

买入（首次）

焦煤板块弹性标的，行业高分红代表

潞安环能（601699.SH）深度报告

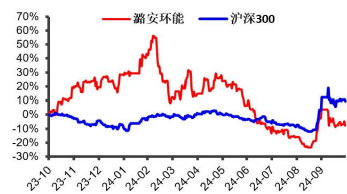
2024年10月31日

投资要点：

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰
SAC 执业证书编号：
S0340124020014
电话：0769-22117626
邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **公司具有国资背景** 公司具有山西省国资背景，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司，持有公司61.43%的股份，其位于山西省长治市，是省属五大煤炭企业集团之一，在煤炭领域深耕细作六十年，为潞安环能的业务发展提供有力帮助。
- **煤炭业务贡献主要盈利** 公司主要业务为煤炭和焦炭产品的生产和销售。2024年中报显示，煤炭产品占公司营业收入94.99%，焦炭占比4.01%。毛利方面，2024年中报显示煤炭板块毛利占比101.68%，为公司的绝对毛利来源。
- **煤炭行业唯一“专精特新”** 2023年1月4日，公司发布公告，继2020年以后，公司再次取得山西省科学技术厅、山西省财政厅、国家税务总局山西省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，有效期3年，是全国煤炭行业唯一国家级高新技术企业，享15%企业所得税税率优惠。
- **公司为国内喷吹煤龙头，有望受益于喷吹煤需求量提升** 公司2022年喷吹煤产量约2042.10万吨，约占全国高炉喷吹煤消费量的13%左右，全国高炉喷吹煤产量24.4%，属于国内的喷吹煤龙头企业。目前我国喷煤比仍然较低，具有较大的提升空间，公司有望受益于喷煤比的提升。
- **长协占比低，盈利弹性强** 根据投资者问答平台，潞安环能仅20%混煤按照电煤保供的长协价格进行销售，公司的喷吹煤中长协占比40%，整体测算下来公司长协量约为1300万吨，其余商品煤根据市场价格随行就市，整体长协比例较低导致定价较为灵活。同时，焦煤板块贡献了公司绝大部分的营业收入和归母净利润，公司具有较高的业绩弹性空间，在2021年焦煤行业景气度高的时候，公司归母净利润增速达296.72%，大幅抛离行业其他可比公司，在宏观预期向好，煤价具备向上动能的当前情况下，公司未来业绩增速值得期待。
- **政策助力更多资金青睐高股息公司，公司高分红有望受益** 回购增持再贷款和互换便利政策，强化煤炭红利逻辑，此类资金或倾向于投资高股息板块从而获得稳定的中长期回报，而目前股息率为5.5%的煤炭板块有望受益。同时，2017年以来，公司跨越行业周期坚持分红，2023年现金分红比例60.00%，截至10月17日，公司股息率高达10.08%，在申万一级煤炭行业27家派发股利的公司中排名第一，在目前低利率的环境下，股息配置价值凸显。
- **风险提示：**煤价大幅下跌风险；煤炭进口强于预期；安全生产风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1 山西国有喷吹煤龙头，煤炭行业唯一“专精特新”	4
1.1 公司具有国资背景	4
1.2 煤炭业务贡献主要盈利	5
1.3 煤炭行业唯一“专精特新”，资源禀赋良好	7
2 喷吹煤需求量有望增长，公司作为喷吹煤龙头有望受益	7
2.1 喷煤比提升有望拉动喷吹需求	7
2.2 公司为国内喷吹煤龙头，有望受益于喷吹煤需求量提升	9
2.3 公司煤炭产量稳定提升，致力于可持续发展	9
3 焦煤价格反转，公司长协占比低盈利弹性高	11
3.1 宏观预期向好，煤价具备向上动能	11
3.2 公司长协占比低，盈利弹性强	13
4 政策助力更多资金青睐高股息公司，公司高分红有望受益	15
4.1 回购增持再贷款和互换便利，强化煤炭红利逻辑	15
4.2 公司现金充裕，负债水平大幅降低	15
5 投资建议	17
6 风险提示	18

插图目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：公司近五年营业收入及增速（亿元，%）	5
图 3：公司近五年归母净利润及增速（亿元，%）	5
图 4：公司近五年营收来源（亿元）	5
图 5：2024 年中报公司产品营收占比（%）	5
图 6：公司毛利来源（亿元）	5
图 7：公司不同产品毛利率（%）	5
图 8：2023 年年报公司产品销售量比例	6
图 9：2022 年年报公司产品销售量比例	6
图 10：公司销售量以产品分类（万吨）	6
图 11：公司生产量以产品分类（万吨）	6
图 12：2018-2021 年我国喷煤比（kg/t）	8
图 13：公司喷吹煤产量和销量（万吨）	9
图 14：山西焦煤产量当月值（万吨，%）	10
图 15：山西焦煤产量累计值及同比（万吨，%）	10
图 16：2019-2024 公司原煤销量（万吨）	10
图 17：2019-2024 公司原煤产量（万吨）	10
图 18：全国 247 家钢铁企业日均铁水产量（万吨）	11
图 19：全国 247 家钢铁企业盈利率（%）	11
图 20：Mysteel 炼焦煤价格指数	12
图 21：Mysteel 焦炭价格指数	12
图 22：喷吹煤均价（元/吨）	12

图 23 : 247 家钢铁企业高炉开工率 (%)	12
图 24 : 247 家钢厂炼焦煤库存 (万吨)	12
图 25 : 全国 247 家钢厂喷吹煤库存 (万吨)	12
图 26 : 炼焦煤: 523 家样本矿山: 开工率 (周)	12
图 27 : 螺纹钢社会总库存 (万吨)	13
图 28 : 主要钢材品种社会总库存 (万吨)	13
图 29 : 公司近五年归母净利润 (万元)	14
图 30 : 焦煤板块具有代表性公司归母净利润增速比较 (%)	14
图 31 : Mysteel 普钢价格指数: 螺纹钢	14
图 32 : 炼焦煤价格指数	14
图 33 : 2019 年以来公司单季度归母净利润 (万元)	14
图 34 : 近五年公司吨煤售价 (元/吨)	14
图 35 : 期末现金及现金等价物余额 (万元)	16
图 36 : 资产负债率 (%)	16

表格目录

表 1 : 煤炭公司股息率 (截至 10 月 17 日)	15
表 2 : 2024 有中期分红计划的公司及股息率 (截至 2024 年 10 月 22 日)	16
表 3 : 公司 2017 年后分红情况 (股息率计算时股价取当年年末最后一个交易日的收盘价)	16
表 4 : 公司盈利预测简表	19

1 山西国有喷吹煤龙头，煤炭行业唯一“专精特新”

1.1 公司具有国资背景

山西潞安环保能源开发股份有限公司（以下简称“潞安环能”）成立于 2001 年 7 月 19 日，注册地和办公地为山西省长治市。潞安环能是由山西潞安矿业（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、石圪节矿洗煤厂等部分煤矿资源及相关经营性资产进行评估后，联合郑州铁路局、日照港（集团）有限公司、上海宝钢国际经济贸易有限公司、天脊煤化工集团有限公司和山西潞安工程有限公司共同发起设立的。公司于 2006 年 9 月 22 日在上海证券交易所公开发行上市。公司发展战略为：建构“一核两翼四驱动”战略体系，打造现代卓越环保能源上市公司。其中，一核是围绕“打造现代卓越环保能源上市公司”目标愿景，践行能源革命战略，强化时代使命担当，奉献清洁环保能源，创造卓越价值，厚报股东，回馈社会。两翼是煤焦并举，两翼齐飞。煤炭产业坚持走“减、优、绿”之路，推进集约高效、绿色开采和智能矿井建设，持续夯实煤炭基石地位。焦化产业坚持走“焦、气、化”之路，推进升级改造、新型项目和焦化联产建设，持续提升焦化规模效益。四驱动是综合运用“加、减、乘、除”四种手段，驱动公司高质量发展，实现企业行稳致远。

公司具有山西省国资背景，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司，持有公司 61.43% 的股份，其位于山西省长治市，是省属五大煤炭企业集团之一，前身是成立于 1959 年 1 月的潞安矿务局，世纪初整体改制为潞安矿业（集团）有限责任公司，在煤炭领域深耕细作六十年，积累了丰富的经验，为旗下潞安环能的业务发展提供有力帮助。

图 1：公司股权结构图



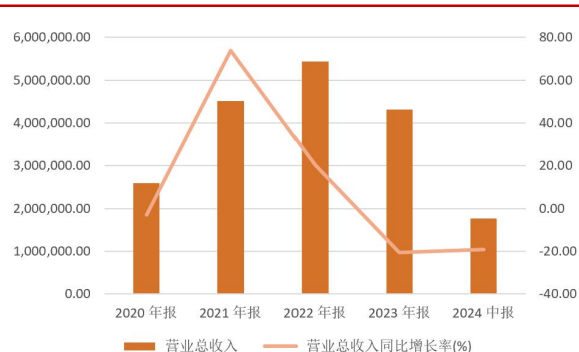
资料来源：公司 2023 年报，iFind，东莞证券研究所

1.2 煤炭业务贡献主要盈利

公司位于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，总面积约为 1334 平方公里，地质总储量 98.15 亿吨，可采储量 56.65 亿吨。矿区地理位置优越，交通便利。公司开采煤层的主要煤种为瘦煤、贫瘦煤、贫煤。公司所属各矿均为行业特级高产高效矿井，综合机械化程度达到 100%，原煤核定生产能力为 5000 万吨。

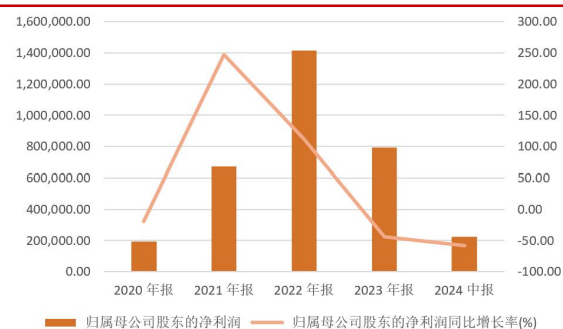
2024 年中报显示，煤炭产品占公司营业收入 94.99%，焦炭占比 4.01%。2023 年年报显示煤炭产品占比 92.74%，焦炭占比 6.48%。毛利方面，由于焦炭最近两年行业景气度下降，焦炭板块毛利为负值，而 2024 年中报显示煤炭板块毛利占比 101.68%，2023 年煤炭板块毛利占比 101.49%，为公司的绝对毛利来源。因此公司的业绩与公司焦煤的产销量和价格高度挂钩，2021 和 2022 年公司营收和归母净利润高涨，主要原因是国内焦煤产量收缩、欧洲能源危机引发的煤炭需求增加以及安全监管和环保政策的严格执行。同时下游需求旺盛，特别是钢材行业利润高企，推动了对焦煤的需求，从而导致焦煤价格大涨。

图 2：公司近五年营业收入及增速（亿元，%）



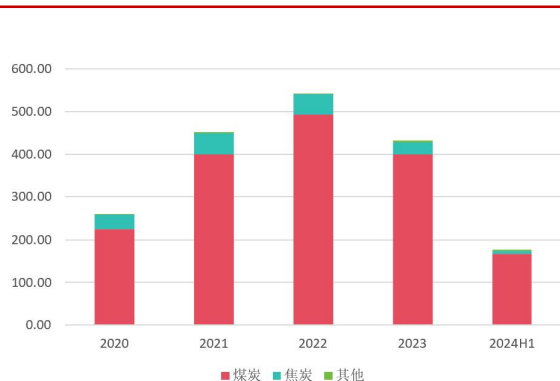
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 3：公司近五年归母净利润及增速（亿元，%）



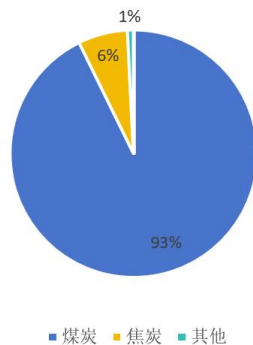
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 4：公司近五年营收来源（亿元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

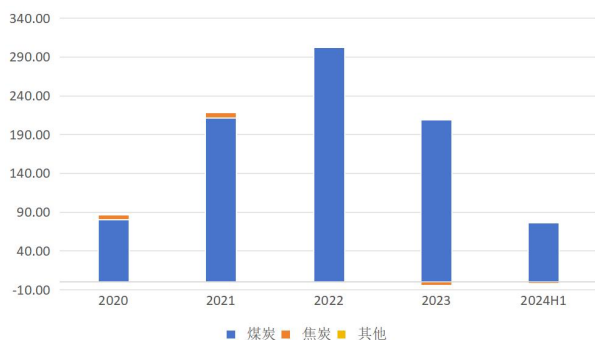
图 5：2024 年中报公司产品营收占比（%）



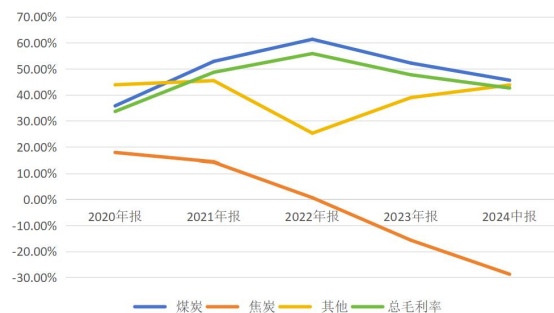
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 6：公司毛利来源（亿元）

图 7：公司不同产品毛利率（%）



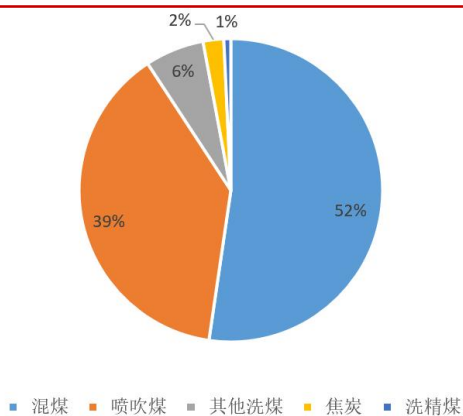
数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

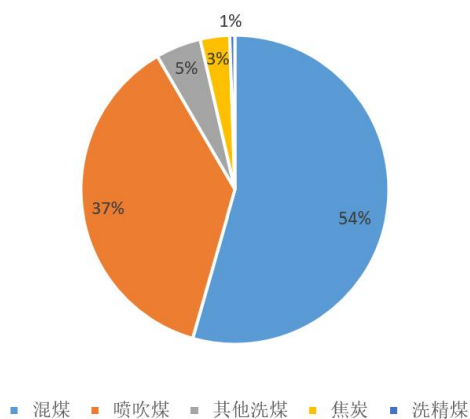
公司煤炭产品主要有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等 4 大类煤炭产品以及焦炭产品。其中混煤主要用于电力等行业, 洗精煤主要用于炼焦配煤, 喷吹煤主要用于钢厂高炉喷吹、烧结等, 其他洗煤主要用于机车、化工等行业。上述四大主要产品具有特低硫、低磷、低中灰、高发热量、高灰熔点、可磨性好、热稳定性好等特点, 是优质的动力煤、炼焦配煤、高炉喷吹煤化及化工用煤。2023 年年报显示, 混煤销量为 2940.61 万吨, 产量为 2954.63 万吨, 占比 54%; 喷吹煤销量为 2180.07 万吨, 产量为 2161.57 万吨, 占比 37%, 近年来这两种煤种产销量之和都占比 90%以上, 是公司的主要产品。

图 8: 2023 年年报公司产品销售量比例



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

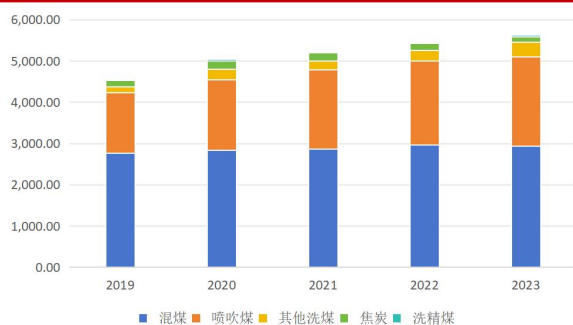
图 9: 2022 年年报公司产品销售量比例



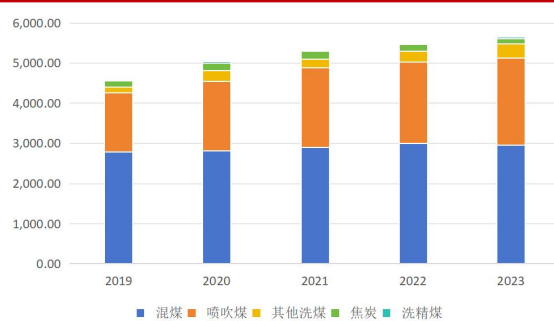
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 10: 公司销售量以产品分类 (万吨)

图 11: 公司生产量以产品分类 (万吨)



数据来源：iFind，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.3 煤炭行业唯一“专精特新”，资源禀赋良好

公司是煤企中唯一的“专精特新”企业。2023年1月4日，公司发布公告，继2020年以后，公司再次取得山西省科学技术厅、山西省财政厅、国家税务总局山西省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，有效期3年，是全国煤炭行业唯一国家级高新技术企业，享15%企业所得税税率优惠。2023年3月16日，国务院国资委在其官网正式发布《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》，潞安环能成功入选。

公司主采“潞安矿区”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，市场占有率突出，大型客户群体稳定，自营铁路网、战略装车点等铁路外运网络健全完善，营销网络遍及全国大部分地区，具备较强区域产品定价权。

公司拥有矿井23座，其中生产矿井19座，除上庄煤业外均为特级安全高效矿井，9座矿井为二级以上标准化矿井。先进产能4880万吨，规模占比约96%，在全行业领先。同时，公司还拥有静安煤业、忻峪煤业、后堡煤业和宇鑫煤业等四座在建矿井合计产能300万吨/年，另有规划矿井一座元丰矿产300万吨/年。全部生产矿井单井产能规模均提升至60万吨/年以上，平均单井产量约300万吨/年，具备持续享受供给侧改革政策红利优势。

2 喷吹煤需求量有望增长，公司作为喷吹煤龙头有望受益

2.1 喷煤比提升有望拉动喷吹需求

根据立鼎产业研究网的消息，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。高炉喷吹煤粉的意义在于：1) 价格低廉的煤粉替代价格昂贵的冶金焦煤，降低生铁生产成本；2) 喷吹煤粉还是调剂炉况的有效手段；3) 喷吹煤粉可以促进高炉的稳定运行；4) 喷吹煤粉会降低理论燃烧温度，为高炉使用高风温和富氧鼓风创造了条件；5) 喷吹煤粉气化过程中放出比焦炭多的氢气，提高了煤粉的还原能力和穿透扩散能力，有利于矿石还原和高炉操作指标的改善；6) 喷吹煤粉替代部

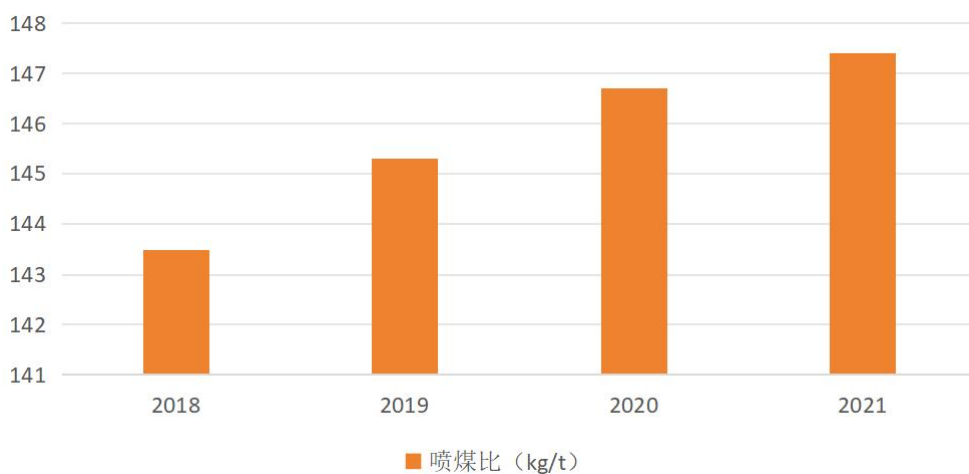
分冶金焦炭可以减少炼焦设施的投资，并减少焦炉座数以及生产的焦炭量，降低炼焦生产对环境的污染。高炉喷吹煤技术在我国始于上世纪 50-60 年代，随着高炉喷吹煤关键技术的不断进步和完善，喷吹煤在钢铁冶炼工艺环节地位日益提高，如今广泛地被钢铁企业所采用。

中国喷煤行业产量近年来整体呈现稳定增长趋势，这主要得益于钢铁行业的持续发展和环保政策的推动。作为高炉炼铁进程中重要的辅助燃料，喷煤行业成本低、燃烧效率高而被广泛应用。随着国家对清洁生产工艺的高效要求不断提高，喷吹煤的使用率在钢铁冶炼中的比例增加，进一步推动了其产量的提升。此外，先进生产技术的引入产业链的优化编程促进喷吹煤产量增长。2022 年中国喷吹煤行业产量约为 8368 万吨。

中国喷吹煤行业的消费量逐渐上升，主要受益于钢铁行业的旺盛需求和炼铁工艺的升级。在钢铁行业向高效、低碳生产转型的过程中，喷吹煤作为一种生产力的辅助燃料，逐步替代部分焦炭的使用，推动了其消费量的增加。同时，国家环保政策的严格实施和对碳排放的控制要求，也促使钢铁企业更多地采用喷吹煤以减少碳足迹。未来，随着钢铁产能的稳定增长和对清洁能源需求的增长，预计喷煤的消费量将继续保持增长。2022 年中国喷吹煤行业消费量约为 14629.5 万吨。

然而我国喷煤比仍然较低，具有较大的提升空间。根据华经情报网的消息，2021 年中钢协会会员单位（会员单位生铁产量占全国总产量的 84.15%）平均喷煤比为 147.4kg/t，较 2020 年提高 0.7kg/t，其中先进值达到 187.1kg/t，落后值仅为 99.49kg/t，差距较大，落后企业仍有较大提高空间。此外，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仍有较大提高空间。同时 2022 年以来，我国钢铁企业受下游需求疲软，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。

图 12：2018-2021 年我国喷煤比 (kg/t)

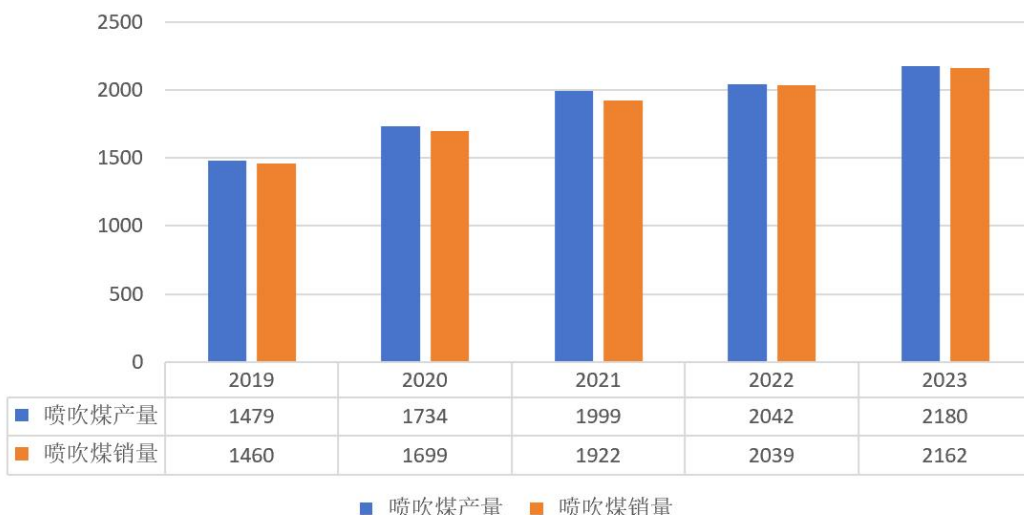


数据来源：华经情报网，东莞证券研究所

2.2 公司为国内喷吹煤龙头，有望受益于喷吹煤需求量提升

潞安环能是中国最大的喷吹煤生产企业之一，公司 2022 年喷吹煤产量约 2042.10 万吨，约占全国高炉喷吹煤消费量的 13%左右，全国高炉喷吹煤产量 24.4%，属于国内的喷吹煤龙头企业。根据立鼎产业研究网的消息，潞安贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术开发和应用科研项目历经十年的艰辛探索获得成功，于 2007 年获得了国家科技进步二等奖。潞安贫煤和贫瘦煤作为高炉喷吹煤使用，具有较大的优势，在于其拥有低挥发分、低灰分、煤灰熔融性高、热值高、特低硫、特低磷、反应性好、弱爆炸性及可磨性好等品质，非常适合于高炉喷吹。公司的创新技术改变了之前单独使用无烟煤作为高炉喷吹煤所产生的无烟煤资源量约束以及无烟煤价格较高的不利局面，使得高炉喷吹煤可用煤种以及使用成本都得到了较大的优化。潞安环能作为国内最大的喷吹煤生产企业之一，喷吹煤产量稳定提升，有望受益于喷煤比的提升。

图 13：公司喷吹煤产量和销量（万吨）



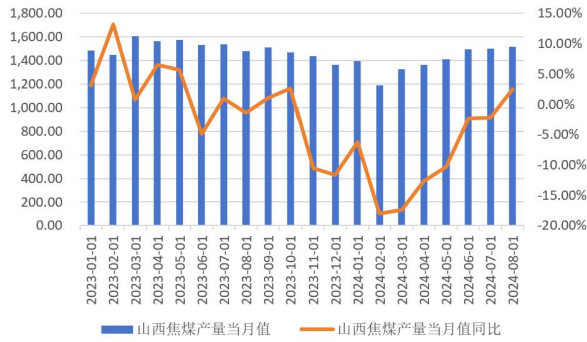
数据来源：iFind，东莞证券研究所

2.3 公司煤炭产量稳定提升，致力于可持续发展

2023 年公司煤炭产量首次突破六千万吨级，达到 6046.29 万吨，同比增长 6.15%，坐稳全国煤炭企业第二梯队，位居全国煤炭上市公司前列，企业核心功能有力彰显。今年因为山西限产原因，前三季度公司原煤产量 4247 万吨，同比减少 4.82%，而从公司所在的山西省来看，年初山西省应急管理厅、国家矿山安监局山西局、山西省能源局印发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，导致今年年初山西省煤炭企业减产较为严重，从数据上看，虽然四月后山西焦煤产量明显提升，但截止 8 月末，省内焦煤产量依然同比下降 8.39%，相较之下潞安环能的产量下滑并不严重。同时山西省人民政府办公厅 5 月印发《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，提出在确保安全生

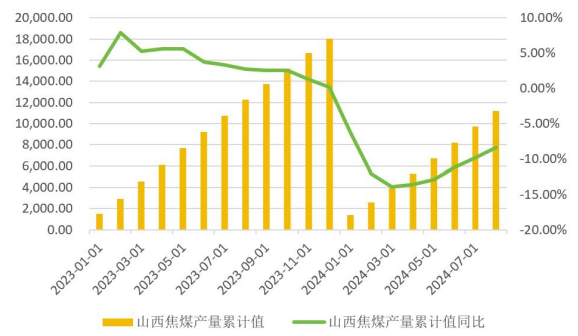
产的前提下，2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，而 2023 年山西省煤炭产量为 13.78 亿吨，如果 2024 年全年目标顺利完成，煤炭产量同比减少 5.67%，我们预计公司第四季度煤炭产量将明显提升，以达到省内全年目标。

图 14：山西焦煤产量当月值（万吨，%）



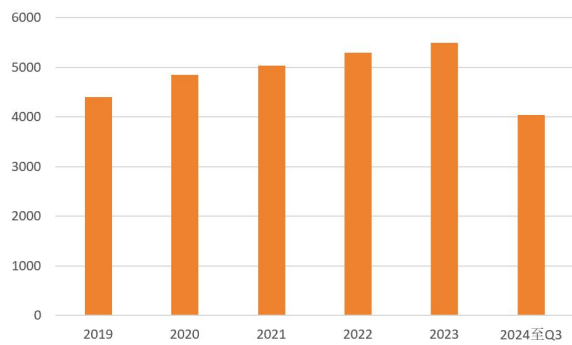
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 15：山西焦煤产量累计值及同比（万吨，%）



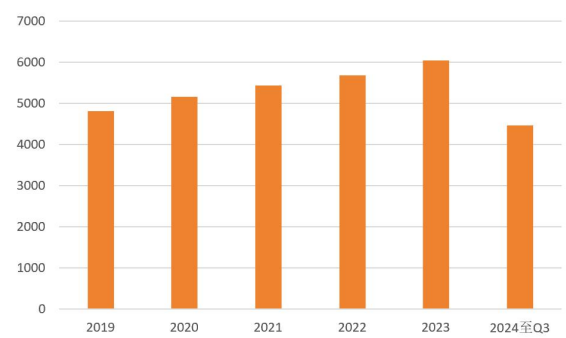
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 16：2019-2024 公司原煤销量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 17：2019-2024 公司原煤产量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

在建产能方面，公司拥有静安煤业、忻峪煤业、后堡煤业和宇鑫煤业等四座在建矿井合计产能 300 万吨/年，另有规划矿井一座元丰矿产 300 万吨/年，在建矿投产将给公司近期带来增量。

远期来看，公司加速煤炭储备。2024 年 8 月 21 日，根据公司公告，公司以 121.26 亿元竞得山西省襄垣县上马区块煤炭探矿权，该探矿权毗邻公司总部驻地和主力矿井区域，预计 2 年内要完成勘探，3-4 年内完成探转采登记、进入矿山基础建设阶段。截至 2023 年年底，公司煤炭资源量为 36.97 亿吨，此次竞拍探矿权的煤炭资源量为 81957.5 万吨，占公司现有资源量的 22.2%，较大程度上增厚了公司资源储备。9 月 12 日，公司公告宣布以 6.95 亿元拿下山西潞安矿业集团有限责任公司古城煤矿采矿权。该矿区位于古城煤矿北部，面积约 7 平方公里。10 月 11 日，潞安环能发布公告，公司决定增加竞买煤炭资源的授权额度，未来一年通过市场化竞买煤炭资源不超过公司最近一期经审计总资产 30% 增加至不超过公司最近一期经审计总资产 50%。授

权期限自 2024 年 2 月 8 日起一年。若以其 2023 年年末总资产 867.62 亿元计算，潞安环能原计划购买煤炭资源授权额度上限为 260.29 亿元，此次将上限提升至 433.81 亿元，预计将进一步增加公司煤炭资源储备量，延长可采年限，提升公司竞争优势，有利于公司未来可持续稳健发展。

3 焦煤价格反转，公司长协占比低盈利弹性高

3.1 宏观预期向好，煤价具备向上动能

钢铁行业是焦煤的主要应用领域，其需求量和品质要求直接影响炼焦煤市场的规模和结构。因此，下游钢材市场的需求变化会直接影响焦煤的生产和价格，与宏观经济密切挂钩。近期国家各部委密集发声，提出了包括“降准、降息、降低存量房贷利率”、创设“股票回购增持再贷款”、加强地产信贷支持等一系列宽货币、稳股市、托地产的举措。随着政策出台后产业链情绪从悲观慢慢反转与终端需求逐步提振，焦煤下游钢厂开工及盈利底部回升，带动原料采购需求释放，焦煤价格也蓄势待发。

从数据上看，全国 247 家钢铁企业日均铁水产量持续提升，截至 10 月 18 日，日均铁水产量已经攀升至 234.36 万吨/日，较 8 月 30 日的最低点提升了 6.10%；247 家钢铁企业高炉开工率为 81.68%，较 8 月末提升 5.27 个百分点；同时螺纹钢社会总库存已降至近年来的新低，低于过去四年同期水平，钢厂存在较大的补库需求以满足下游因宏观刺激而提升的钢材需求。从钢厂盈利率来看，截至 10 月 18 日，247 家钢铁企业盈利率已提升至 74.46%，较 8 月 30 日大幅提升了 70.56 个百分点，同时 10 月 15 日，焦炭第六轮提涨落地，不到一个月的时间里上调了 300-330 元/吨，预计后续仍然有提涨的计划，下游利润预计会继续向上游传导，同时，无论是炼焦煤或喷吹煤的库存都处于近年来的底部，随着钢厂利润变好，复产意愿逐步增强，带动焦煤补库需求明显改善，同时从炼焦煤 523 家样本矿山开工率可以看出，虽然煤炭的产量有所恢复，但是同比仍然处于近些年中的较低水平，叠加年初“三超”政策严格执行导致供应量大幅下滑，预计炼焦煤的供需紧平衡仍然存在，供给有限需求增长带动焦煤价格随之走强。

图 18: 全国 247 家钢铁企业日均铁水产量(万吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 19: 全国 247 家钢铁企业盈利率 (%)



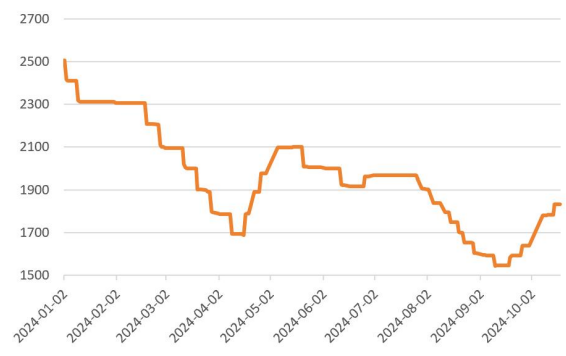
数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 20: Mysteel 炼焦煤价格指数



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 21: Mysteel 焦炭价格指数



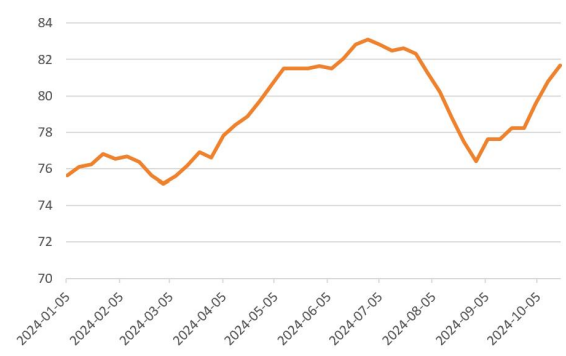
数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 22: 喷吹煤均价 (元/吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 23: 247 家钢铁企业高炉开工率 (%)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 24: 247 家钢厂炼焦煤库存 (万吨)



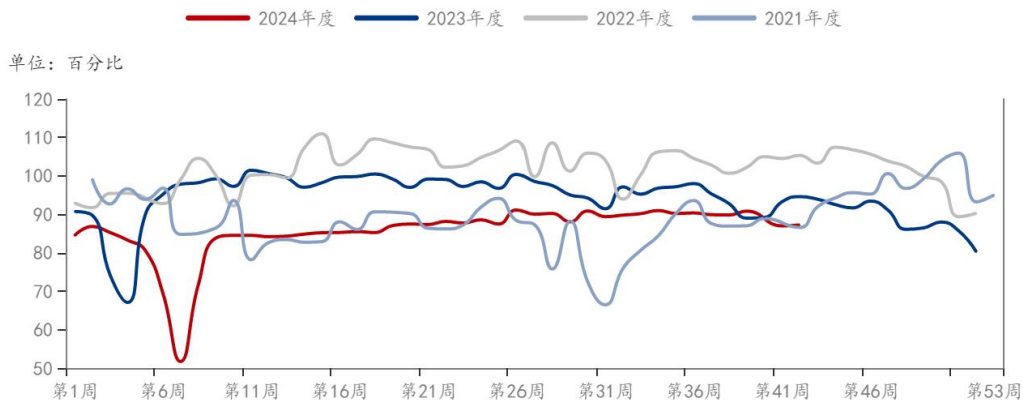
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 25: 全国 247 家钢厂喷吹煤库存 (万吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 26: 炼焦煤: 523 家样本矿山: 开工率 (周)



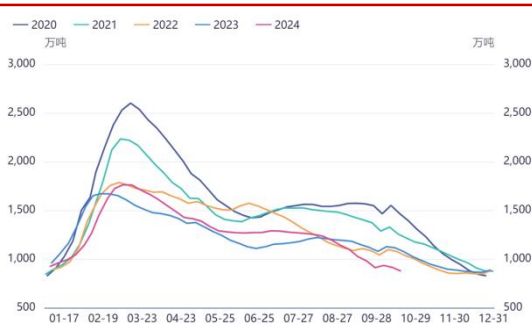
数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 27: 螺纹钢社会总库存 (万吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 28: 主要钢材品种社会总库存 (万吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

3.2 公司长协占比低, 盈利弹性强

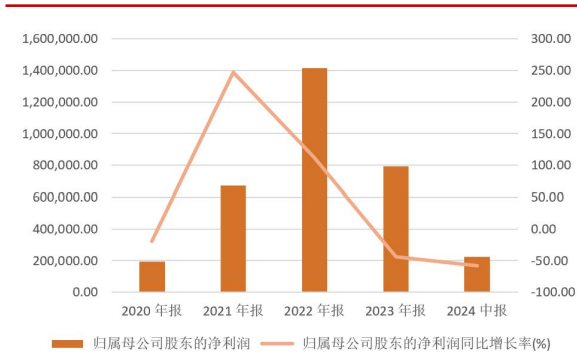
根据投资者问答平台, 潞安环能仅 20%混煤按照电煤保供的长协价格进行销售, 公司的喷吹煤中长协占比 40%, 整体测算下来公司长协量约为 1300 万吨, 其余商品煤根据市场价格随行就市, 整体长协比例较低导致定价较为灵活。同时, 煤炭板块贡献了公司绝大部分的营业收入和归母净利润, 公司具有较高的业绩弹性空间, 在 2021 年焦煤行业景气度高的时候, 公司归母净利润增速达 296.72%, 大幅抛离行业其他可比公司。

今年来看, 即便在 2024Q2, 在煤价出现较大幅度的下滑且受到山西限产的影响下, 公司虽然量价齐跌, 但依旧实现归母净利润 9.39 亿元, 显著高于 2021 年之前年份的单季度盈利水平。从吨煤售价来看, 2024H1 公司吨煤售价为 683 元/吨, 也显著高于 2021 年之前的水平。我们认为在目前国内焦煤行业供给偏紧的大背景下, 焦煤价格有一个较高的支撑位置并显著高于 2021 年以前的水平, 如果后期煤价上涨, 反弹高度有望高于 2021 年和 2022 年水平。

同时, 我们认为目前公司已经度过了本下行周期业绩最低点的时刻。在 2024 年 9 月 24 号宏观利好政策密集发布以后, 下游钢铁需求逐步提升, 钢厂利润快速回升, 下游利润逐步向上游传导, 炼焦煤价格逐步攀升。我们预计新一轮上涨周期逐步明朗, 因此 2024Q2-Q3 的煤价行情将为公司业绩做出相关压力测试, 后期随着宏观政策持续发力,

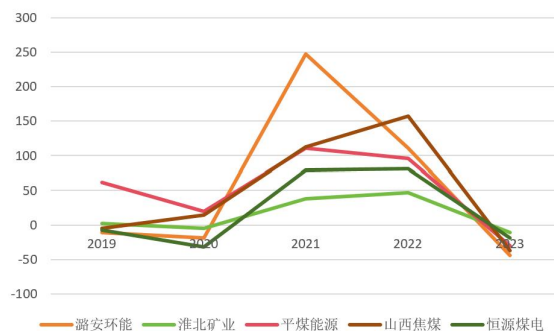
行业景气度有望好转，公司因长协占比低，煤炭业务占比高而展现的弹性优势将有望显现。

图 29：公司近五年归母净利润（万元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 30：焦煤板块具有代表性公司归母净利润增速比较（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 31：Mysteel 普钢价格指数：螺纹钢



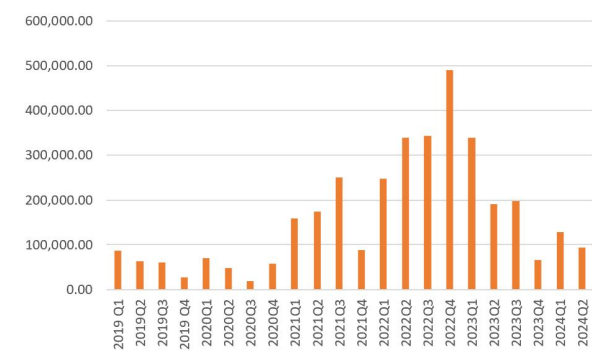
数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 32：炼焦煤价格指数



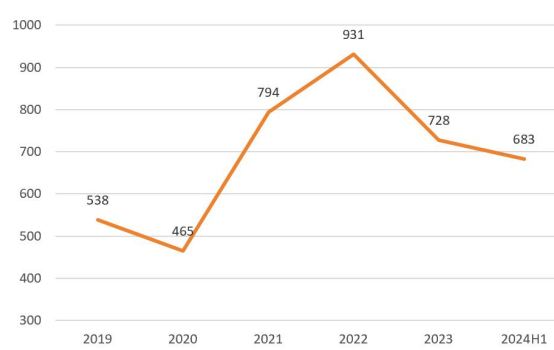
数据来源：Mysteel，东莞证券研究所

图 33：2019 年以来公司单季度归母净利润(万元)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 34：近五年公司吨煤售价（元/吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

4 政策助力更多资金青睐高股息公司，公司高分红有望受益

4.1 回购增持再贷款和互换便利，强化煤炭红利逻辑

9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示将创设股票回购增持再贷款，引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购增持上市公司股票，首期额度为3000亿元。10月18日，央行宣布正式推出股票回购增持再贷款，政策中商业银行的贷款利率为1.75%，期限为一年，可视情况展期。央行公告中表示，国有开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构将自主决策是否发放贷款，贷款利率原则上不超过2.25%。我们认为只要上市公司分红率高于2.25%，上市公司和主要股东使用贷款回购和增持股票都是存在套利空间的。

同时，2024年10月10日中国人民银行发布公告创设首期规模5000亿元的“证券、基金、保险公司互换便利”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，相关机构运用工具获取的资金只能用于投资股票市场。我们认为，此类资金或倾向于投资有稳定盈利预期的高股息板块从而获得稳定的中长期回报，而目前股息率约为5.5%的煤炭板块有望受益。随着煤炭供需紧平衡导致煤价的波动幅度收窄，煤炭板块盈利稳定性逐步提高，同时近几年政策一直推动国央企上市公司的市值管理、提高分红比例及加大分红频次等举措，以国央企为主的煤炭板块红利逻辑愈发凸显。

表 1：煤炭公司股息率（截至 10 月 17 日）

证券代码	证券名称	股息率 (%)	证券代码	证券名称	股息率 (%)	证券代码	证券名称	股息率 (%)
601699.SH	潞安环能	10.08	600985.SH	淮北矿业	5.95	002128.SZ	电投能源	3.62
601666.SH	平煤股份	9.73	603071.SH	物产环能	5.83	000552.SZ	甘肃能化	3.55
000937.SZ	冀中能源	9.60	601088.SH	中国神华	5.44	601898.SH	中煤能源	3.20
600188.SH	兖矿能源	9.53	601225.SH	陕西煤业	5.25	600575.SH	淮河能源	3.17
000983.SZ	山西焦煤	9.40	600395.SH	盘江股份	5.12	600508.SH	上海能源	3.14
600348.SH	华阳股份	9.28	600997.SH	开滦股份	5.01	600792.SH	云煤能源	1.93
600971.SH	恒源煤电	8.48	600546.SH	山煤国际	4.94	601918.SH	新集能源	1.85
600123.SH	兰花科创	8.27	601001.SH	晋控煤业	4.84	600740.SH	山西焦化	1.22
600925.SH	苏能股份	7.69	601101.SH	昊华能源	3.74	600157.SH	永泰能源	0.44

数据来源：iFind，东莞证券研究所

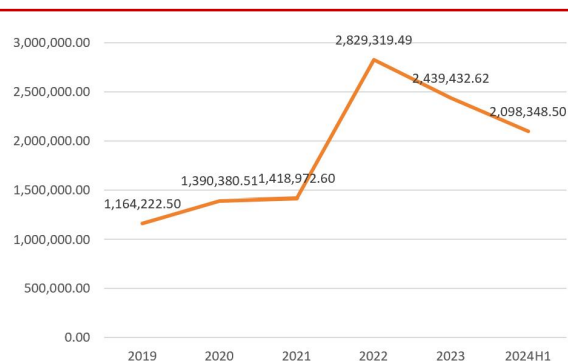
4.2 公司现金充裕，负债水平大幅降低

得益于公司煤价高弹性的特点，2022年煤价高企公司积累大量现金，即使最近两年行业景气度下降，公司账上现金及现金等价物依然维持高水平，并显著高于2021年水平。同时公司负债水平持续下降，从2019年开始公司资产负债率从68.38%下降到2024年上半年的40.79%。从2021年开始公司的股息率显著提升，并在2022年和2023年股利支付率达到60%，过往高分红的历史和充裕账上现金为公司未来高分红奠定了基础。2017年以来，公司跨越行业周期坚持分红，2023年每股派发现金红利1.59元（含税），

现金分红比例 60.00%，截至 10 月 17 日，公司股息率高达 10.08%，在申万一级煤炭行业 27 家派发股利的公司中排名第一，在目前低利率的环境下，公司股息配置价值凸显。

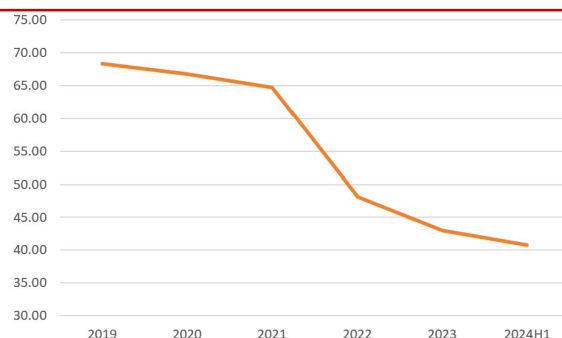
同时，高分红且多分红在煤炭板块已成趋势，公司有望跟随。2024 年 4 月新“国九条”明确鼓励上市企业提高分红金额和提高分红频率，2024 年中报发布完毕，煤炭板块作为国资重地，当前已经积极响应政策号召，7 家上市煤企公告中期分红方案，而对比之下，2023 年无煤企实施中期分红、过去 5 年合计仅 4 家次中期分红，凸显新“国九条”政策对央企分红政策的促进作用。潞安环能拥有国企背景，作为省内煤炭龙头，国内喷吹煤龙头，未来分红比例及频次均有望持续提升，高分红高股息投资价值更加凸显。

图 35：期末现金及现金等价物余额（万元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 36：资产负债率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

表 2：2024 有中期分红计划的公司及股息率（截至 2024 年 10 月 22 日）

证券代码	证券名称	股息率 (%)
000937.SZ	冀中能源	3.26
601898.SH	中煤能源	2.46
600508.SH	上海能源	1.53
600188.SH	兖矿能源	1.43
600758.SH	辽宁能源	0.63
601225.SH	陕西煤业	0.44
002128.SZ	电投能源	0.27

数据来源：iFind，东莞证券研究所

表 3：公司 2017 年后分红情况（股息率计算时股价取当年年末最后一个交易日的收盘价）

年度	现金分红 总额(万元)	归母净利润 (万元)	期末未分配 利润(万元)	股利支 付率	收益留 存率	ROIC	每股股 利(元)	股息率
2023	475,334.92	792,159.85	3,298,307.78	60.00%	40.00%	16.62%	1.59	7.25%
2022	852,551.62	1,417,477.49	3,358,699.55	60.15%	39.85%	28.40%	2.85	16.91%
2021	201,321.84	673,111.35	2,142,067.14	29.91%	70.09%	15.15%	0.67	5.95%
2020	58,033.34	194,556.11	1,526,989.12	29.83%	70.17%	6.12%	0.19	2.98%
2019	71,494.68	237,870.94	1,401,759.61	30.06%	69.94%	7.61%	0.24	3.29%
2018	80,169.77	234,616.64	1,268,696.96	34.17%	65.83%	5.98%	0.27	4.02%
2017	85,853.44	278,224.01	1,156,065.33	30.86%	69.14%	7.86%	0.29	2.52%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5 投资建议

公司具有国资背景 公司具有山西省国资背景，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。公司控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司，持有公司 61.43% 的股份，其位于山西省长治市，是省属五大煤炭企业集团之一，在煤炭领域深耕细作六十年，为潞安环能的业务发展提供有力帮助。

煤炭业务贡献主要盈利 公司主要业务为煤炭和焦炭产品的生产和销售。2024 年中报显示，煤炭产品占公司营业收入 94.99%，焦炭占比 4.01%。毛利方面，2024 年中报显示焦煤板块毛利占比 101.68%，为公司的绝对毛利来源。

煤炭行业唯一“专精特新” 2023 年 1 月 4 日，公司发布公告，继 2020 年以后，公司再次取得山西省科学技术厅、山西省财政厅、国家税务总局山西省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，有效期 3 年，是全国煤炭行业唯一国家级高新技术企业，享 15% 企业所得税税率优惠。

公司为国内喷吹煤龙头，有望受益于喷吹煤需求量提升 公司 2022 年喷吹煤产量约 2042.10 万吨，约占全国高炉喷吹煤消费量的 13% 左右，全国高炉喷吹煤产量 24.4%，属于国内的喷吹煤龙头企业。然而我国喷煤比仍然较低，具有较大的提升空间，公司有望受益于喷煤比的提升。

长协占比低，盈利弹性强 根据公司公告，潞安环能仅 20% 混煤按照电煤保供的长协价格进行销售，公司的喷吹煤中长协占比 40%，整体测算下来公司长协量约为 1300 万吨，其余商品煤根据市场价格随行就市，整体长协比例较低导致定价较为灵活。同时，焦煤板块贡献了公司绝大部分的营业收入和归母净利润，公司具有较高的业绩弹性空间，在 2021 年焦煤行业景气度高的时候，公司归母净利润增速达 296.72%，大幅抛离行业其他可比公司，在宏观预期向好，煤价具备向上动能的当前情况下，公司未来业绩增速值得期待。

政策助力更多资金青睐高股息公司，公司高分红有望受益 回购增持再贷款和互换便利政策，强化煤炭红利逻辑，此类资金或倾向于投资高股息板块从而获得稳定的中长期回报，而目前股息率为 5.5% 的煤炭板块有望受益。同时，2017 年以来，公司跨越行

业周期坚持分红，2023年现金分红比例60.00%，截至10月17日，公司股息率高达10.08%，在申万一级煤炭行业27家派发股利的公司中排名第一，在目前低利率的环境下，股息配置价值凸显。

公司作为喷吹煤龙头公司，现货占比高，业绩弹性强，有望受益于宏观经济恢复，同时公司连续两年维持60%分红比例，从财务状况看公司具备高现金，低负债的特点，高分红潜力依旧。盈利预测：预计2024-2025年公司归母净利润为68.39/86.39亿元，每股收益为2.29/2.89元，10月30日股价对应2024年PE是6.86倍，给予“买入”评级。

6 风险提示

- (1) 煤价大幅下跌风险。公司煤炭业务毛利占比超过100%，因此若下游需求不足导致煤价大幅下滑，将导致公司盈利受到较大影响；
- (2) 煤炭进口强于预期。在国内煤炭限产背景下，进口煤炭对国内供给提供有效的补充，若煤炭进口数量强于预期，将致使国内煤炭供给过于宽松造成价格下降；
- (3) 煤矿安全生产风险。今年国内煤矿安全监管愈加严格，产能不断因安全事故影响受限。若公司煤炭生产过程中出现事故风险而导致停产整顿，进而影响公司产销量不及预期。

表 4: 公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	43137.03	38004.78	44228.06	45014.55
营业总成本	31453.78	27630.01	31483.93	31171.83
营业成本	22554.92	19975.19	22789.99	22201.09
营业税金及附加	3580.89	3016.24	3510.15	3572.57
销售费用	154.51	128.00	151.91	155.82
管理费用	3609.60	2638.53	3135.42	3361.03
财务费用	(25.70)	640.96	447.42	354.22
研发费用	1579.57	1231.09	1449.05	1527.10
其他经营收益	27.50	53.12	56.64	39.13
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.09	17.72	23.90	20.81
其他收益	122.17	87.08	98.38	102.54
营业利润	11710.75	10427.89	12800.76	13881.85
加 营业外收入	66.36	59.90	58.89	61.72
减 营业外支出	115.61	813.35	508.45	479.13
利润总额	11661.50	9674.44	12351.21	13464.43
减 所得税	2386.34	2186.80	2655.40	2897.84
净利润	9275.16	7487.63	9695.81	10566.60
减 少数股东损益	1353.56	648.68	1056.52	1202.95
归母公司所有者的净利润	7921.60	6838.95	8639.29	9363.65
基本每股收益 (元)	2.65	2.29	2.89	3.13
PE	5.92	6.86	5.43	5.01

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系:

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 导致无法给出明确的投资评级; 股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明: 本评级体系的“市场指数”, A 股参照标的为沪深 300 指数; 新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告, 市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板(含退市整理期)等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告, 港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系: “保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报, “谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报, “稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报, “积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报, “激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 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, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22115843

网址: www.dgzq.com.cn