

2019年06月18日

潞安环能 (601699.SH)

业绩逐步释放，外生增长可期

■**公司产量有增长、煤炭价格可持续**：公司 2018 年原煤产量 4150 万吨，销售喷吹煤 1461 万吨，混煤 2231 万吨，精煤比率持续提高，且预计 2020 年公司产量将小幅增长。全国来看炼焦用煤供给增长乏力，同时出于安监等原因，既有煤矿少量退出，同时钢铁产量增长快速，即使未来经济下滑粗钢产量略有下滑，生铁成本优势产量也将保持稳定，炼焦用煤价格将持续保持强势。公司喷吹煤具有低硫低灰优点，符合环保发展趋势，未来价格将更加强劲。同时公司混煤销售以长协为主，价格十分稳定。

■**减值基本完毕，现金流量表改善充分**：2015 年起，公司每年计提资产减值损失，规模约在 3 亿元左右，主要为处理整合矿井的历史包袱，2018 年对整合矿的处置加速，2018 年计提资产减值损失 11.14 亿元，其中 7.57 亿元来自处置整合矿造成的损失，公司已经基本处理完全部减值风险。2016 年以来公司经营性净现金流持续改善，现金流涨幅甚至显著好于利润增幅，2018 年公司经营性净现金流 93.4 亿元，为上市以来最高水平。截至 2019 年一季度末，公司账面共有货币资金 162 亿元，同时期有息负债总额为 183 亿元，预计到年中现金将能覆盖有息负债。

■**山西国改势头强劲，集团资产注入可期**：山西国改态度坚决，改革加速推进，公司由于没有信达等问题，预计国改速度在省内企业中较快。集团目前现有矿井产能 7152 万吨，其中李村、古城等属于新建矿井投产矿井，预计达产后盈利能力较强。考虑公司目前 PB 低于 1，增发股份可能性较小，预计将以其他方式进行。

■**估值处于底部，修复预期较强**：从历史估值角度来看，潞安环能明显存在低估。公司目前的 PE 与 PB 估值均处于历史最底部区间，甚至低于 2015 年经营最困难时期。PB-ROE 角度看，公司极具投资价值。

■**投资建议**：预计 2019-2021 年将实现净利润 34.49 亿元/35.99 亿元/37.54 亿元。公司业绩包袱消化完毕，公司未来业绩弹性释放可期。我们认为以当前估值水平，公司存在一定修复空间。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 11.53 元，对应 10 倍 PE。

■**风险提示**：1) 宏观经济低迷，2) 山西国改受阻，3) 下游行业价格下跌风险

公司深度分析

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 **买入-A**

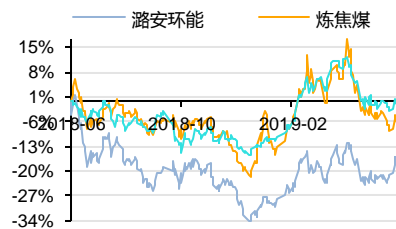
维持评级

6 个月目标价：**11.53 元**
股价 (2019-06-17) **8.30 元**

交易数据

总市值 (百万元)	24,828.70
流通市值 (百万元)	24,828.70
总股本 (百万股)	2,991.41
流通股本 (百万股)	2,991.41
12 个月价格区间	6.55/10.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.75	8.84	-11.55
绝对收益	7.93	4.4	-16.0

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

- 潞安环能：一季报业绩大超预期，后期预期增速加快/周泰 2019-04-26
- 潞安环能：包袱消化完毕，未来轻装上阵释放业绩/周泰 2019-03-28
- 潞安环能：拟转让两子公司股权，盘活现有资产/周泰 2018-12-18
- 潞安环能：二季度业绩不及预期，期待下半年业绩释放/周泰 2018-08-23
- 潞安环能：喷吹煤龙头企业，煤价上涨中有望释放高弹性/周泰 2018-06-22

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	23,543.6	25,139.6	25,426.8	25,626.6	25,906.9
净利润	2,782.2	2,663.0	3,448.5	3,599.0	3,753.9
每股收益(元)	0.93	0.89	1.15	1.20	1.25
每股净资产(元)	7.06	7.99	7.69	8.53	9.54
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	8.3	8.7	6.7	6.4	6.1
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
净利润率	11.8%	10.6%	13.6%	14.0%	14.5%
净资产收益率	13.2%	11.1%	15.0%	14.1%	13.2%
股息收益率	3.7%	0.0%	4.5%	4.7%	3.3%
ROIC	12.5%	9.8%	16.3%	15.1%	22.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 冶金煤龙头企业	5
1.1. 全国最大的喷吹煤基地.....	5
1.2. 先进煤矿占比大，产量保持平稳.....	5
1.3. 售价不断走高，成本控制较好.....	7
1.4. 业绩包袱消化完毕，利好业绩释放.....	8
2. 煤价持续走强，业绩提升趋势明确	10
2.1. 公司冶金煤产量占比回升，价格走强.....	10
2.2. 动力煤价格中长期保持平稳.....	12
2.3. 焦炭行业盈利能力提升.....	14
2.4. 公司业绩改善确定性强.....	14
3. 山西国改加速，集团资产注入可期	16
4. 估值处于底部，修复预期较强	18
4.1. 资产负债表改善显著，现金流充裕.....	18
4.2. 公司估值处于偏低水平.....	19
4.2.1. 公司估值处于历史底部.....	19
4.2.2. 与同行业公司相比，公司估值同样被低估.....	19
5. 盈利预测	22
5.1. 关键假设.....	22
5.2. 盈利预测和投资建议.....	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司股权结构图.....	5
图 2: 公司产销量情况.....	6
图 3: 公司售价攀升明显.....	7
图 4: 2010 年以来公司成本走势.....	7
图 5: 公司吨煤销售成本低于行业平均.....	7
图 6: 2018 年公司计提大额资产减值损失.....	8
图 7: 2014-2019Q1 公司喷吹煤产销量及增速.....	10
图 8: 2014-2019Q1 公司喷吹煤产量占总产量比.....	10
图 9: 公司喷吹煤售价变化.....	10
图 10: 炼焦煤产量增量有限.....	11
图 11: 世界炼焦煤产量.....	11
图 12: 粗钢、生铁产量保持高增速.....	12
图 13: 4 月原煤产量同比下降.....	12
图 14: 陕西省原煤产量下降明显.....	12
图 15: 4 月火电发电量增速下滑.....	13
图 16: 水泥产量保持高增速.....	13
图 17: 混煤销量基本保持稳定.....	13
图 18: 混煤售价保持平稳.....	13
图 19: 2014-2018 公司焦炭销量.....	14

图 20: 公司焦炭售价持续走高.....	14
图 21: 公司业绩持续改善.....	14
图 22: 预计二季度起煤价同比改善.....	14
图 23: 资产负债率持续下降.....	18
图 24: 有息负债逐年降低.....	18
图 25: 2018 年公司经营性净现金流创历史新高.....	18
图 26: 公司货币资金十分充裕.....	18
图 27: 上市以来公司 PE 变化.....	19
图 28: 上市以来公司 PB 变化.....	19
表 1: 公司矿井产能梳理.....	6
表 2: 矿山环境治理恢复基金矿种系数与影响系数表.....	8
表 3: 2016-2018 年整合矿产发生资产减值损失 8.57 亿元 (单位: 百万元)	9
表 4: 采深超过千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿.....	11
表 5: 山西、陕西、内蒙古超产情况统计.....	13
表 6: 潞安化工控股公司明细.....	16
表 6: 潞安集团煤炭资产明细 (单位: 万吨)	17
表 7: 潞安环能估值低于焦煤行业公司.....	19
表 8: 与动力煤公司相比, 公司估值处于低位.....	20
表 9: 公司 PE 略高于行业平均, PE 低于行业均值.....	20
表 10: PB 与 PE 均低于美股平均.....	21
表 11: 潞安环能煤炭价格历年走势及预测	22
表 12: 潞安环能煤炭销量预测.....	22

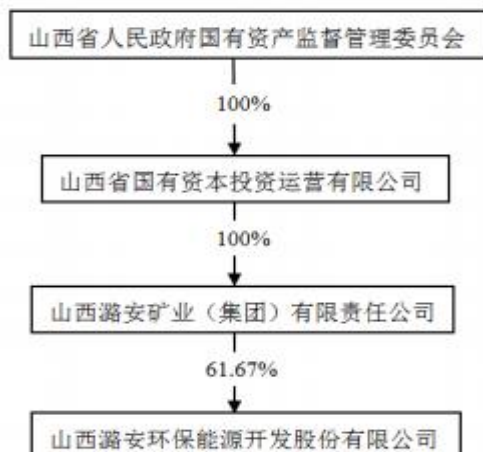
1. 冶金煤龙头企业

1.1. 全国最大的喷吹煤基地

全国最大喷吹煤基地。潞安环能能源开发股份有限公司成立于2001年7月,位于山西长治,以山西潞安矿业(集团)有限责任公司作为主发起人,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五家单位共同发起设立,于2006年9月22日在上海证券交易所正式挂牌上市。公司主营业务包括原煤开采、煤炭洗选、煤焦冶炼;洁净煤技术的开发与利用;煤层气开发;煤炭的综合利用等。主要产品有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等4大类煤炭产品以及焦炭产品,煤炭产品为优质的动力煤和炼焦煤。公司冶金煤产品较为突出,为全国最大的喷吹煤基地,同时也是全国煤炭企业首家也是唯一一家高新技术企业,具备较好的企业形象和影响力。

潞安环能具有山西国资委背景。公司控股股东山西潞安矿业(集团)有限责任公司拥有公司60.72%的股份。2017年9月5日,山西国资委将所持有潞安集团100%股份全部注入山西省国有资本投资运营有限公司。由于国有资本投资运营公司为山西国资委完全控股企业,因而公司实际控制人依然为山西国资委。

图 1: 公司股权结构图



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

1.2. 先进煤矿占比大,产量保持平稳

先进煤矿占比大,煤炭品质优良。公司主要煤田位于沁水煤田东部边缘中段,煤种主要为瘦煤、贫瘦煤和喷吹煤,具有“特低硫、低磷、低中灰、高热量的特点,是优质、环保的动力煤和炼焦配煤。公司在产矿井共15座,总产能4070万吨/年,2018年总产量达4150万吨。煤炭主业集约高效,各矿井高产高效,机械化程度达100%。据公司2018年公告,常村煤矿、余吾煤业等9座矿井达标一级安全化生产矿井,开拓煤业等6座矿井达标二级安全生产标准化矿井。

表 1: 公司矿井产能梳理

矿井名称	煤种	资源储量	可采储量	权益	产能	权益产能	备注
		(万吨)	(万吨)		(万吨/年)	(万吨/年)	
五阳*	贫煤	13657	3507	100%	360	360	在产
漳村*	贫煤	15218	8351	100%	400	400	在产
王庄*	贫煤	52756	22901	100%	710	710	在产
常村*	贫煤	77484	39442	100%	800	800	在产
余吾*	贫煤	123190	32361	100%	750	750	在产
潞宁*	气煤	12014	7172	58%	180	104	在产
孟家窑	气煤	3560	1690	58%	120	70	在产
开拓	肥煤、肥气煤	2730	2025	60%	90	54	在产
后堡	肥气煤	1047	785	60%	60	36	在产
温庄	焦煤	4326	1470	72%	120	86	在产
伊田	肥煤、主焦煤	3706	2594	60%	120	72	在产
隔东	焦煤、配焦煤	3500	2625	80%	60	48	在产
常兴	气肥煤	5500	4125	83%	90	75	在产
黑龙	1/3焦煤	3026	2270	60%	120	72	在产
黑龙关	肥煤	7100	4970	55%	90	50	联合试运转
忻峪	气肥煤	1530	900	51%	60	31	在建
上庄	贫瘦煤	2200	1540	60%	90	54	在建
姚家山	主焦煤	36858	17462	90%	240	216	缓建
宇鑫	焦煤	6000	4200	70%	90	63	缓建
在产合计		328814	136288		4070	3687	
在建合计		46588	24102		480	364	

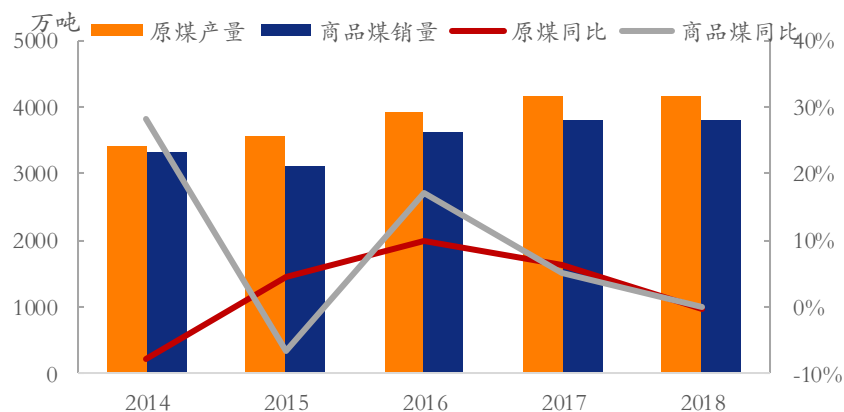
资料来源: 2015-2018 年年报、安信证券研究中心

备注: 标*号的矿井资源储量为 2018 年年报披露, 其余为 2015 年披露

在建矿井方面, 技改矿有望逐步贡献产量。公司目前仅忻峪煤业、宇鑫煤业、上庄煤业与元丰姚家庄矿四对在建矿井, 合计产能 480 万吨。除忻峪煤业(忻岭、大汉沟矿重组主体)在建以外, 其余 330 万吨产能均处于停建缓建状态。

预计未来产销量将保持稳定中有增。2018 年公司煤炭产量和销量分别为 4150 万吨和 3806 万吨, 较 2017 年相比基本持平。2019 年产量增长预计主要来自黑龙关(2018 年 11 月进入联合试运转), 但由于矿井规模较小, 整体产量将保持稳中有增趋势。

图 2: 公司产销量情况

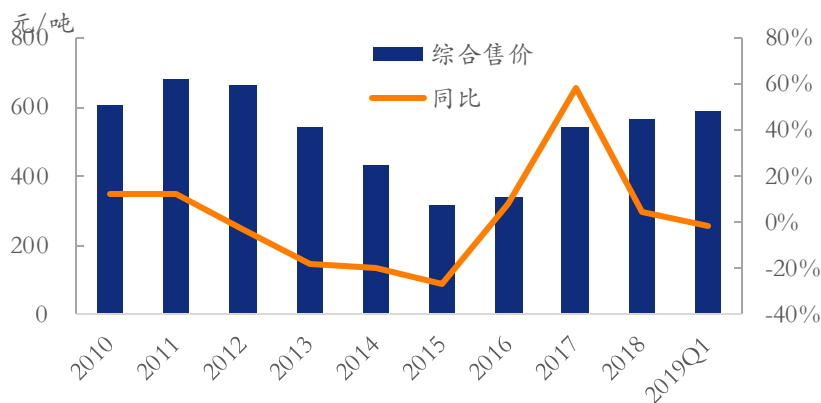


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.3. 售价不断走高，成本控制较好

公司售价持续攀升，但增速降低。2016 年以来，随着煤价的回暖，公司煤炭综合售价也在不断攀升，2018 年公司煤炭综合售价为 565.34 元/吨，同比增 4.39%。2019Q1 售价为 588.5 元/吨，同比下降 1.87%，售价小幅下降主要由于销售结构调整，价格较低的混煤占比增长，混煤产量占比为 63%，同比增加约 5 个百分点。

图 3：公司售价攀升明显

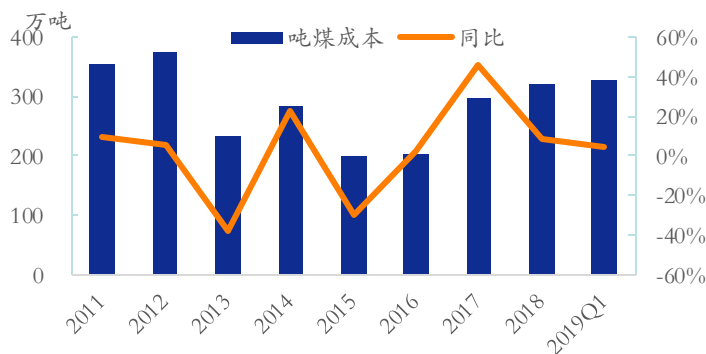


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2018 年恢复“两金”计提，成本小幅攀升。煤炭行业近几年经历了较长时间的低迷期，为争取利润空间，企业主动压缩成本，在经过 2016 年、17 年煤价恢复性上涨以后，大多数公司的成本也呈现恢复性的反弹。2018 年，公司吨煤销售成本 321.60 元/吨，较 2017 年增长 25.11 元/吨或 8.47%，主要由于公司从 2018 年 1 月 1 日起恢复“两金”计提，即矿山环境恢复治理保证金按 10 元/吨，煤矿转产发展资金按 5 元/吨的标准计提，仅“两金”恢复影响公司 2018 年利润约 6 亿元左右，但也为后续公司的可持续发展提供资金保障，同时反映出公司对自身盈利能力的信心。

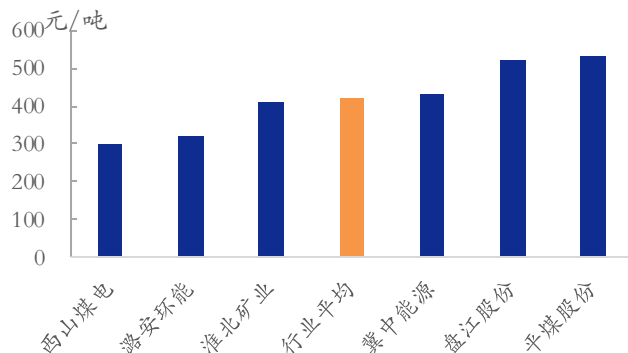
成本处于行业领先水平。以 2018 年吨煤销售成本作为参考系，公司吨煤销售成本在冶金煤上市公司中仅高于西山煤电，但仍然大幅低于 420 元/吨的行业平均水平。未来若得益于公司不断深化降本增效为特征的关键技术，成本则有望呈现逐渐向好趋势。

图 4：2010 年以来公司成本走势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：公司吨煤销售成本低于行业平均



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019年计提矿山环境治理恢复基金，预计影响吨煤成本8元/吨左右。据山西省政府发布的《山西省矿山环境治理恢复基金管理暂行办法的通知》，从2019年1月起，环境治理恢复基金改为按照收入比重计提，计算公式为计提金额=销售收入*矿种系数*影响系数；以2018年公司吨煤综合售价565.34元/吨测算，矿山环境治理恢复基金约为8.14元/吨，即影响吨煤成本8.14元/吨左右。

表 2：矿山环境治理恢复基金矿种系数与影响系数表

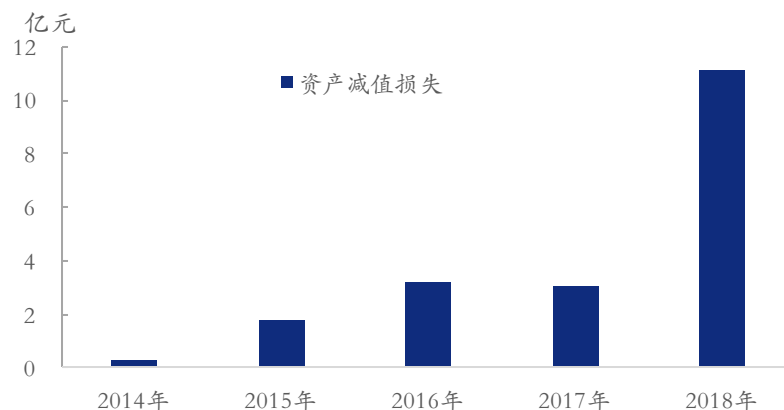
矿种系数		影响系数						
		井工开采					其他	
矿种	标准 (%)	露天开采	填充开采法	空场开采法	崩落采矿法	其他	全部垮落法开采 开采深厚比	影响系数
焦煤、炼焦配煤（瘦煤、 贫瘦煤、肥气煤）、肥煤、 无烟煤、贫煤	1.2						H/m≤50	1.8
							50<H/m≤100	1.2
							100<H/m≤200	1.0
							H/m≥200	0.8
其他煤种、油页岩	2.0	2.0	0.5					
金属矿种	1.5							
非金属 矿种	建材矿等	1.5						
	河砂、砖瓦粘土 等	1.1		1.0	1.2	1.0		
地热、矿泉水、天然气等	0.2							

资料来源：山西省人民政府，安信证券研究中心

1.4. 业绩包袱消化完毕，利好业绩释放

2018年计提大额资产减值损失，基本消化业绩包袱。2015年起，公司每年计提资产减值损失，规模约在3亿元左右，主要为处理整合矿井的历史包袱，2018年对整合矿的处置加速，2018年计提资产减值损失11.14亿元，其中7.57亿元来自处置整合矿造成的损失。

图 6：2018 年公司计提大额资产减值损失



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3: 2016-2018 年整合矿产发生资产减值损失 8.57 亿元 (单位: 百万元)

年份	矿井名称	计提减值
2016	大木厂 90 万吨矿井技改工程	37.05
	忻岭 60 万吨矿井技改工程	15.29
	忻丰 60 万吨矿井技改工程	5.17
	2016 合计	57.50
2017	静安 90 万吨矿井技改工程	18.96
	大汉沟 90 万吨矿井技改工程	23.04
	2017 合计	42.00
2018	大汉沟煤业公司	158.87
	忻岭煤业公司	28.89
	大木厂煤业公司	275.06
	前文明煤业公司	54.86
	忻丰煤业公司	239.61
	2018 年合计	757.29
总计		856.79

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

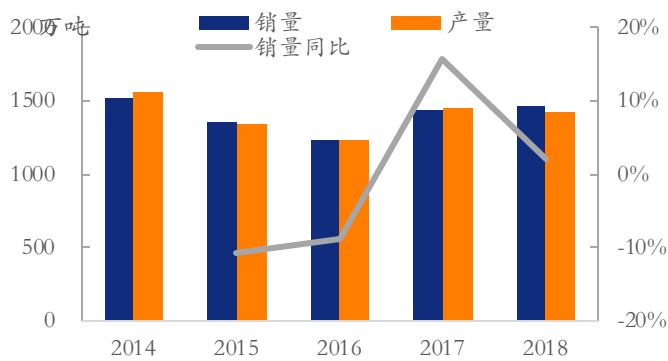
2016 年-2018 年公司对整合在建矿累计计提资产减值损失 8.57 亿元, 其中 2018 年计提 7.57 亿元, 目前大木厂、大汉沟、忻岭等整合矿已经基本减值完毕, 剩余的整合矿仅忻峪煤业、宇鑫煤业、上庄煤业与元丰姚家庄矿四对, 宇鑫煤业、上庄煤业处于缓建状态, 公司正在转让姚家山矿股权, 因此后续即便仍然有减量重组, 造成的减值损失也非常有限。

2. 煤价持续走强，业绩提升趋势明确

2.1. 公司冶金煤产量占比回升，价格走强

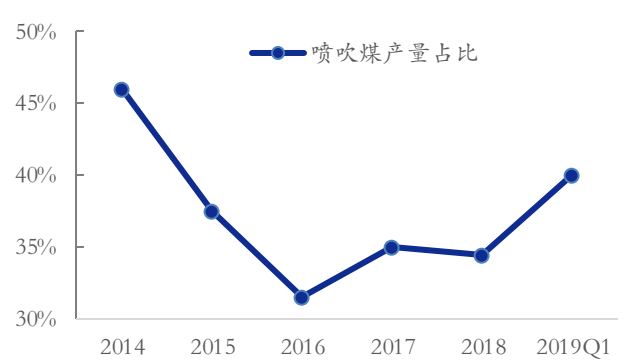
喷吹煤产量占比逐渐回升。由于曾经喷吹煤价格曾经历较长时间的下行周期，从销售策略的角度，公司选择提高喷吹煤品质要求，因此喷吹煤洗出率下降，继而销量占比也逐年下降，2016年喷吹煤产量占比仅为32%，随着2016年价格反转，喷吹煤销售比重逐渐恢复。据公司2018年年报，喷吹煤销量1461.47万吨，占总销量37.7%，同比提高3.46个百分点；产量1454万吨，占总产量比重为35%，同比提高3.46个百分点。2019年一季度喷吹煤产量达316万吨，喷吹煤产量占比36%，较2018年末提升1个百分点。

图 7：2014-2019Q1 公司喷吹煤产销量及增速



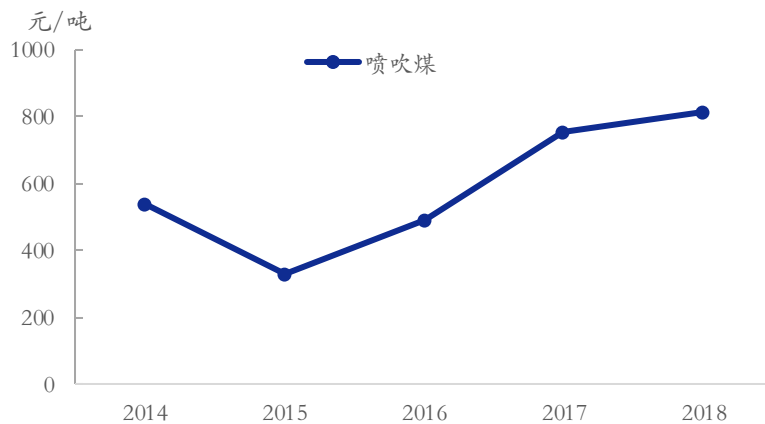
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2014-2019Q1 公司喷吹煤产量占总产量比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：公司喷吹煤售价变化

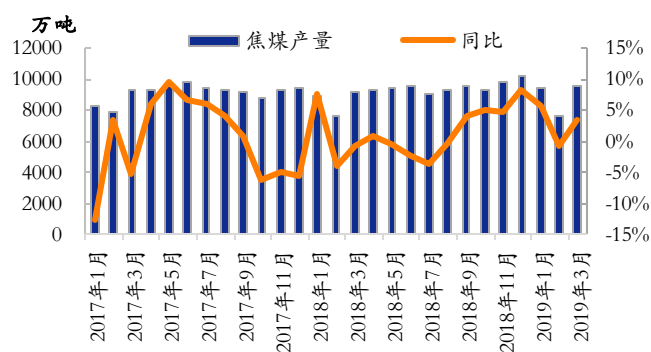


资料来源：安信证券研究中心

2016年以来，公司喷吹煤价格不断攀升，2018年喷吹煤售价为812.33元/吨，同比上涨7.67%。我们预计未来喷吹煤行业景气或将持续改善，价格有望持续走高。逻辑如下：

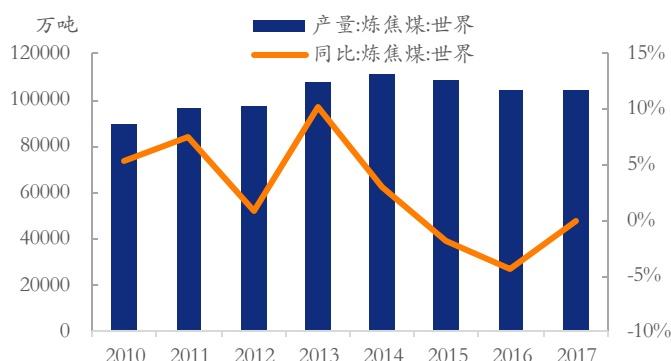
首先，资源限制叠加安全检查，焦煤产量难有增量。无论国内国外，受资源限制均无明显增量，且从目前上市公司披露的2019年生产规划来看，大多数上市公司产量保持稳定，并无明显增产预期。

图 10: 炼焦煤产量增量有限



资料来源: 煤炭资源网, 安信证券研究中心

图 11: 世界炼焦煤产量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

同时, 今年安全检查更加严格, 采深超千米冲击地压矿井产能核减。2019 年年初, 国家安监总局点名要求山东、安徽、河南、江苏等地区采深超过千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿进行停产安全论证, 经论证难以有效治理的, 要列入关闭退出产能名单, 经论证具备灾害防治能力的, 在现有产能基础上核减 20% 产能, 涉及煤矿 39 座, 合计产能 8876 万吨, 假设全部核减 20%, 将核减产能 1775 万吨, 以 80% 产能利用率测算, 影响产量 1420 万吨, 影响幅度约 1.23%。

表 4: 采深超过千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿

	省份	矿井数量	产能 (万吨/年)
采深超千米冲击地压矿井	辽宁	1	330
	山东	20	4060
	江苏	2	390
	小计	23	4780
采深超千米煤与瓦斯突出矿井	黑龙江	1	150
	吉林	2	340
	辽宁	1	330
	河北	2	360
	安徽	4	1700
	河南	5	1465
	江西	1	81
	小计	16	4426
合计		38	8876

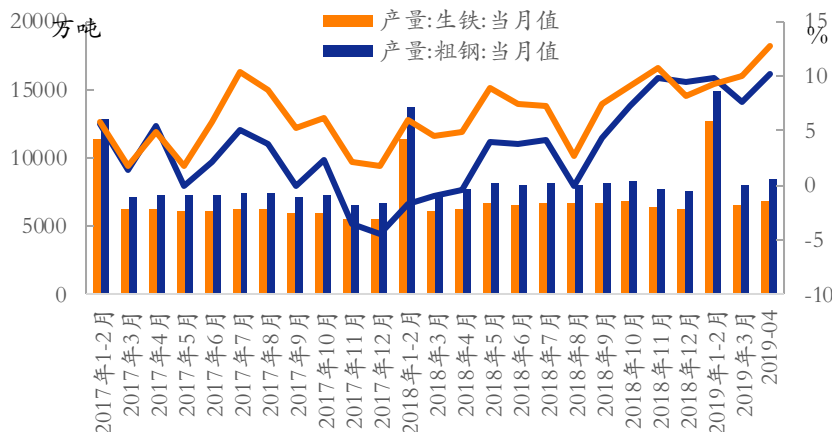
资料来源: 国家安监总局, 安信证券研究中心

海外焦煤产量增长同样乏力。焦煤的主产国主要为澳大利亚、蒙古与加拿大等国, 与中国类似, 海外煤炭行业同样经历了行业的低迷期, 海外大型煤炭企业也几乎没有产能扩张计划, 力拓甚至出售了旗下煤炭资产。

其次, 下游需求旺盛, 生铁产量保持高增速。环保边际放松, 高炉生铁产量有望持续增加, 带动焦煤需求稳定增长。5 月份我国粗钢、生铁产量分别为 8909 万吨, 同比增长 10%、7219 万吨, 同比增长 6.6%。1-5 月份我国粗钢产量为 4.05 亿吨, 同比增长 10.2%, 生铁产量为 3.35 亿吨, 同比增长 8.9%。

最后, 行业协同趋势形成。国内八家大型焦煤生产企业 (山西焦煤、龙煤集团、山东能源、淮北矿业、沈煤集团、平煤神马集团、开滦集团、冀中能源) 成立品牌联盟, 行业逐渐呈现协同趋势, 产业议价能力极强。

图 12: 粗钢、生铁产量保持高增速

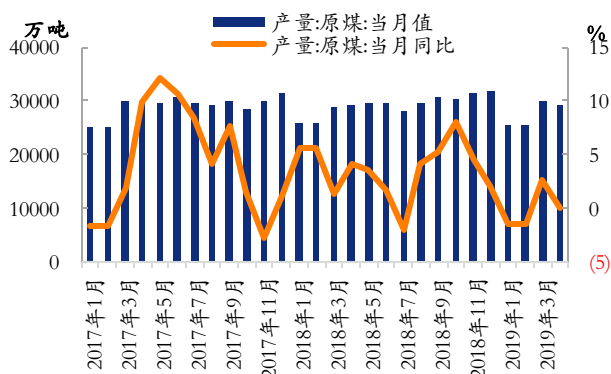


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 动力煤价格中长期保持平稳

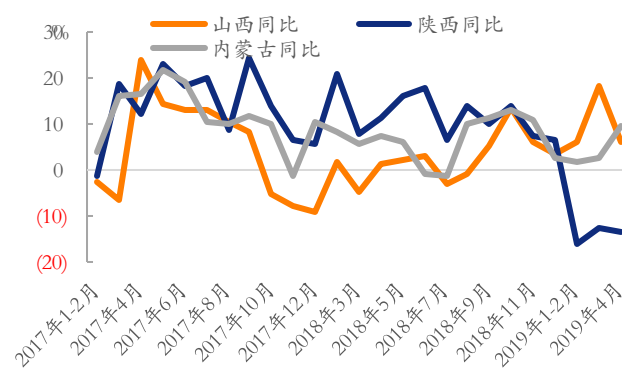
限制超产对冲新建产能增量,供需仍然紧平衡。据国家统计局数据,1-5 月全国原煤产量 14.23 亿吨,同比增加 0.9%。主产地方面,山西 1-4 月原煤产量为 2.97 亿吨,同比增长 8.6%,陕西原煤产量 7070 万吨,同比下降 16.1%;内蒙古产量 14385 万吨,同比增长 1.8%。产量的下降主要来自陕西省,榆林矿难发生后,造成区域内煤矿多停产了 1 周,复工复产遇到较大的阻碍。截至目前都未复产的产能预计后续在安全环保越来越严格的背景下也难以复产,即便复产,也只能按照核定产能生产,产量较去年确定性下降。

图 13: 4 月原煤产量同比下降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 陕西省原煤产量下降明显



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

受矿难影响,安全检查趋严,其中明盘矿和超产矿会是重点整治对象。而目前超产现象较为普遍,以产能利用率 100%测算,仅陕西省 2018 年全年超产 1.34 亿吨。从目前产量增速来看,陕西省产量仍持续下滑,说明对超产的打击较为严格。我们此前预测 2018-2019 年投产的新建产能可贡献的产量增量为 7500 万吨,打击超产将对冲掉新建产能的增量后仍使产量负增长。

表 5: 山西、陕西、内蒙古超产情况统计

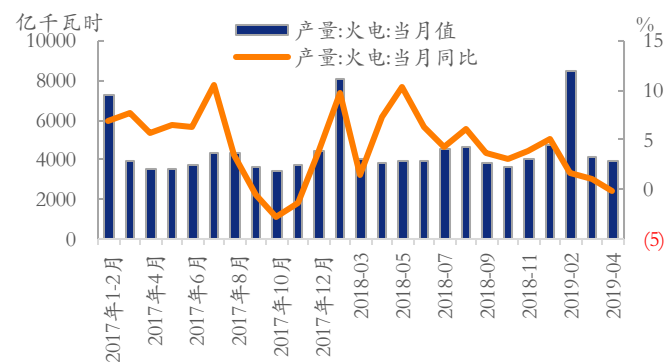
	在产产能	联合试运转产能	实际产能	实际产量	超产产量	超产比率
陕西	40529	10445	48885	62324.5	13439.5	21.56%
山西	94815	6770	100231	89340	-10891	-12.19%
内蒙古	83005	13900	94125	92597.9	-1527.1	-1.65%

资料来源: 国家能源局, Wind, 安信证券研究中心

备注: 实际产能=在产产能+联合试运转产能*80%

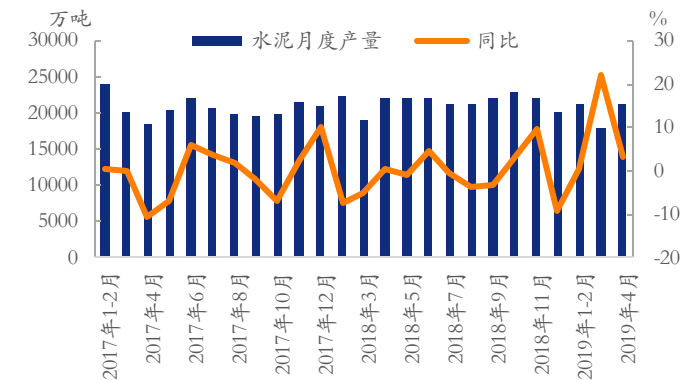
需求端火电增速略低于预期, 但建材化工需求旺盛。据国家统计局数据, 5 月火电发电 3831 亿千瓦时, 同比降 4.9%。1-5 月, 火电发电量累计 2.04 万亿千瓦时, 同比增长 0.2%。火电增速略低于预期, 但一方面建材需求旺盛, 5 月水泥产量 2.27 亿吨, 同比增 7.2%, 1-5 月水泥累计产量 8.33 亿吨, 同比增 7.1%; 另一方面原煤产量增速也在下降, 1-5 月产量的增速仅为 0.9%, 低于下游行业的增速, 供给仍然偏紧。

图 15: 4 月火电发电量增速下滑



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

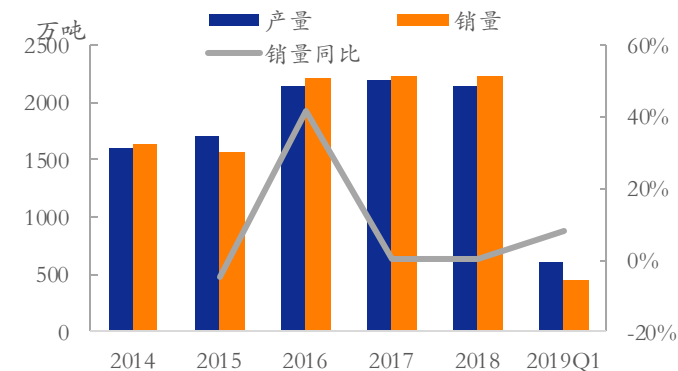
图 16: 水泥产量保持高增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

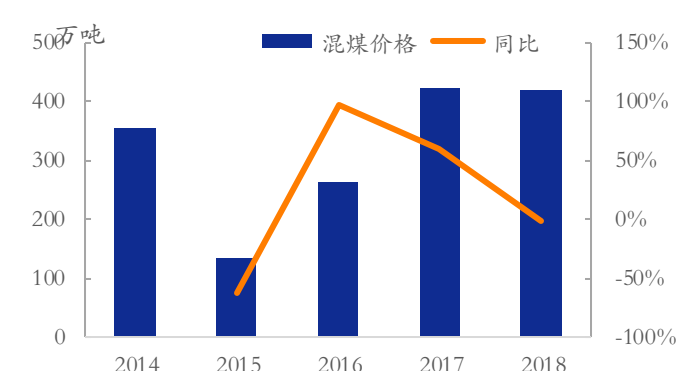
结合供需来看, 2019 年的动力煤价格水平预计仍将维持高位, 公司混煤售价有望稳中有升。公司洗选副产品是混煤, 作为动力煤销售, 公司混煤属低灰、低硫、低磷、高热值的优质动力煤种, 是行业中的上乘品种。2018 年, 公司混煤产量 2231 万吨, 同比增长 0.4%, 创历史新高。2019 年一季度公司销售混煤 446 万吨, 同比增长 8.25%。售价方面, 2018 年混煤售价为 419 元/吨, 同比下降 0.68%, 基本保持平稳。公司混煤长协量占比基本在动力煤总销量的 70%左右, 价格稳定, 利润平稳。

图 17: 混煤销量基本保持稳定



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 混煤售价保持平稳



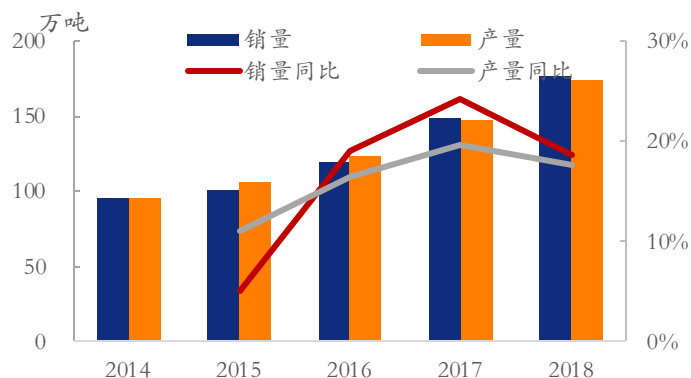
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.3. 焦炭行业盈利能力提升

焦化产能稳步推进。公司焦化业务合计产能 336 万吨/年，分别由子公司五阳弘峰焦化（85.59% 权益）和潞安焦化（100%权益）运营。其中，五阳弘峰焦化产能 60 万吨/年；潞安焦化的在产产能为 156 万吨/年（一厂 60 万吨/年，二厂 96 万吨/年），在建产能 120 万吨/年。公司正在规划潞城焦化园区 500 万吨/年煤焦项目用于置换现有产能，目前一期的 140 万吨/年 6.25m 焦化项目建设正在加紧推进当中。

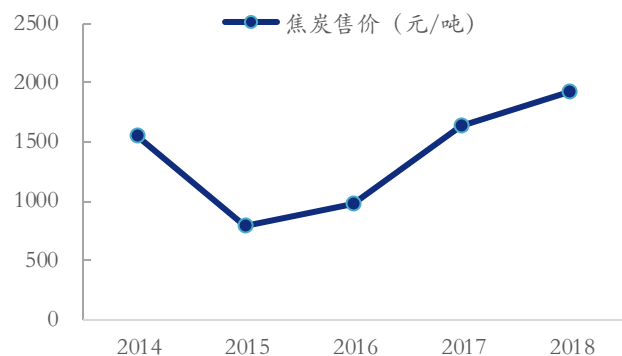
焦炭去产能稳步推进，行业盈利逐步改善。随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的公布，焦炭行业进入了环保驱动下的去产能阶段，2018 年焦化行业的环保边际并未放松，在重污染天气时焦化行业要进行错峰生产，以及环保督查造成的不定期停产以及山西省焦化退城入园、京津冀及汾渭平原地区淘汰 4.3m 以下，运行超过 10 年的焦炉的活动仍在继续，焦炭的供给增量难以释放，但下游生铁产量始终保持高增速，焦炭价格也有望走强。预计 2019 年四季度到 2020 年将进入关停的主要阶段，行业盈利能力将得到提高。

图 19: 2014-2018 公司焦炭销量



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 20: 公司焦炭售价持续走高

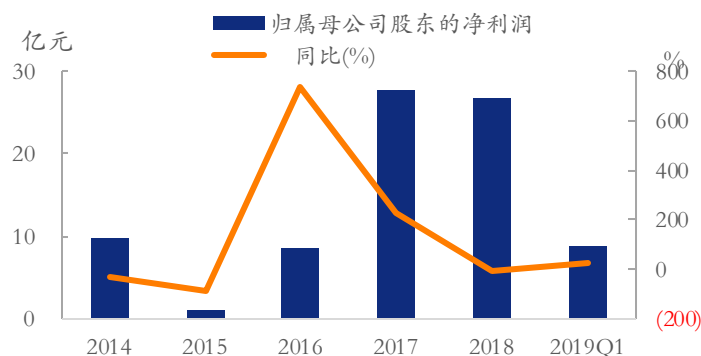


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 公司业绩改善确定性强

2018 年公司实现归母净利润 26.63 亿元，同比下降 4.29%，下降的主要原因是计提了 11.14 亿元的资产减值损失。但 2018 年的业绩下滑同时为 2019 年盈利增长打开空间。

图 21: 公司业绩持续改善



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 预计二季度起煤价同比改善



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

一季度煤价同比降低的情况下业绩大幅增长。2019 年一季度，公司实现净利润 8.7 亿元，同比增长 21.97%。而与去年一季度相比，2019 年一季度的煤价同比下降较为明显，煤价同比下行的背景下公司创造近 22% 的盈利增速，我们预期后续煤价将持续改善，带动公司业绩持续好转。

降税不降价促进业绩释放。二季度起增值税税率下降 3 个百分点，公司采取降税不降价策略，即含税售价保持不变的情况下不含税售价上涨，利好公司业绩释放。

煤价中枢上移的背景下，公司有望释放业绩弹性。我们比较了公司混煤、喷吹煤售价与港口煤价后发现，公司动力煤较秦皇岛港 Q55000 动力煤折价 67%，焦煤较京唐港主焦煤折价 30%，在假设成本、销量保持不变的情况下，动力煤每上涨 10 元，业绩增厚 1.58 亿元，增幅 5.94%；喷吹煤每上涨 50 元，业绩增厚 1.97 亿元，增幅 7.42%。动力煤与喷吹煤分别上升 10 元/吨与 50 元/吨时，公司业绩增厚 3.55 亿元，增幅 13.36%。

3. 山西国改加速，集团资产注入可期

山西国改加速，要求各大集团提升资产证券化率。据山西日报报道，4月15日山西省深化国有企业改革大会召开，山西省委书记骆惠宁强调，“要善于用好活上市公司，今年要大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”，现有上市公司要加强市值管理，逐步提升资产证券化率”。据中煤协数据，2018年潞安集团原煤产量为7985万吨，而上市公司仅为4150万吨，从产量角度来看，证券化率仅为52%，仍有较大提升空间。此外，集团曾做出解决同业竞争承诺，承诺将资产质量较好，盈利能力较强的生产矿井在手续完备且收益率不低于上市公司之日起五年内注入上市公司，使上市公司成为集团旗下唯一煤炭业务经营主体。据梳理，潞安集团共有煤炭权益产能7192万吨，其中4050万吨产能在上市公司内，剩余3102万吨产能具备注入预期。

潞安集团主业为煤炭开采，除煤炭业务外，集团具有煤焦化、煤制油和煤电一体产业链。在化工产品方面，潞安集团设立山西潞安化工有限公司，旨在以该公司为平台，培育发展新型高端现代煤化工企业。据公告，目前该公司正在进行增资扩股，拟引进包含阳煤集团、同煤集团、晋煤集团、中科合成油工程股份有限公司、惠生工程（中国）有限公司等9家战略投资者。目前潞安化工集团下属煤矿（合计权益产能930万吨/年）、精细化工、润滑油等公司，已经形成了煤制油、煤化工等比较完备的产业链，整体相对独立，因此潞安化工下属煤矿注入上市公司的进展预计相对较慢。

表 6：潞安化工控股公司明细

序号	控股单位名称	持股比例(%)	账面价值(亿元)
1	山西潞安煤基合成特种燃料与精细化工研发有限公司	100.00%	1.98
2	山西潞安集团华润煤业有限公司	51.00%	2.23
3	山西高河能源有限公司	55.00%	20.48
4	山西潞安集团司马煤业有限公司	51.72%	15.42
5	山西潞安煤基清洁能源有限责任公司	68.03%	37.35
6	山西潞安恒融化学有限公司	60.00%	0.35
7	山西潞安特种溶剂化学品有限公司	51.00%	0.10
8	山西潞安郭庄煤业有限责任公司	70.01%	5.90
9	山西潞安道恩精细化学品有限公司	65.00%	0.00
10	山西潞安成品油销售有限责任公司	100.00%	0.51
11	山西潞安太行润滑油有限公司	100.00%	0.96
12	山西天脊煤化工集团有限公司	100.00%	17.43
合计			102.72

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们预计约 2172 万吨产能有望注入上市公司。潞安集团合计权益总产能 7152 万吨，其中上市公司产能合计 4050 万吨，潞安化工产能 930 万吨，剔除这两部分产能后，集团还有 2172 万吨产能有望注入上市公司，其中在产产能 757 万吨/年，联合试运转产能 1100 万吨/年，在建产能 315 万吨/年。其中联合试运转产能李村矿、古城矿等属于新建矿井投产矿井，产权清晰，产能规模大，没有信达股权干扰，预计达产后盈利能力较强，在山西国改催化的背景下，资产注入有望加速。

表 7: 潞安集团煤炭资产明细 (单位: 万吨)

归属	矿井	产能	权益	权益产能	矿井状态	权益产能合计
上市公司	五阳	360	100%	360	在产	
	漳村	400	100%	400	在产	
	王庄	710	100%	710	在产	
	常村	800	100%	800	在产	
	余吾	750	100%	750	在产	
	潞宁	180	58%	104	在产	
	孟家窑	120	58%	70	在产	
	开拓	90	60%	54	在产	
	后堡	60	60%	36	在产	
	温庄	120	72%	86.4	在产	4050
	伊田	120	60%	72	在产	
	熙东	60	80%	48	在产	
	常兴	90	83%	74.7	在产	
	黑龙	120	60%	72	在产	
	黑龙关	90	55%	50	联合试运转	
	忻峪	60	51%	31	在建	
	宇鑫	90	70%	63	在建	
	上庄	90	60%	54	在建	
	潞安化工	姚家山	240	90%	216	在建
司马矿		300	52%	156	在产	
郭庄矿		180	70%	126	在产	
高河矿		750	55%	413	在产	
东盛煤业		90	51.09%	46	在产	930
华润煤业		60	51%	31	在产	
左权阜生煤业		120	65%	78	在产	
佳瑞煤业		90	90%	81	联合试运转	
慈林山煤业夏店煤矿		180	93%	167	在产	
华亿五一煤业		90	66%	59	在产	
慈林山煤矿		60	93%	56	在产	
和顺李阳煤业		120	80%	96	在产	
集团		潞安新疆煤化工露天煤矿	300	63%	189	在产
	潞安新疆煤化工砂墩子煤矿	300	63%	189	在产	
	古城煤矿	800	100%	800	联合试运转	
	李村煤矿	300	100%	300	联合试运转	
	潞安新疆砂墩子矿	300	63%	189	在建	
	潞安新疆沙尔湖矿	200	63%	126	在建	
合计		8790	81%	7152		7152

资料来源: 公司公告, 集团中期票据募集说明书, 安信证券研究中心

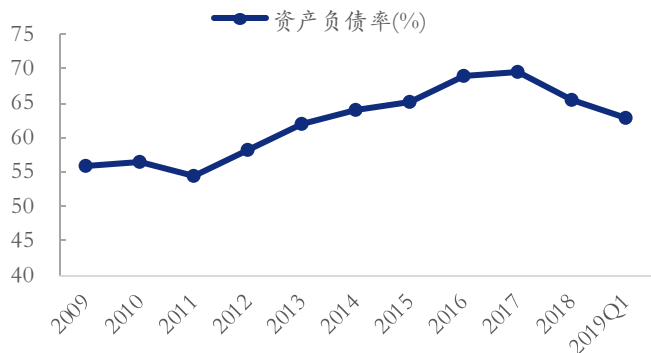
积极推进混改。为贯彻落实全省国有企业改革精神, 积极推进混合所有制改革, 落实转型和专业化发展要求, 2018 年底公司公告公开拟转让潞安焦化的闲置产能指标 165 万吨/年 (潞安焦化总产能 321 万吨/年, 其中在产产能 156 万吨、闲置产能 165 万吨) 以及潞安焦化 49% 的股权, 由于转让标的为闲置产能, 对焦炭的产量无影响, 但有利于盘活现有资产, 推进混改。

4. 估值处于底部，修复预期较强

4.1. 资产负债表改善显著，现金流充裕

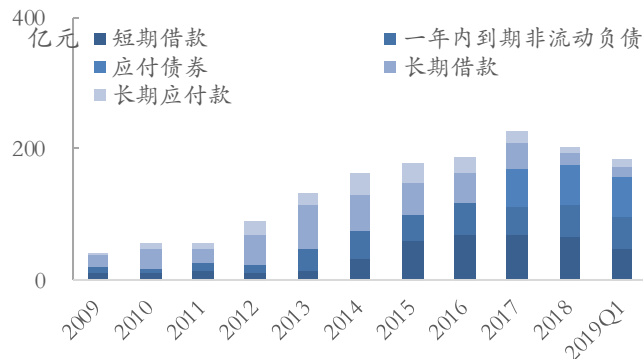
资产负债率降低，资产负债表不断改善。从资产结构来看，公司资产负债率在 2017 年见顶后持续下降，截至 2019 年一季度，资产负债率为 62.96%，已经基本回到 2013 年的水平。同时有息负债也在不断下降，截至 2019 年一季度，公司有息负债总额为 183.34 亿元，较 2017 年的峰值下降 42.26 亿元。

图 23：资产负债率持续下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：有息负债逐年降低

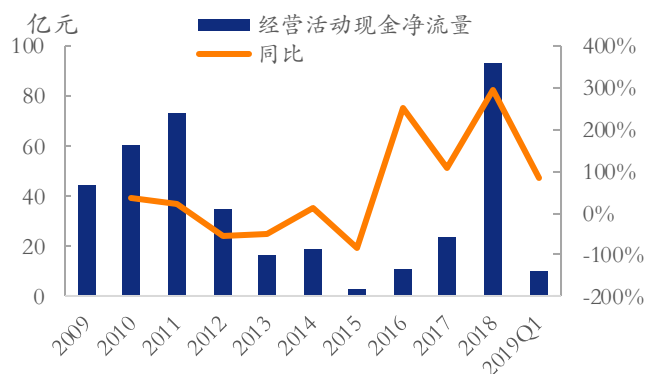


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

现金流十分充沛。自 2016 年行业回暖以来，公司经营性净现金流持续改善，现金流涨幅甚至显著好于利润增幅，2018 年公司经营性净现金流 93.4 亿元，为上市以来最高水平。2019 年一季度公司经营性现金流为 10.08 亿元，同比增长 85%。而下半年煤价仍保持稳中有升的格局，公司产销两旺，因此预计 2019 年经营性现金流仍将持续改善。

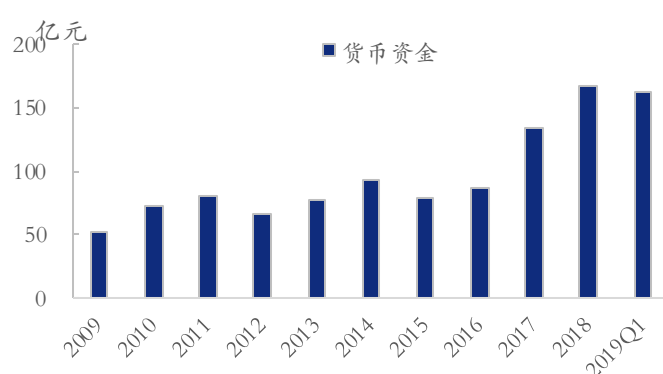
账面货币资金方面，截至 2019 年一季度，公司账面共有货币资金 162.27 亿元，同时期有息负债总额为 183.34 亿元，公司货币资金可基本覆盖所有有息负债。

图 25：2018 年公司经营性净现金流创历史新高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：公司货币资金十分充裕



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 公司估值处于偏低水平

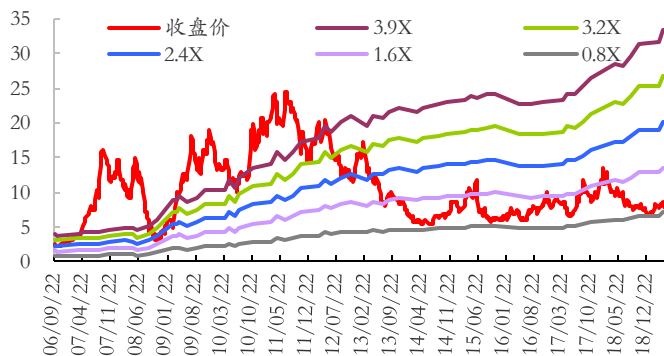
4.2.1. 公司估值处于历史底部

目前公司的 PE 处于历史底部。截至 2019 年 5 月 24 日，潞安环能 PE 为 8.18 倍，较历史平均水平 36 倍折价 77.27%。自上市以来，历史最低 PE 为 5.04 倍，出现在 2008 年下半年，当年煤价呈现“倒 U”型走势，经过上半年的限价后，下半年正是煤价下跌时点。而 2019 年预计全年煤价走势平稳，动力煤高位震荡，焦煤全年高位稳定。

公司目前 PB 折价也非常明显。截至 2019 年 5 月 24 日，潞安环能 PB 为 0.91 倍，较历史平均水平 3.42 倍折价 73.39%。PB 低点出现在 2015 年下半年，当时为煤炭行业最困难的时段，秦皇岛 Q5500 动力煤价格跌破 400 元/吨至 351 元/吨，京唐港主焦煤跌破 700 元/吨至 670 元/吨，已经跌破全行业成本线，行业盈利迅速缩水，2015 年公司业绩也为近 10 年以来最低点。

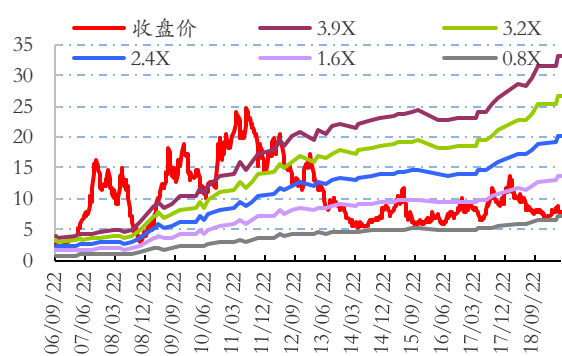
从历史估值角度来看，潞安环能明显存在低估。无论从行业角度还是从公司自身角度来看，公司当前时点状态都好于历史估值最低时点。1) 从行业来看，目前煤价高位稳定，冶金煤价格有望持续上涨。2) 公司业绩稳定释放，2018 年全年实现净利润 26.63 亿元，经营性净现金流 93.4 亿元，已经超过 2012 年全年水平。

图 27: 上市以来公司 PE 变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 上市以来公司 PB 变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2.2. 与同行业公司相比，公司估值同样被低估

与焦煤公司相比，公司 PB 与 PE 均被低估。与 7 家 A 股上市的炼焦煤公司相比，截至 5 月 24 日，公司 PE 为 8.18 倍，仅低于淮北矿业，远低于行业平均 10.14 倍 PE 水平。而从盈利来看，公司 ROE 水平位居行业第三，仅低于淮北矿业与盘江股份。PB 方面，公司仅高于平煤股份与冀中能源，低于行业平均 1.01 倍 PB 水平。

表 8: 潞安环能估值低于焦煤行业公司

	市值 (亿元)	PE	PB	ROE (%)
淮北矿业	245.27	5.52	1.41	5.65
潞安环能	230.64	8.18	0.91	3.58
盘江股份	95.33	9.87	1.37	4.40
平煤股份	97.04	9.96	0.72	2.45
平均	166.84	10.14	1.01	3.36
西山煤电	193.17	10.26	0.94	2.93
冀中能源	139.58	17.04	0.68	1.16

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

在动力煤公司中，公司 PE 处于中游水平，但 PB 较低。焦煤由于本身资源的稀缺性，相对于动力煤焦煤公司的估值应当包含资源溢价，但目前公司估值在动力煤行业中仍位于相对低位，截至 5 月 24 日，在 14 家动力煤公司中，潞安环能 PE 位处于中游水平。PB 方面，在动力煤行业中位列第四，仅高于中煤能源、上海能源以及靖远煤电。

表 9：与动力煤公司相比，公司估值处于低位

	市值 (亿元)	PE	PB	ROE (%)
恒源煤电	75.00	5.98	0.93	2.93
兖州煤业	521.66	6.53	0.98	3.70
露天煤业	143.01	6.89	1.08	6.26
中国神华	3,649.75	8.14	1.07	3.77
潞安环能	230.64	8.18	0.91	3.58
陕西煤业	909.00	8.32	1.73	5.32
大同煤业	76.82	9.97	1.32	4.19
靖远煤电	63.35	11.80	0.84	1.98
上海能源	71.48	12.68	0.73	2.52
行业平均	477.95	13.94	1.19	3.51
中煤能源	632.44	17.74	0.67	1.66
大有能源	95.63	18.59	1.10	1.79
新集能源	80.82	25.79	1.40	7.37
山煤国际	109.04	26.73	2.93	3.93
郑州煤电	32.69	27.83	0.94	0.19

资料来源：Wind，安信证券研究中心

与港股上市公司相比，处于中游水平。但是港股对 A 股天然存在折价情况，以中国神华、兖州煤业以及中煤能源为例，其 A 股与 H 股的 PE 分别为 8.14/6.22;6.53/3.50 以及 17.74/8.08 平均折价幅度约在 15%~50%左右，取最低值折价后（即折价 15%），公司估值为 7.84 倍，略高于神华 H 股。同理，以 20%的折价测算 PB 为 0.78 倍，低于大部分港股煤炭上市公司。

表 10：公司 PE 略高于行业平均，PE 低于行业均值

	市值 (亿元)	PE	PB	ROE (%)
易大宗	16.76	1.70	0.46	29.71
MONGOL MINING	14.92	2.05	0.21	10.42
兖州煤业股份	581.42	3.50	0.48	17.25
力量能源	38.78	4.16	1.89	52.33
伊泰煤炭	291.66	4.43	0.54	13.55
和嘉控股	6.19	4.86	1.22	28.86
行业平均	585.03	5.93	0.89	19.52
中国神华	4466.41	6.22	0.81	13.85
潞安环能	208.68	6.95	0.78	12.10
中煤能源	713.75	8.08	0.39	4.96
首钢资源	105.51	8.53	0.61	7.03
久泰邦达能源	13.28	10.34	1.84	28.48
兖煤澳大利亚	510.83	10.38	1.52	15.67

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：ROE 为 2018 年年报水平

市值单位为港币，潞安环能为市值同样为港币，汇率取 0.8

美国煤炭行业与国内相比相对不太乐观，美国天然气等清洁能源对煤炭的替代不断增强，且增速远快于国内。美国煤炭行业始终面临下游需求收缩的局面，所以美国煤炭股估值也相对较低，剔除亏损公司后，在美股可比公司中，PE 处于行业均值水平，PB 低于行业均值。

表 11: PB 与 PE 均低于美股平均

	市值 (亿元)	PE	PB	ROE (%)
WARRIOR MET COAL	13.77	1.98	1.93	123.80
博地能源	26.29	4.04	0.77	18.48
ARCH COAL INC	14.86	4.56	2.12	45.61
CONSOL ENERGY	7.54	4.93	1.84	49.81
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	22.53	6.29	1.91	31.49
CONSOL RESOURCES	COAL 4.56	6.85	2.03	30.40
行业平均	79.64	8.25	1.48	34.10
潞安环能	230.64	8.26	0.91	12.10
RAMACO RESOURCES	2.54	10.11	1.80	19.70
必和必拓	471.93	12.74	0.85	6.57
Hallador 能源	1.74	22.78	0.68	3.02

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 盈利预测

5.1. 关键假设

假设一：动力煤、喷吹煤售价稳中有升。根据上文，我们预计公司 2019 年混煤售价为 428/430/426 元/吨，喷吹煤售价为 829/841/849 元/吨；测算综合售价为 576/582/583 元/吨，同比增速为 1%/2%/0%。

表 12：潞安环能煤炭价格历年走势及预测

元/吨	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
综合售价	434	317	341	542	565	576	582	583
(+/-%)		-27%	8%	59%	4%	2%	1%	0%
动力煤	343	303	263	422	419	428	430	426
(+/-%)		-12%	-13%	61%	-1%	2%	1%	-1%
喷吹煤	542	328	492	739	812	829	841	849
(+/-%)		-39%	50%	50%	10%	2%	2%	1%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

假设二：公司产销量基本稳中有升。由于 2018-2019 年黑龙以及上庄矿的投产，公司产销量将保持稳中有升的态势，预计 2019-2021 年公司煤炭总销量分别为 3894/33950/3989 万吨。其中喷吹煤销量分别为 1494/1516/11531 万吨，混煤（动力煤）销量增速分别为 2280/2314/2338 万吨。

表 13：潞安环能煤炭销量预测

单位：万吨	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销量	3318	3099	3624	3805	3806	3894	3950	3989
(+/-%)		-6.6%	16.9%	5.0%	0.0%	2.0%	1.5%	1.0%
动力煤	1794	1359	2385	2222.15	2231.15	2280	2314	2338
(+/-%)		-24%	75%	-7%	0%	2.2%	1.5%	1.0%
喷吹煤	1524	1740	1240	1433.28	1461.47	1494	1516	1531
(+/-%)		14%	-29%	16%	2%	2.2%	1.5%	1%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

假设三：由于矿山环境治理基金计提，2019 年成本预计微幅增长。预计 2019-2021 年煤炭销售成本分别为 329.63/331.28/329.62 元/吨。

假设四：暂不考虑公司未来注入资产。

5.2. 盈利预测和投资建议

根据模型推演，预计 2019-2021 年将实现净利润 34.49 亿元/35.99 亿元/37.54 亿元。二季度起焦煤价格有望继续上涨，同时公司业绩包袱消化完毕，公司未来业绩弹性释放可期。我们认为以当前估值水平，公司存在一定修复空间。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 11.53 元，对应 10 倍 PE。

6. 风险提示

1) 宏观经济下行风险

本文的盈利预测建立在煤炭行业景气度向好的基础上，若宏观经济大幅下滑，带动煤价大幅下跌，将影响到公司产销情况，对其盈利能力有重大影响。

2) 下游行业价格下跌风险

下游行业产品价格下跌不利于公司产品价格上涨，对其盈利能力有负面影响。

3) 山西国企改革受阻

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,543.6	25,139.6	25,426.8	25,626.6	25,906.9	成长性					
减:营业成本	13,937.3	15,046.4	15,080.7	15,077.1	15,149.2	营业收入增长率	65.5%	6.8%	1.1%	0.8%	1.1%
营业税费	1,869.8	2,038.6	2,082.5	2,098.8	2,121.8	营业利润增长率	190.6%	-10.7%	63.2%	5.4%	5.0%
销售费用	435.9	372.6	376.1	366.5	370.5	净利润增长率	224.6%	-4.3%	29.5%	4.4%	4.3%
管理费用	2,561.0	1,910.4	1,929.9	1,945.1	1,953.4	EBITDA 增长率	94.3%	6.5%	19.9%	2.5%	2.3%
财务费用	940.8	1,014.7	1,029.3	943.3	856.1	EBIT 增长率	130.1%	9.5%	26.2%	3.0%	2.8%
资产减值损失	307.5	1,113.7	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	195.5%	-14.4%	49.1%	3.0%	2.8%
加:公允价值变动收益	0.0	-	0.5	-0.1	-0.1	投资资本增长率	9.4%	-10.2%	11.1%	-29.8%	7.0%
投资和汇兑收益	-93.5	93.9	90.0	90.0	90.0	净资产增长率	13.1%	10.5%	-4.7%	11.1%	12.2%
营业利润	3,410.1	3,044.3	4,968.8	5,235.8	5,495.8	利润率					
加:营业外净收支	-8.0	-126.4	-75.0	-79.2	-65.0	毛利率	40.8%	40.1%	40.7%	41.2%	41.5%
利润总额	3,402.1	2,917.9	4,893.8	5,156.6	5,430.8	营业利润率	14.5%	12.1%	19.5%	20.4%	21.2%
减:所得税	936.1	976.5	1,609.6	1,696.0	1,786.2	净利润率	11.8%	10.6%	13.6%	14.0%	14.5%
净利润	2,782.2	2,663.0	3,448.5	3,599.0	3,753.9	EBITDA/营业收入	24.1%	24.0%	28.4%	28.9%	29.3%
						EBIT/营业收入	18.4%	18.9%	23.6%	24.1%	24.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	297	303	303	286	268
货币资金	13,451.5	16,690.4	10,676.6	23,007.7	25,209.7	流动营业资本周转天数	-94	-109	-105	-123	-154
交易性金融资产	0.8	-	0.5	0.4	0.3	流动资产周转天数	414	432	405	403	455
应收账款	4,215.6	3,787.1	4,014.7	3,718.9	3,968.3	应收账款周转天数	63	57	55	54	53
应收票据	12,022.0	7,694.4	12,082.0	1,443.2	5,753.2	存货周转天数	17	13	12	12	12
预付账款	254.3	119.9	232.0	217.0	189.0	总资产周转天数	950	943	908	884	914
存货	1,057.3	738.9	1,018.8	712.5	1,001.0	投资资本周转天数	404	375	370	329	278
其他流动资产	139.2	102.9	122.1	121.4	115.4	投资回报率					
可供出售金融资产	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	ROE	13.2%	11.1%	15.0%	14.1%	13.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	3.0%	5.2%	5.5%	5.3%
长期股权投资	2,439.1	3,247.0	3,247.0	3,247.0	3,247.0	ROIC	12.5%	9.8%	16.3%	15.1%	22.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	20,435.3	21,909.8	20,854.5	19,799.2	18,743.9	销售费用率	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
在建工程	3,446.9	2,838.7	2,838.7	2,838.7	2,838.7	管理费用率	10.9%	7.6%	7.6%	7.6%	7.5%
无形资产	8,700.1	7,819.8	7,642.0	7,464.2	7,286.3	财务费用率	4.0%	4.0%	4.0%	3.7%	3.3%
其他非流动资产	273.2	278.2	294.4	252.5	241.8	三费/营业收入	16.7%	13.1%	13.1%	12.7%	12.3%
资产总额	66,473.9	65,265.6	63,061.8	62,861.2	68,633.2	偿债能力					
短期债务	7,025.4	6,595.4	5,888.0	6,000.0	6,200.0	资产负债率	69.4%	65.6%	66.0%	62.1%	61.1%
应付账款	13,878.5	13,636.0	13,593.2	11,324.5	10,934.6	负债权益比	226.9%	190.4%	194.4%	164.1%	157.1%
应付票据	4,294.5	3,022.8	4,153.1	2,909.6	4,075.0	流动比率	0.91	0.87	0.85	1.01	1.14
其他流动负债	9,149.0	10,417.7	9,424.3	8,814.7	10,466.0	速动比率	0.88	0.84	0.82	0.98	1.11
长期借款	4,031.8	1,740.0	2,687.0	3,000.0	3,500.0	利息保障倍数	4.61	4.68	5.83	6.55	7.42
其他非流动负债	7,757.5	7,380.9	5,896.2	7,011.5	6,762.9	分红指标					
负债总额	46,136.6	42,792.7	41,641.8	39,060.3	41,938.6	DPS(元)	0.29	-	0.35	0.36	0.25
少数股东权益	-777.0	-1,428.1	-1,592.3	-1,730.7	-1,840.1	分红比率	30.9%	0.0%	30.0%	30.0%	20.0%
股本	2,991.4	2,991.4	2,991.4	2,991.4	2,991.4	股息收益率	3.7%	0.0%	4.5%	4.7%	3.3%
留存收益	15,654.0	17,607.0	20,020.9	22,540.2	25,543.4						
股东权益	20,337.3	22,472.8	21,420.0	23,800.9	26,694.7						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.93	0.89	1.15	1.20	1.25
现金流量表						BVPS(元)	7.06	7.99	7.69	8.53	9.54
净利润	2,466.0	1,941.4	3,448.5	3,599.0	3,753.9	PE(X)	8.3	8.7	6.7	6.4	6.1
加:折旧和摊销	1,331.3	1,298.4	1,233.1	1,233.1	1,233.1	PB(X)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
资产减值准备	307.5	1,113.7	-	-	-	P/FCF	4.5	6.1	-15.4	1.7	7.6
公允价值变动损失	-0.0	-	0.5	-0.1	-0.1	P/S	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
财务费用	1,067.5	1,149.4	1,029.3	943.3	856.1	EV/EBITDA	7.1	3.4	3.8	2.3	2.0
投资损失	93.5	-93.9	-90.0	-90.0	-90.0	CAGR(%)	12.0%	23.4%	66.6%	12.0%	23.4%
少数股东损益	-316.3	-721.6	-164.2	-138.4	-109.3	PEG	0.7	0.4	0.1	0.5	0.3
营运资金的变动	-2,737.1	4,260.5	-3,988.8	7,001.1	-2,579.3	ROIC/WACC	1.3	1.0	1.6	1.5	2.2
经营活动产生现金流量	2,373.2	9,340.3	1,468.4	12,548.1	3,064.4	REP	1.2	0.9	0.6	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	-698.7	-1,769.4	89.0	90.2	90.2						
融资活动产生现金流量	2,695.4	-3,736.6	-7,571.1	-307.1	-952.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034