

潞安环能(601699.SH)

资金增厚债务收窄，价有弹性量增可期

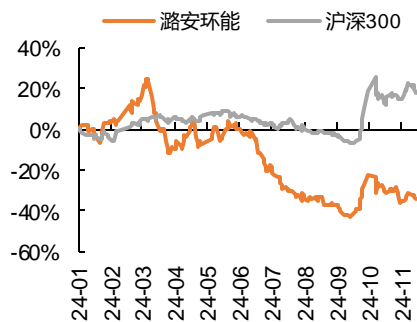
推荐（首次）

11 月 15 日：15.01 元

主要数据

行业	煤炭
公司网址	www.luanhn.com
大股东/持股	山西潞安矿业集团 / 61.44%
实际控制人	山西省国资委
总股本(百万股)	2991
流通 A 股(百万股)	2991
流通 B/H 股(百万股)	--
总市值(亿元)	449
流通 A 股市值(亿元)	449
每股净资产(元)	15.68
资产负债率(%)	47.15

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn



平安观点：

- 国内喷吹煤领先企业，产量规模稳步上行。公司是山西潞安化工集团旗下主要上市煤企，煤矿资源集中于山西省内，生产动力煤和喷吹煤为主，公司成立于2001年7月，2006年9月在上交所上市；2019年收购慈林山煤业100%股权，新增三座矿井、540万吨/年产能。2020年，山西省进行规模化煤企改革，形成“2+3”新格局，省国资委将母公司潞安矿业集团100%股权无偿划转至潞安化工集团，截至24H1，潞安化工持有公司61.44%股权。随着公司旗下多座矿井产能核增和规划新建，煤炭产销呈逐年增加趋势，2018-2023年公司原煤产量年复合增长7.82%，商品煤销量年复合增长7.63%，截至2023年底拥有矿井23座，在建5座、在产18座，先进产能达4820万吨，占总产能的98%，在山西省上市煤企中，公司煤炭规模排名靠前，2023年产销量排第二。同时，集团尚有一定注资潜力，潞安集团包括在建在内的10440万吨/年产能中，尚有19座矿井-5710万吨/年产能未注入上市公司，未资产证券化产能占集团总产能的54.7%，未来公司有望继续承接集团煤矿项目，进一步提升煤炭产能规模。
- 货币资金显著增厚，资产负债结构优化。2021年煤炭供需错配、市场煤价高涨，公司归母净利润和经营活动产生的净现金流大幅增加，货币资金显著增厚，2022年公司使用部分资金偿还了大额负债，有息负债规模同比减少了近150亿元，资产负债率和有息负债率大幅下降，偿债压力显著减小；截至2024年三季度末，公司货币资金是有息负债的14.75倍，有息负债规模仅余15.64亿元，有息负债率降至1.69%，利息费用率降至1.0%左右，当前现金流充裕，债务风险已降至较小水平。
- 积极响应国家倡导，现金分红率大幅上调。公司多年维持30%左右分红率，为积极响应国家鼓励上市企业合理提高分红率的倡导，同时随着煤价抬升、利润增厚，2022年分红率显著上调至60%左右，2023年现金分红占经营活动产生现金流净额的比例高达53.7%，据公司计划，2024年分红率或仍将稳定在60%。假设2024年公司归母净利润同比减少55.1%至35.54亿元（据本报告预测），现金分红率和2023年保持一致，截至2024年11月12日，公司股息率约为4.6%，高于十年期国债利率约2.5个百分点。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54297	43137	35852	37617	38664
YOY(%)	20.3	-20.6	-16.9	4.9	2.8
归母净利润(百万元)	14168	7922	3554	4021	4317
YOY(%)	111.2	-44.1	-55.1	13.1	7.4
毛利率(%)	55.9	47.7	40.3	40.6	40.8
净利率(%)	26.1	18.4	9.9	10.7	11.2
ROE(%)	29.1	16.5	6.9	7.3	7.3
EPS(摊薄/元)	4.74	2.65	1.19	1.34	1.44
P/E(倍)	3.2	5.7	12.6	11.2	10.4
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

- **市场煤价走势判断：需求预期改善，煤价稳中有升。动力煤：**今年动力煤整体走势稳中有降，上半年同比下降 14.4%，8-9 月我国火电发电量重回同比正增长，动力煤价企稳回涨，9 月中下旬以来，随着夏季耗电旺季结束，重点电厂煤炭日耗回落，后续需求等待供暖旺季的来临，但基本会在预期内，因此煤价仍将以稳为主，我们预期四季度秦皇岛港动力末煤(Q5500)均价在 890 元/吨左右。**喷吹煤：**今年以来受地产行业景气偏低、建材成交数据较差的影响，喷吹煤价格同比下降，但自 9 月下旬以来，传统建材旺季到来，叠加一揽子宏观经济刺激政策密集出台，粗钢高炉开工率回暖、铁水产量见底回升，喷吹煤价格企稳回升。我们认为本轮钢材价格的快速拉涨是多项利好政策驱动下的预期改善，实际下游刚需仍未明显改善，因此上涨缺乏实质性动力，但价格重心上移后钢厂盈利出现环比修复，终端钢厂需求改善对喷吹煤市场价提供一定支撑，我们认为后市喷吹煤价仍以持稳为主，重点关注地产政策实施效果和重点钢材表需实际回暖情况。
- **盈利预测及投资建议：**潞安环能作为国内规模上位列第二梯队的喷吹煤领先生产企业，盈利能力居前，产销量逐年稳步增加，相对低长协比例使得公司煤炭售价弹性较大，后市煤价企稳回升，公司业绩有望回暖；同时，自 2022 年公司偿还大额有息负债后，资产负债结构持续优化、货币资金显著增厚，且集团尚有一定注资潜力，公司充裕的现金流可为未来煤矿收购和产能扩张提供资金支持。预测 2024-2026 年公司营收分别为 358.52、376.17、386.64 亿元，归母净利润分别为 35.54、40.21、43.17 亿元，对应 2024 年 11 月 15 日收盘价 PE 分别 12.6、11.2、10.4 倍。公司煤炭储量和产量规模排名靠前，量价具有一定弹性；偿债压力小、现金流充裕，高分红兑现率较高；同时，集团注资尚具潜力，未来煤炭产能仍有提升空间，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、国内煤炭产量超预期增加的风险。若国内煤企在建矿井投产进度超预期，煤矿项目批复进程超预期，则可能造成煤炭产量大幅增加、供应过剩的风险。2、矿山安全事故发生的风险。矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，公司产量可能会受到较大影响。3、供暖季耗煤需求不及预期，地产政策实施效果未达预期的风险。若后市冬季供暖所需煤炭消耗量不及预期，煤炭库存持续高位，可能导致动力煤价缺乏支撑；若地产政策效果未达预期，钢材需求难回暖，可能导致喷吹煤价重新回落。4、煤企资本开支增加，股息率和分红比例下调风险。如果煤企大幅调增资本开支，加大基建项目开发力度，则一方面可能导致煤炭供应增幅超预期，另一方面用于股息分红的现金减少，可能造成煤企下调股息率和分红率。

正文目录

一、 公司概况：全国领先喷吹煤企业，资产质优，稳中有增	6
1.1 潞安集团主要上市煤企，煤矿资源优质	6
1.2 货币资金显著增厚，资产负债结构优化	8
1.3 业绩周期特征明显，盈利能力表现居前	10
二、 核心优势：煤炭量增价回暖，集团尚有注资潜力	14
2.1 聚焦优质煤矿井，先进产能高占比.....	14
2.2 煤炭规模排名靠前，量价弹性较高.....	16
2.3 集团注资潜力尚存，公司扩能可期.....	18
三、 煤炭市场价走势：需求预期改善，煤价稳中有升	20
3.1 动力煤价走势判断：火电需求重回正增，煤价企稳回升，等待迎峰度冬来临.....	20
3.2 喷吹煤价走势判断：政策刺激预期改善，刚需尚未显著回暖，价格持稳为主.....	21
四、 盈利预测及投资建议	22
五、 风险提示	23

图表目录

图表 1	公司发展历程和行业改制历史	6
图表 2	2020 年改制前后山西主要煤企格局	7
图表 3	公司股权结构（截至 2024 年三季度末）	7
图表 4	2022 年以来公司现金分红金额和现金分红率显著提升	7
图表 5	截至 2024 年 11 月 12 日公司预期股息率较十年期国债利率高约 2.5 个百分点	7
图表 6	公司资产负债率和有息负债率均持续下降	8
图表 7	公司货币资金显著增厚，可充分偿还有息负债	8
图表 8	自 2021 年以来公司归母净利润和经营活动产生的现金净流量显著增加	9
图表 9	2022-2023 年财务费用和利息费用显著收窄	9
图表 10	公司财务费用率和利息费用率下降至低位	9
图表 11	近年来公司资本性支出持续处于低位	10
图表 12	公司现金分红占经营活动现金净流量比例提高	10
图表 13	公司营业收入和同比增速	10
图表 14	公司各业务营收占比结构	10
图表 15	山西长治动力煤和喷吹煤价走势（元/吨）	11
图表 16	公司营业收入规模及同比增速走势	11
图表 17	山西长治动力煤和喷吹煤价走势（元/吨）	12
图表 18	公司营业收入规模及同比增速走势	12
图表 19	公司煤炭单吨售价、成本和利润（元/吨）	12
图表 20	山西省主要上市煤企销售毛利率对比	12
图表 21	公司期间费用率走势	13
图表 22	公司税金及附加费用增加	13
图表 23	山西省主要煤企销售净利率对比	13
图表 24	公司归母净利润和同比增速	13
图表 25	山西上市煤企煤炭季度产量（万吨）	14
图表 26	山西上市煤企煤炭季度销量（万吨）	14
图表 27	公司旗下省内主体矿区煤矿资源量和产能情况	14
图表 28	公司旗下在建煤矿产能情况	15
图表 29	公司历年原煤产量（万吨）	15
图表 30	公司各类商品煤销量（万吨）	15
图表 31	山西省主要上市煤企 2023 年煤炭产量	16
图表 32	山西省主要上市煤企 2023 年煤炭销量	16
图表 33	山西煤企煤炭季度产量（万吨）	16
图表 34	山西煤企煤炭季度销量（万吨）	16
图表 35	山西主要煤企煤炭季度销售均价（元/吨）	17
图表 36	山西主要煤企煤炭季度单位利润（元/吨）	17

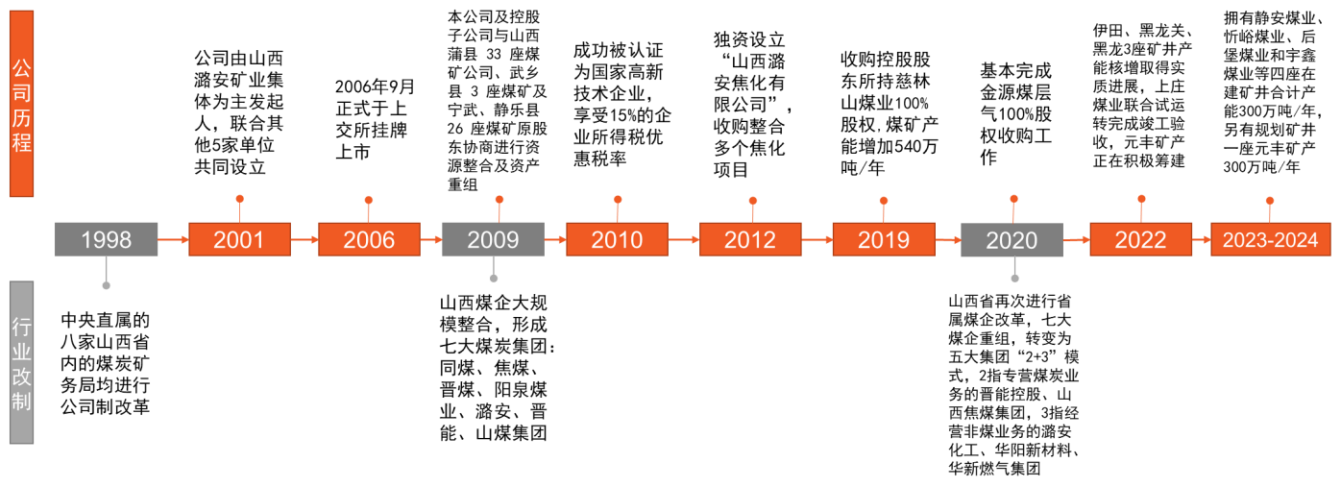
图表 37	山西主要煤企历年煤炭单位售价（元/吨）	17
图表 38	山西主要煤企历年煤炭单吨利润情况（元/吨）	17
图表 39	潞安矿业集团营收和毛利构成（亿元）	18
图表 40	潞安矿业集团和潞安环能煤炭产量情况	18
图表 41	潞安集团旗下控股煤矿资源情况（截至 2023 年底）	18
图表 42	山西省四大煤炭集团 2023 年产能和证券化率	20
图表 43	山西省四大煤炭集团 2023 年产销量情况	20
图表 44	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势（元/吨）	20
图表 45	我国火电发电量月度情况（亿万瓦时）	21
图表 46	中国重点电厂煤炭日耗量（万吨）	21
图表 47	中国:主要港口:喷吹煤(山西产)价格走势（元/吨）	21
图表 48	中国 247 家钢厂日均铁水产量(万吨)	22
图表 49	五大品种钢材产量（万吨）	22
图表 50	公司分业务营收和成本预测	22
图表 51	可比公司估值	23

一、公司概况：全国领先喷吹煤企业，资产质优，稳中有增

1.1 潞安集团主要上市煤企，煤矿资源优质

潞安环能是山西潞安化工集团旗下主要上市煤企，公司成立于 2001 年 7 月，2006 年 9 月在上交所上市；2007-2009 年与山西蒲县 33 座煤矿公司、武乡县 3 座煤矿及宁武省、静乐县 26 座煤矿原股东协商进行资源整合，进一步扩充煤矿产能；2010 年被认证为国家高新技术企业，成为全国煤炭行业唯一一家国家级高新技术企业，享受 15% 的企业所得税优惠税率；2012 年，公司进一步扩张焦化产能，独资设立“山西潞安焦化有限公司”，收购整合潞城亚晋焦化、潞城市潞安亚晋焦化和潞城市隆源焦化项目等，公司整体焦化产能迅速扩增至 400 万吨/年以上。2019 年，公司成功收购控股股东所持慈林山煤业 100% 股权，旗下新增李村、慈林山和夏店三座矿井、540 万吨/年产能、1 亿吨可采储量，140 万吨/年新型焦化项目也全面开工。2020 年，山西省进行规模化煤企改革，省国资委将母公司潞安矿业集团 100% 股权无偿划转至潞安化工集团。2022 年以来，公司旗下多座矿井产能核增和规划新建，整体产销规模继续呈现逐年增加趋势。

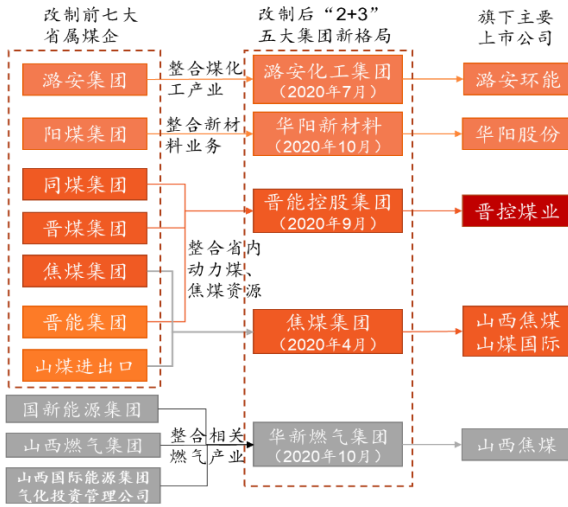
图表1 公司发展历程和行业改制历史



资料来源：公司公告，山西省人民政府网，平安证券研究所

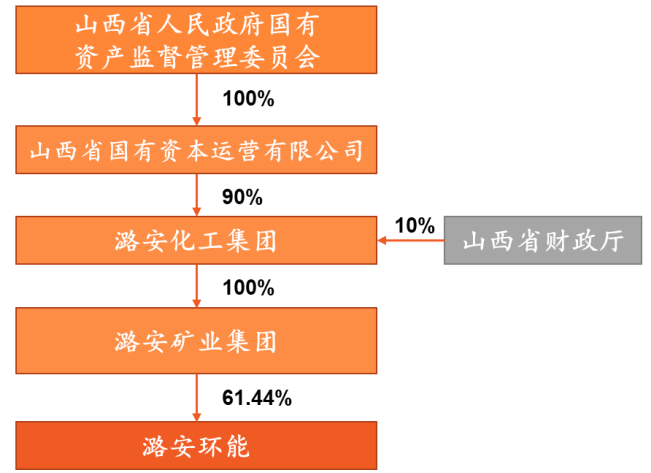
公司股权结构稳定且集中，截至 2024 年中期，控股股东潞安化工集团持有公司 61.44% 股权，潞安化工集团是由山西省国资委控股的煤化工领先企业，集团于 2020 年 7 月组建、2020 年 11 月正式挂牌成立，是由潞安矿业集团为主体，整合重组阳煤集团、晋煤集团、国控集团等山西省属企业优质化工类资产和配套煤矿而设立的大型煤化工集团。山西省煤企在经历了 2020 年的规模化整合改制后，最终形成了“2+3”的新格局，2 指代晋能控股和焦煤集团两大专营煤炭业务的企业，3 指代另外三家主营煤化工业务的集团“潞安化工”、“华阳新材料”和“华新燃气”。

图表2 2020年改制前后山西主要煤企格局



资料来源：山西省人民政府网，各集团官网，平安证券研究所

图表3 公司股权结构 (截至2024年三季度末)

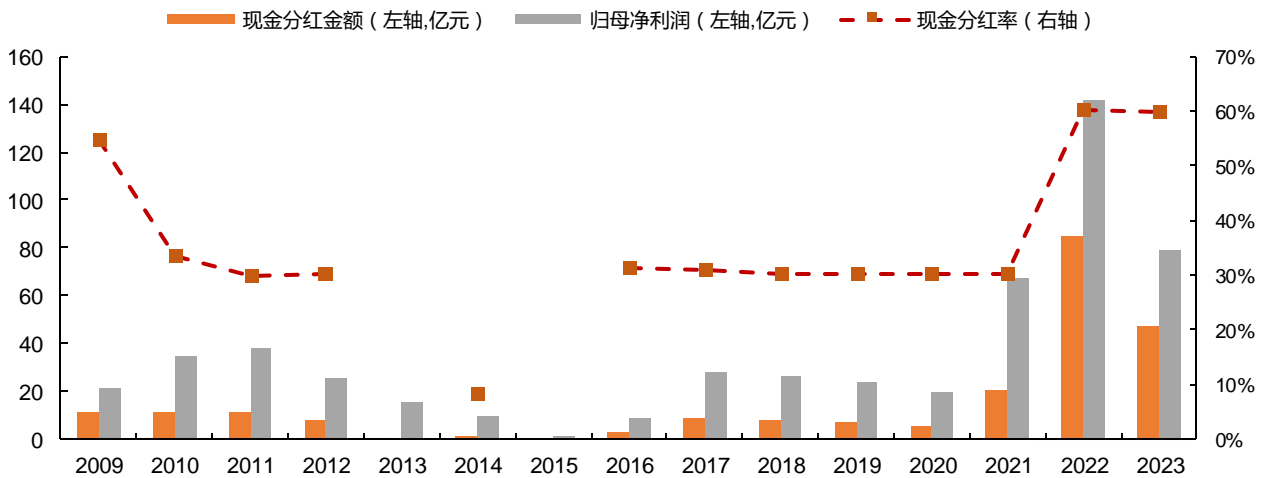


资料来源：公司公告，平安证券研究所

煤价整体中枢抬升，公司盈利规模显著增厚。自2021年以来，煤矿开采许可批准难度加大、矿山安全监管持续趋严，优质煤矿稀缺性逐步凸显，同时煤炭经历了2021年3-9月电少煤的阶段，煤价季节性走高，煤价剧烈波动对煤电企业业绩造成较大影响，2022年5月国家新长协机制落地实施，执行“基准价+浮动价”的定价机制，基准价从2017年规定的535元/吨调整为675元/吨，发电供热用煤首次要求100%按长协执行，煤价整体中枢抬升，公司归母净利润规模显著增厚。

公司多年维持30%左右分红率，随着煤价抬升、利润增厚，分红率显著上调至60%左右。为积极响应国家鼓励上市公司合理提高分红率、强化投资者回报的倡导，2016年-2021年公司维持现金分红率在30%左右，2022年开始显著抬高分红率至60%左右，根据公司计划，2024年分红比例或仍将稳定在60%左右，具体需根据财务状况和资金需求决定。假设2024年公司归母净利润同比减少55.1%至35.54亿元（据本报告预测），现金分红率和2023年保持一致，截至2024年11月12日，公司股息率约为4.6%，高于十年期国债利率2.5个百分点左右，在当前低利率环境下，高分红企业仍具投资价值。

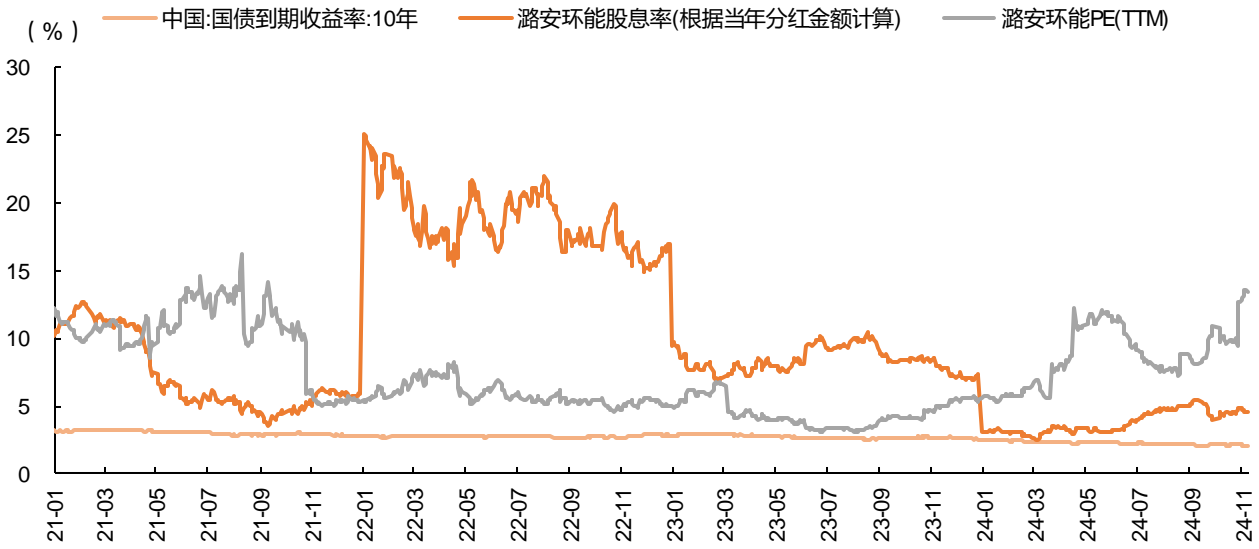
图表4 2022年以来公司现金分红金额和现金分红率显著提升



资料来源：wind，平安证券研究所

图表5 截至2024年11月12日公司预期股息率较十年期国债利率高约2.5个百分点

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

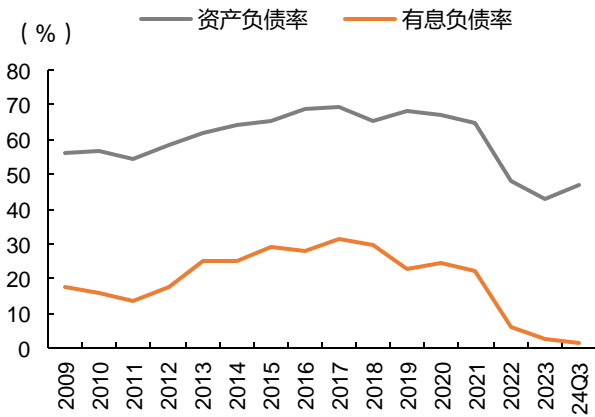


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 货币资金显著增厚，资产负债结构优化

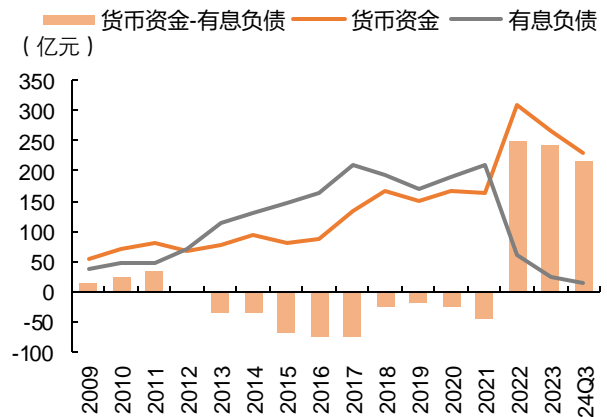
2021年煤炭供需错配、市场煤价高涨，公司归母净利润和经营活动产生的净现金流大幅增加，货币资金显著增厚，2022年公司使用部分资金偿还了大额负债，有息负债规模同比减少了近 150 亿元，资产负债率和有息负债率大幅下降，资产负债结构明显优化，偿债压力显著减小；截至 2024 年三季度末，公司有息负债规模仅余 15.64 亿元，资产负债率和有息负债率分别为 47.15%和 1.69%，货币资金是有息负债的 14.75 倍，当前现金流充裕，债务风险已降至较小水平。

图表6 公司资产负债率和有息负债率均持续下降



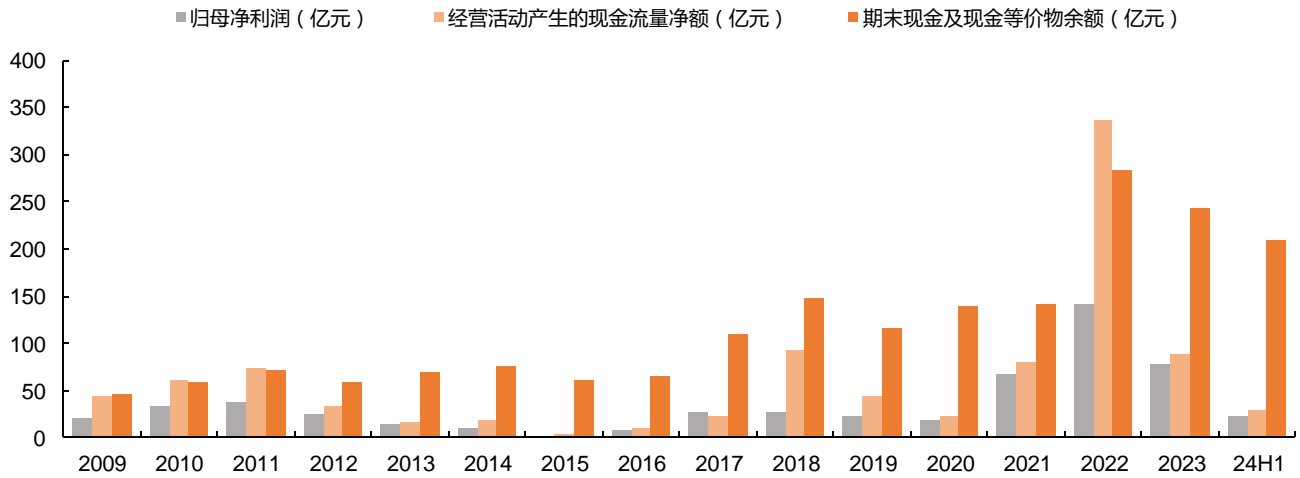
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 公司货币资金显著增厚，可充分偿还有息负债



资料来源: wind, 平安证券研究所

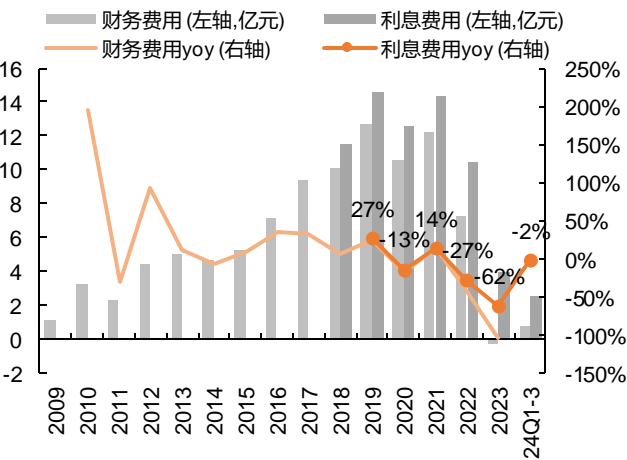
图表8 自 2021 年以来公司归母净利润和经营活动产生的现金净流量显著增加



资料来源: wind, 平安证券研究所

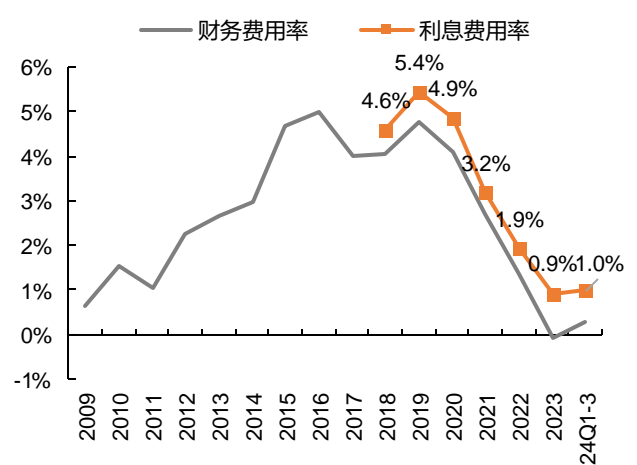
有息负债规模稳中有降, 财务和利息费用率持续下行。随着公司现金流充实、资产增厚、大额债务偿还, 资产负债结构优化, 2020 年以来公司财务费用率和利息费用率自高点持续回落, 2022-2023 年相关费用规模同比显著收窄, 截至 2023 年底, 公司利息费用率降至 0.9%, 2024 年三季度末小幅提高至 1.0% 左右, 相较于自身历史水平处于低位。

图表9 2022-2023 年财务费用和利息费用显著收窄



资料来源: wind, 平安证券研究所

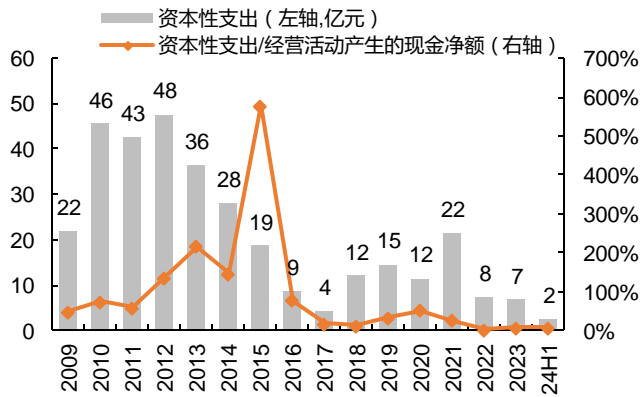
图表10 公司财务费用率和利息费用率下降至低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

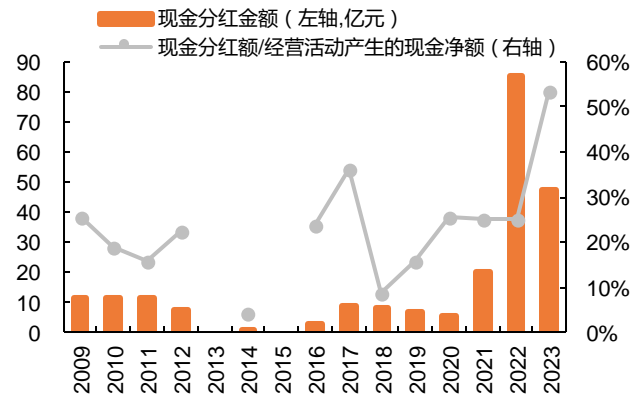
近年来公司资本性支出规模持续处于较低水平, 截至 2024 年中期, 资本性支出在经营活动产生的现金流量净额中的占比仅在 8.7% 左右; 而用于现金分红支出的金额抬升明显, 2023 年占经营活动产生的现金流量净额的比例高达 53.7%。根据公司计划, 未来资本开支主要集中在资源购买和矿产自动化智能化改造方面, 购矿资金将分期支付, 并会借助金融机构的贷款, 在不大幅提高资本开支的情况下, 目前公司健康的债务结构和充裕的现金流有望在小幅扩大资本开支规模的同时支撑高分红比例的维持。

图表11 近年来公司资本性支出持续处于低位



资料来源: wind, 平安证券研究所, 注: 2015 年

图表12 公司现金分红占经营活动现金净流量比例提高



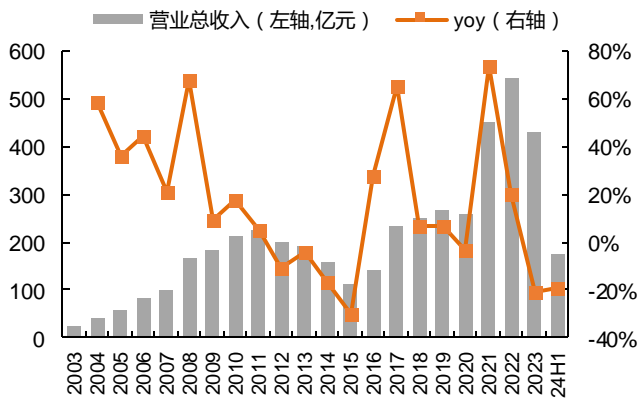
资料来源: wind, 平安证券研究所

1.3 业绩周期特征明显，盈利能力表现居前

公司经营业务以动力煤和喷吹煤开采销售为主，附有部分焦炭产品，24H1 煤炭业务营收占比高达 95%，因焦炭产品利润较薄，部分年份受终端需求疲软、下游钢材价格下降影响而亏损，导致 2023 年和 24H1 公司煤炭业务利润占比均超 100%。

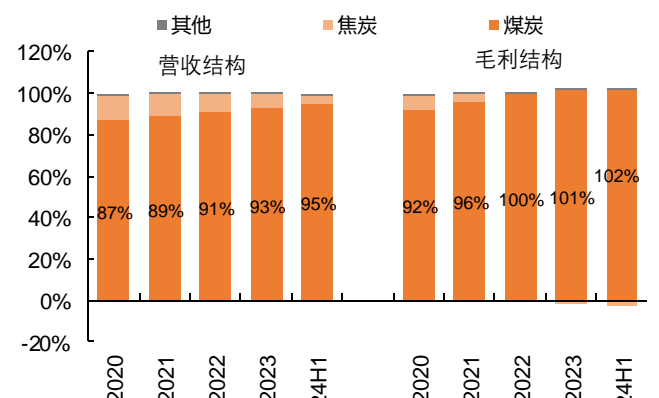
公司整体营收跟随煤炭产业呈现周期性波动，与国内宏观经济具有高关联性，整体分为五段时期：2003-2011 年煤炭黄金十年的高速发展期、2012-2015 年行业寒冬下的回调期，2016-2020 年供给侧结构性改革下的过剩产能出清期（2020 年受疫情影响营收小幅下降），2021-2022 年供需错配矛盾激化下的价格异常高涨期，2023 年至今供需回归平衡、煤价回落期。

图表13 公司营业收入和同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 公司各业务营收占比结构



资料来源: wind, 平安证券研究所

2002-2011 年是煤炭的黄金十年，加入 WTO 后我国经济高速发展，GDP 年均增速超 10%，全社会电力需求上行带动煤炭用量增长。**2003-2011 年期间公司营收年复合增速达 30.61%**。

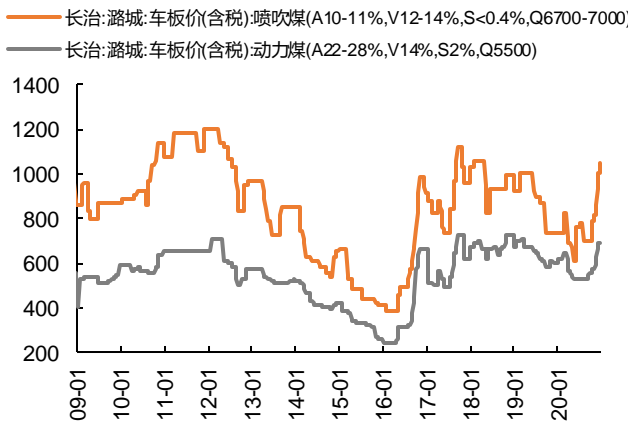
2012-2015 年行业进入寒冬期，四万亿刺激作用退潮，国内经济增速放缓，前期因“四万亿”注入市场后煤企大幅增加资本开支、扩建的新增产能陆续落地，导致该阶段煤炭产能过剩，叠加低价进口煤冲击，煤价持续走低。**2011-2015 年期间公司营收年复合变化率为下降 16.02%**。

2016-2019 年供给侧结构性改革，过剩产能逐步出清，煤炭重构供需平衡，2016 年 2 月国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求从 2016 年开始，用 3-5 年时间退出产能 5 亿吨、减量重组 5 亿吨，同时所有煤矿执行 276 个工作日生产（2017 年制度退出），此后煤炭进入边去高能耗产能边保供的阶段；此外，2017 年国家发改委推动建立

了中长期合同与“基础价+浮动价”相结合的煤炭定价机制，要求国有大矿对下游发电供热用煤企业执行长协价，从而加固煤价稳定性。**2015-2019 年公司营收年复合增长率达 24.49%。**

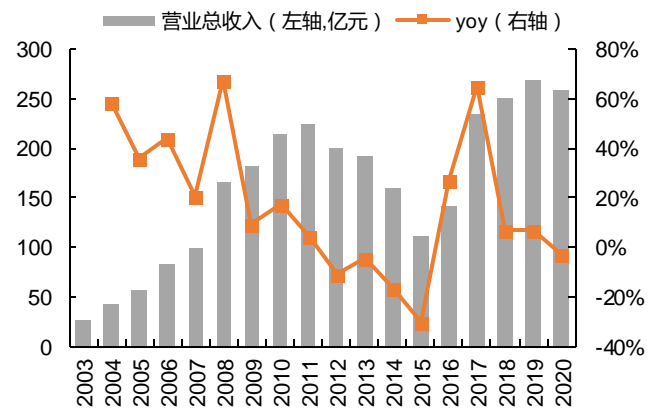
2020 年全球疫情爆发带来较为严重的经济压力，我国通过新增大规模专项债等积极政策推动宏观经济复苏，同时，自 2016 年以来的供给侧结构性改革和能耗双控出清了大量高能耗产能，煤炭进入供需紧平衡状态；此外，2020 年山西省煤企进行规模化的整合改革，煤炭产业集中度进一步提高。**2019-2020 年公司业绩持稳为主，2020 年营收同比小幅下降 3.06%。**

图表15 山西长治动力煤和喷吹煤价走势（元/吨）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表16 公司营业收入规模及同比增速走势

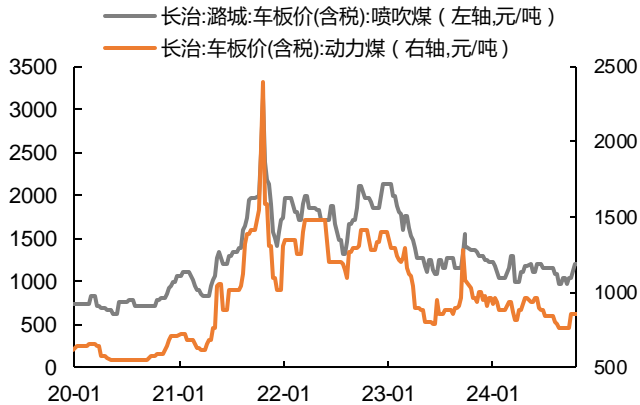


资料来源：wind，平安证券研究所

2021 年，内蒙受煤管票和安全生产检查影响产量降幅较大，煤炭经历了 3-9 月电力需求高增后供不应求的煤荒和 10 月增产保供兑现后的重回宽松，全年煤炭市场均价同比仍有较大涨幅，带动公司当年营收同比高增 **73.33%**。**2022 年**，俄乌冲突导致全球能源危机，能源价格联动间接支撑煤价高位，加上夏季用电旺季逢多地旱情严重影响水电供给，火电需求高增带动煤价呈季节性走高行情；同时，2022 年 5 月起，新长协机制落地实施，仍采用“基准价+浮动价”定价机制，长协基准价从 535 元/吨调整为 675 元/吨，发电供热用煤首次要求 100%按长协执行，长协机制下公司煤价调整较市场价存在一定滞后，煤价中枢的整体抬升和公司煤炭产销规模的增加带动公司 2022 年营业收入仍同比增长 **19.80%**。

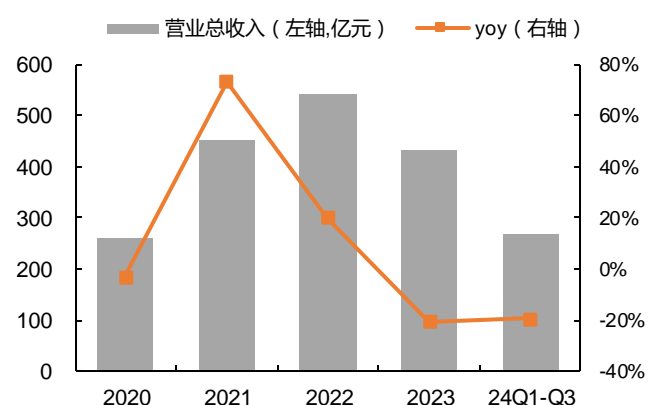
2023 年中澳关系缓和、两国煤炭贸易重启，澳煤进口量明显恢复，同时在零关税政策和低价优势下，蒙煤进口量大增，叠加宏观经济修复不及预期，用煤旺季需求落空导致煤价中枢有所下移。**2023 年**公司营收同比下降 **20.6%**。**2024 年**以来，动力煤下游火电和喷吹煤下游钢材需求表现不及预期，整体供需相对宽松，价格中枢有所下移。今年以来我国宏观经济和地产需求仍显疲软导致钢厂利润浮亏、开工下滑，从而影响炼焦煤和喷吹煤需求；动煤方面，夏季用电耗煤旺季受水电贡献高增影响而不及预期。但自 8 月以来持续高温带来的煤炭高日耗使得动力煤价企稳回升，频出的地产利好政策带动钢材价格触底回暖、开工回调，从而带动喷吹煤价小幅上涨。此外，山西省煤企因查三超限产和环保严监管导致本省煤企产销同比均有不同程度的下滑，**2024 年**前三季度公司产销量分别同比下降 **4.8%**和 **5.8%**，营收同比下降 **19.3%**。

图表17 山西长治动力煤和喷吹煤价走势（元/吨）



资料来源：wind，平安证券研究所

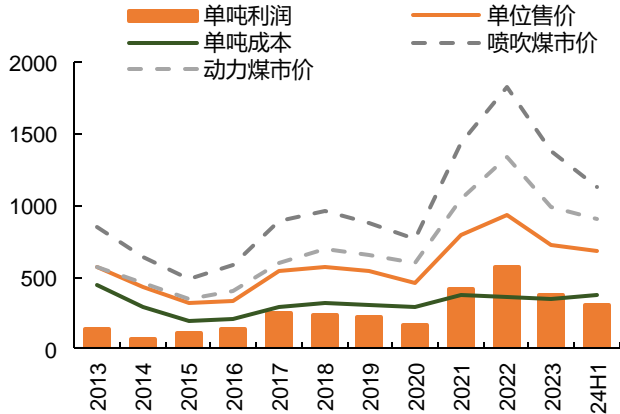
图表18 公司营业收入规模及同比增速走势



资料来源：wind，平安证券研究所

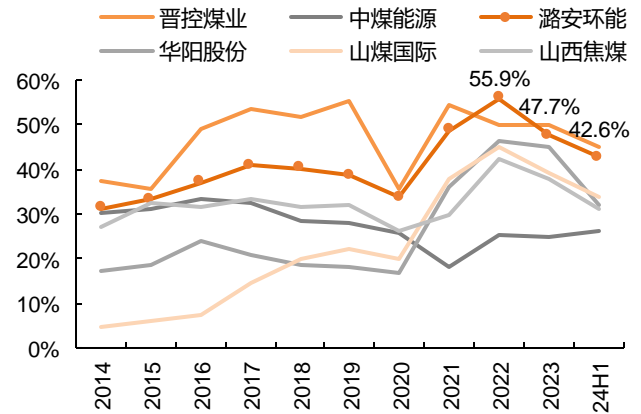
公司作为全国领先的冶金喷吹煤生产企业，产品具备“特低硫、低磷、低中灰、高发热量”等环保优质特性，销售毛利率在山西省主要上市煤企中处于领先水平，2024年上半年公司煤炭产品销售毛利率为42.6%，高于山西省代表性上市煤企均值33.3%。且因公司签署一定长协比例，售价波动幅度较市场价小，但整体长协比例相对其他上市煤企较低，煤炭单吨利润和整体业绩弹性相对较大，2024年上半年受煤价下跌和生产成本上升影响，公司煤炭单吨售价和毛利同比有所下滑。

图表19 公司煤炭单吨售价、成本和利润（元/吨）



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

图表20 山西省主要上市煤企销售毛利率对比

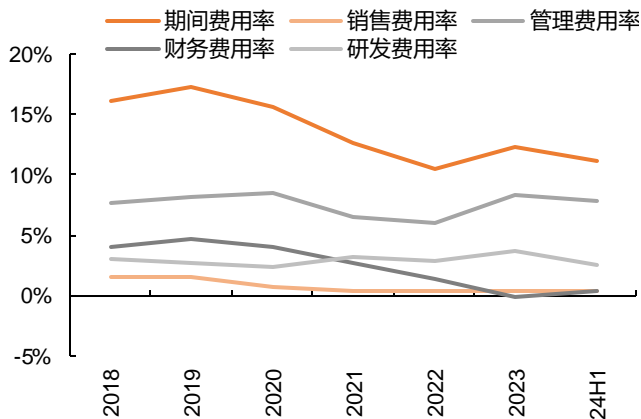


资料来源：wind，平安证券研究所

财务费用率持续下降，期间费用率稳中有降。2021-2022年公司整体收入规模扩大，财务费用率随着有息债务规模的收窄而持续下降至低位，使得整体期间费用率下降明显；2023年因员工薪酬同比增加导致管理费用率有所增加，整体期间费用率小幅提高，截至2024年上半年，公司期间费用率维持在11%左右的相对合理水平。

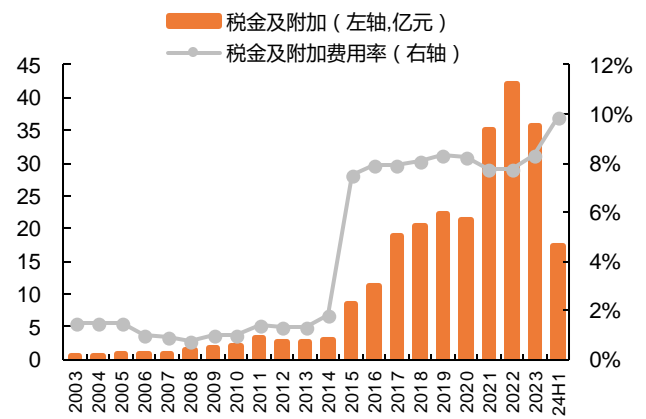
税金方面，2024年4月1日起山西资源税税率上调（原煤税率由8%调整为10%，选矿洗煤税率由6.5%调整为9%；上一轮煤炭资源税调整在2015年，全国实施煤炭资源税从价计征改革，山西省煤炭资源税按8%税率执行，公司税金及附加费用率从2014年的1.84%提高至2015年的7.53%），2024年4月起执行的本轮税率上调导致公司税金及附加费用率从2023年的8.30%上调至2024年上半年的9.85%，对公司归母净利润造成一定影响。

图表21 公司期间费用率走势



资料来源: wind, 平安证券研究所

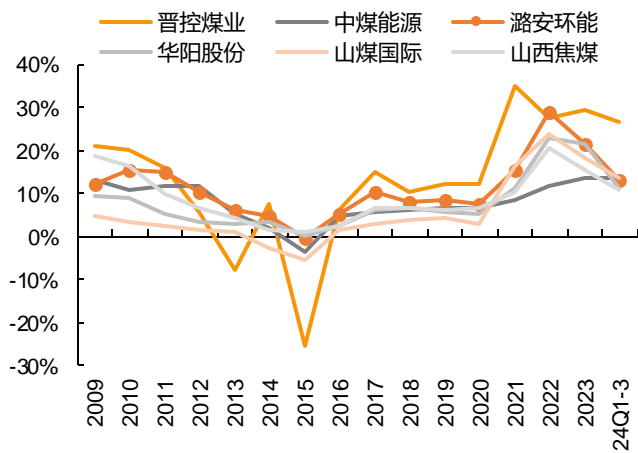
图表22 公司税金及附加费用增加



资料来源: wind, 平安证券研究所

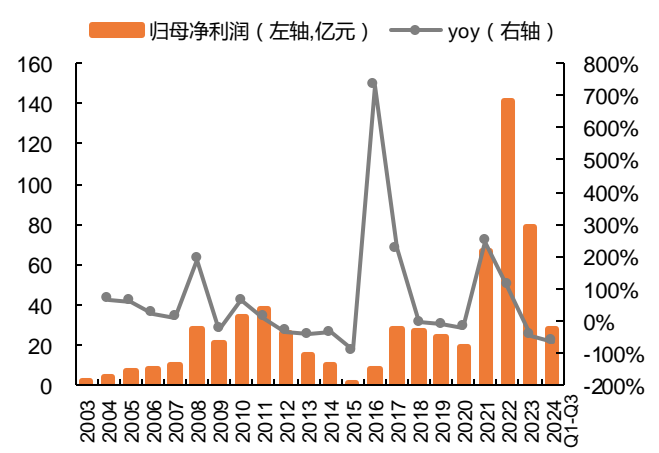
通过合理的成本管控和降费增效,近年来公司销售净利率在山西省煤企中处于中等偏上的水平,2024 年前三季度公司销售净利率为 12.9%,实现归母净利润 27.98 亿元,同比减少 61.5%,公司前三季度业绩下滑主要是受到下游火电旺季需求不及预期、钢材消费表现疲软导致的动力煤和喷吹煤市场价下行影响,同时山西省查三超导致山西煤企上半年煤炭产销整体下降,但是自 6 月以来上半年减停产的煤矿已逐步恢复正常生产,四季度供暖旺季即将到来,公司业绩有望回暖。

图表23 山西省主要煤企销售净利率对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

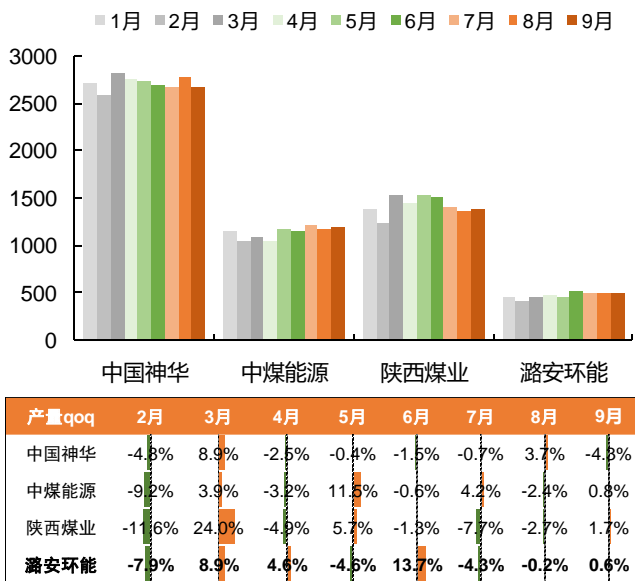
图表24 公司归母净利润和同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

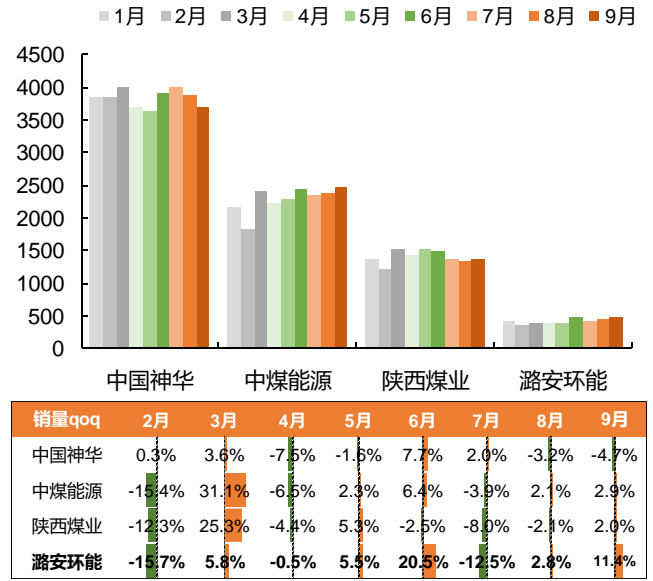
虽然公司上半年产销量受山西省查三超和安全严监管影响而降幅较大,但自 6 月初以来,公司减停产的煤矿项目逐步复产复销,6 月产销量分别环比增加 13.7%和 20.5%,同比增加 6.0%和 6.8%,有了较为明显的改善;7-8 月因水电贡献高增对煤电需求的挤占,导致煤炭整体销售表现一般,整体旺季需求不及预期;煤企煤炭产销整体持稳为主;9 月持续高温作用下电力需求增加、煤炭日耗处于高位的时间较往年有所延长,潞安环能煤炭销量环比增加 11.4%。

图表25 山西上市煤企煤炭季度产量（万吨）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表26 山西上市煤企煤炭季度销量（万吨）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

二、核心优势：煤炭量增价回暖，集团尚有注资潜力

2.1 聚焦优质煤矿井，先进产能高占比

公司煤矿资源集中于山西省内，煤种以贫煤、贫瘦煤、气煤、1/3焦煤为主，拥有矿井23座，其中在建矿井5座、生产矿井18座，除上庄煤业外，其余均为特级安全高效矿井，煤炭先进产能达4820万吨，占公司总产能的98%左右，先进产能规模和占比均处行业领先地位。公司总产能中，属于省内主体矿区的煤矿核定产能约3860万吨，其余为省内整合矿。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。

2024年8月22日，公司公告以121.26亿元竞得山西省襄垣县上马区块煤炭探矿权，新增煤炭资源量81957.5万吨，预计将于2年内完成勘探，3-4年内完成转采登记并进入矿山基础建设阶段，有望为公司远期产能带来增量。

图表27 公司旗下省内主体矿区煤矿资源量和产能情况

主要矿区	主要煤种	所处地区	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨/年)	持股比例	权益产能 (万吨/年)	经营状态
王庄	贫煤	山西长治	48518	24282	22.9	710	100%	710	在产
五阳	贫瘦煤	山西长治	25618	13391	26.2	360	100%	360	在产
漳村	贫煤	山西长治	14259	1386	17.4	400	100%	400	在产
常村	贫煤	山西长治	58957	19977	33.7	800	100%	800	在产
余吾	贫煤	山西长治	98236	14865	29.6	750	100%	750	在产
潞宁煤业-潞宁	气煤、焦煤	山西忻州	97494	14175	31.6	180	58%	104.04	在产
潞宁煤业-孟家窑	气煤、焦煤	山西大同			--	120	58%	69.36	技改
慈林山煤业-慈林山	贫煤、无烟煤	山西长治	26661	14217	61.1	60	100%	60	在产

慈林山煤业-夏店	贫煤	山西长治			2.3	180	100%	180	在产
慈林山煤业-李村	贫煤	山西长治			21.4	300	100%	300	在产
合计	--	--	369743	102292	--	3860	--	3733	

资料来源：公司公告，潞安化工集团2022年债券评级报告，平安证券研究所

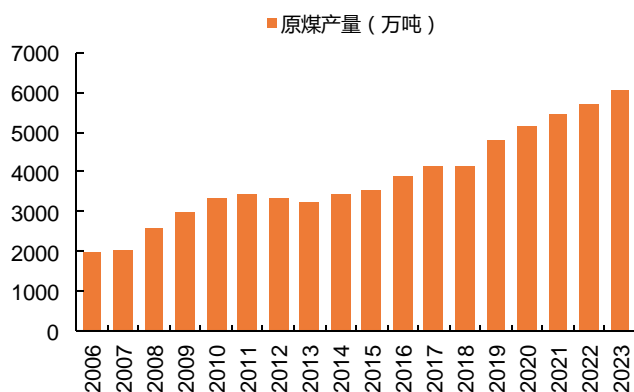
图表28 公司旗下在建煤矿产能情况

	核定产能 万吨/年	持 股 持 股	权益产能 万吨/年	矿井 状态	对应在建 工程项目	预算数 (亿元)	期初余额 (亿元)	本期增加额 (万元)	期末余额 (亿元)	工程 进度
忻峪	60	51%	30.6	在建	忻峪60万吨 矿井技改工程	60511.1	31627.6	37.4	31665.0	52.59%
静安	90	51%	45.9	在建	静安90万吨 矿井技改工程	78220.8	10893.6	--	10893.6	17.10%
后堡	60	60%	36.0	在建	--	--	--	--	--	--
宇鑫	90	70%	63.0	在建	--	--	--	--	--	--
元丰	300	51%	153.0	在建	元丰吕梁临县 姚家山矿探矿	270131.4	12740.8	124.7	12865.4	12.20%
合计	600	--	328.5	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司公告，平安证券研究所

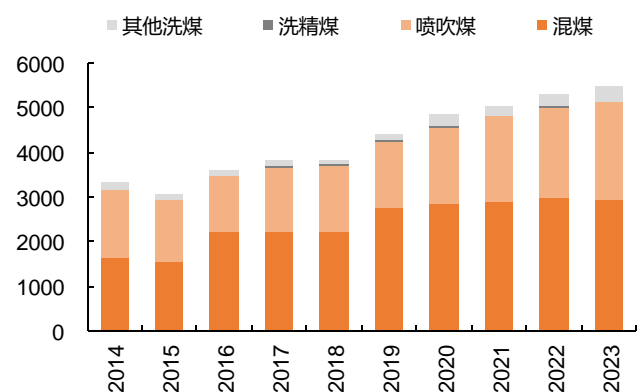
公司通过收购整合省内煤矿资源，产能规模逐步增厚，坐稳全国煤炭企业第二梯队，位居全国煤炭上市公司前列。2007-2009年公司与山西蒲县33座煤矿公司、武乡县3座煤矿及宁武省、静乐县26座煤矿原股东协商进行资源整合，逐步扩充煤矿产能；2015-2018年供给侧结构性改革期间，公司暂时退出部分整合矿井过剩产能；2019年，公司成功收购控股股东所持慈林山煤业100%股权，新增李村、慈林山和夏店三座矿井，共540万吨/年产能。2022年以来，公司旗下多座矿井产能核增和规划新建，整体产销规模继续呈现逐年增加趋势。2018-2023年公司原煤产量年复合增长率达7.82%，商品煤销量年复合增长7.63%。

图表29 公司历年原煤产量（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 公司各类商品煤销量（万吨）

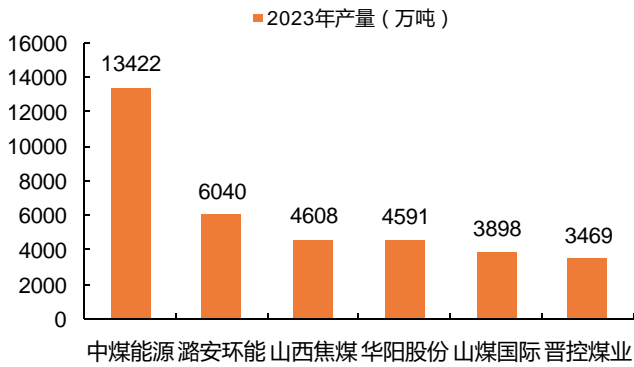


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 煤炭规模排名靠前，量价弹性较高

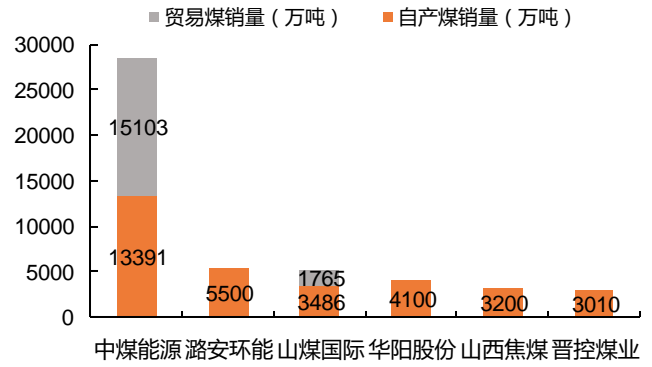
在山西省主要上市煤企中，公司煤炭规模排名靠前，2023 年煤炭产销量排第二，外销煤炭均是自产煤。今年受山西省全面开展煤矿“三超”专项整治行动的影响，山西煤企季度产销量同环比有所下降，但自 6 月以来已恢复正常生产，下半年随着山西省煤矿生产的全面恢复，受“查三超”影响企业的产量有望回升至正常水平。

图表31 山西省主要上市煤企 2023 年煤炭产量



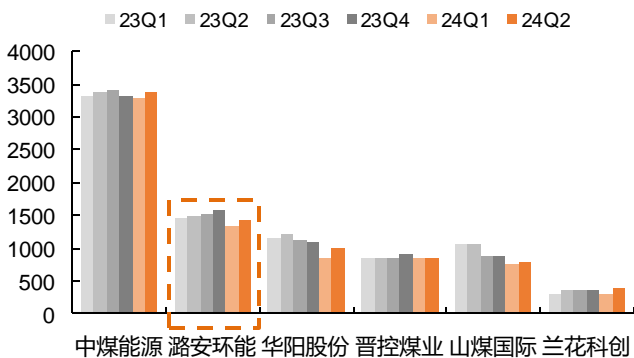
资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表32 山西省主要上市煤企 2023 年煤炭销量



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

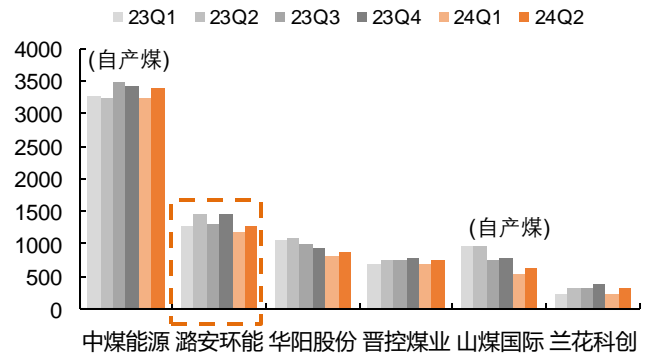
图表33 山西煤企煤炭季度产量 (万吨)



产量	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中煤能源	-1.7%	-0.1%	3.2%	-0.9%
潞安环能	-9.9%	-2.8%	9.0%	-6.8%
华阳股份	-26.5%	-16.7%	19.5%	-21.5%
晋控煤业	-0.9%	0.0%	0.3%	-0.5%
山煤国际	-29.3%	-25.5%	4.7%	-27.4%
兰花科创	7.0%	11.3%	26.4%	9.3%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：柱状图中中煤能源和山煤国际产量仅指自产煤

图表34 山西煤企煤炭季度销量 (万吨)

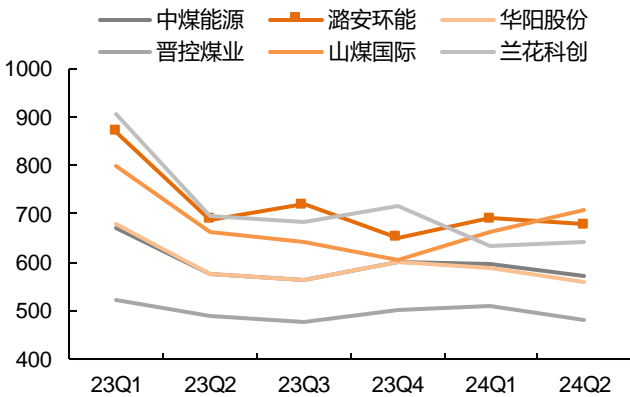


销量	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中煤能源	-14.6%	-3.1%	9.1%	-8.9%
自产煤	-0.8%	5.0%	4.9%	2.1%
贸易煤	-24.4%	-6.1%	16.5%	-15.5%
潞安环能	-7.1%	-12.6%	7.9%	-11.0%
华阳股份	-22.6%	-18.8%	6.4%	-20.7%
晋控煤业	-0.6%	0.1%	7.8%	-0.2%
山煤国际	-25.1%	-20.7%	24.1%	-22.7%
自产煤	-43.7%	-33.3%	18.2%	-38.5%
兰花科创	-4.5%	6.5%	41.7%	1.7%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：柱状图中中煤能源和山煤国际销量仅指自产煤、不含贸易煤

煤炭单位售价和利润方面，公司销售煤炭的单位价格相对高，自 23Q2 以来价格在 650-700 元/吨左右上下震荡，整体较为稳定，2024 年上半年单位售价均值在 683 元/吨左右，同比下降 11.6%，对比山西省其他煤企的价格波动幅度相对较大。公司煤炭单吨利润受到采煤人员薪酬增加和单位摊销成本提高影响，季度同比降幅大于售价，但自 23Q4 以来呈稳中有升态势，上半年煤炭单吨利润均值在 312 元/吨，24Q1 和 24Q2 单吨利润数据持平，较 23Q4 环比小幅提升 7.0%。

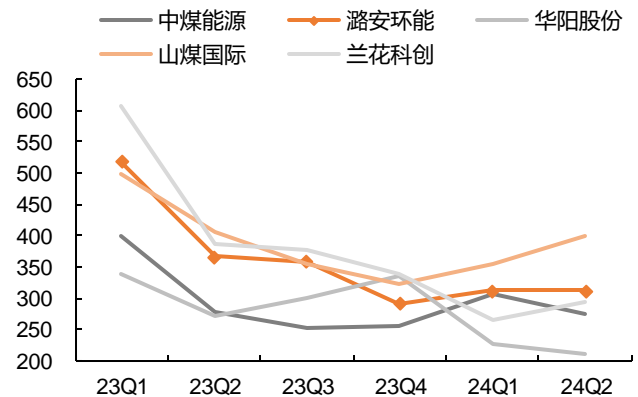
图表35 山西主要煤企煤炭季度销售均价（元/吨）



销售单价	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中煤能源	-13.5%	-2.8%	-1.5%	-8.7%
自产煤	-10.9%	-1.1%	-4.6%	-6.4%
贸易煤	-16.9%	-8.0%	-2.6%	-12.9%
潞安环能	-20.7%	-1.6%	-1.3%	-11.6%
华阳股份	-13.4%	-3.1%	-5.3%	-8.7%
晋控煤业	-2.5%	-1.4%	-5.5%	-1.3%
山煤国际	-21.3%	-3.3%	-1.9%	-12.6%
自产煤	-17.1%	6.7%	6.6%	-6.9%
兰花科创	-30.3%	-8.0%	1.5%	-19.2%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：图中中煤能源和山煤国际单吨售价仅指自产煤、不含贸易煤

图表36 山西主要煤企煤炭季度单位利润（元/吨）

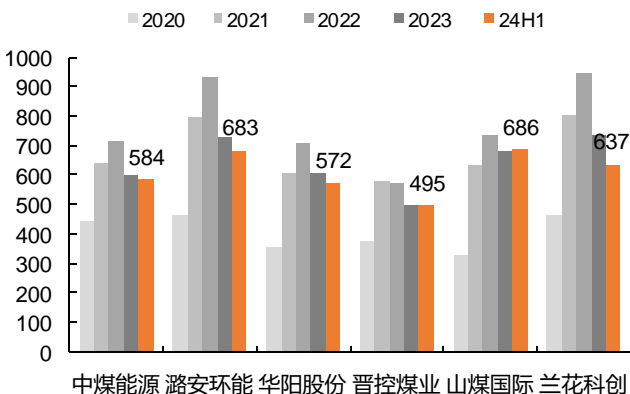


单吨毛利润	24Q1-yoy	24Q2-yoy	24Q2-qoq	24H1-yoy
中煤能源	-10.4%	8.0%	-12.0%	-3.2%
自产煤	-22.9%	-1.1%	-10.1%	-14.1%
潞安环能	-39.8%	-14.9%	0.0%	-28.8%
华阳股份	-32.7%	-22.3%	-7.4%	-28.1%
山煤国际	-45.7%	-17.4%	4.7%	-33.0%
自产煤	-28.9%	-1.3%	13.1%	-16.1%
兰花科创	-56.3%	-23.6%	10.6%	-41.6%

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：图中中煤能源和山煤国际煤炭单吨利润仅指自产煤、不含贸易煤

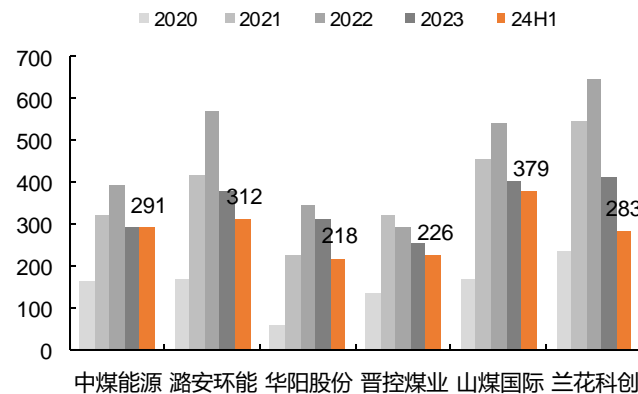
从历年山西主要煤企煤炭销售单价和利润来看，公司煤价波动幅度相对大，主要原因是签署的中长期长协占比较低，因此售价更易跟随市场价震荡、弹性较大；单吨利润虽受市场价回落和采煤人员薪酬增加等影响，自2022年以来逐年有所下降，但相较可比公司，潞安环能自产煤单位售价和单吨利润仍处于较高水平，主要是公司可生产部分喷吹煤和少量洗精煤煤质较好，售价和利润较一般动力煤高，公司作为国内喷吹煤领先生产企业，王庄、李村等喷吹煤产量持续增加，且实施港口喷吹煤竞价销售，实现了营销效益最大化；同时，公司旗下煤矿基本都是特级安全高效矿井，先进产能规模占比全行业领先，智能化矿井和智能采掘工作面稳步陆续建成，追求高效生产的同时兼顾绿色环保，生产成本也具有一定优势。

图表37 山西主要煤企历年煤炭单位售价（元/吨）



销售均价yoy	2021	2022	2023	24H1
中煤能源	45.1%	11.4%	-15.9%	-6.4%
潞安环能	70.7%	17.2%	-21.8%	-11.6%
华阳股份	69.5%	17.3%	-14.6%	-8.7%
晋控煤业	54.6%	-0.9%	-13.7%	-1.3%
山煤国际	94.0%	16.2%	-7.4%	-6.1%
兰花科创	73.3%	17.1%	-21.8%	-19.2%

图表38 山西主要煤企历年煤炭单吨利润情况（元/吨）



单吨毛利yoy	2021	2022	2023	24H1
中煤能源	95.9%	22.6%	-25.0%	-14.1%
潞安环能	151.8%	36.1%	-33.5%	-28.8%
华阳股份	276.8%	52.9%	-10.1%	-28.1%
晋控煤业	140.6%	-8.6%	-13.9%	
山煤国际	165.2%	19.5%	-25.9%	-16.1%
兰花科创	132.8%	18.7%	-36.4%	-41.6%

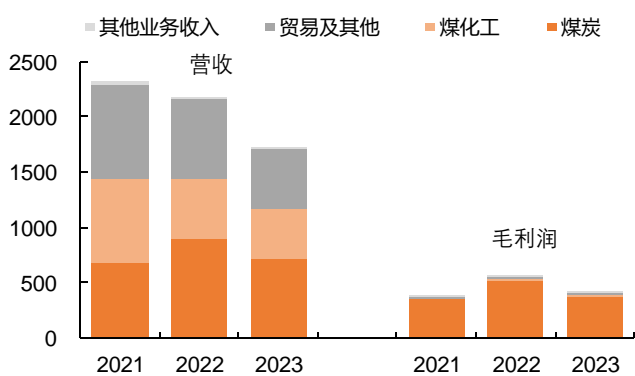
资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：图中中煤能源和山煤国际单位售价仅指自产煤、不含贸易煤

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：图中中煤能源和山煤国际煤炭单吨利润仅指自产煤、不含贸易煤

2.3 集团注资潜力尚存，公司扩能可期

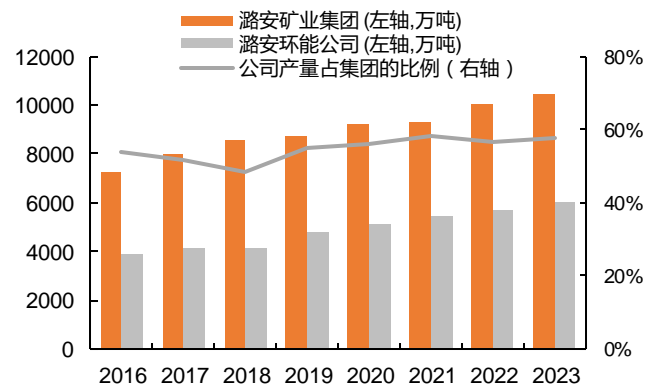
公司控股集团潞安矿业收入主要由煤炭、煤化工、贸易业务构成，毛利润主要由煤炭业务贡献，开采煤层的煤炭品种以贫煤和贫瘦煤为主，具有特低硫、低磷、低中灰、高发热量、高灰熔点、可磨性好、热稳定性好等特点，主要用于加工成优质的动力煤、炼焦配煤、高炉喷吹煤及化工用煤。截至 2023 年底，潞安集团煤矿资源地质储量合计达 133.6 亿吨、可采储量合计约 64.7 亿吨、总产能为 10440 万吨/年（含华阳集团划转矿井），2023 年原煤产量近 10440 万吨、销量为 9661 万吨，上市公司潞安环能原煤产量为 6046 万吨、销量为 5498 万吨，公司产量占到集团总产量的 58%左右，是集团承载煤炭业务的主要上市企业。

图表39 潞安矿业集团营收和毛利构成（亿元）



资料来源：集团 2024 年债券跟踪评级报告，平安证券研究所

图表40 潞安矿业集团和潞安环能煤炭产量情况



资料来源：集团债券跟踪评级报告，公司公告，平安证券研究所

根据梳理，潞安集团控股煤矿资源中省内主体矿未注入上市公司的矿井有 5 座，在产 4 座、在建 1 座，在产产能约 2030 万吨/年、在建的五彩湾一号矿井一期项目产能 600 万吨/年，未注入的在产产能占省内主体矿总产能的 35%；省内整合矿中，未注入上市公司的矿井 10 座，产能约 890 万吨/年，占比 47.3%；新疆基地在产 820 万吨、在建 200 万吨煤矿产能有待注入；另有 3 座由华阳集团划转入的矿井“五矿、新元煤炭、寺家庄煤业”核定产能合计为 1170 万吨/年，煤种为无烟煤，尚未注入上市公司。综上，潞安集团包括在建产能在内的合计 10440 万吨/年产能中，尚有 19 座矿井-5710 万吨/年产能未注入上市公司，占到集团总产能的 54.7%。

根据公司 2024 年半年报公告，未来五至十年内，潞安集团将逐步把仍保留的煤炭资产注入公司，使公司成为集团公司下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体，承诺将资产质量较好和盈利能力较强的手续完备且收益不低于成本的在产矿井、手续完备的规划在建矿井、取得其他参股方同意后的潞安新疆煤化工集团自五年内注入上市公司，未来公司有望继续承接集团煤矿项目，进一步提升煤炭产能规模。

图表41 潞安集团旗下控股煤矿资源情况（截至 2023 年底）

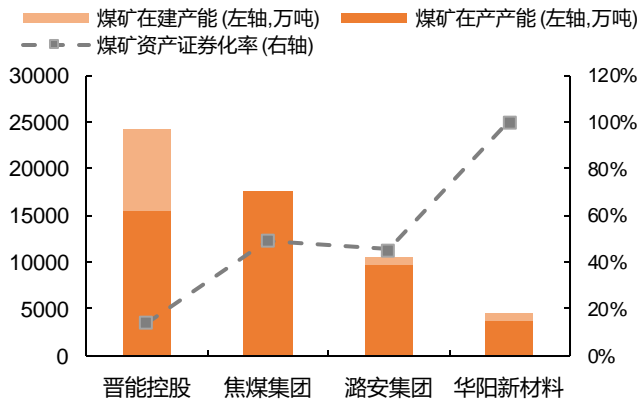
地区	矿井	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	可采年限	主采煤种	核定产能 (万吨/年)	状态	是否注入上市公司
	五阳煤矿	3.2	1.3	26.2	贫瘦煤	360	在产	是
	樟村煤矿	3.2	0.9	17.4	贫瘦煤	400	在产	是
	王庄煤矿	5.1	2.1	22.9	贫瘦煤	710	在产	是
	常村煤矿	6.1	3.5	33.7	贫煤	800	在产	是
	司马煤业	4.8	1.1	28.3	瘦煤	300	在产	否

省内 主体 矿井	余吾煤业	12.1	2.9	29.6	贫煤	750	在产	是
	潞宁煤业	0.4	0.2	31.6	气煤	180	在产	是
	慈林山煤业-- 夏店煤矿	0.6	0.1	2.3	贫煤	240	在产	是
	慈林山煤-- 慈林山煤矿	0.7	0.5	61.1	贫煤		在产	是
	郭庄煤业	0.6	0.1	6.1	贫煤	180	在产	否
	高河能源	5.1	2.5	25.82	贫瘦煤	750	在产	否
	李村煤矿	1.5	1.1	21.4	贫煤	300	在产	是
	古城煤矿	12.8	7.3	69.2	贫煤	800	在产	否
	五彩湾一号 矿井					600	在建	否
小计	在产矿井	56.4	23.6			5770	在产 13 座	未注入上市公司矿 井 4 座,产能 2030 万吨/年,占比 35%
	在建矿井					600	在建 1 座	否
省内 整合 矿井	在产矿井	16.5	7.8			1880	在产 20 座	未注入的矿井 10 座, 产能 890 万吨 /年, 占比 47%
新疆 基地	在产矿井	11.0	5.8			820	在产 3 座	否
	在建、改造 矿井	18.6	12.1			200	在建 1 座	否
集团 自有 矿井 合计	在产矿井	83.9	37.2			8470	在产 36 座	未注入矿井 14 座, 产能 3560 万吨/年 占比 42%
	在建、改造 矿井	18.6	12.1			800	在建 2 座	否
华阳 集团 划转 矿井	五矿	7.1	3.0	25.1	无烟煤	450	在产	否
	新元煤炭	13.3	6.5	153.5	无烟煤	270	在产	否
	寺家庄煤业	10.7	5.9	81.9	无烟煤	450	在产	否
	小计	31.1	15.4	--		1170	在产	否
潞安集团矿井合计		133.6	64.7	--		10440 (含 在建 800)	--	未注入矿井 19 座, 产能 5710 万吨/年 占比 54.7%

资料来源：山西潞安矿业集团债券跟踪评级报告，平安证券研究所

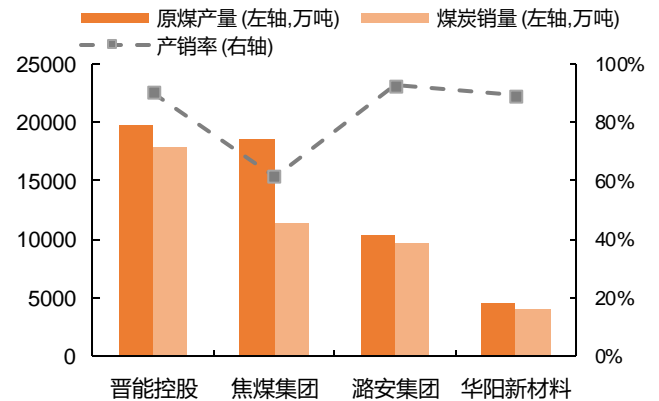
潞安化工是山西省四大煤炭集团之一，是整合优质化工类资产和配套煤矿而设立的大型煤化工集团，截至 2023 年，公司在产产能为 9640 万吨（包括华阳集团划转部分），在建产能 800 万吨，核定产能合计达 10440 万吨，2023 年产销量分别为 10440 万吨和 9661 万吨，产销率高达 92.54%。就煤矿资产证券化率而言，潞安集团注入上市公司的煤矿产能占比在 45% 左右，潞安环能作为集团旗下承接煤矿资源的唯一上市煤企，2023 年在产产能约 4910 万吨、在建 600 万吨，占到集团自有矿井总产能（10440 万吨）的 52.8%，未来仍具有一定资产注入和产能提升空间，煤炭储备资源有望进一步增厚。

图表42 山西省四大煤炭集团 2023 年产能和证券化率



资料来源：各集团 2024 年债券跟踪评级报告，平安证券研究所

图表43 山西省四大煤炭集团 2023 年产销量情况



资料来源：各集团 2024 年债券跟踪评级报告，平安证券研究所

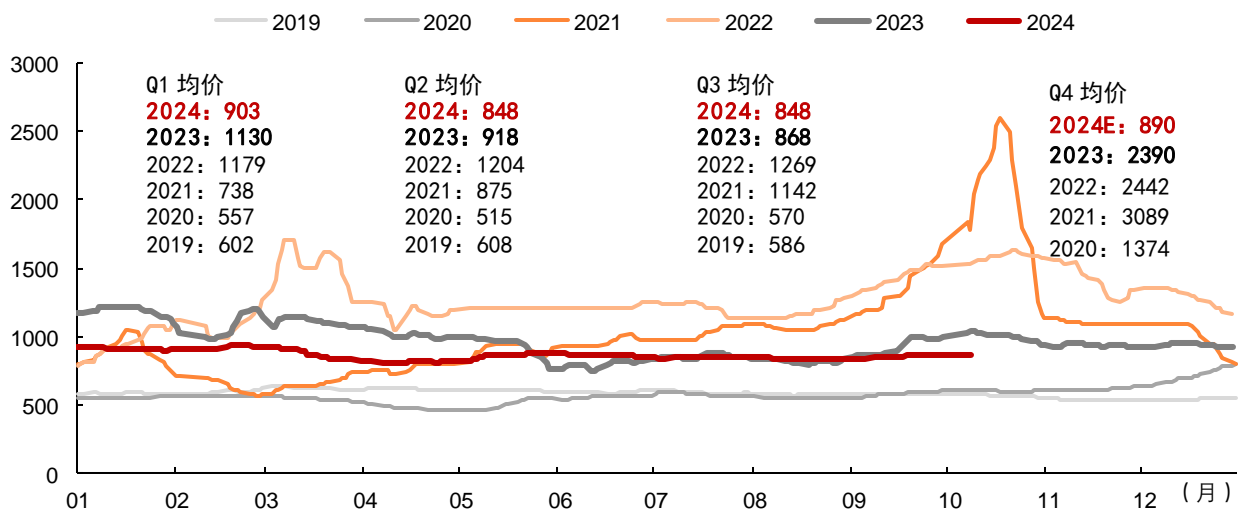
三、煤炭市场价走势：需求预期改善，煤价稳中有升

3.1 动力煤价走势判断：火电需求重回正增，煤价企稳回升，等待迎峰度冬来临

动力煤主要用于产生动力和热能，是火力发电的主要燃料，通过燃烧产生大量热能，进而转化为电能；在钢铁制造中，动力煤用于高炉炼铁等工序，提供必要的高温环境；同时可用于水泥制造，满足一般工业锅炉和生活中的燃料需求。

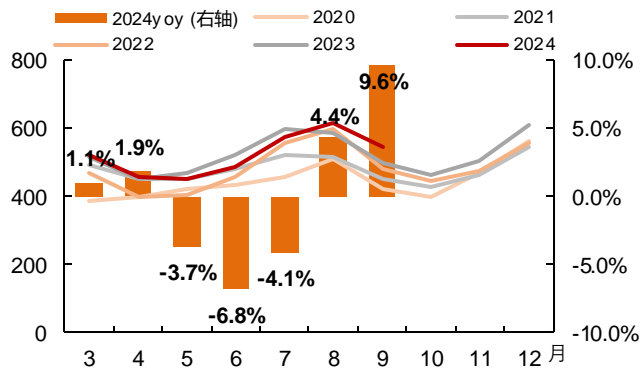
动力煤价格走势：今年动力煤整体走势稳中有降，上半年秦皇岛港动力末煤价同比下降 14.4%，4 月最低降至 820 元/吨左右，煤价整体表现一般；6 月以来的“迎峰度夏”因长江流域降水丰沛、水电贡献高增，挤占了部分火电需求，导致 6-7 月用电旺季动力煤需求不及预期；但 8 月南方多地持续高温，叠加长江三峡水位线和水库出库流量有所回落，8-9 月我国火电发电量重回同比正增，动力煤价企稳回涨；9 月中下旬以来，随着夏季耗电旺季结束，重点电厂煤炭日耗回落，后续需求等待供暖旺季的来临，但基本已在预期内，煤价仍将以稳为主，我们预期四季度秦皇岛港动力末煤均价在 890 元/吨左右。

图表44 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势 (元/吨)



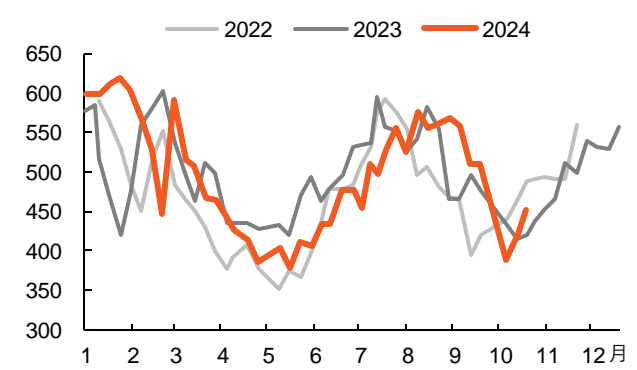
资料来源：wind，平安证券研究所

图表45 我国火电发电量月度情况（亿千瓦时）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表46 中国重点电厂煤炭日耗量（万吨）



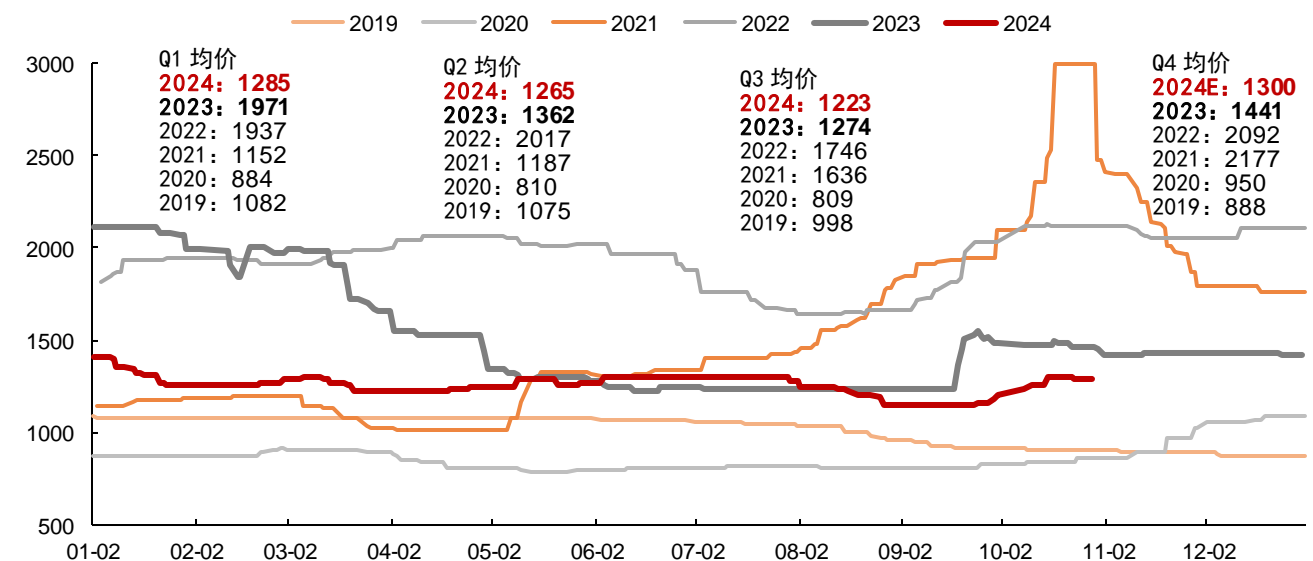
资料来源：wind，平安证券研究所

3.2 喷吹煤价走势判断：政策刺激预期改善，刚需尚未显著回暖，价格持稳为主

喷吹煤在高炉冶炼中具有提供热量和还原剂的功能，替代部分焦炭使用，有助于降低焦比和能耗（据钢铁技术网，每喷吹1t 煤粉可节约 100kgce/t 左右能耗）、增强冶炼强度和炉温，在节约生铁冶炼成本和紧缺的主焦煤资源的同时降低了炼焦造成的环境污染。

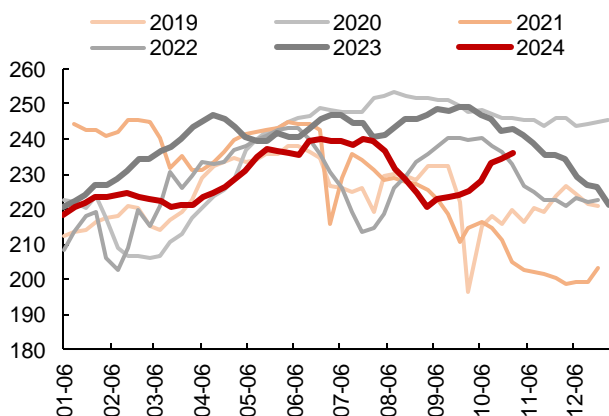
喷吹煤价格走势：今年以来受到地产行业景气偏低、建材成交数据较差的影响，喷吹煤下游钢材利润一度出现亏损、产销表现较为疲软，8 月高炉开工和钢厂日均铁水产量也有所回落，导致喷吹煤价格走低；9 月下旬以来，传统建材旺季到来，叠加一揽子宏观经济刺激政策密集出台，五大品种钢材（螺纹钢、线材、热轧板卷、中厚板、冷轧板卷）库存去化、产量上行，粗钢高炉开工率回暖、铁水产量见底回升，螺纹钢表需也有回暖迹象，钢材价格触底反弹、利润有所修复，加上国庆节前的补库带动喷吹煤价格企稳回升。本轮钢材价格的快速拉涨是多项利好政策驱动下的预期改善，实际下游刚需仍未明显改善，因此上涨缺乏实质性动力，但价格重心上移后钢厂盈利出现环比修复，终端钢厂需求改善对喷吹煤市场价提供一定支撑，我们认为后市喷吹煤价仍以持稳为主，重点关注地产政策实施效果和重点钢材表需实际回暖情况。

图表47 中国:主要港口:喷吹煤(山西产)价格走势（元/吨）



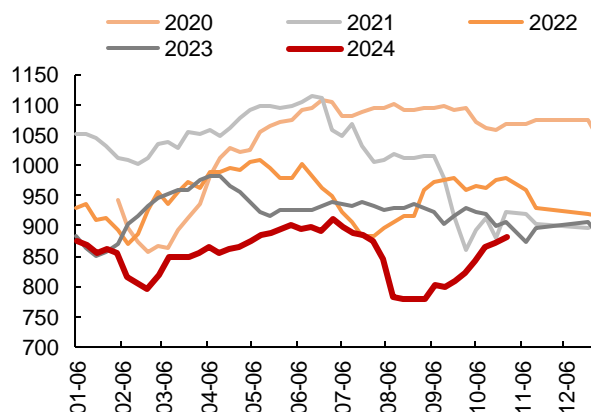
资料来源：wind，平安证券研究所

图表48 中国 247 家钢厂日均铁水产量(万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表49 五大品种钢材产量(万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

四、盈利预测及投资建议

收入端：1) 量：公司煤炭产量整体呈逐年稳步增加态势，产销率维持在91%左右，2015-2023年产量CAGR为6.8%，2024年上半年受山西省查三超限产影响产量有所下降，但6月后已逐步恢复至正常水平，预期2024年产量为5793万吨，2025-2026年随着忻峪煤业、静安煤业、后堡煤业等在建产能陆续建成投产，公司产量有望重回增长。**2) 价：**公司动力煤和喷吹煤价跟随市场价呈周期性波动，但价格中枢已明显上移，2015-2023年公司煤炭销售均价CAGR为10.9%，2024年上半年煤价受终端需求不及预期等因素影响有所下降，9月中下旬以来已基本企稳且有小幅回暖迹象，后续动力煤主要看迎峰度冬需求表现，喷吹煤重点关注地产政策实施效果和对钢材表需的刺激作用，我们预期后市煤价仍是企稳为主。

成本端：1) 煤炭方面，2021-2023年吨煤成本稳中有降，2024H1因产量下滑、单位摊销费用增加导致单吨生产成本提高，预期随着煤矿生产恢复，单吨成本或将回归正常，预期2024-2026年公司煤炭业务毛利率为42.3%、42.8%、43.4%；**2) 焦炭方面，**受到终端地产景气低迷，下游钢材需求疲软、利润一度出现亏损影响，2023年和24H1公司焦炭业务呈亏损状态，9月下旬以来受利好政策刺激，需求预期转好，钢材和焦炭价格反弹、利润转盈，后市地产政策发挥作用有望刺激焦炭需求回暖，公司该业务亏损有望收窄，预期2024-2026年焦炭毛利率为-22.9%、-11.4%、-7.1%。

图表50 公司分业务营收和成本预测

	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入(亿元)	431.37	358.52	376.17	386.64
YOY	-20.55%	-16.89%	4.92%	2.78%
销售毛利率	47.71%	40.32%	40.60%	40.81%
煤炭产品				
收入(亿元)	400.05	345.06	357.68	363.67
成本(亿元)	191.15	199.22	204.43	205.78
毛利率	52.22%	42.27%	42.84%	43.42%
焦炭产品				
收入(亿元)	27.96	10.80	15.60	20.00
成本(亿元)	32.34	13.27	17.38	21.43
毛利率	-15.70%	-22.86%	-11.43%	-7.14%

其他产品				
收入 (亿元)	3.37	2.65	2.89	2.97
成本 (亿元)	2.06	1.49	1.62	1.65
毛利率	38.96%	43.81%	44.00%	44.50%

资料来源: wind, 平安证券研究所预测

盈利预测及投资建议: 潞安环能作为国内规模上位列第二梯队的喷吹煤领先生产企业, 盈利能力居前, 产销量逐年稳步增加, 相对低长协比例使得公司煤炭售价弹性较大, 后市煤价企稳回升, 公司业绩有望回暖; 同时, 自2022年公司偿还大额有息负债后, 资产负债结构持续优化、货币资金显著增厚, 且集团尚有一定注资潜力, 公司充裕的现金流可为未来煤矿收购和产能扩张提供资金支持。预测2024-2026年公司营收分别为358.52、376.17、386.64亿元, 归母净利润分别为35.54、40.21、43.17亿元, 对应2024年11月15日收盘价PE分别12.6、11.2、10.4倍。

山西省上市煤企除潞安环能外, 主要包括主产动力煤的中煤能源、山煤国际、晋控煤业, 主产焦煤的山西焦煤和主产无烟煤的华阳股份, 公司作为动力煤和喷吹煤生产企业, 其中喷吹煤在高炉冶炼上和焦煤和无烟煤具有相似作用, 在业务上与上述企业类似, 因同属山西省主要煤企, 在销售模式和定价模式上也有类似之处, 因此以上企业作为可比公司, 测算得2024-2026年可比公司PE均值分别为9.7、8.6、7.9倍, 公司PE高于可比公司均值, 考虑到在可比标的中, 公司规模排名靠前、量价具有一定弹性, 且偿债压力小、现金流充裕, 高分红兑现率高, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表51 可比公司估值

股票代码	公司名称	股价 (元) (2024.11.15)	EPS (摊薄, 元)				PE (倍)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
601898.SH	中煤能源	12.77	1.47	1.45	1.54	1.64	8.7	8.8	8.3	7.8
600546.SH	山煤国际	13.16	2.15	1.49	1.64	1.75	6.1	8.8	8.0	7.5
601001.SH	晋控煤业	14.77	1.97	1.79	1.91	1.97	7.5	8.3	7.7	7.5
000983.SZ	山西焦煤	8.33	1.19	0.72	0.82	0.89	7.0	11.6	10.2	9.4
600348.SH	华阳股份	7.64	1.44	0.70	0.88	1.01	5.3	10.9	8.7	7.6
可比公司平均值		--					6.9	9.7	8.6	7.9
601699.SH	潞安环能	15.01	2.65	1.19	1.34	1.44	5.7	12.6	11.2	10.4

资料来源: wind, 平安证券研究所预测, 注: 除潞安环能外其他公司EPS来自wind一致预期

五、风险提示

- 国内煤炭产量超预期增加的风险。**若国内煤企在建矿井投产进度超预期, 煤矿项目批复进程超预期, 则可能造成煤炭产量大幅增加、供应过剩的风险。
- 矿山安全事故发生的风险。**矿山安全事故频发, 政府持续加强矿山安全管理, 公司产量可能会受到较大影响。
- 供暖季耗煤需求不及预期, 地产政策实施效果未达预期的风险。**若后市冬季供暖所需煤炭消耗量不及预期, 煤炭库存持续高位, 可能导致动力煤价缺乏支撑; 若地产政策效果未达预期, 钢材需求难回暖, 可能导致喷吹煤价重新回落。
- 煤企资本开支增加, 股息率和分红比例下调风险。**如果煤企大幅调增资本开支, 加大基建项目开发力度, 则一方面可能导致煤炭供应增幅超预期, 另一方面用于股息分红的现金减少, 可能造成煤企下调股息率和分红率。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	41392	50733	53225	54703
现金	26751	35852	37617	38664
应收票据及应收账款	12751	13375	14034	14424
其他应收款	140	109	114	117
预付账款	184	191	201	206
存货	1236	1036	1082	1108
其他流动资产	329	170	178	183
非流动资产	45371	43647	46934	51281
长期投资	1625	1621	1617	1613
固定资产	29828	27690	30015	35000
无形资产	11263	9386	7509	5631
其他非流动资产	2654	4950	7793	9037
资产总计	86762	94379	100159	105984
流动负债	29906	33437	34563	35355
短期借款	1050	1315	1020	1005
应付票据及应付账款	16783	17285	18050	18487
其他流动负债	12073	14836	15493	15863
非流动负债	7437	7303	7273	7276
长期借款	750	617	586	589
其他非流动负债	6687	6687	6687	6687
负债合计	37343	40740	41836	42631
少数股东权益	1359	2192	3045	3961
股本	2991	2991	2991	2991
资本公积	1698	1698	1698	1698
留存收益	43372	46758	50589	54703
归属母公司股东权益	48060	51447	55278	59392
负债和股东权益	86762	94379	100159	105984

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8435	14490	14010	16175
净利润	9275	4387	4874	5233
折旧摊销	3450	7022	8409	10548
财务费用	-26	80	65	51
投资损失	-30	4	-16	-26
营运资金变动	-4713	3025	693	378
其他经营现金流	479	-28	-15	-10
投资活动现金流	383	-5274	-11665	-14860
资本支出	388	5300	11700	14900
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	-4	-10574	-23365	-29760
筹资活动现金流	-13134	-115	-580	-268
短期借款	-710	265	-295	-16
长期借款	-182	-134	-30	3
其他筹资现金流	-12242	-247	-255	-255
现金净增加额	-4316	9101	1765	1047

利润表

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	43137	35852	37617	38664
营业成本	22555	21398	22344	22886
营业税金及附加	3581	3657	3799	3866
营业费用	155	143	147	147
管理费用	3610	3047	3122	3132
研发费用	1580	1237	1260	1257
财务费用	-26	80	65	51
资产减值损失	-47	-39	-19	-4
信用减值损失	-78	-65	-38	-19
其他收益	122	20	40	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	-4	16	26
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	11711	6202	6879	7378
营业外收入	66	10	15	25
营业外支出	116	118	125	135
利润总额	11661	6093	6769	7268
所得税	2386	1706	1895	2035
净利润	9275	4387	4874	5233
少数股东损益	1354	834	853	916
归属母公司净利润	7922	3554	4021	4317
EBITDA	15085	13195	15243	17867
EPS(元)	2.65	1.19	1.34	1.44

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-20.6	-16.9	4.9	2.8
营业利润(%)	-42.8	-47.0	10.9	7.2
归属于母公司净利润(%)	-44.1	-55.1	13.1	7.4
获利能力				
毛利率(%)	47.7	40.3	40.6	40.8
净利率(%)	18.4	9.9	10.7	11.2
ROE(%)	16.5	6.9	7.3	7.3
ROIC(%)	18.0	8.9	9.1	9.0
偿债能力				
资产负债率(%)	43.0	43.2	41.8	40.2
净负债比率(%)	-50.5	-63.2	-61.7	-58.5
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.5	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.4	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.65	1.19	1.34	1.44
每股经营现金流(最新摊)	2.82	4.84	4.68	5.41
每股净资产(最新摊薄)	16.07	17.20	18.48	19.85
估值比率				
P/E	5.7	12.6	11.2	10.4
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.5	3.7	3.2	2.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层