

潞安环能 (601699.SH) 一季度业绩大超预期, 山东去产能利好喷吹煤龙头

2021 年 04 月 26 日

——公司年报及一季报点评

投资评级: 买入 (维持)

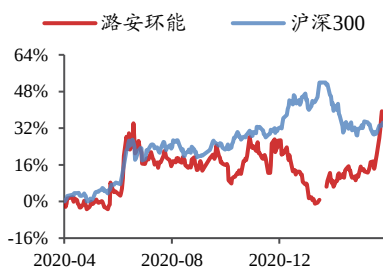
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/4/23
当前股价(元)	7.42
一年最高最低(元)	7.60/5.28
总市值(亿元)	221.96
流通市值(亿元)	221.96
总股本(亿股)	29.91
流通股本(亿股)	29.91
近 3 个月换手率(%)	53.81

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司三季报点评报告-期间费用拖累 Q3 单季业绩, 关注澳煤禁令&山西国改受益》-2020.10.30

《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

● 一季度业绩大超预期, 山东去产能利好喷吹煤龙头

公司发布年报与一季报, 2020 年及 2021Q1 分别实现总营收 259.7/77.6 亿元 (同比-3.1%/+38.6%); 归母净利润 19.3/15.9 亿元 (同比-18.8%/+126%); 扣非后归母净利润 18.9/15.7 亿元 (同比-13.4%/+115%)。2021Q1 业绩大超预期, 主要受益于煤炭量价齐升。考虑到 Q1 业绩超预期且动力煤及喷吹煤价格有望维持潜实, 我们上调 2021/2022 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 40.6/42.0 (前值 20.3/23)/43.4 亿元, 同比增长 110%/3.5%/3.3%; EPS 为 1.36/1.40 (前值 0.68/0.77)/1.45 元, 对应当前股价 PE 为 5.5/5.3/5.1 倍。维持“买入”评级。

● 2020 年煤炭产销增幅明显, 煤价下跌拖累业绩

煤炭: 2020 年产销大增, 喷吹煤占比提升。全年实现煤炭产/销量 5162/4847 万吨 (同比+7.1%/+10%), 其中喷吹煤/混煤销量为 1699/2845 万吨 (同比+16.4%/+2.8%), 喷吹煤占比提升 2pct 至 35%。煤价下跌导致盈利受挫。2020 年吨煤价格 (不含税) 465 元/吨 (同比-13.5%), 其中喷吹煤价 661 元/吨, 同比-13.8%; 吨煤成本 299 元/吨 (同比-4.3%), 成本降幅不及价格跌幅; 吨煤毛利 166 元/吨 (同比-26.2%)。煤炭盈利性受到跌价拖累严重, 毛利率 35.8% (同比-6.2pct), 煤炭板块毛利同比下滑 18.8%。焦炭: 2020 年实现焦炭销量 196 万吨 (同比+25.2%), 受益于原料煤价下降, 吨焦成本同比-10.9%, 吨焦毛利 293 元/吨 (同比+11.3%), 焦炭贡献毛利同比大增 39.4%。

● 2021Q1 煤炭量价齐升, 业绩弹性显著释放

煤炭: 2021Q1 销量大幅增长。单季销量 1143 万吨 (同比+18.8%), 其中喷吹煤/混煤分别为 360/733 万吨 (同比-12.4%/+39.1%)。Q1 煤价大涨改善盈利。受益 Q1 动力煤及喷吹煤价走强, 公司吨煤价格 (不含税) 同比大涨 9.7%至 570 元/吨; 吨煤成本基本持平, 为 305 元/吨 (同比+0.2%); 吨煤毛利 265 元/吨, 同比大增 23.8%。煤炭板块毛利率达 46.5% (同比+5.3pct), 板块毛利同比大增 47.1%。

● 焦炭新产能准备就绪, 山东去产能利好喷吹煤龙头

公司现有焦炭产能 216 万吨, 均为 4.3 米焦炉, 存在政策淘汰风险, 因此公司大力布局潞城焦化园区 500 万吨煤焦项目用于分批分期置换, 其中 140 万吨新型焦化项目已经完成建设并具备点火条件, 预计将于 6 月投产。另外, 山东近期发布 3400 万吨焦煤去产能要求年内落实, 将显著收紧焦煤供给, 利好喷吹煤价格上涨, 公司作为喷吹煤龙头, 且临近去产能区, 有望在基本面改善中受益。

● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	26,791	25,972	32,156	33,621	34,249
YOY(%)	6.6	-3.1	23.8	4.6	1.9
归母净利润(百万元)	2,379	1,931	4,060	4,202	4,342
YOY(%)	-10.7	-18.8	110.2	3.5	3.3
毛利率(%)	38.7	33.6	40.1	39.6	39.9
净利率(%)	8.9	7.4	12.6	12.5	12.7
ROE(%)	9.8	7.3	13.1	11.9	11.0
EPS(摊薄/元)	0.80	0.65	1.36	1.40	1.45
P/E(倍)	9.3	11.5	5.5	5.3	5.1
P/B(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6

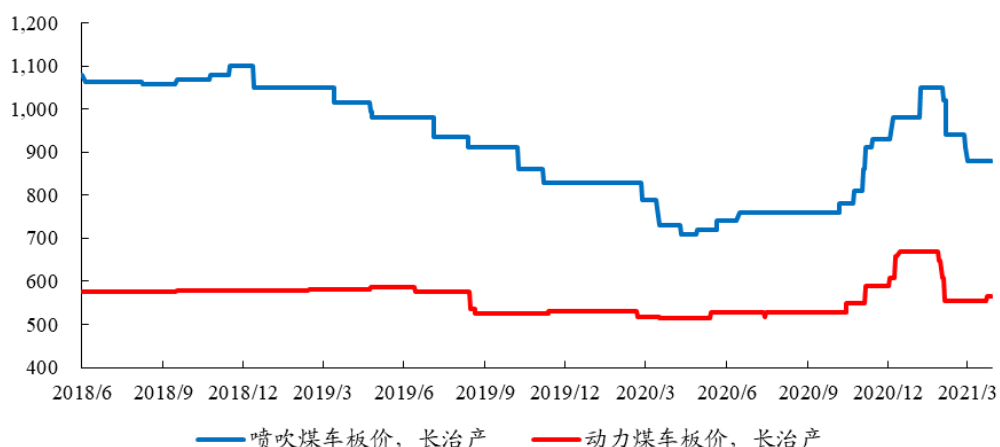
数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

表1: 公司 2020 年及 2021 年主业经营明细

	单位	2020	2021	同比	2020Q1	2021Q1	同比
煤炭业务							
煤炭销量	万吨	4405	4847	10.0%	962	1143	18.8%
混煤	万吨	2767	2845	2.8%	527	733	39.1%
喷吹煤	万吨	1460	1699	16.4%	411	360	-12.4%
洗精煤	万吨	33	42	27.1%	-	-	-
其他洗煤	万吨	144	261	80.7%	24	50	108.3%
煤炭收入	亿元	237	225	-4.8%	49.9	65.1	30.4%
煤炭成本	亿元	137	145	5.3%	29.4	34.9	18.6%
煤炭毛利	亿元	99.3	80.6	-18.8%	20.6	30.2	47.1%
吨煤价格（不含税）	元/吨	538	465	-13.5%	519	570	9.7%
吨煤成本	元/吨	312	299	-4.3%	306	305	-0.2%
吨煤毛利	元/吨	226	166	-26.2%	214	265	23.8%
毛利率	%	41.9%	35.8%	-6.2pct	41.2%	46.5%	5.3pct
焦化业务							
焦炭销量	万吨	156	196	25.2%			
焦炭收入	亿元	27.7	32.1	15.6%			
焦炭成本	亿元	23.6	26.4	11.5%			
焦炭毛利	亿元	4.1	5.7	39.4%			
吨焦价格（不含税）	元/吨	1774	1639	-7.6%			
吨焦成本	元/吨	1512	1346	-10.9%			
吨焦毛利	元/吨	263	293	11.3%			
毛利率	%	14.8%	17.8%	3pct			

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图1: 2021 年一季度山西长治产地喷吹煤及动力煤价格均有上涨（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	26,562	28,080	36,074	34,133	45,844
现金	14,978	16,582	18,634	23,740	27,871
应收票据及应收账款	4,823	4,251	10,802	3,825	10,822
其他应收款	104	240	111	267	124
预付账款	183	109	269	118	277
存货	869	575	1,214	620	1,233
其他流动资产	5,604	6,323	5,044	5,563	5,517
非流动资产	47,699	49,324	52,071	54,531	56,247
长期投资	3,545	3,554	3,792	3,964	4,131
固定资产	32,674	33,249	37,717	41,043	43,203
无形资产	7,994	7,815	7,579	7,343	7,106
其他非流动资产	3,487	4,707	2,983	2,182	1,807
资产总计	74,261	77,404	88,145	88,664	102,091
流动负债	39,693	39,303	41,726	41,487	42,757
短期借款	6,398	9,676	7,424	7,523	7,755
应付票据及应付账款	19,900	17,346	24,228	19,562	24,882
其他流动负债	13,395	12,280	10,074	14,401	10,119
非流动负债	11,087	12,407	11,530	11,070	10,427
长期借款	7,628	8,670	8,315	7,845	7,199
其他非流动负债	3,459	3,737	3,216	3,226	3,228
负债合计	50,780	51,710	53,256	52,557	53,184
少数股东权益	-1,482	-1,444	-1,637	-1,838	-2,044
股本	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
资本公积	1,518	1,829	1,829	1,829	1,829
留存收益	17,118	18,336	21,043	23,844	26,738
归属母公司股东权益	24,963	27,138	36,526	37,945	50,951
负债和股东权益	74,261	77,404	88,145	88,664	102,091

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,460	2,282	10,704	11,194	9,749
净利润	2,297	1,883	3,866	4,002	4,135
折旧摊销	1,950	2,039	2,008	2,288	2,510
财务费用	1,273	1,064	1,053	1,043	1,032
投资损失	-113	-80	-18	-13	-16
营运资金变动	-1,798	-2,796	3,904	3,875	2,087
其他经营现金流	850	172	-109	-0	-0
投资活动现金流	-1,489	-1,065	-4,736	-4,735	-4,211
资本支出	1,460	1,159	149	963	1,389
长期投资	-0	1	-238	-181	-167
其他投资现金流	-29	95	-4,825	-3,953	-2,989
筹资活动现金流	-6,191	1,045	-3,916	-1,353	-1,407
短期借款	-198	3,278	-2,253	100	232
长期借款	-81	1,042	-355	-470	-646
普通股增加	-0	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-70	311	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-5,843	-3,587	-1,309	-982	-993
现金净增加额	-3,221	2,262	2,052	5,106	4,131

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	26,791	25,972	32,156	33,621	34,249
营业成本	16,413	17,239	19,266	20,291	20,590
营业税金及附加	2,227	2,132	2,637	2,757	2,808
营业费用	427	162	225	235	240
管理费用	2,196	2,223	2,753	2,878	2,932
研发费用	726	620	802	826	846
财务费用	1,273	1,064	1,053	1,043	1,032
资产减值损失	-517	-0	-0	-0	-0
其他收益	60	22	33	34	31
公允价值变动收益	7	-14	-0	-0	-0
投资净收益	113	80	18	13	16
资产处置收益	1	226	-0	-0	-0
营业利润	3,081	2,748	5,472	5,637	5,847
营业外收入	28	27	20	20	20
营业外支出	71	117	102	107	105
利润总额	3,038	2,657	5,390	5,550	5,761
所得税	740	774	1,523	1,549	1,626
净利润	2,297	1,883	3,866	4,002	4,135
少数股东损益	-81	-48	-193	-200	-207
归母净利润	2,379	1,931	4,060	4,202	4,342
EBITDA	5,455	5,383	7,623	7,902	8,221
EPS(元)	0.80	0.65	1.36	1.40	1.45

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	6.6	-3.1	23.8	4.6	1.9
营业利润(%)	1.2	-10.8	99.1	3.0	3.7
归属于母公司净利润(%)	-10.7	-18.8	110.2	3.5	3.3
获利能力					
毛利率(%)	38.7	33.6	40.1	39.6	39.9
净利率(%)	8.9	7.4	12.6	12.5	12.7
ROE(%)	9.8	7.3	13.1	11.9	11.0
ROIC(%)	6.2	5.0	8.4	7.8	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	68.4	66.8	60.4	59.3	52.1
净负债比率(%)	11.1	12.5	-5.8	-21.2	-30.8
流动比率	0.7	0.7	0.9	0.8	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.3	5.7	4.3	4.6	4.7
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)	0.80	0.65	1.36	1.40	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	0.76	3.58	3.74	3.26
每股净资产(最新摊薄)	8.34	9.07	10.43	11.83	13.29
估值比率					
P/E	9.3	11.5	5.5	5.3	5.1
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.3	4.5	2.5	1.7	1.0

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