(人民币)	9.6	4.2	8.2	8.4	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	5.1	5.2	3.9	3.4
每股股息(人民币)	0.29	0.27	0.29	0.32	0.37
股息率(%)	3.8	3.5	3.8	4.3	4.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 18 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017	2018	同比变动(%)
营业收入	23,544	25,140	7
营业成本	13,937	15,046	8
毛利润	9,606	10,093	5
营业税金及附加	1,870	2,039	9
销售费用	436	373	(15)
管理费用	2,561	1,910	(25)
财务费用	941	1,015	8
资产减值损失	308	1,114	262
投资净收益	(94)	94	(200)
营业利润	3,410	3,044	(11)
营业外收入	51	27	(47)
营业外支出	59	154	160
税前利润	3,402	2,918	(14)
所得税	936	977	4
少数股东损益	316	722	128
归属于母公司所有净利润	2,782	2,668	(4)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.93	0.89	(4)
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0.79	1.79	126
毛利率 (%)	41	40	
经营利润率 (%)	14.5	12.1	
净利润率 (%)	11.8	10.6	
期间费用率 (%)	17	13	
净资产收益率 (%)	14.13	11.85	
有效税率 (%)	28	33	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 煤炭业务经营情况

指标	2017	2018	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	41.60	41.50	(0.2)
销量 (百万吨)	38.05	38.06	0.0
价格 (元/吨)	542	565	4.4
成本 (元/吨)	275	295	7.3
吨煤毛利 (元/吨)	267	270	1.4
吨煤净利 (元/吨)	73	70	(4.3)
营业收入 (百万元)	20,610	21,519	4.4
营业成本 (百万元)	11,446	12,241	6.9
毛利率 (%)	41	40	
煤炭业务占收入比例 (%)	88	86	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. 焦化业务经营数据

指标	2017	2018	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	1.48	1.74	17
销量 (百万吨)	1.43	1.77	24
价格 (元/吨)	1,710	1,930	13
成本 (元/吨)	1,270	1,523	20
吨毛利 (元/吨)	440	407	-8
营业收入 (百万元)	2,445	3,410	39
营业成本 (百万元)	1,879	2,647	41
毛利率 (%)	25.7	21.1	
占收入比例 (%)	10.4	13.6	

资料来源: 万得, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	23,544	25,140	25,623	27,673	29,887
销售成本	(13,937)	(15,046)	(15,897)	(16,708)	(17,782)
经营费用	(4,867)	(4,322)	(4,405)	(4,757)	(5,138)
息税折旧前利润	4,740	5,772	5,321	6,208	6,967
折旧及摊销	1,122	1,006	1,088	1,157	1,211
经营利润(息税前利润)	6,071	6,987	6,620	7,576	8,391
净利息收入/(费用)	(938)	(1,011)	(1,060)	(1,166)	(1,224)
其他收益/(损失)	6,071	6,987	6,620	7,576	8,391
税前利润	3,402	2,918	3,110	3,890	4,591
所得税	(936)	(977)	(1,041)	(1,556)	(1,836)
少数股东权益	316	722	794	873	960
净利润	2,786	2,668	2,869	3,214	3,723
核心净利润	2,786	2,668	2,869	3,214	3,723
每股收益(人民币)	0.931	0.892	0.959	1.074	1.245
核心每股收益(人民币)	0.931	0.892	0.959	1.074	1.245
每股股息(人民币)	0.287	0.268	0.288	0.323	0.374
收入增长(%)	65	7	2	8	8
息税前利润增长(%)	117	22	(8)	17	12
息税折旧前利润增长(%)	89	15	(5)	14	11
每股收益增长(%)	224	(4)	8	12	16
核心每股收益增长(%)	224	(4)	8	12	16

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	13,452	16,690	14,344	16,932	18,142
应收帐款	16,152	11,336	17,579	18,985	20,504
库存	1,057	739	1,206	1,267	1,349
其他流动资产	480	368	422	444	468
流动资产总计	31,135	29,128	33,544	37,622	40,457
固定资产	23,958	24,819	25,642	26,431	27,863
无形资产	8,739	7,858	6,636	5,208	3,574
其他长期资产	2,680	3,522	3,457	3,459	3,461
长期资产总计	35,376	36,200	35,734	35,098	34,897
总资产	66,511	65,327	69,278	72,720	75,354
应付帐款	18,972	16,965	21,639	22,743	24,205
短期债务	15,305	14,612	16,298	16,549	16,881
其他流动负债	71	2,095	218	(32)	(363)
流动负债总计	34,347	33,672	38,156	39,260	40,723
长期借款	4,032	1,740	3,000	2,000	2,000
其他长期负债	7,757	7,381	2,851	3,071	684
股本	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
储备	18,123	20,910	22,910	25,152	27,749
股东权益	21,114	23,901	25,902	28,143	30,740
少数股东权益	(777)	(1,428)	(634)	239	1,199
总负债及权益	66,511	65,327	69,278	72,720	75,354
每股帐面价值(人民币)	7.06	7.99	8.66	9.41	10.28
每股有形资产(人民币)	4.13	5.35	6.43	7.65	9.06
每股净负债/(现金)(人民币)	1.97	(0.11)	1.66	0.54	0.25

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,402	2,918	3,110	3,890	4,591
折旧与摊销	(1,331)	(1,216)	(1,299)	(1,368)	(1,424)
净利息费用	938	1,011	1,060	1,166	1,224
运营资本变动	(2,889)	562	(2,192)	(2,387)	(2,162)
税金	(936)	(977)	(1,041)	(1,556)	(1,836)
其他经营现金流	3,188	3,062	3,132	2,947	3,075
经营活动产生的现金流	2,372	5,360	2,771	2,692	3,467
购买固定资产净值	(438)	(1,800)	(2,000)	(1,999)	(1,998)
投资减少/增加	(261)	(235)	(235)	(235)	(235)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(699)	(1,941)	(2,141)	(2,140)	(2,139)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,594)	2,000	5,000	3,001	1,000
支付股息	(79)	217	209	212	119
其他融资现金流	(1,631)	(1,018)	(1,069)	(1,177)	(1,237)
融资活动产生的现金流	(3,305)	1,199	4,139	2,036	(117)
现金变动	(1,632)	4,618	4,769	2,588	1,211
期初现金	6,588	4,957	9,575	14,344	16,932
公司自由现金流	1,676	3,423	635	558	1,335
权益自由现金流	(859)	4,408	4,569	2,387	1,104

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.8	27.8	25.8	27.4	28.1
息税前利润率(%)	20.1	23.0	20.8	22.4	23.3
税前利润率(%)	14.5	11.6	12.1	14.1	15.4
净利率(%)	11.8	10.6	11.2	11.6	12.5
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	5.0	5.7	5.0	5.3	5.7
净权益负债率(%)	70.7	30.2	19.6	5.7	2.3
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	8.1	8.5	7.9	7.1	6.1
核心业务市盈率(倍)	8.1	8.5	7.9	7.1	6.1
市净率(倍)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	9.6	4.2	8.2	8.4	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	5.1	5.2	3.9	3.4
周转率					
存货周转天数	29.7	21.8	22.3	27.0	26.9
应收帐款周转天数	223.9	199.6	205.9	241.1	241.1
应付帐款周转天数	282.8	260.9	275.0	292.7	286.7
回报率					
股息支付率(%)	30.8	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	14.1	11.9	11.5	11.9	12.6
资产收益率(%)	5.5	5.8	5.3	5.2	5.6
已运用资本收益率(%)	12.0	14.7	12.8	13.6	14.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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