



买入 (首次)

所属行业: 煤炭
当前价格(元): 20.21

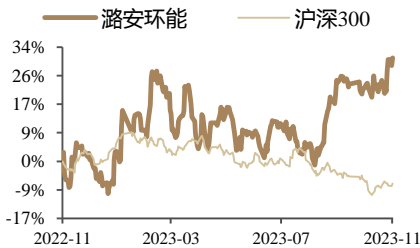
证券分析师

翟堃
资格编号: s0120523050002
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

薛磊
邮箱: xuelei@tebon.com.cn
谢信圆
邮箱: xiejy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.90	5.43	25.68
相对涨幅(%)	9.43	8.81	32.13

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

潞安环能(601699.SH): 喷吹龙头, 行稳致远

投资要点

- 省属国企, 世界一流的专精特新喷吹煤企。**潞安环能由山西潞安矿业集团在 2001 年设立, 山西国资委是公司实际控制人。公司拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术, 是国家高新技术和世界一流专精特新示范企业, 享受 15% 税收优惠。公司业务以煤炭为主, 煤炭板块中混煤及喷吹煤销售收入占总收入比重约 98%。2022 年公司商品煤综合售价 930.68 元/吨, 同比增长 17.22%, 受益于煤价上涨, 2022 年全年营收 543 亿, 同比增长 19.8%。2023 年上半年, 煤炭行业受制于国内整体需求疲软, 进口煤价跌量升渠道增多等多重影响, 宽松预期带弱煤价, 上半年公司营业收入 219 亿, 归母净利润 53 亿, 同比分别减少 22.64%/9.46%。
- 坐拥优质潞安矿区, 低长协打造业绩弹性。**喷吹煤在钢铁行业中广泛应用, 具有显著的经济和环境效益。2022 年, 我国高炉喷煤比均值为 151.8kg/t, 较 21 年有所提升, 但相较国外先进喷煤比 180-200kg/t 较低, 喷吹煤需求仍具有较大提升空间。公司坐落于“潞安矿区”, 拥有高品质稀缺高炉喷吹所需要的贫煤及贫瘦煤。公司现有生产矿井 18 座除新良友煤业外均为标准化矿井, 合计先进产能 4730 万吨, 先进产能比例和规模均属于行业前列。2023 年上半年实现商品煤销量 2713 万吨, 同比增长 3.8%, 产销近 5 年均处于稳步提升状态。当前, 公司多项技改产能尚待释放, 伊田、黑龙关、黑龙 3 座矿井产能核增取得实质进展, 产销有望进一步提升。此外, 公司在建工程中还拥有多个技改项目仍处于建设中。售价方面, 公司混煤中长协比例约 20%, 喷吹煤中长协比例约为 40%, 受益于灵活的定价机制, 业绩弹性凸显。
- 资产优质、成本优化, 行稳致远。**1) **计提减值:** 2022 年公司资产及信用减值合计转回 0.37 亿元, 大幅领先煤炭样本上市公司平均水平, 近三年合计减值 3.96 亿元, 低于煤炭样本上市公司 9.65 亿元的平均水平; 2) **长短期债务:** 近年来, 公司积极偿还长短期债务, 2023 年上半年, 公司长短期借款较同期分别降低 97.4%/76.2%。得益于有息债务优化, 公司资产负债率出现显著下降; 3) **货币资金:** 2023 年上半年, 公司拥有货币资金 233 亿元, 同比增长 12.1%, 良好的货币资金为分红提供保障, 2022 年公司分红率由 30% 大幅上升至 60%, 股息率 17% (对应 2022 年末市值), 居于行业前列; 4) **成本优化:** 在集团“算账”文化影响下, 公司进一步优化“早提价、晚降价”营销策略, 发挥区域龙头优势实现营销增收增效。同时, 受益于所得税、研发投入加计扣除等税收优惠政策, 2022 年实现税收减免 13.12 亿元。截至 2022 年末, 公司吨煤成本 359.5 元, 较 21 年下降 4%, 成本管控行业领先。
- 投资建议: 首次覆盖, 买入评级。**考虑到公司技改项目逐步释放, 预计公司 2023-2025 年合计收入分别为 447/467/478 亿元, 归母净利润分别为 92.2/98.6/100.9 亿元, EPS 分别为 3.08/3.30/3.37 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 煤炭价格超预期下行; 2) 国内经济复苏力度不及预期; 3) 基建固定资产投资资金使用不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,991.41		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	2,991.41	营业收入(百万元)	45,322	54,297	44,729	46,660	47,774
52 周内股价区间(元):	13.92-20.21	(+/-)YOY(%)	74.0%	19.8%	-17.6%	4.3%	2.4%
总市值(百万元):	60,456.38	净利润(百万元)	6,731	14,168	9,221	9,858	10,087
总资产(百万元):	88,518.24	(+/-)YOY(%)	246.0%	110.5%	-34.9%	6.9%	2.3%
每股净资产(元):	16.30	全面摊薄 EPS(元)	2.25	4.74	3.08	3.30	3.37
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	48.6%	55.9%	45.5%	45.8%	45.6%
		净资产收益率(%)	19.4%	29.1%	17.6%	17.5%	16.7%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 老牌国企，喷吹龙头.....	5
1.1. 省属国企，“专精特新”喷吹煤企.....	5
1.2. 业绩稳中向好，韧性十足.....	6
2. 煤炭：低长协打造业绩弹性，喷吹技术行业头部.....	7
2.1. 喷煤比提升有望拉动喷吹需求.....	7
2.2. 依托资源禀赋，公司产销稳中有升.....	9
2.3. 煤企唯一“专精特新”，竞争优势凸显.....	11
3. 资产优质、成本优化，行稳致远.....	12
3.1. 低估值高股息，资产负债率不断下降.....	12
3.2. 偿债能力优异，成本管控行业领先.....	14
4. 盈利预测与估值.....	15
4.1. 盈利预测.....	15
4.2. 估值评级.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

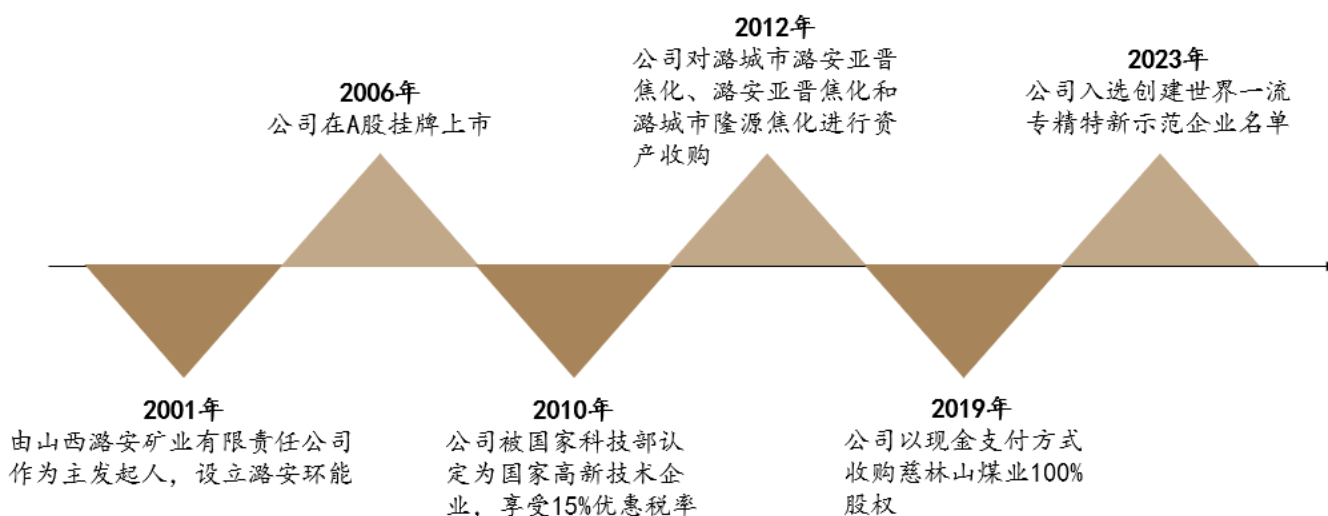
图 1: 公司历史沿革图.....	5
图 2: 山西国资委是公司实际控制人.....	6
图 3: 2022 年分产品收入占比.....	6
图 4: 2022 年煤炭板块收入结构.....	6
图 5: 2022 年分业务毛利率%.....	7
图 6: 2022 年分煤种毛利率.....	7
图 7: 2018-2023H1 营业收入.....	7
图 8: 2018-2023H1 归母净利润.....	7
图 9: 喷吹煤与冶金焦价差 (元/吨).....	8
图 10: 喷煤比稳步提升 (千克/吨).....	8
图 11: 高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布.....	9
图 12: 商品煤销量稳步提升.....	10
图 13: 喷吹煤销量占比稳定.....	10
图 14: 公司混煤价格弹性高于市场煤 (元/吨).....	11
图 15: 喷吹煤弹性略小于市场煤 (元/吨).....	11
图 16: 2022 年公司资产减值及信用减值一览 (亿元).....	13
图 17: 2018-2022 年分红情况.....	13
图 18: 行业及公司 PE (TTM) (截至 2023Q2).....	14
图 19: 行业及公司 PB (LF) (截至 2023Q2).....	14
图 20: 长短期借款增速下降显著.....	14
图 21: 2018-2022 年公司吨煤成本.....	15
图 22: 2018-2022 年分红情况.....	15
表 1: 钢企联合展开提高喷煤比行动.....	8
表 2: 典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标.....	9
表 3: 公司非整合矿产能信息 (截至 2021 年底).....	10
表 4: 各类煤种用于喷吹优劣势.....	12
表 5: 煤炭股息率一览 (截止 2022/12/31).....	13
表 6: 盈利预测.....	16
表 7: 可比公司估值 (采用 2023/11/15 收盘价).....	17

1. 老牌国企，喷吹龙头

1.1. 省属国企，“专精特新”喷吹煤企

省属国企，世界一流的专精特新喷吹煤企。潞安环保能源开发有限公司成立于2001年7月19日，是由山西潞安矿业（集团）有限责任公司作为主发起人，将其所属王庄煤矿、漳村煤矿、常村煤矿、五阳煤矿、石圪节矿洗煤厂以及与之相关的经营性资产作为出资发起设立，并于2006年9月在A股上市。2010年7月，公司被国家科技部认定为国家高新技术企业，享受15%优惠税率。2012年，公司进一步优化煤焦产业布局，完善产品配置，对潞城市潞安亚晋焦化、潞安亚晋焦化和潞城市隆源焦化进行资产收购，同时受让弘峰焦化15.391%股权；2019年公司以现金支付方式收购慈林山煤业100%股权，公司煤炭产业规模持续扩增；2022年末公司再次认定为高新技术企业，继续享受税收优惠；2023年3月公司入选“创建世界一流专精特新示范企业”名单。

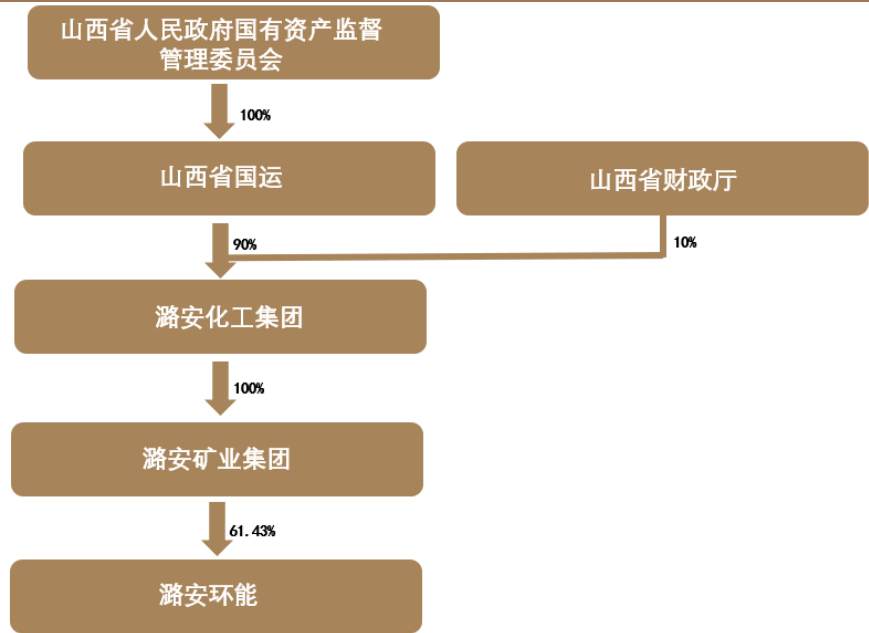
图 1：公司历史沿革图



资料来源：公司官网、公司公告、中国证券报等、德邦研究所

2020年9月，为推进山西省属企业产业结构调整，优化资源配置，推动山西省化工行业提质增效、转型升级，公司发布《收购报告书摘要》，披露潞安集团多项资产将无偿划转给潞安化工集团。截至2023年6月，山西潞安矿业是公司第一大股东，持股比例达61.43%，山西国资委是公司实际控制人。

图 2：山西国资委是公司实际控制人（截至 2023Q3）



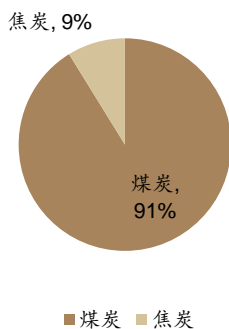
资料来源：企查查、Wind、公司公告、德邦研究所

1.2. 业绩稳中向好，韧性十足

公司业务以煤炭为主，焦炭为辅。公司地处山西省东南部上党盆地北缘，所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段，矿区地理位置优越，交通便利。长期以来，公司煤炭板块贡献主要收入来源。2022 年煤炭业务板块收入 492.7 亿元，占总收入的 91%，焦炭收入 47.6 亿元，占比 9%；煤炭业务毛利 302.4 亿，占总毛利的 99.9%，是公司主要的毛利来源。

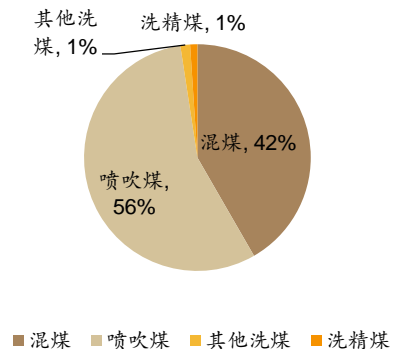
混煤及冶金喷吹贡献主要收入，毛利水平大幅提升。公司煤炭板块主要分为混煤、洗精煤、喷吹煤、其他洗煤等 4 类产品，其中混煤及喷吹煤收入占比较大。2022 年公司喷吹煤收入 275 亿，占总收入的 56%，混煤收入 205 亿，占比 42%。近三年，喷吹煤及混煤毛利率显著提升，其中混煤从 2020 年 37% 提升至 2022 年的 61%，喷吹煤从 34% 提升至 2022 年的 62%。

图 3：2022 年分产品收入占比



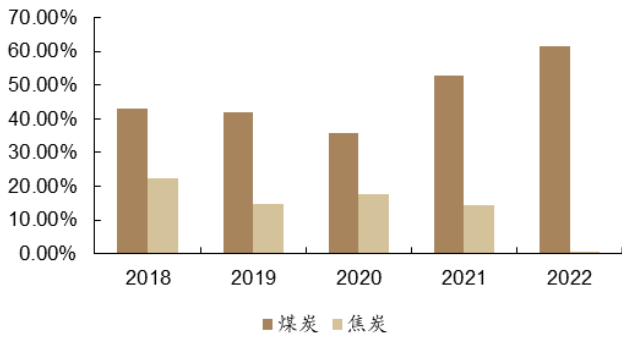
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 4：2022 年煤炭板块收入结构



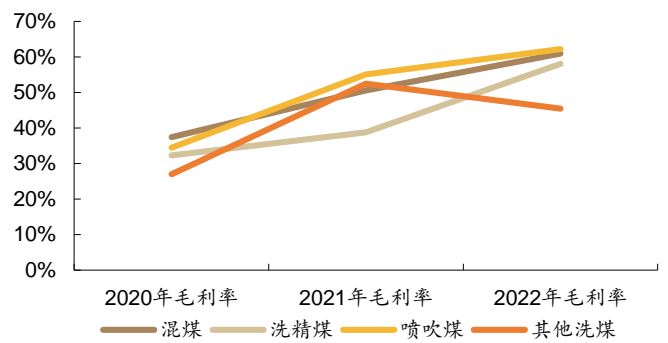
资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 5：2022 年分业务毛利率%



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 6：2022 年分煤种毛利率

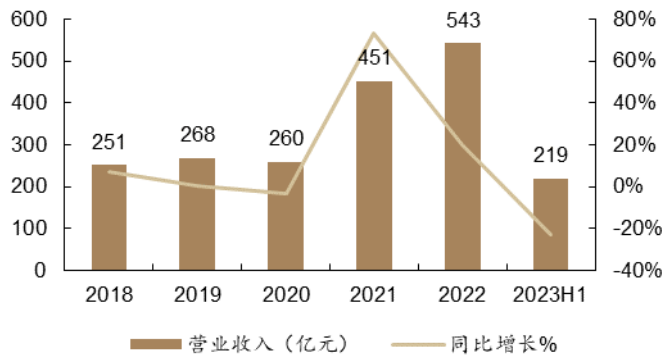


资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

受益于煤炭价格上涨，公司近年来业绩稳中向好。2022 年国内煤炭供需格局偏紧，煤价继续保持高位运行，煤企普遍盈利状况良好。2022 年公司商品煤综合售价 930.68 元/吨，同比增长 17.22%。煤炭作为公司主导产业，受益于煤价上涨，公司业绩稳中向好，2022 年营业收入 543 亿，同比增长 19.8%。

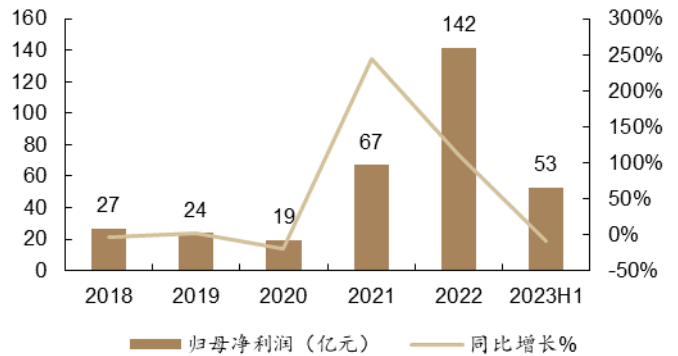
2023 年上半年，煤炭行业受制于国内整体需求疲软，进口煤价跌量升渠道增多等多重影响，煤炭宽松预期带弱煤价，公司业绩同环比均出现降幅，但相比行业可比公司仍展现出较强韧性。上半年公司总营收 219 亿，归母净利润 53 亿，同比减少 22.64%/9.46%。

图 7：2018-2023H1 营业收入



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 8：2018-2023H1 归母净利润



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

2. 煤炭：低长协打造业绩弹性，喷吹技术行业头部

2.1. 喷煤比提升有望拉动喷吹需求

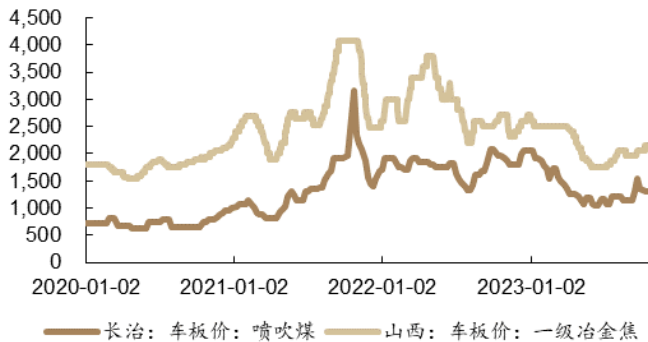
喷吹煤作为一种高效、低成本的高炉炉料，在钢铁行业广泛应用。高炉喷吹煤粉是从高炉风口向炉内直接喷吹磨细了的无烟煤粉或烟煤粉或这两者的混合煤粉，以替代焦炭起提供热量和还原剂的作用。高炉喷吹煤技术在我国始于上世纪 50-60 年代，随着高炉喷吹煤关键技术的不断进步和完善，喷吹煤在钢铁冶炼工艺环节地位日益提高，如今广泛地被钢铁企业所采用。

提高喷煤比可降低焦比及生铁成本，具有显著的经济和环境效益。喷煤比是指高炉冶炼一吨合格生铁所消耗的煤量，采用喷吹煤可以有效减少焦炭消耗量，具有显著的经济和环境效益。

从经济效益上看，2022年山西长治一级冶金焦均价为2964元/吨，长治喷吹煤均价为1798元/吨，价差达到1167元/吨，截至2023年10月20日，两者价差仍有858元/吨，较低价格降低炼铁成本，具有极高性价比。

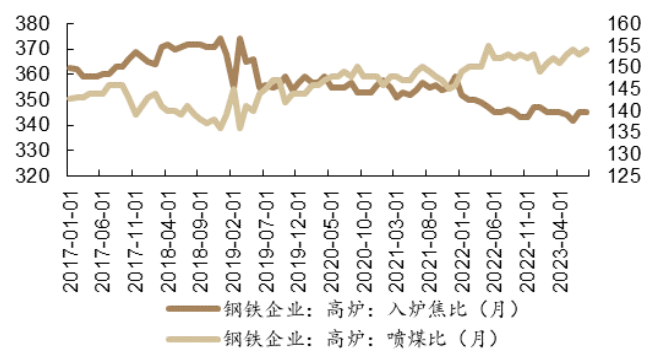
我国喷吹比仍然较低，具有较大的提升空间。据Mysteel数据显示，近年来我国钢企高炉喷煤比呈现稳中有升的态势，2022年钢铁企业高炉喷煤比均值为151.8kg/t，较2021年均值已提高4.25kg/t。国际上先进喷煤比早已达到180-200kg/t，荷兰霍戈文高炉更是达到过210kg/t超高煤比，因此，我国钢铁企业喷煤比相较国外仍有较大提高空间。

图9：喷吹煤与冶金焦价差（元/吨）



资料来源：Wind、德邦研究所

图10：喷煤比稳步提升（千克/吨）



资料来源：Mysteel、德邦研究所

多家钢企联合展开提高喷煤比行动，喷吹煤需求有望提升。2022年以来，我国钢铁企业受下游需求疲软影响，钢材价格承压，上游焦煤供给偏紧，成本压力较大，两头挤压，盈利始终在盈亏平衡之间震荡。为降本增效，已有多家钢企开展提高喷煤比，降焦比等攻关活动，如方大九钢、宝武马钢等。

表1：钢企联合展开提高喷煤比行动

企业	事件
方大九钢	2022年6月，方大九钢炼铁厂通过开展降能耗、提喷煤比降焦比等攻关活动，喷煤比达到159.34kg/t，为历史最好水平，环比5月份上升11.33g/t，比2021年上升19.70kg/t。
宝武马钢	马钢在经济炉料降本方面不断取得突破，2022年5月1日至22日，马钢6座高炉累计喷煤比151kg/t，创历史新高，其中，2号高炉5月16日至22日平均喷煤比为170kg/t，刷新历史最好水平。
宝武韶钢	2022年9月，松山6号高炉“提煤降焦、以煤代焦”取得好效，6号高炉喷煤比由原来的140kg/t提高至160kg/t，焦比由360kg/t降低至340kg/t。
陕钢龙钢	2022年3月龙钢公司积极响应陕钢集团提煤降焦的号召，在5#高炉开展提煤降焦攻关活动，9月，5#高炉燃料比降至521kg/t，喷煤比达到176kg/t，焦比降低至345kg/t，刷新龙钢此前历史指标。

资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

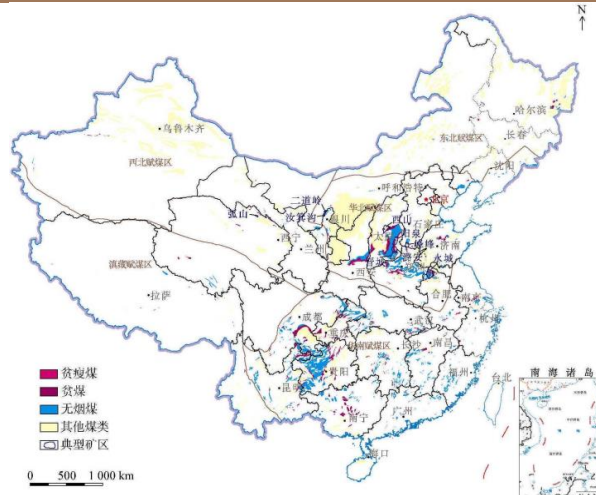
从环境效益上看，在炼焦工序中，焦化厂会排出大量有害气体及有毒物质，对环境产生严重污染，而用于高炉喷吹的贫煤、贫瘦煤可节约大量焦炭资源，高炉喷吹煤粉替代部分冶金焦炭可在节省焦炭资源的同时，降低对环境的污染。根据《潞安高炉喷吹煤经济效益分析》中测算，按煤焦置换比0.8计算，公司每年生

产 1000 万吨喷吹煤，可替代 800 万吨焦炭，可少排放废气 1.1 万吨，粉尘 2.25 万吨，废水 1000 多万吨，环保效益显著。

2.2. 依托资源禀赋，公司产销稳中有升

根据《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》中煤炭分布显示，无烟煤、贫煤和贫瘦煤在我国分布范围广泛，主要分布在华北赋煤区的山西、河南、陕西、宁夏地区及华南、西北赋煤区等地。综合煤质特征来看，稀缺高炉喷吹用煤主要分布于永城、西山、阳泉、潞安、二道岭和汝箕沟矿区。

图 11：高炉喷吹无烟煤、贫煤、贫瘦煤分布



资料来源：乔军伟等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》、德邦研究所

表 2：典型矿区稀缺高炉喷吹用煤主要煤质指标

省份	灰分%	全硫%	主要煤类
峰峰	11.55~35.45/21.56	0.68~6.03/3.01	贫煤、无烟煤
永城	9.28~29.21/15.01	0.24~1.14/0.42	无烟煤、贫煤
西山	6.87~39.19/21.25	0.20~2.40/0.54	贫瘦煤、贫煤
阳泉	9.21~32.98/19.49	0.36~0.49/0.39	贫煤
潞安	8.93~28.21/16.38	0.29~7.71/2.63	贫煤
晋城	11.89~15.93/13.97	0.28~0.45/0.36	无烟煤
二道岭	8.84~10.10/9.59	0.15~0.40/0.25	无烟煤
汝箕沟	6.86~12.93/10.06	0.18~0.57/0.33	无烟煤
孤山	12.63~18.92/14.45	0.42~0.93/0.57	贫煤

资料来源：乔军伟等《稀缺高炉喷吹用煤地质评价指标探讨及应用》、德邦研究所

地处“潞安矿区”，拥有先进产能（含整合矿井）4730 万吨。公司主采“潞安矿区”地处山西，资源禀赋和开采条件较好，洗选一体化程度较高，喷吹煤、优质动力煤等核心品种具备“特低硫、低磷、低中灰、高发热量”等环保优质特性，市场竞争力强劲。

公司现有生产矿井 18 座，除新良友煤业外均为标准化矿井，合计先进产能 4730 万吨（含 9 座国家一级和 8 座二级标准化矿井），先进产能比例和规模均属于行业前列，单井规模均提升至 60 万吨/年以上，平均单井产量约 300 万吨/年。截至 2021 年底，公司拥有非整合矿 9 座，资源量 35.81 亿吨，可采储量 14.05

亿吨，产能合计 3740 万吨。

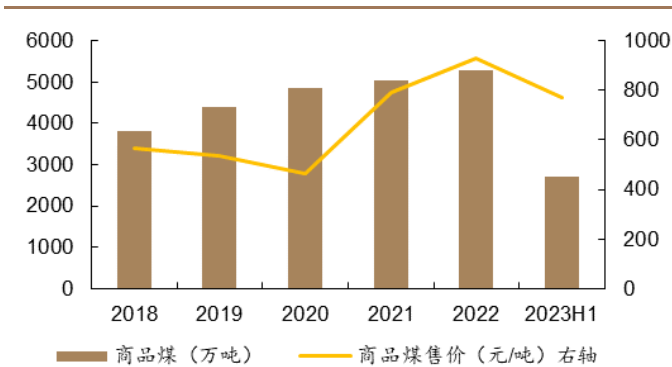
表 3：公司非整合矿产能信息（截至 2021 年底）

序号	主要矿区	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	煤种
1	王庄煤矿	5.01	2.04	710	贫煤
2	五阳煤矿	3.02	1.20	360	贫瘦煤
3	漳村煤矿	2.24	1.08	400	贫煤
4	常村煤矿	6.01	3.08	800	贫煤
5	余吾煤业	12.10	2.89	750	贫煤
6	潞宁煤业	4.65	2.20	180	气煤、焦煤
7	慈林山煤矿			60	
8	夏店煤矿			180	
9	李村煤矿			300	
	慈林山煤业	2.79	1.56	540	贫煤、无烟煤
	合计	35.81	14.05	3740	

资料来源：2022 年跟踪评级报告、德邦研究所

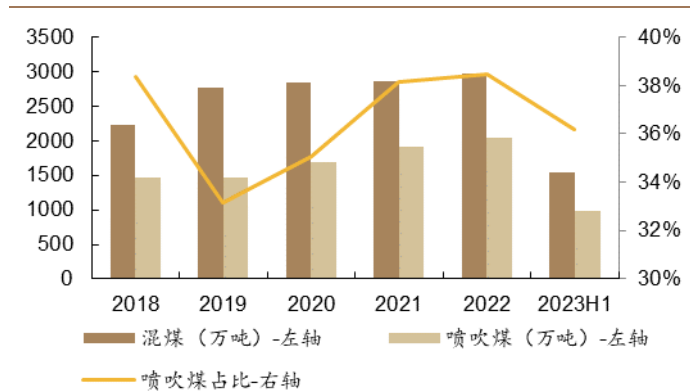
产销稳步提升，核增新建矿产能逐步释放。2023 年上半年，公司优质先进产能进一步释放，公司商品煤销量 2713 万吨，同比增长 3.8%。其中，2023Q2 公司实现商品煤销量 1442 万吨，环比+13.5%。未来，公司煤炭产能仍有增量，根据 2022 年年报显示，上庄煤矿（90 万吨/年）在报告期内已进入联合试运转，忻峪、静安矿井合计 150 万吨技改项目尚待完成。此外伊田、黑龙关、黑龙 3 座矿井产能核增取得实质进展，元丰矿产正在积极筹建。公司作为国内喷吹煤龙头企业，优秀的成本管控能力叠加未来产能增量，公司业绩有望持续释放。

图 12：商品煤销量稳步提升



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

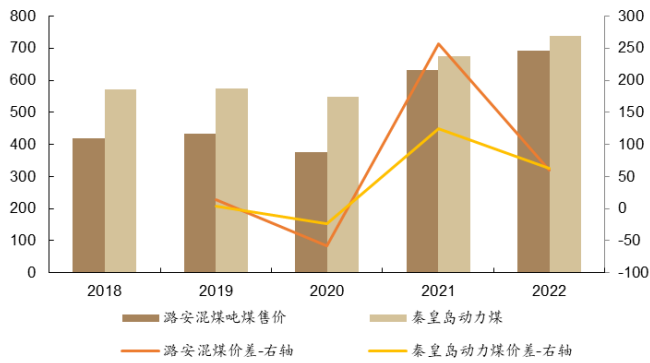
图 13：喷吹煤销量占比稳定



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

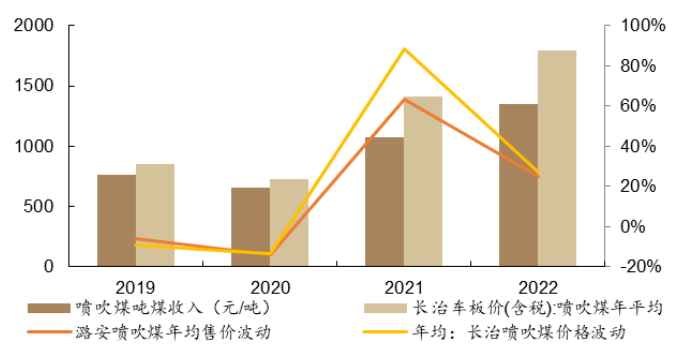
长协比例低、价格灵活贡献业绩高弹性。根据公司公告披露，喷吹长协占比 40% 左右，混煤中长协占比 20% 左右。2022 年混煤与喷吹煤销量及营收占比超过煤炭板块的 90%，混煤超低比例长协也使公司定价机制较为灵活，带来较高业绩弹性，喷吹煤由于长协占比较高，价格波动略低于市场煤。

图 14: 公司混煤价格弹性高于市场煤 (元/吨)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

图 15: 喷吹煤弹性略小于市场煤 (元/吨)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

2.3. 煤企唯一“专精特新”，竞争优势凸显

国内高炉喷吹在很长时期内以喷吹无烟煤为主，无烟煤燃烧性能较差，大煤量喷吹会导致风口处煤粉燃烧率降低，高炉燃料比难以下降，为提高喷煤效率，高挥发性烟煤逐渐作为喷吹配煤，与无烟煤按照一定比例混合喷吹，以达到更好的喷吹效果。

潞安贫煤、贫瘦煤经过洗选加工后可生产出具有“三高、二低、三特低”特征的高炉喷吹用煤。“三高”是指高热值、高热稳定性、高灰熔融性；“二低”是指低灰分、低挥发分；“三特低”是指特低硫、特低磷、特低氯，其性质介于高挥发性烟煤与无烟煤之间，各项性能优于无烟煤。同时，在价格上，相对于同类产品，公司贫煤、贫瘦煤在价格上有明显的优势，能有效地节约高炉炼铁成本。

表 4：各类煤种用于喷吹优劣势

	优势	劣势
喷吹烟煤	1) 挥发分高、固定碳含量低，着火点低，燃烧性能好； 2) 含氢量高，产生的煤气还原能力强，有利于提高间接还原的速度； 3) 煤质较软，可磨性好，磨制烟煤时制粉机出力可以提高； 4) 密度小，输送速度较快； 5) 完全燃烧所需补偿热与氧气多，有利于使用高温和富氧； 6) 置换比方面，烟煤含氢量高、总热量高是提高置换比的有利因素； 7) 煤种涵盖长焰煤、不粘煤、弱粘煤、贫煤、贫瘦煤，储量丰富，资源分布广，价格较无烟煤更低	1) 易自燃，爆炸危险大； 2) 对制粉、喷吹设备、煤粉输送介质等有较高的要求，初期硬件投资较高； 3) 对制粉和喷吹的温度、氧含量等数据的过程控制要求相对更高 4) 完全燃烧所需补偿热与氧气多，同等条件下允许最大喷煤量比无烟煤小； 5) 具有不同程度的粘结性，在炉况不顺、风口不活跃时不能强制喷煤； 6) 固定碳含量低，发热值较低，对炼焦置换比有不利影响
喷吹无烟煤	1) 挥发分低，不易自燃，更安全； 2) 安全系数较高，对硬件设备的要求不高； 3) 固定碳含量高，挥发分低，需补偿热少，若单纯喷吹，煤焦置换比较高；一般不结焦	1) 着火点高，燃烧速度慢，燃烧性能较差； 2) 大煤量喷吹会导致风口处煤粉燃烧率降低，高炉燃料比难以下降，甚至会影响炉况，单独喷吹不适应大煤比的喷吹发展趋势； 3) 价格高于喷吹烟煤
混煤喷吹	1) 混合后保证煤粉既有足够的燃烧性能，又能充分发热，确保了煤焦置换比，打破了喷吹单一煤种的瓶颈； 2) 安全性能适中； 3) 可实现高煤比喷吹； 4) 拓宽喷煤的选择面； 5) 价格较无烟喷吹煤低	1) 和喷吹烟煤一样，设备投资费用相对较高、工艺过程控制较严格； 2) 配煤环节耗费成本
喷吹贫煤	1) 硫含量非常低，有利于降低高炉冶炼过程负荷 2) 发热量较高，产生的热量较多，可以置换较多的焦炭 3) 可磨性能非常好，有利于提高磨煤机的制粉能力和降低磨煤工艺的电耗； 4) 煤灰熔点非常高，不存在高炉风口结渣的可能性	1) 价格较高

资料来源：华经产业研究院、《潞安贫煤、贫瘦煤与其他煤混合喷吹的优化选择》（刘仁生、赵兵、房连增、何英杰）、德邦研究所

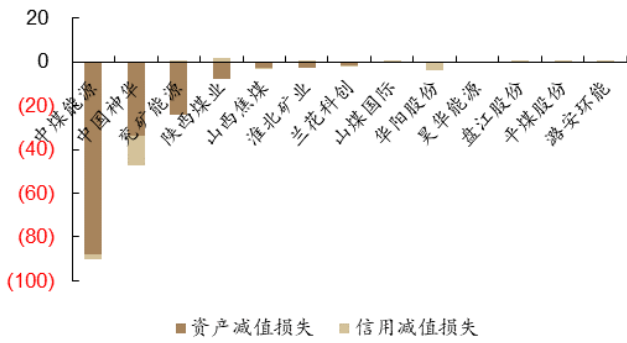
公司是煤企中的“专精特新”，享 15% 税率优惠。公司作为拥有高新贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术的企业，继 2020 年取得高新技术企业证书后，再次被山西省认定机构认定为高新技术企业，享 15% 优惠税率。2023 年 3 月 16 日，国资委官网正式发布了《关于印发创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单的通知》，潞安环能入选“创建世界一流专精特新示范企业”名单。

3. 资产优质、成本优化，行稳致远

3.1. 低估值高股息，资产负债率不断下降

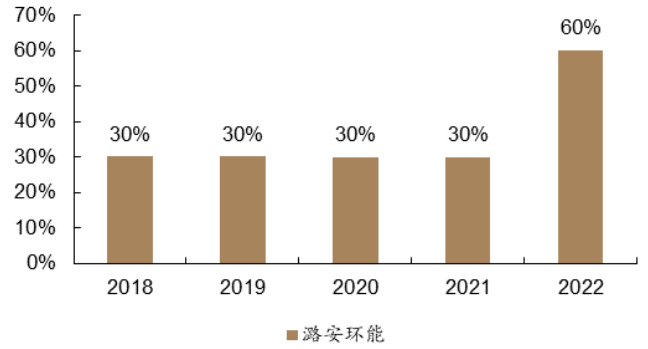
减提损失低于行业平均，分红率大幅上升。2022 年，公司计提资产减值损失 0.01 亿元，信用计提减值损失 0.36 亿元，低于主要煤炭上市公司平均水平。2020-2022 年公司资产计提减值 3.4 亿元，信用计提减值损失 0.56 亿元，低于主要煤炭上市公司 -7.31 亿及 -2.34 亿的平均水平。截至 2023 年半年报，公司拥有货币资金 233.14 亿，较同期增长 12.1%。良好的货币资金情况为公司提供稳定的分红条件，2022 年公司现金分红 85.3 亿元，分红率由 2021 年 30% 上升至 60%，根据 2022 年末对应股价，公司股息率 17%，居于行业前列。

图 16: 2022 各公司资产减值及信用减值一览 (亿元)



资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

图 17: 2018-2022 年分红情况



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

表 5: 煤炭股息率一览 (截止 2022/12/31)

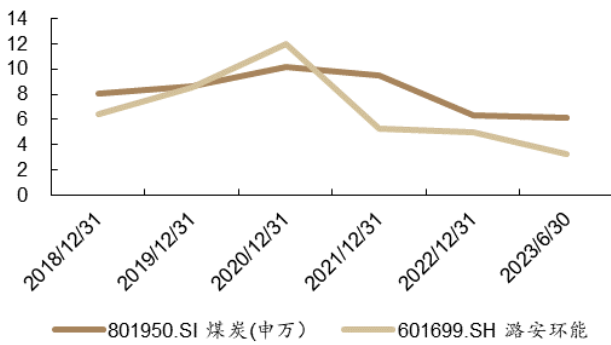
证券简称	总市值(亿元)	2022 归母净利润(亿元)	2022 股息率	2022 分红率	2021 分红率	2022 PE
潞安环能	504	141.7	17%	60%	30%	3.6
山煤国际	287	69.8	16%	64%	63%	4.1
兖矿能源	1,428	307.7	13%	69%	61%	4.6
山西焦煤	477	107.2	10%	64%	79%	4.5
陕西煤业	1,801	351.2	12%	60%	62%	5.1
恒源煤电	86	25.1	14%	48%	43%	3.4
平煤股份	250	57.2	8%	35%	60%	4.4
中国神华	5,235	696.3	9%	73%	100%	7.5
开滦股份	108	18.5	9%	50%	40%	5.8
兰花科创	152	32.2	7%	35%	36%	4.7
淮北矿业	318	70.1	8%	37%	36%	4.5
华阳股份	343	70.3	6%	30%	34%	4.9
盘江股份	144	21.9	6%	40%	73%	6.6
晋控煤业	200	30.4	5%	35%	14%	6.6
昊华能源	89	13.4	6%	36%	33%	6.6
上海能源	104	17.4	5%	30%	30%	6.0
中煤能源	1,022	182.4	5%	30%	30%	5.6
甘肃能化	79	31.7	4%	67%	47%	2.5
电投能源	237	39.9	4%	28%	27%	5.9
合计	12,864	2284.6	10%	59%	66%	5.6

资料来源: Wind、各公司历年年报、德邦研究所

前期公司估值较低,有望充分受益于“中特估”下的估值重构。2022 年全年公司 PE (TTM) 及 PB(LF) 低于行业平均,截至 2023 年 6 月末公司 PE (TTM) 为 3.23 倍, PB(LF) 为 1.00 倍,均低于行业。同时,公司 PE 相比过去 5 年处于低位,具有较大的提升潜力。

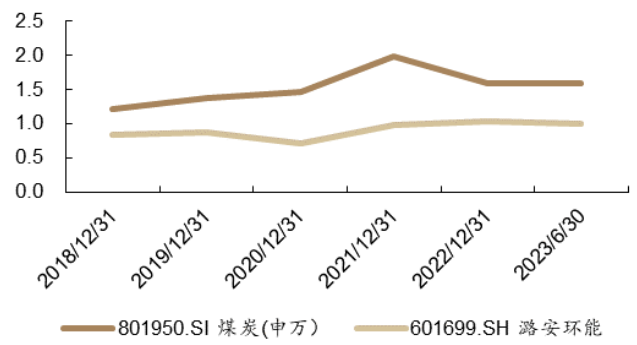
2022 年 11 月,证监会主席易会满提出“探索建立具有中国特色的估值体系,促进市场资源配置功能更好发挥。”煤炭行业作为大型央企集中行业,存在经营稳健但估值较低的现象,中特估体系有望引领煤炭行业整体估值提升,公司作为煤炭行业代表性国有企业,行业估值提升有望进一步带动公司估值上升。

图 18: 行业及公司 PE (TTM) (截至 2023Q2)



资料来源: Wind、德邦研究所

图 19: 行业及公司 PB (LF) (截至 2023Q2)

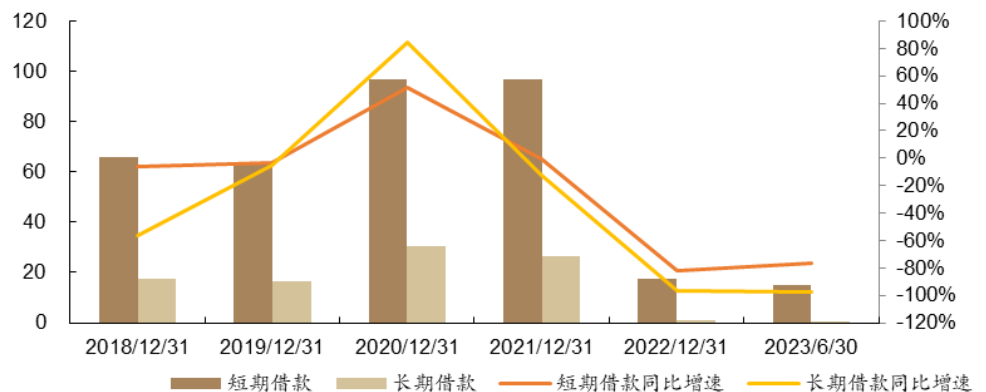


资料来源: Wind、德邦研究所

3.2. 偿债能力优异, 成本管控行业领先

偿债能力优异, 资产负债率大幅下降。2018-2022 年公司长短期债务均出现明显下降, 2023 年 6 月末, 公司短期借款 15.2 亿, 长期借款 0.2 亿, 较 2022 年同期分别下降 76.2%及 97.4%。得益于有息债务的优化, 公司资产负债率出现显著下降, 2022 年公司资产负债率 48%, 较 2021 年 65%出现显著下降。

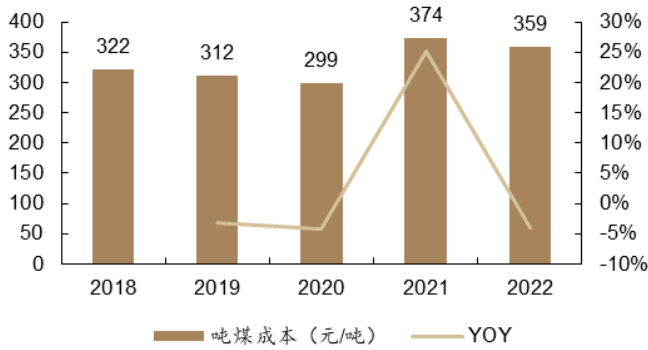
图 20: 长短期借款增速下降显著 (亿元、%)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

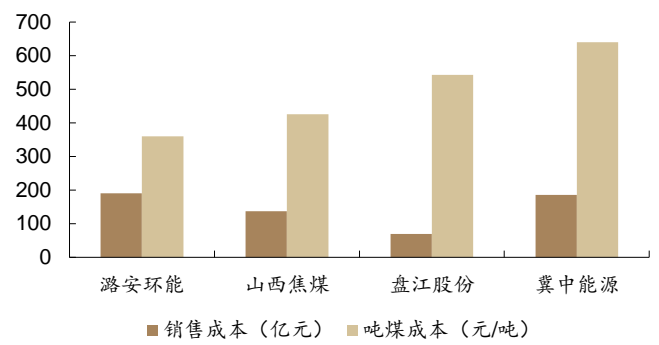
成本管控成效显著, 吨煤成本行业领先。在集团的“算账”文化影响下, 公司充分发挥区域规模、储煤能力和领先定价优势, 进一步优化“早提价、晚降价”营销策略, 发挥区域龙头优势实现营销增收增效。在管理上, 通过创新实施“全面预算—绩效考核—薪酬分配”一体化融合, 实现全员绩效分级分类精准考核和差异化薪酬分配。同时受益于所得税优惠、研发投入加计扣除等税收优惠政策, 2022 年共减免 13.12 亿元。2022 年公司年吨煤成本 359.5 元, 较 21 年降低 4%, 成本低于同行业其他样本可比公司。

图 21: 2018-2022 年公司吨煤成本



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

图 22: 2022 年可比公司吨煤成本



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司业务以煤炭为主，焦炭为辅。地处山西省东南部上党盆地北缘，所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段，矿区地理位置优越。煤炭板块中，公司混煤及冶金喷吹销售合计占比 98%。公司混煤长协比例约为 20%，喷吹煤长协比例为 40%，低长协下，公司煤价弹性较高。

基于公司核增项目逐渐释放以及喷吹煤市场延续韧性，我们对公司喷吹煤、混煤及焦炭等做出以下假设：

喷吹煤：考虑到公司忻岭、静安技改项目将陆续释放，我们预计公司 2023-2025 年公司喷吹煤销量为 2039/2087/2147 万吨，同比 0%/+2.4%/+2.9%。公司喷吹煤长协比例约为 40%，市场煤比例约占 60%，售价具有较高弹性，随着下半年地产预期逐步改善，预计 2023-2025 年公司喷吹煤价中枢将略有抬升，分别为 1134/1145/1151 元/吨，同比-16%/1%/0.5%。

混煤：考虑到公司后续仍有一定核增，煤炭销量将略有提升，我们预计 2023-2025 年公司混煤销量为 2970/2979/2994 万吨，同比+0.1%/+0.3%/+0.5%。售价方面，考虑到动力煤供需情况，我们预计 2023-2025 年价格为 568/568/568 元/吨，同比-17.9%/0%/0%。

焦炭：潞安集团积极布局焦炭产能，考虑到公司作为集团核心上市子公司，或将有所受益。我们预计 2023-2025 年公司焦炭销量为 180/185/190 万吨，同比+5.7%/+2.8%/+2.7%。售价方面，上半年钢企利润亏损较为严重，挤压焦炭价格下行，随着下游盈利情况改善，我们预计 2023-2025 年价格为 1900/2375/2423 元/吨，同比-32.1%/+25%/+2%。

表 6: 盈利预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	45,147	54,297	44,729	46,660	47,774
混煤	18,145	20,535	16,870	16,920	17,005
单价 (元/吨)	632	692	568	568	568
销量 (万吨)	2,870	2,967	2,970	2,979	2,994
洗精煤	356	508	450	454	459
单价 (元/吨)	1,307	1,785	1,285	1,298	1,311
销量 (万吨)	27	28	35	35	35
喷吹煤	20,744	27,546	23,119	23,903	24,713
单价 (元/吨)	1,079	1,351	1,134	1,145	1,151
销量 (万吨)	1,922	2,039	2,039	2,087	2,147
其他洗煤	731	682	601	702	720
单价 (元/吨)	339	262	260	300	300
销量 (万吨)	216	260	231	234	240
总销量 (万吨)	5,035	5,294	5,275	5,335	5,416
商品煤综合售价 (元/吨)	794	931	778	787	792
焦炭	4,849	4,760	3,420	4,394	4,603
单价 (元/吨)	2,551	2,796	1,900	2,375	2,423
销量 (万吨)	190	170	180	185	190
其他收入	322	266	270	286	274
营业成本	23,168	23,956	24,385	25,283	25,967
混煤	8,959	8,024	8,112	8,136	8,177
洗精煤	218	214	282	282	282
喷吹煤	9,312	10,420	11,149	12,555	13,097
其他洗煤	347	372	416	421	421
焦炭	4,156	4,728	4,250	3,713	3,813
其他成本	176	198	176	176	177

资料来源: Wind、公司历年年报、德邦研究所

预计公司 2023-2025 年合计收入分别为 447/467/478 亿元, 归母净利润分别为 92.2/98.6/100.9 亿元, EPS 分别为 3.08/3.30/3.37 元。

4.2. 估值

在相对估值法中, 我们选取了与公司业务及规模重合度较高的山西焦煤、盘江股份和冀中能源三家公司作为可比公司。在 PE 估值法下, 截止 2023 年 11 月 15 日, 公司 2023-2024 预测 PE 为 6.56x、6.13x, 低于三家可比公司平均 PE 水平 (8.08x、7.23x)。公司拥有核心喷吹技术且享受 15% 税率优惠, 业绩稳健有韧性。

表 7: 可比公司估值 (采用 2023/11/15 收盘价)

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
000983.SZ	山西焦煤	9.18	1.39	1.48	6.63	6.20
600395.SH	盘江股份	6.20	0.50	0.64	12.51	9.73
000937.SZ	冀中能源	6.55	1.28	1.13	5.11	5.78
	平均				8.08	7.23
601699.SH	潞安环能	20.21	3.08	3.30	6.56	6.13

资料来源: Wind 一致预期、德邦研究所

5. 风险提示

- 1) 煤炭价格超预期下行;
- 2) 国内经济复苏力度不及预期;
- 3) 基建固定资产投资资金使用不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	4.74	3.08	3.30	3.37
每股净资产	16.29	17.52	18.84	20.19
每股经营现金流	11.29	4.07	3.76	5.75
每股股利	2.85	1.85	1.98	2.02
价值评估(倍)				
P/E	3.55	6.56	6.13	5.99
P/B	1.03	1.15	1.07	1.00
P/S	1.11	1.35	1.30	1.27
EV/EBITDA	1.01	2.08	1.80	1.25
股息率%	16.9%	9.2%	9.8%	10.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	55.9%	45.5%	45.8%	45.6%
净利润率	28.8%	21.7%	22.5%	22.5%
净资产收益率	29.1%	17.6%	17.5%	16.7%
资产回报率	14.9%	9.0%	9.4%	8.9%
投资回报率	30.2%	15.9%	15.9%	15.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.8%	-17.6%	4.3%	2.4%
EBIT 增长率	51.0%	-41.2%	6.4%	2.0%
净利润增长率	110.5%	-34.9%	6.9%	2.3%
偿债能力指标				
资产负债率	48.1%	47.8%	44.6%	44.8%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.8	0.9	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.3	32.3	29.0	29.1
存货周转天数	16.1	14.5	14.6	14.8
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	1.8	1.5	1.6	1.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	14,168	9,221	9,858	10,087
少数股东损益	1,476	478	621	664
非现金支出	3,732	2,259	2,418	2,523
非经营收益	1,521	333	303	295
营运资金变动	12,871	-101	-1,946	3,621
经营活动现金流	33,769	12,190	11,253	17,190
资产	-745	-2,066	-3,248	-3,194
投资	0	170	418	294
其他	77	-27	5	14
投资活动现金流	-668	-1,923	-2,825	-2,886
债权募资	-14,609	10	15	17
股权募资	0	0	0	0
其他	-4,388	-5,596	-5,978	-6,116
融资活动现金流	-18,997	-5,586	-5,963	-6,099
现金净流量	14,103	4,681	2,465	8,204

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为11月15日

资料来源:公司年报(2021-2022),德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54,297	44,729	46,660	47,774
营业成本	23,956	24,385	25,283	25,967
毛利率%	55.9%	45.5%	45.8%	45.6%
营业税金及附加	4,216	3,503	3,637	3,728
营业税金率%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
营业费用	182	168	165	171
营业费用率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	3,235	2,938	2,963	3,010
管理费用率%	6.0%	6.6%	6.3%	6.3%
研发费用	1,590	1,297	1,374	1,398
研发费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
EBIT	21,240	12,498	13,303	13,567
财务费用	727	-559	-652	-701
财务费用率%	1.3%	-1.2%	-1.4%	-1.5%
资产减值损失	1	10	-8	1
投资收益	-57	-27	5	14
营业利润	20,457	13,062	13,964	14,298
营业外收支	-546	-266	-257	-260
利润总额	19,911	12,796	13,708	14,038
EBITDA	25,009	14,767	15,713	16,092
所得税	4,267	3,097	3,229	3,287
有效所得税率%	21.4%	24.2%	23.6%	23.4%
少数股东损益	1,476	478	621	664
归属母公司所有者净利润	14,168	9,221	9,858	10,087

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	31,091	35,772	38,237	46,441
应收账款及应收票据	3,693	4,396	3,197	4,618
存货	1,204	765	1,285	852
其它流动资产	10,803	13,850	14,281	13,805
流动资产合计	46,790	54,781	57,000	65,717
长期股权投资	1,725	1,555	1,137	843
固定资产	30,783	29,987	29,093	28,297
在建工程	2,093	1,313	1,662	2,000
无形资产	11,750	12,992	14,225	15,210
非流动资产合计	47,999	47,393	47,561	47,693
资产总计	94,789	102,174	104,561	113,410
短期借款	1,760	1,770	1,785	1,802
应付票据及应付账款	19,511	22,406	19,993	23,803
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	16,978	17,293	17,513	17,835
流动负债合计	38,249	41,468	39,291	43,441
长期借款	98	98	98	98
其它长期负债	7,231	7,231	7,231	7,231
非流动负债合计	7,329	7,329	7,329	7,329
负债总计	45,578	48,797	46,619	50,770
实收资本	2,991	2,991	2,991	2,991
普通股股东权益	48,735	52,424	56,367	60,402
少数股东权益	476	953	1,574	2,238
负债和所有者权益合计	94,789	102,174	104,561	113,410

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。