

潞安环能（601699.SH）

“价跌”致二季度业绩下滑，受益山西国改仍有看点

2020年08月22日

——公司中报点评报告

投资评级：买入（维持）

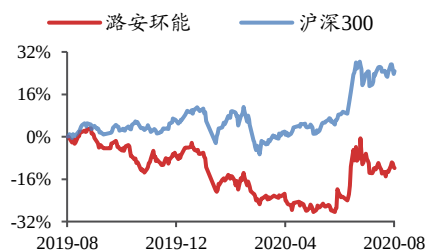
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2020/8/21
当前股价(元)	6.40
一年最高最低(元)	7.95/5.40
总市值(亿元)	191.45
流通市值(亿元)	191.45
总股本(亿股)	29.91
流通股本(亿股)	29.91
近3个月换手率(%)	65.47

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-喷吹煤龙头，低估值山西国改标的》-2020.7.13

事件：8月20日潞安环能发布2020年中报，2020H1实现总营收118亿元（同比-8.1%），归母净利润11.7亿元（同比-26.3%）

● 二季度业绩下滑较明显，下半年或将改善。维持“买入”评级

2020年上半年营收及净利润同比下降，主要因为受疫情冲击影响煤炭价格下跌压缩了利润空间，其中二季度业绩受影响较明显，营收/净利润分别为62.2/4.7亿元（同比-6%/-30%），基本符合预期。考虑到进入7月以来市场煤价维持在高位，我们认为公司下半年业绩或将环比改善。维持公司盈利预测，预计公司2020/2021/2022年度分别实现归母净利润20.2/23.8/25.1亿元，同比变化-15.0%/17.5%/5.4%；EPS分别为0.68/0.79/0.84元，对应当前股价，PE分别为9.5x/8.1x/7.6x。维持“买入”评级。

● 慈林山矿并表致煤炭产销量增长，煤价下跌吨煤毛利收缩

煤炭产销量增长，分别为2424/2175万吨（同比+18%/+30%），主要源于2019年下半年慈林山煤业540万吨产能并表，其中二季度复产加速实现销量1213万吨（同比+33%，环比+26%），增长明显。分煤种看，上半年混煤及喷吹煤销量分别为1268/824万吨（占比58%/38%），喷吹煤比例同比+1.8pct。**吨煤价格下降致毛利缩减，吨煤成本下降有所对冲**。上半年平均来看，吨煤价格476元/吨（同比-17.8%），吨煤成本298元/吨（同比-7.7%），吨煤毛利178元/吨（同比-30.4%）。**焦炭产销量稳定，吨焦毛利下降**。焦炭产销量89/85万吨（同比-8%/-1%），吨焦价1541元/吨（同比-8%），吨焦毛利155元/吨（同比-51%）。在建140万吨产能预计2021年6月投产，现有产能或于年底退出，需关注新旧产能平稳接续情况。

● 山西国改逐渐深化，优质资产注入专业化整合仍有看点

进入2020年来，山焦与山煤集团合并重组，潞安、阳煤及晋煤集团整合化工业务成立潞安化工集团，山西国改加速深化。潞安集团作为山西重点国有煤企，在煤炭与非煤业务均有深入布局，公司作为集团唯一上市公司，是优质资产整合平台。目前集团资产证券化率仅30%，在政策积极推动下，集团的优质资产注入预期进一步加强，公司或将在山西国改进程中受益。

● 风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；煤焦行业去产能力度过大。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,140	26,791	24,920	25,492	26,216
YOY(%)	6.8	6.6	-7.0	2.3	2.8
归母净利润(百万元)	2,663	2,379	2,023	2,376	2,505
YOY(%)	-4.3	-10.7	-15.0	17.5	5.4
毛利率(%)	40.1	38.7	35.6	37.9	38.4
净利率(%)	10.6	8.9	8.1	9.3	9.6
ROE(%)	8.6	9.8	7.8	8.4	8.1
EPS(摊薄/元)	0.89	0.80	0.68	0.79	0.84
P/E(倍)	7.2	8.0	9.5	8.1	7.6
P/B(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29,134	26,562	18,870	15,119	19,711
现金	16,690	14,978	-0	6,513	-0
应收票据及应收账款	11,336	4,823	14,804	4,221	14,922
其他应收款	145	104	132	107	140
预付账款	120	183	140	181	146
存货	739	869	931	779	956
其他流动资产	103	5,604	2,863	3,318	3,547
非流动资产	36,132	47,699	51,934	56,686	61,466
长期投资	3,247	3,545	3,991	4,449	4,876
固定资产	21,910	32,674	38,312	43,579	48,520
无形资产	7,820	7,994	7,786	7,579	7,371
其他非流动资产	3,155	3,487	1,844	1,080	699
资产总计	65,266	74,261	70,804	71,805	81,177
流动负债	33,672	39,693	36,010	35,227	42,820
短期借款	6,595	6,398	14,328	6,398	20,054
应付票据及应付账款	15,454	19,900	15,310	19,110	16,046
其他流动负债	11,622	13,395	6,372	9,719	6,721
非流动负债	9,121	11,087	10,102	9,624	9,016
长期借款	7,709	7,628	7,200	6,711	6,102
其他非流动负债	1,412	3,459	2,902	2,913	2,914
负债合计	42,793	50,780	46,112	44,850	51,836
少数股东权益	-1,428	-1,482	-1,578	-1,691	-1,811
股本	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
资本公积	1,588	1,518	1,518	1,518	1,518
留存收益	16,019	17,118	18,467	20,051	21,721
归属母公司股东权益	23,901	24,963	26,271	28,647	31,152
负债和股东权益	65,266	74,261	70,804	71,805	81,177

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9,340	4,460	-12,065	23,100	-10,897
净利润	1,941	2,297	1,926	2,263	2,386
折旧摊销	1,298	1,950	1,936	2,283	2,631
财务费用	1,015	1,273	1,000	1,200	1,300
投资损失	-94	-113	-17	-23	-20
营运资金变动	3,912	-1,798	-16,864	17,377	-17,193
其他经营现金流	1,268	850	-46	-0	-0
投资活动现金流	-1,769	-1,489	-6,153	-7,012	-7,390
资本支出	1,214	1,460	830	22,285	22,285
长期投资	-630	-0	-447	-440	-427
其他投资现金流	-1,186	-29	-5,770	14,832	14,467
筹资活动现金流	-3,737	-6,191	-4,690	-1,644	-1,883
短期借款	-430	-198	-0	-0	-0
长期借款	-2,285	-81	-428	-489	-608
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	149	-70	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-1,171	-5,843	-4,262	-1,155	-1,274
现金净增加额	3,834	-3,221	-22,909	14,443	-20,169

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,140	26,791	24,920	25,492	26,216
营业成本	15,046	16,413	16,057	15,833	16,150
营业税金及附加	2,039	2,227	2,043	2,116	2,176
营业费用	373	427	374	408	419
管理费用	1,910	2,196	2,042	2,089	2,148
研发费用	771	726	705	711	735
财务费用	1,015	1,273	1,000	1,200	1,300
资产减值损失	1,114	-517	-0	-0	-0
其他收益	10	60	35	39	41
公允价值变动收益	-0	7	-0	-0	-0
投资净收益	94	113	17	23	20
资产处置收益	68	1	-0	-0	-0
营业利润	3,044	3,081	2,751	3,198	3,349
营业外收入	27	28	20	20	20
营业外支出	154	71	99	89	92
利润总额	2,918	3,038	2,673	3,128	3,277
所得税	977	740	746	865	891
净利润	1,941	2,297	1,926	2,263	2,386
少数股东损益	-722	-81	-96	-113	-119
归母净利润	2,663	2,379	2,023	2,376	2,505
EBITDA	4,657	5,455	5,176	6,077	6,735
EPS(元)	0.89	0.80	0.68	0.79	0.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.8	6.6	-7.0	2.3	2.8
营业利润(%)	-10.7	1.2	-10.7	16.2	4.7
归属于母公司净利润(%)	-4.3	-10.7	-15.0	17.5	5.4
获利能力					
毛利率(%)	40.1	38.7	35.6	37.9	38.4
净利率(%)	10.6	8.9	8.1	9.3	9.6
ROE(%)	8.6	9.8	7.8	8.4	8.1
ROIC(%)	5.0	6.2	4.8	6.4	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6	68.4	65.1	62.5	63.9
净负债比率(%)	17.1	11.1	91.3	28.4	92.8
流动比率	0.9	0.7	0.5	0.4	0.5
速动比率	0.8	0.5	0.4	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
应收账款周转率	1.8	3.3	2.5	2.7	2.7
应付账款周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.80	0.68	0.79	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	3.12	1.49	-4.03	7.72	-3.64
每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.34	8.78	9.58	10.41
估值比率					
P/E	7.2	8.0	9.5	8.1	7.6
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.6	3.7	7.7	4.1	6.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835