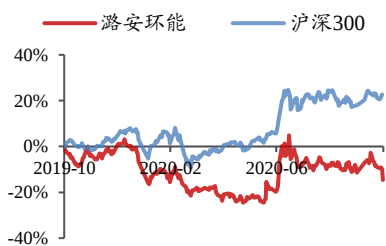


潞安环能 (601699.SH)

2020 年 10 月 30 日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2020/10/30
当前股价(元)	5.88
一年最高最低(元)	7.50/5.40
总市值(亿元)	175.89
流通市值(亿元)	175.89
总股本(亿股)	29.91
流通股本(亿股)	29.91
近 3 个月换手率(%)	39.73

股价走势图


数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司中报点评报告-“价跌”致二季度业绩下滑,受益山西国改仍有看点》-2020.8.22

《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

期间费用拖累 Q3 单季业绩, 关注澳煤禁令&山西国改受益

——公司三季报点评报告

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

事件: 公司发布 2020 年三季报, 2020Q1-Q3 实现总营业收入 180.7 亿元, 同比增长 3.8%; 实现归母净利润 13.6 亿元, 同比下降 35.6%; 2020Q3 单季实现归母净利润 1.93 亿元, 环比下降 59.3%。

● 期间费用拖累 Q3 单季业绩, 关注澳煤禁令&山西国改受益

考虑到公司三季度单季业绩表现不及预期, 我们适当下调公司盈利预测, 预计 2020/2021/2022 年实现归母净利润 17/20.3/23 亿元 (前值 20.2/23.8/25.1), 同比增速-28.4%/+19.4%/+13.1%; EPS 为 0.57/0.68/0.77 元 (前值 0.68/0.79/0.84), 对应当前股价 PE 为 10.9x/9.1x/8.1x。结合澳煤禁令及山西国改等基本面积积极因素, 我们持续关注公司业绩修复情况, **维持“买入”评级。**

● 2020Q3 单季业绩环比大幅下降, 主要受期间费用增长拖累

2020Q3 单季期间费用环比大增 40%, 增幅 3.3 亿元。其中销售费用及管理费用增长明显, 当期销售费用为 1.83 亿元, 环比增长 58.1%, 增幅达 0.67 亿元, 主因煤炭销售采用一口价模式增多; 当期管理费用为 6.17 亿元, 环比增长 73.9%, 增幅达 2.62 亿元, 主因公司补发疫情期间员工薪酬以及年中奖励。

● 2020Q3 单季煤炭板块毛利环比下滑, 量价双降拖累业绩

2020Q3 单季煤炭板块毛利 16.9 亿元, 环比下降 7%; 实现商品煤销量 1173 万吨, 环比下降 3.3%。吨煤售价 (不含税) 为 440 元/吨, 环比下降 0.3%, 降幅 2 元/吨, 或主要受喷吹煤市场价三季度持续低迷影响; 吨煤成本为 297 元/吨, 环比增长 1.5%, 增幅 5 元/吨; 吨煤毛利为 144 元/吨, 环比-3.7%, 降幅 5 元/吨。

● 澳煤禁令或支撑喷吹煤价补涨, 山西国改加速仍有看点

澳煤进口禁令将使国内冶金煤市场供给进一步收紧, 或将刺激包括喷吹煤在内的冶金煤价格于低位补涨, 公司有望实现业绩修复。同时, 2020 年山西国改持续深化, 先后开展煤企重组, 且注重专业化整合, 省内煤企同质化竞争及“大而不强”的问题有望解决。同时省内将形成“大集团+小上市公司”格局, 公司在报告期内划转至新组建的潞安化工集团, 新一轮优质资产注入预期增强。

● 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	24,752	25,290	26,249
YOY(%)	6.8	6.6	-7.6	2.2	3.8
归母净利润(百万元)	2,663	2,379	1,703	2,034	2,301
YOY(%)	-4.3	-10.7	-28.4	19.4	13.1
毛利率(%)	40.1	38.7	34.0	36.2	37.4
净利率(%)	10.6	8.9	6.9	8.0	8.8
ROE(%)	8.6	9.8	6.7	7.4	7.7
EPS(摊薄/元)	0.89	0.80	0.57	0.68	0.77
P/E(倍)	7.0	7.8	10.9	9.1	8.1
P/B(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 期间费用拖累 Q3 单季业绩，关注澳煤禁令&山西国改受益.....	3
1.1、 2020 年前三季度业绩同比明显下滑，主因毛利下降、期间费用增长.....	3
1.2、 2020Q3 单季业绩环比大幅下降，主要受期间费用增长拖累.....	3
1.3、 2020Q3 单季煤炭板块毛利环比下滑，量价双降拖累业绩.....	3
1.4、 澳煤禁令收紧国内冶金煤供给，喷吹煤价或迎来补涨，.....	3
1.5、 山西国改加速仍有看点，划转至新集团资产注入预期增强.....	3
2、 投资建议：维持“买入”评级.....	4
3、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 山西长治产地喷吹煤及动力煤价格趋势（元/吨）.....	4
表 1： 公司煤炭主业经营明细.....	4

1、期间费用拖累 Q3 单季业绩，关注澳煤禁令&山西国改受益

公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现总营业收入 180.7 亿元，同比增长 3.8%；实现归母净利润 13.6 亿元，同比下降 35.6%；实现扣非后归母净利润 14 亿元，同比下降 33.2%。2020Q3 单季实现总营业收入 62.8 亿元，环比增长 1%；归母净利润 1.93 亿元，环比下降 59.3%，扣非后归母净利润 2.09 亿元，环比下降 55%。

1.1、2020 年前三季度业绩同比明显下滑，主因毛利下降、期间费用增长

2020 年前三季度归母净利润 13.6 亿元，相较于 2019 年同期 21.1 亿元，同比下滑 35.6%。主要原因在于：1) 营业成本增长导致毛利下滑。2020 年前三季度公司实现总营业收入 180.7 亿元，同比增长 3.8%；营业成本 120.9 亿元，同比增长 14.2%；实现毛利 59.7 亿元，同比下降 12.4%。2) 期间费用增长侵蚀利润，当期分别为 27.7 亿元，同比增长 12.7%，增幅为 3.1 亿元；期间费用率 15.3%，同比增长 1.2pct。具体来看，销售费用、管理费用、财务费用三费上涨均明显，当期分别为 3.4/14.5/7.8 亿元，同比增长 214%/18.71%/19.76%，增幅分别为 2.3/2.3/1.3 亿元。研发费用下降有所对冲，当期分别为 2 亿元，同比下降 58.1%，降幅为 2.8 亿元。

1.2、2020Q3 单季业绩环比大幅下降，主要受期间费用增长拖累

2020Q3 公司实现归母净利润 1.93 亿元，环比下降 59.3%。主要原因在于期间费用环比大增，当期分别为 11.5 亿元，环比增长 40%，增幅 3.3 亿元，期间费用率为 18.4%，环比增长 5.1pct。其中销售费用及管理费用增长明显，当期销售费用为 1.83 亿元，环比增长 58.1%，增幅达 0.67 亿元，主因煤炭销售采用一口价模式增多；当期管理费用为 6.17 亿元，环比增长 73.9%，增幅达 2.62 亿元，主因公司补发疫情期间员工薪酬以及年中奖励。财务费用为 2.62 亿元，环比增长 3.62%。

1.3、2020Q3 单季煤炭板块毛利环比下滑，量价双降拖累业绩

2020Q3 单季煤炭板块毛利 16.9 亿元，环比下降 7%，毛利率为 32.7%，环比减少 1.2pct。当期公司实现商品煤销量 1173 万吨，环比下降 3.3%；分煤种来看，当期喷吹煤产/销量分别为 400/390 万吨，环比下降 7.5%/5.4%，混煤销量为 741 万吨，环比持平。吨煤综合售价（不含税）为 440 元/吨，是 2017 年以来最低单季均价，环比下降 0.3%，降幅 2 元/吨，或主要受喷吹煤市场价三季度持续低迷影响；吨煤成本为 297 元/吨，环比增长 1.5%，增幅 5 元/吨；吨煤毛利为 144 元/吨，环比-3.7%，降幅 5 元/吨。

1.4、澳煤禁令收紧国内冶金煤供给，喷吹煤价或迎来补涨，

由于澳大利亚是我国第二大煤炭进口国及第一大炼焦煤进口国，澳煤进口禁令将使国内冶金煤市场供给进一步收紧，或将刺激包括喷吹煤在内的冶金煤价格于低位补涨。同时，进入四季度以来下游钢企开工率持续高位，需求端也将对喷吹煤价形成支撑。公司作为国内喷吹煤龙头，或将在其中受益。

1.5、山西国改加速仍有看点，划转至新集团资产注入预期增强

2020 年山西针对省内大型煤企的国改持续深化，先后开展大规模煤企重组，且注重专业化整合，省内煤企同质化竞争及“大而不强”的问题有望解决。同时省内将形成“大集团+小上市公司”格局，公司在报告期内划转至新组建的潞安化工集团，

且是集团唯一煤炭上市平台，公司或成为新集团煤炭资产整合平台，新一轮优质资产注入预期增强。

2、投资建议：维持“买入”评级

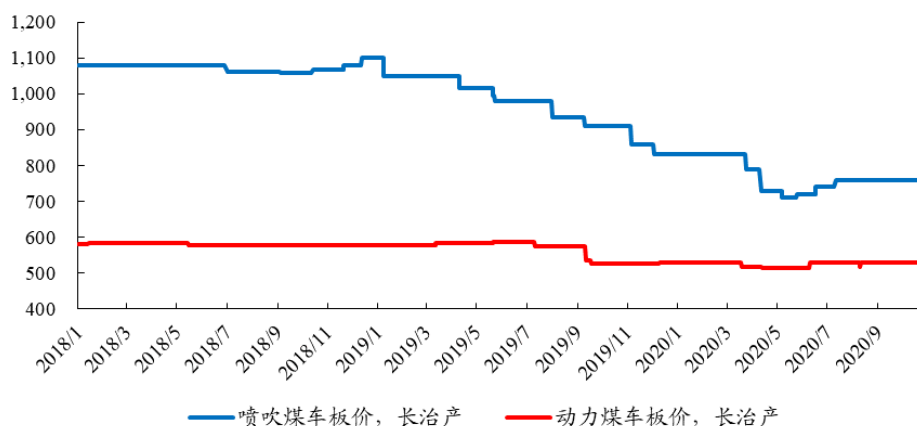
考虑到公司三季度单季业绩表现不及预期，我们适当下调公司盈利预测，预计2020/2021/2022年实现归母净利润17/20.3/23亿元（前值20.2/23.8/25.1），同比增速-28.4%/+19.4%/+13.1%；EPS为0.57/0.68/0.77元（前值0.68/0.79/0.84），对应当前股价PE为10.9x/9.1x/8.1x。结合澳煤禁令及山西国改等基本面积积极因素，我们持续关注公司业绩修复情况，维持“买入”评级。

表1：公司煤炭主业经营明细

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	Q3 环比	2020Q1-Q3
煤炭销量	万吨	962	1213	1173	-3.3%	3347
混煤	万吨	527	741	741	-0.1%	2009
喷吹煤	万吨	411	413	390	-5.4%	1214
洗精煤	万吨	-	-	-	-	19.47
其他洗煤	万吨	24	40	41	4.3%	105
煤炭收入	亿元	49.9	53.6	51.6	-3.6%	155.2
煤炭成本	亿元	29.4	35.4	34.8	-1.9%	99.6
煤炭毛利	亿元	20.6	18.1	16.9	-7.0%	55.6
吨煤价格（不含税）	元/吨	519	442	440	-0.3%	464
吨煤成本	元/吨	306	292	297	1.5%	298
吨煤毛利	元/吨	214	149	144	-3.7%	166
毛利率	%	41%	34%	33%	-1.2pct	36%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图1：山西长治产地喷吹煤及动力煤价格趋势（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

经济恢复不及预期。当前受疫情冲击影响，经济不确定性提升，社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制，复工复产也在逐步推进。由于公司主业专注与煤炭，如果经济恢复不及预期，下游煤炭需求持续低迷将会对公司业绩产生严重影响。

煤炭价格下跌超预期。公司专注于煤炭生产，受喷吹煤及动力煤市场价格影响较大。2020 年来，新冠疫情冲击下煤炭需求一度低迷，动力煤与冶金煤价格曾出现大幅下跌，对整体煤炭行业的盈利性造成冲击。如果后市出现超预期的煤价下跌，将对公司基本面造成严重影响。

煤炭及焦化行业去产能政策力度过大。2020 年是煤炭及焦化行业供给侧改革的关键决胜年份，多地均陆续出台了相应的煤炭及焦炭去产能政策。一方面，公司煤炭业务中一部分整合矿规模较小，存在淘汰风险；另一方面，公司现有焦化产能全部退出已成定局，但是否能够与新建产能平稳接续存在不确定性。

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	18,767	14,562	19,787
现金	16,690	14,978	-0	5,976	-0
应收票据及应收账款	11,336	4,823	14,672	4,203	14,964
其他应收款	145	104	131	106	140
预付账款	120	183	138	181	147
存货	739	869	963	778	989
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	70,701	71,249	81,253
流动负债	33,672	39,693	36,210	35,300	43,720
短期借款	6,595	6,398	13,841	6,398	20,259
应付票据及应付账款	15,454	19,900	15,943	19,108	16,683
其他流动负债	11,622	13,395	6,426	9,794	6,778
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	46,312	44,923	52,736
少数股东权益	-1,428	-1,482	-1,563	-1,660	-1,770
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	18,254	19,610	21,144
归属母公司股东权益	23,901	24,963	25,951	27,985	30,287
负债和股东权益	65,266	74,261	70,701	71,249	81,253

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9,340	4,460	-11,578	22,076	-10,565
净利润	1,941	2,297	1,622	1,937	2,192
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	-16,073	16,679	-16,667
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	-22,422	13,419	-19,837

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,140	26,791	24,752	25,290	26,249
营业成本	15,046	16,413	16,345	16,123	16,442
营业税金及附加	2,039	2,227	2,030	2,099	2,179
营业费用	373	427	371	405	420
管理费用	1,910	2,196	2,028	2,073	2,151
研发费用	771	726	700	705	736
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	2,330	2,747	3,083
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	2,251	2,678	3,011
所得税	977	740	629	741	819
净利润	1,941	2,297	1,622	1,937	2,192
少数股东损益	-722	-81	-81	-97	-110
归母净利润	2,663	2,379	1,703	2,034	2,301
EBITDA	4,657	5,455	4,740	5,619	6,482
EPS(元)	0.89	0.80	0.57	0.68	0.77

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.8	6.6	-7.6	2.2	3.8
营业利润(%)	-10.7	1.2	-24.4	17.9	12.2
归属于母公司净利润(%)	-4.3	-10.7	-28.4	19.4	13.1
获利能力					
毛利率(%)	40.1	38.7	34.0	36.2	37.4
净利率(%)	10.6	8.9	6.9	8.0	8.8
ROE(%)	8.6	9.8	6.7	7.4	7.7
ROIC(%)	5.0	6.2	4.2	5.7	4.9
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6	68.4	65.5	63.1	64.9
净负债比率(%)	17.1	11.1	90.4	31.1	96.2
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	0.3
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	0.57	0.68	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	3.12	1.49	-3.87	7.38	-3.53
每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.34	8.68	9.36	10.12
估值比率					
P/E	7.0	7.8	10.9	9.1	8.1
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.5	3.6	8.2	4.5	6.8

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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn