



601699.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.37

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	16.1	(7.8)	(1.3)	(7.6)
相对上证指数	(1.2)	(6.1)	(0.5)	(12.0)

发行股数(百万)	2,991
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	22,047
3个月日均交易额(人民币 百万)	127
净负债比率(%) (2019E)	净现金
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8月29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

业绩稳步增长, 盈利能力持续提高, 估值低廉

19年上半年归母净利润15亿元, 同比增长8%, 符合预期。半年报继续呈现了较高的资产质量和持续提高的盈利能力和成本控制能力: 费用控制出色, 下降至接近历史新低、各项利润率稳中有升、经营现金流大幅增长399%。吨煤净利增长5.8%至90元。收购慈林山煤业后, 预计将增厚业绩10%-15%。作为低估值、盈利能力较好、拥有较好资产质量、兼顾成长性的公司, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩稳步增长, 成本控制出色, 利润率稳中有升, 现金充沛。**19年上半年归母净利润15亿元, 同比增长8%, 符合预期, 每股收益0.50元。其中营业收入113亿元, 同比增加4%。毛利润同比增加3%至46亿元。营业利润同比增加同比大幅增加23%至21亿元, 主要是期间费用率大幅下降, 由16%下降至13%, 接近历史最低值(2009年), 同时资产减值损失大幅减少, 由去年同期的1.75亿元减少至1100万元。各项利润率稳中有升: 毛利润率保持41%不变, 经营利润率由16%提高至19%, 净利润率保持13%不变。加权净资产收益率由6.4%小幅下降至6.1%。每股经营现金流由0.23元大幅提高399%至1.14元, 现金流充沛。
- **量价齐升, 吨煤净利增长5.8%至90元, 盈利能力持续加强。**19年上半年商品煤产量2054万吨, 同比增加3.2%, 商品煤销量1672万吨, 同比增加2.1%。其中喷吹煤产销量有所减少: 喷吹煤产量680万吨, 同比下降3.5%, 销量603万吨, 同比下降5.9%。即便较高售价的喷吹煤减少, 综合煤炭售价仍逆势增长0.4%至579元。吨煤生产成本控制较好, 同比下降0.7%至263元。吨煤毛利316元, 同比增加1.2%。不考虑净利润中占比很小的焦炭业务, 吨煤净利同比增加5.8%至90元的较高位置。煤炭业务毛利润率同比保持44%不变。
- **收购慈林山煤矿有望增厚业绩10%-15%。**7月30日, 公司公告拟以现金收购控股股东潞安集团慈林山煤业有限公司100%股权。此次收购旨在逐步解决与控股股东潞安集团的潜在同业竞争问题, 做优做强公司煤焦主业。据公告, 慈林山煤业有三个煤矿合计产能540万吨, 占公司现有产能规模13%左右。上半年净利润1.4亿元。随着后续李村煤矿产能释放, 盈利将进一步提升。我们预计有望提升公司业绩10%-15%。
- **资产质量和盈利能力较好兼顾成长性。**公司拥有较强的吨煤盈利能力, 行业排名居前, 成本费用控制较好, 财务结构进一步优化, 现金充沛。业绩呈现较高的质量。此外, 公司资源储备丰富且有较好外延内生性成长前景。

估值

- 考虑到收购慈林山煤业增厚业绩, 以及预计未来资产减值减少, 我们提高2019年、2020年、2021年的每股收益12%, 18%, 20%至1.08元、1.26元、1.48元。19年市盈率6.9倍, 低于行业平均, 为其历史估值低位。我们维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 业绩低于预期; 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	26,889	29,040	31,363
变动(%)	65.5	6.8	7.0	8.0	8.0
净利润(人民币 百万)	2,786	2,668	3,216	3,767	4,437
全面摊薄每股收益(人民币)	0.93	0.89	1.08	1.26	1.48
变动(%)	223.9	(4.2)	20.6	17.1	17.8
先前预测每股收益(人民币)			0.96	1.07	1.24
变动(%)			12.0	17.7	19.6
全面摊薄市盈率(倍)	7.9	8.3	6.9	5.9	5.0
价格/每股现金流量(倍)	0.79	1.79	1.19	0.97	1.34
每股现金流量(人民币)	9.3	4.1	6.2	7.6	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	5.0	5.0	3.6	2.9
每股股息(人民币)	0.29	0.27	0.32	0.38	0.45
股息率(%)	3.9	3.6	4.4	5.1	6.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 19 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 年上半年	2019 年上半年	同比变动(%)
营业收入	10,862	11,264	4
营业成本	(6,438)	(6,691)	4
毛利润	4,424	4,572	3
营业税金及附加	(906)	(935)	3
销售费用	(143)	(64)	(55)
管理费用	(1,067)	(801)	(25)
研发费用	0	(241)	
财务费用	(491)	(407)	(17)
资产减值损失	(175)	(11)	
投资净收益	63	52	(18)
营业利润	1,707	2,093	23
营业外收入	14	4	(72)
营业外支出	(15)	(17)	8
税前利润	1705	2,081	22
所得税	(380)	(570)	50
少数股东损益	67	(7)	(111)
归属于母公司所有净利润	1,391	1,503	8
每股收益 (人民币, 元)	0.46	0.50	8
基本每股收益 (元)	0.46	0.50	8
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0.23	1.14	399
毛利率 (%)	41	41	
经营利润率 (%)	16	19	
净利润率 (%)	13	13	
期间费用率 (%)	16	11	
净资产收益率 (%)	6.4	6.1	
有效税率 (%)	22	27	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 19 年上半年煤炭业务经营情况

指标	2018 年上半年	2019 年上半年	同比变动 (%)
商品煤产量 (百万吨)	19.91	20.54	3.2
其中: 喷吹煤	7.04	6.80	(3.5)
商品煤销量 (百万吨)	16.38	16.72	2.1
其中: 喷吹煤	6.41	6.03	(5.9)
价格 (元/吨)	577	579	0.4
单位成本 (元/吨)	265	263	(0.7)
吨煤毛利 (元/吨)	312	316	1.2
吨煤净利 (元/吨)	85	90	5.8
煤炭业务营业收入 (百万元)	9,444	9,676	2.5
煤炭业务营业成本 (百万元)	5,269	5,401	2.5
煤炭业务毛利率 (%)	44	44	
煤炭业务占收入比例 (%)	87	86	

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	26,889	29,040	31,363
销售成本	(13,937)	(15,046)	(16,937)	(17,532)	(18,528)
经营费用	(4,867)	(4,322)	(4,622)	(4,992)	(5,391)
息税折旧前利润	4,740	5,772	5,329	6,515	7,443
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	6,628	7,883	8,867
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	6,628	7,883	8,867
税前利润	3,402	2,918	3,632	4,812	5,781
所得税	(936)	(977)	(1,215)	(1,925)	(2,312)
少数股东权益	316	722	794	873	960
净利润	2,786	2,668	3,216	3,767	4,437
核心净利润	2,786	2,668	3,216	3,767	4,437
每股收益(人民币)	0.931	0.892	1.075	1.259	1.483
核心每股收益(人民币)	0.931	0.892	1.075	1.259	1.483
每股股息(人民币)	0.287	0.268	0.323	0.378	0.446
收入增长(%)	65	7	7	8	8
息税前利润增长(%)	117	22	(8)	22	14
息税折旧前利润增长(%)	89	15	(5)	19	12
每股收益增长(%)	224	(4)	21	17	18
核心每股收益增长(%)	224	(4)	21	17	18

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	3,632	4,812	5,781
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	(1,736)	(2,734)	(2,339)
税金	(936)	(977)	(1,215)	(1,925)	(2,312)
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	3,574	2,897	4,005
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	(699)	(1,941)	(2,141)	(2,140)	(2,139)
投资活动产生的现金流	0	0	0	0	0
净增权益	(1,594)	2,000	5,000	3,001	1,000
净增债务	(79)	217	104	46	(96)
支付股息	(1,631)	(1,018)	(1,069)	(1,177)	(1,237)
其他融资现金流	(3,305)	1,199	4,035	1,870	(332)
融资活动产生的现金流	(1,632)	4,618	5,467	2,627	1,533
现金变动	6,588	4,957	9,575	15,042	17,669
期初现金	1,676	3,423	1,438	763	1,872
公司自由现金流	(859)	4,408	5,372	2,592	1,642
权益自由现金流	3,402	2,918	3,632	4,812	5,781

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	15,042	17,669	19,202
应收帐款	16,152	11,336	18,447	19,923	21,516
库存	1,057	739	1,285	1,330	1,406
其他流动资产	480	368	435	459	484
流动资产总计	31,135	29,128	35,203	39,374	42,602
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	70,937	74,472	77,499
应付帐款	18,972	16,965	23,055	23,865	25,221
短期债务	15,305	14,612	16,619	16,803	17,111
其他流动负债	71	2,095	(102)	(286)	(593)
流动负债总计	34,347	33,672	39,572	40,383	41,739
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	23,153	25,781	28,877
股东权益	21,114	23,901	26,145	28,773	31,869
少数股东权益	(777)	(1,428)	(634)	239	1,199
总负债及权益	66,511	65,327	70,937	74,472	77,499
每股帐面价值(人民币)	7.06	7.99	8.74	9.62	10.65
每股有形资产(人民币)	4.13	5.35	6.51	7.86	9.43
每股净负债/(现金)(人民币)	1.97	(0.11)	1.53	0.38	(0.03)

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	24.6	27.1	28.3
息税前利润率(%)	20.1	23.0	19.8	22.4	23.7
税前利润率(%)	14.5	11.6	13.5	16.6	18.4
净利率(%)	11.8	10.6	12.0	13.0	14.1
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	5.6	6.0
净权益负债率(%)	70.7	30.2	17.9	3.9	-
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	7.9	8.3	6.9	5.9	5.0
核心业务市盈率(倍)	7.9	8.3	6.9	5.9	5.0
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	9.3	4.1	6.2	7.6	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	5.0	5.0	3.6	2.9
周转率					
存货周转天数	29.7	21.8	21.8	27.2	26.9
应收帐款周转天数	223.9	199.6	202.1	241.1	241.1
应付帐款周转天数	282.8	260.9	271.6	294.9	285.6
回报率					
股息支付率(%)	30.8	30.0	30.0	30.0	30.1
净资产收益率(%)	14.1	11.9	12.9	13.7	14.6
资产收益率(%)	5.5	5.8	5.2	5.4	5.9
已运用资本收益率(%)	12.0	14.7	12.7	14.0	14.9

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，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