

潞安环能 (601699.SH)

高弹性喷吹龙头，成长可期价值凸显

喷吹煤龙头企业，背靠省内唯一煤化一体集团。公司是山西省喷吹煤龙头企业，市场地位显著。公司控股股东潞安化工集团实力雄厚，山西省于2020年启动了七大煤企间的拆分重组事宜。潞安化工集团完成重组后成为省内唯一煤化一体省属重点国有企业。公司深耕煤炭主业，拥有喷吹煤和动力煤两大核心业务，辅以焦炭业务2022年业绩继续冲锋，归母净利润达到历史最高水平。2022年公司实现营业收入543.0亿元，同比增长19.8%；实现归母净利润141.7亿元，同比增长110.5%。

喷吹煤：限价政策免疫，产量名列前茅。公司是首个将贫煤、贫瘦煤应用到高炉喷吹中，自主研发的高炉喷吹技术被认定为国家标准，2010年7月公司被国家科技部认定为高新技术企业，是全国煤炭行业首家被认定的高新技术企业，享受15%的税率优惠。2022年公司实现喷吹煤产量2042万吨，同比增加2.2%。喷吹煤作为焦炭的替代品，不受政策限价影响。公司喷吹煤多为现货销售，业绩弹性极大。且公司喷吹煤长协销售价格与现货销售价格相差很小，并按照月度定价。2022年公司喷吹煤业务带来275.5亿元的营业收入和171.3亿元的毛利润。

焦炭：4.3米焦炉关停或导致盈利明显改善。产能置换周期的“空窗期”或是焦化企业利润修复的最佳阶段。截至2023年4月，全国仍有约10500万吨焦化产能面临退出，约占比焦炭总产能20%。从更长周期来看，5.5米以下的焦炉也面临陆续退出的计划，届时焦炭供需缺口有望延续，支撑焦价延续高位；同时，随着中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，焦化行业的产业链议价能力也将明显增强。公司焦化板块经营主体为潞安焦化即其下属五阳弘峰，公司焦炭合计产能约210万吨/年，其中潞安焦化产能约150万吨/年，五阳弘峰产能60万吨/年。2021年依据山西省焦化行业压降过剩产能工作安排，潞安焦化在建的140万吨焦化项目为现有在产产能置换项目。根据公司2022年5月12日互动问答中回复，该项目目前已经投产。公司共规划500万吨焦炭产能园区，未来有望成为公司新的利润增长点，公司焦炭业务有望受益于“4.3米焦炉关停”实现业绩明显改善，同时公司仍有新增产能布局，成长属性凸显。

公司内部经营改善，产能有望大幅增长。三项费用率持续降低，为近六年最低值。2021年公司合计计提各项费用及损失达35.4亿，历史负担进一步减轻。在建工程充足，截止2022年6月底共有750万吨技改及拓深在建项目。集团有望资产注入，集团尚有2030万吨/年的优质主体矿未资产证券化。焦炭有望成为营收增长点，新建140万吨焦炭已经投产，公司规划未来建设500万吨焦炭产能园区。

投资建议：公司为喷吹煤龙头企业，喷吹煤业务不受限价政策影响，价格伴随焦炭价格，当焦炭价格处于上行区间，公司喷吹煤营业收入能够实现快速增长。公司共规划500万吨焦炭产能园区，未来有望成为公司新的利润增长点，公司焦炭业务有望受益于“4.3米焦炉关停”实现业绩明显改善，同时公司仍有新增产能布局，成长属性凸显。我们预计公司2023年~2025年实现归母净利润分别为146.7亿元、151.6亿元、156.4亿元，对应PE为4.1、4.0、3.9。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：煤价大幅下跌，资产注入存在不确定性，在建矿井投产进度不及预期，公司主营业务产销、价格等测算误差风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,322	54,297	50,842	52,099	53,731
增长率 yoy (%)	74.0	19.8	-6.4	2.5	3.1
归母净利润(百万元)	6,731	14,168	14,671	15,164	15,636
增长率 yoy (%)	246.0	110.5	3.6	3.4	3.1
EPS 最新摊薄(元/股)	2.25	4.74	4.90	5.07	5.23
净资产收益率(%)	20.5	31.8	28.5	25.7	23.4
P/E(倍)	9.0	4.3	4.1	4.0	3.9
P/B(倍)	1.7	1.2	1.1	1.0	0.9

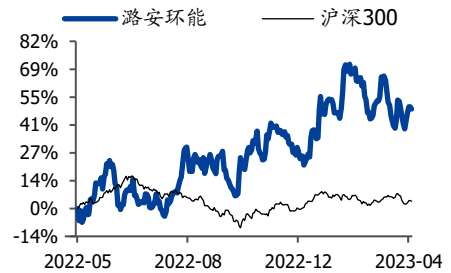
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年5月5日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
5月5日收盘价(元)	20.00
总市值(百万元)	59,828.18
总股本(百万股)	2,991.41
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	26.61

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

相关研究

内容目录

1. 喷吹煤龙头，煤炭行业唯一“专精特新”	5
1.1. 老牌国有煤企，喷吹煤龙头企业	5
1.2. 背靠潞安化工集团，旗下煤炭上市平台	5
1.3. 2022年公司业绩创历史最好水平	7
2. 喷吹煤贡献业绩弹性，成本优势凸显	10
2.1. 公司资源禀赋优异，产销稳步提升	10
2.2. 喷吹煤：价格景气周期已至，业绩弹性贡献显著	11
2.2.1. 焦钢博弈阶段，喷吹煤价格趋同于焦炭但更为坚挺	12
2.2.2. 公司喷吹煤行业龙头，产量+技术名列前茅	13
3. 焦炭：4.3米焦炉关停或导致盈利明显改善	16
3.1. 焦钢博弈，焦化企业利润等待修复	16
3.2. 4.3米焦炉关停或导致盈利明显改善	17
3.2. 公司焦炭业务将成为营收增长点	19
4. 资产结构优化，内生&外延、成长可期	21
4.1. 成本费用率逐渐降低，资产结构进一步优化	21
4.2. 煤炭产量持续释放，集团有望资产注入	21
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 核心假设	23
5.2. 盈利预测	24
5.3. 投资建议	26
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司成长史	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年底)	6
图表 3: 潞安化工集团“三化一型”定位	7
图表 4: 公司营业收入及增速情况 (百万元)	7
图表 5: 公司归母净利润及增速情况 (百万元)	7
图表 6: 公司季度营业收入及增速情况 (百万元)	8
图表 7: 公司季度归母净利润及增速情况 (百万元)	8
图表 8: 公司营业收入拆分情况	8
图表 9: 公司毛利拆分情况	8
图表 10: 公司毛利率情况	9
图表 11: 2022 年公司现有煤矿梳理 (部分)	10
图表 12: 公司动力煤生产趋势 (万吨)	10
图表 13: 公司喷吹煤生产趋势 (万吨)	10
图表 14: 公司洗精煤生产趋势 (万吨)	11
图表 15: 公司商品煤毛利趋势 (元/吨)	11
图表 16: 高炉炼铁生产工艺及主要设备简图	11
图表 17: 喷吹煤煤种优缺点	12
图表 18: 喷吹煤主产地车板价与焦炭主产地出厂价 (元/吨)	13
图表 19: 247 家钢厂喷吹煤与焦炭库存 (万吨)	13

图表 20: 钢厂利润 (元/吨)	13
图表 21: 公司贫煤、贫瘦煤煤质特性	14
图表 22: 公司喷吹煤年营业收入和营业成本 (百万元)	15
图表 23: 公司喷吹煤吨煤成本及毛利 (元)	15
图表 24: 公司喷吹煤产量情况 (万吨)	15
图表 25: 公司喷吹煤销量情况 (万吨)	15
图表 26: 公司按季度喷吹煤产销量 (万吨)	15
图表 27: 中国焦炭生产趋势 (万吨)	16
图表 28: 焦炭-价格 (元/吨)	17
图表 29: 焦炭-吨焦盈利 (分区域) (元/吨)	17
图表 30: 主产区焦炭产能退出政策	18
图表 31: 全国 4.3 米及以下焦炉产能分省统计图	19
图表 32: Mysteel 统计 2022 年国内焦炉型号占比情况 (%)	19
图表 33: 山西省焦化产能情况 (万吨)	19
图表 34: 公司焦炭营业收入和营业成本 (百万元)	20
图表 35: 公司焦炭产销量 (万吨)	20
图表 36: 公司三项费用率 (亿元)	21
图表 37: 公司重点在建项目 (亿元) (2022 年年报)	21
图表 38: 潞安环能主要业务数据假设	24
图表 39: 潞安环能主要业务板块盈利预测 (百万元)	25
图表 40: 可比公司估值对比 (2023-5-4 收盘价)	26

1. 喷吹煤龙头，煤炭行业唯一“专精特新”

1.1. 老牌国有煤企，喷吹煤龙头企业

老牌国有煤企，手握优质煤炭产能。山西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，于2006年9月22日挂牌上市。

- 2010年公司被认定为高新企业，享受15%的优惠税率；
- 2012年公司将亚晋焦化、潞安亚晋、隆源焦化整合为潞安焦化；
- 2013年公司收购潞安华亿世纪焦化（75万吨/年）和潞安左权五里堆煤业公司焦化厂（40万吨/年）；
- 2018年集团受让公司忻丰煤业（60万吨/年）、忻岭煤业（60万吨/年）、大木厂煤业（90万吨/年）和静安煤业（90万吨/年）；
- 2019年公司收购慈林山煤业（540万吨/年），公司的煤炭产能得到大幅提升。

打造全国最大喷吹煤基地。公司开采煤层的主要煤种是瘦煤、贫瘦煤和贫煤，煤炭产品属特低硫、低磷、低灰、高热量的优质动力煤和炼焦配煤，主要有喷吹煤、动力煤、洗精煤、洗混块等煤炭产品以及焦炭产品，主要用于发电、动力、炼焦和钢铁行业。公司为喷吹煤龙头企业，喷吹煤产量占据全国产量的四分之一，为全国最大喷吹煤基地。公司集约高效生产水平、技术装备水平、科技研发实力和安全管理水平，均属全煤行业前列。

图表 1: 公司成长史



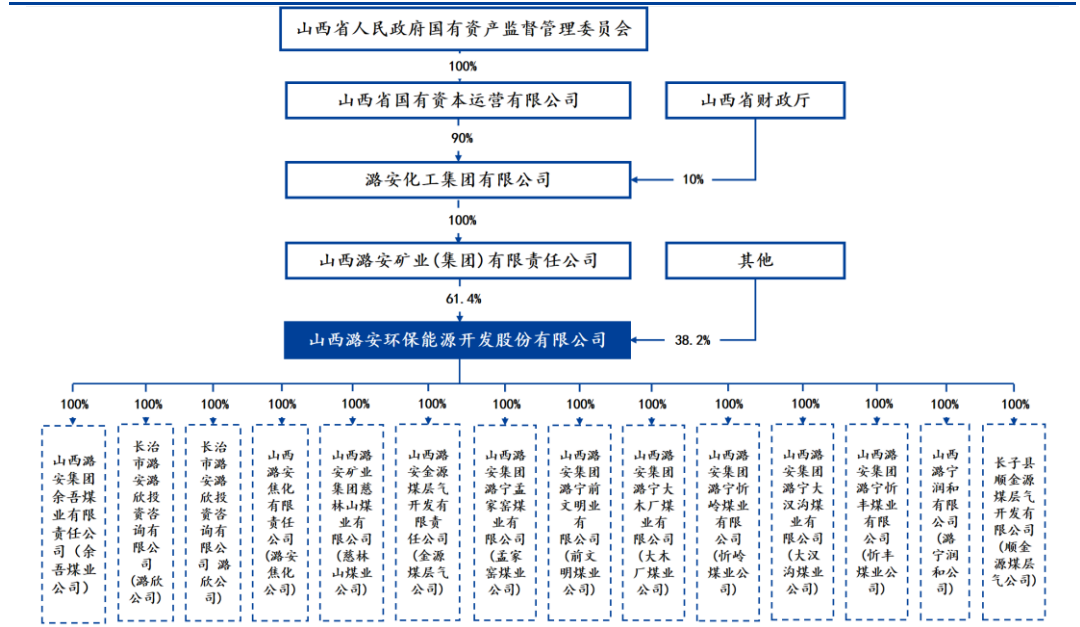
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2. 背靠潞安化工集团，旗下煤炭上市平台

控股股东完成重组，打造煤化一体产业。公司控股股东为山西潞安矿业（集团）有限责任公司，截至2022年底，山西潞安矿业（集团）有限责任公司实际控股61.4%。潞安化工集团有限公司（以下简称：“集团公司”）是山西潞安矿业（集团）有限责任公司的全资母公司，实际控制人为山西省国资委。集团公司是以原潞安集团煤化一体产业为主体，整合重组相关省属企业优质化工资产和配套原料煤矿，组建而成的煤化一体省属重点国有企业。**拥有潞安环能、阳煤化工2家上市公司。**为推进省属重点国企优化重组，

山西省于 2020 年启动了七大煤企间的拆分重组事宜，**并形成了如今晋能控股、山西焦煤两大能源航母以及分别以化工为主业的潞安化工和以新材料为主业的华阳集团四大国企并立格局**。通过战略性专业化重组，潞安化工构建了以现代化工和煤炭为主导产业，以新材料和清洁能源为辅助产业的现代产业体系；拥有 2 个国家级技术中心、2 个博士后科研工作站、1 家产业技术研究总院，以及 12 家国家高新技术企业。同时，与多家国内一流科研机构合作构建了产学研用一体化开放创新平台，形成了集化工技术研发、产品营销、工程总包、化工装备制造、运维服务、资本运营等于一体的完整产业链条。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年底)



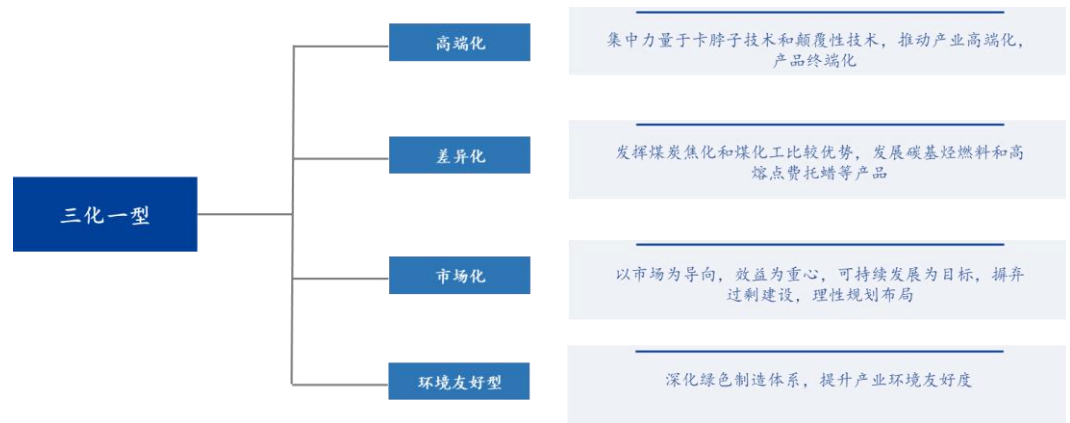
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

依托优质煤炭资源，大力发展“三化一体”战略。重组完成后，潞安化工集团形成科技引领、创新驱动、优势叠加、效益发展的良好态势。集团公司构建以现代化为核心主导、以优势煤炭为原料保障、以新材料和清洁能源为战略支撑的现代产业体系，形成集化工技术研发、产品营销、化工装备制造、资本运营等一体的管理产业链，形成资源、技术、产品、环保及上下游一体化等诸多优势。**通过重组，化工产业为核心主导产业，涵盖传统化工和现代化工，主要产品包括硝酸铵、化肥、高端精细化工产品。**

潞安化工集团企业定位：三化一型（高端化、差异化、市场化、环境友好型）

- **高端化：**高科技支撑，高起点开发，高标准建设，集中力量致力于高质量发展的卡脖子技术和颠覆性技术，通过产业集群构建，使产业链上下游主力衔接，综合联动，推动产业走向高端，产品趋向终端。公司开发了甲苯氧化耦合制乙烯技术，打通了合成气及甲醇生产乙烯的加工路线，与上海方面联合研发的氧化制烯烃技术，成功解决了技术难题。
- **差异化：**依托山西省产业基础，发挥煤炭焦化比较优势，发展如沥青、碳纤维、石墨、润滑油等碳基燃料，依托煤化工优势，致力于开发区别于石油化工的高熔点费托蜡等产品，填补国内空白实现进口替代。
- **市场化：**以市场为导向，以效益为重心，以可持续发展为目标，摒弃扎堆建设形成过剩的恶性循环，升入挖掘市场潜力的竞争优势，理性规划科学布局，提高产业综合竞争力。一方面打造细分领域的头部企业为目标，推动产业整合产业聚集。
- **环境友好型：**面向碳中和碳达峰，深化绿色制造体系，提升产业环境友好力度。

图表3: 潞安化工集团“三化一型”定位

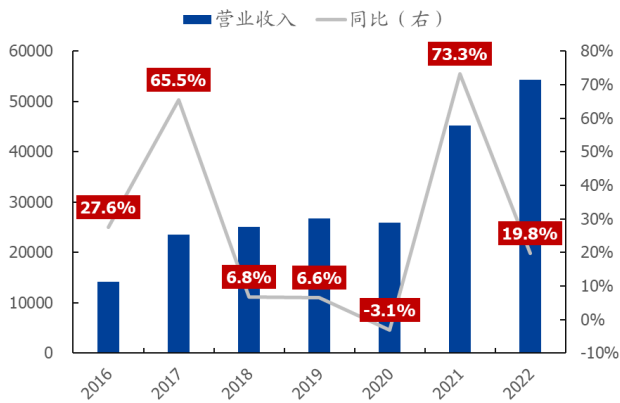


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3. 2022 年公司业绩创历史最好水平

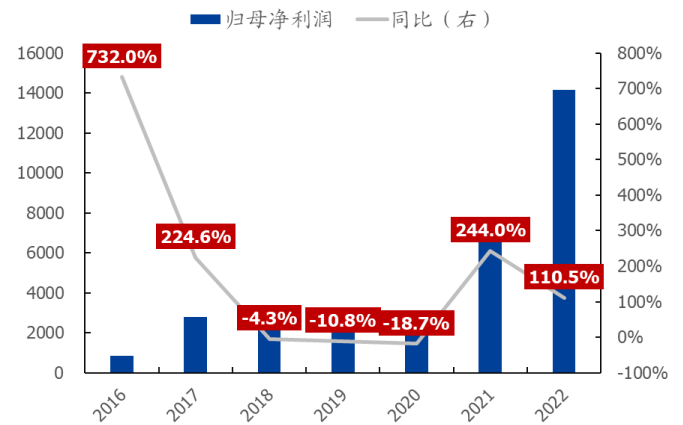
2022 年业绩大增, 归母净利润达到历史最高水平。2022 年公司实现营业收入 543.0 亿元, 同比增长 19.8%; 实现归母净利润 141.7 亿元, 同比增长 110.5%。公司原煤产量 5690 万吨, 同比增长 4.67%; 商品煤销量 5294 万吨, 同比增长 5.14%。2022 年归母净利润环比、同比大幅增加的主要原因是煤炭行业行情延续, 公司主要产品价格同比增长, 其次是公司产销量同比增长以及成本管控优化。

图表4: 公司营业收入及增速情况 (百万元)



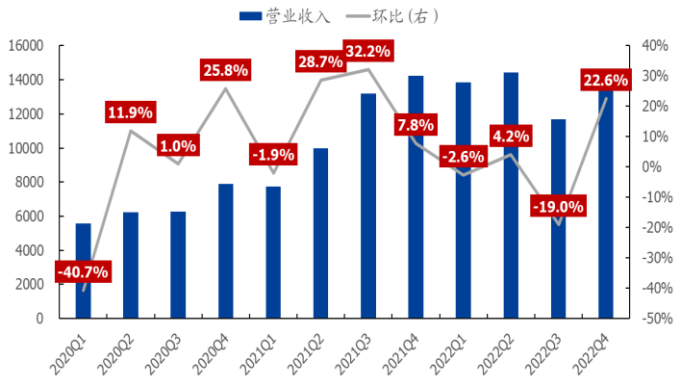
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 公司归母净利润及增速情况 (百万元)



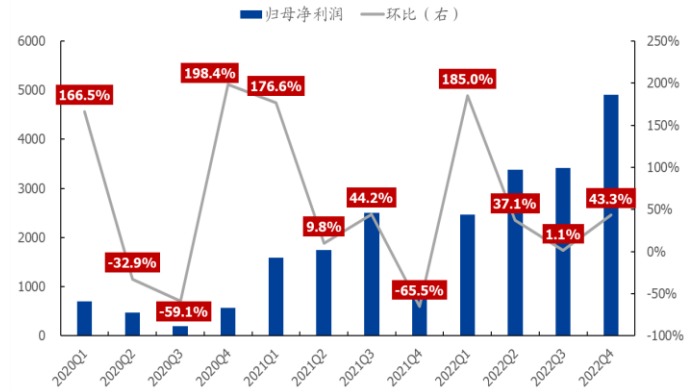
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司季度营业收入及增速情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司季度归母净利润及增速情况 (百万元)

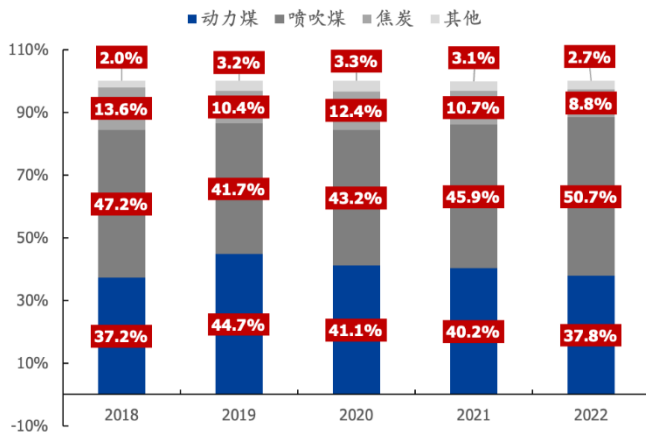


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

喷吹煤和动力煤为公司主要的利润来源。自 2018 年以来, 喷吹煤业务稳定贡献超四成以上的营业收入, 为公司营收贡献最大的业务, 动力煤业务营收占比保持在 40% 上下, 焦炭业务占公司营收一成比例。

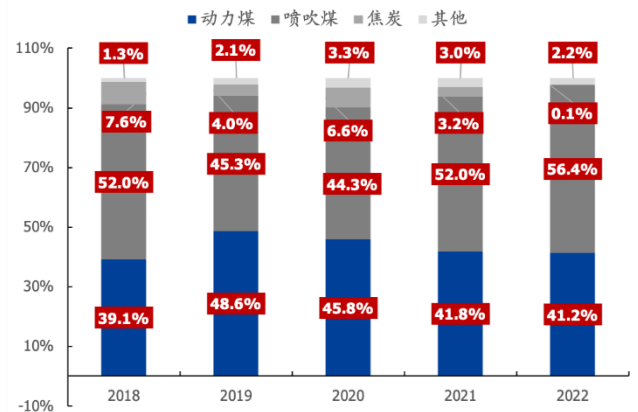
- 喷吹煤业务毛利占比从 2018 年的 52.0% 下降至 2020 年的 44.3%, 在 2021 年重新回到 52%, 并在 2022 年上升至 56.4%, 为公司贡献主要利润;
- 混煤业务为公司稳定贡献四成毛利润;
- 焦炭业务的毛利占比在 2018 至 2022 年整体处于下降趋势, 2021 年下降 3.2%, 于 2022 年大幅下降至 0.1%, 主因公司 2022 年煤炭业务毛利润进一步增长;
- 公司其他业务包括洗精煤和其他洗煤等, 营业收入及毛利润占比均不超过 4%, 不是公司主要的利润来源。

图表 8: 公司营业收入拆分情况



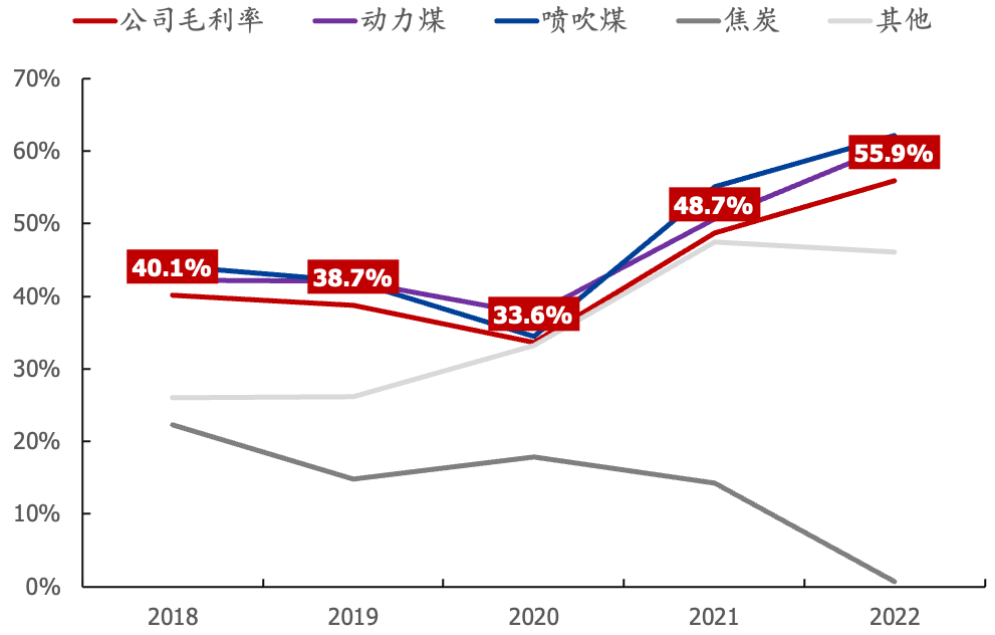
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司毛利拆分情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 喷吹煤贡献业绩弹性，成本优势凸显

2.1. 公司资源禀赋优异，产销稳步提升

公司主采“潞安矿区”煤层禀赋较好，洗选一体化程度较高。公司主要产销喷吹煤、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。公司共有煤炭资源地质储量 23.3 亿吨，其中可采储量 9.0 亿吨，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）。

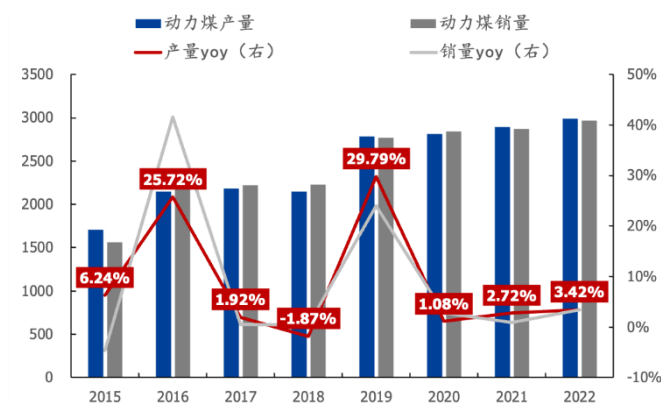
图表 11: 2022 年公司现有煤矿梳理（部分）

	矿名	主要煤种	资源储量 (亿吨)	剩余可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
省内主体 矿	常村煤矿	贫煤	5.9	1.3	800	800	在产
	王庄煤矿	贫煤	4.9	1.9	710	710	在产
	漳村煤矿	贫煤	2.2	0.4	400	400	在产
	五阳煤矿	贫瘦煤	2.6	0.9	360	360	在产
	余吾煤业	贫煤	1.2	2.6	750	750	在产井
	潞宁煤业	气煤、焦煤	3.7	0.7	180	104.4	在产
	慈林山煤矿	贫煤、无烟煤	2.7	1.3	540	540	在产，于 2019 年注入上市公司
主体矿 合计			23.3	9.0	3740	3664.4	
整合矿井 (部分)	黑龙煤矿	肥煤			120	72	在产
	开拓煤矿	气煤			90	54	在产
	隰东煤业	肥煤			60	48	在产
	新良友煤业	气煤、肥煤			60	48	在产
	温庄矿	贫煤			100	55	在产
	孟家窑煤业	气煤			280	162	在产
合计					4730		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

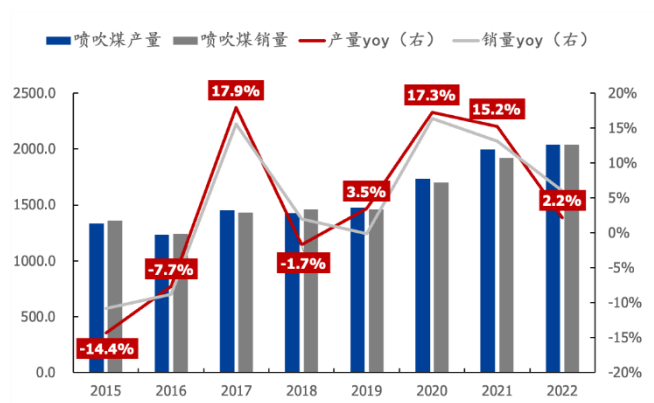
公司商品煤种类有喷吹煤、动力煤（混煤）和洗精煤。产销持续增长，2022 年公司喷吹煤产量 2042 万吨，销量 2039 万吨；动力煤（混煤）产量 2990 万吨，销量 2967 万吨。售价延续高位，2022 年公司吨煤售价 931 元/吨，同比增长 17.2%。吨煤成本控制稳定，2022 年公司喷吹煤吨煤成本 510 元/吨。

图表 12: 公司动力煤生产趋势（万吨）



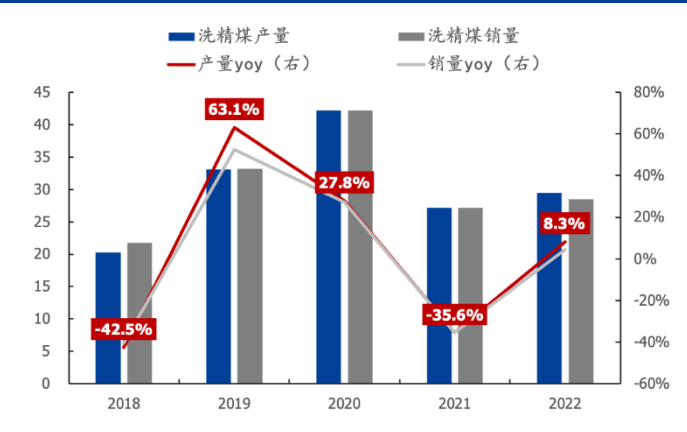
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 13: 公司喷吹煤生产趋势（万吨）



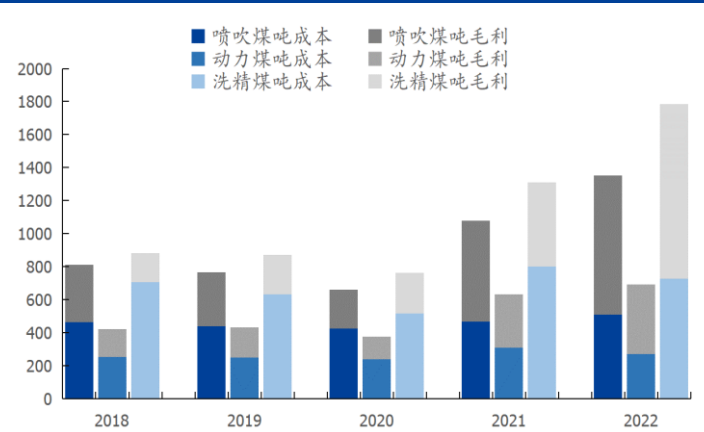
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 公司洗精煤生产趋势 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司商品煤毛利趋势 (元/吨)



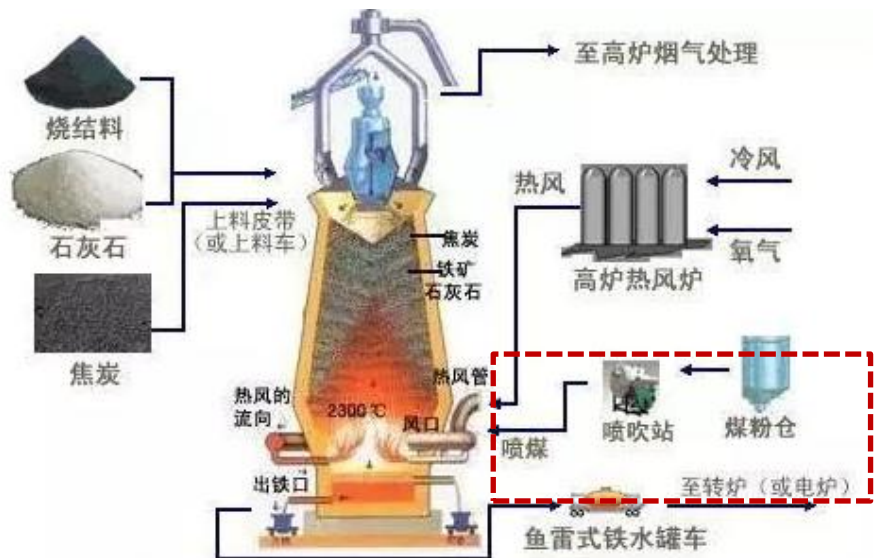
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 喷吹煤: 价格景气周期已至, 业绩弹性贡献显著

喷吹煤是焦炭的替代品, 发展喷吹煤是高炉炼铁行业的趋势。高炉喷吹辅助燃料是现代高炉炼铁广泛采用的新技术, 同时它还是现代高炉炉调节所不可缺少的重要手段之一。高炉喷吹技术在我国始于上世纪 50-60 年代, 随着国内钢铁产能的日益增大及高炉炼铁技术的完善, 对于焦炭的需求逐渐扩大。近些年随着我国优质炼焦煤资源的日渐匮乏, 高炉喷吹煤在钢铁冶炼工艺环节的地位不断日渐提高, 喷吹煤对于高炉炼铁环节的作用有以下四点:

- **降低焦比:** 以煤粉部分替代冶金焦炭, 使高炉炼铁焦比降低, 生铁成本下降;
- **调控炉况:** 调剂炉况热制度及稳定运行;
- **提高高炉高风及富氧鼓风:** 喷吹的煤粉在高炉风口前气化燃烧降低风口前理论燃烧温度 t_{bc} , 而 t_{bc} 的降低将会提高煤比。由于高风和富氧可以有效补偿 t_{bc} , 且成本低于煤, 为高炉使用高风和富氧鼓风创造条件;
- **减少焦化污染:** 喷吹煤粉替代部分焦炭, 可节约焦化投资, 减少焦化引起的空气污染, 同时缓解炼焦煤供求紧张的状况。

图表 16: 高炉炼铁生产工艺及主要设备简图



资料来源: 聚焦耐火材料, 国盛证券研究所

低灰分、薄胶质、可磨性好、燃烧性好和热值高是选择喷吹煤的关键指标。高炉喷吹用煤应能满足高炉冶炼工艺要求和对提高喷吹量和置换比有利，以便替代更多的焦炭。其主要性能要求如下：

- **干基灰分低：**应与使用的焦炭灰分相同，一般要求干基灰分小于 15%。
- **胶质层薄：**以免在喷吹过程中结焦，堵塞喷枪和风口，影响喷吹和高炉正常生产。
- **可磨性好：**高炉喷吹用煤需要将煤磨到一定细度，可磨性好的煤在制粉中消耗的电将降低，从而降低喷吹费用。
- **燃烧性好：**即着火温度低，反应性强，可以使喷入高炉的煤粉能在有限空间和时间更多地气化。此外，燃烧性能好的煤也可降低磨煤能耗和费用。
- **发热值高：**喷入高炉的煤粉是以其放出的热量和形成的 CO 和 H₂ 来替代焦炭在高炉内提供热源和还原剂。因此煤的发热值越高，在高炉内放出的热量越多，替代的焦炭量也就越多。

贫煤、贫瘦煤越来越受到重视。当前喷吹煤主要使用的品种有无烟煤、烟煤。我国高炉喷吹主要用的无烟煤资源有限，价格过高，无烟煤不能满足高炉喷煤技术及现实发展的需要。烟煤与无烟煤相比具有着火温度低、燃烧性好等优点，但是烟煤爆炸危险性大，安全设施投入大。贫煤、贫瘦煤具有基本无结焦核，挥发分比无烟煤略高，燃烧性和反应性比无烟煤好等特点，贫煤、贫瘦煤被越来越多的机构重视开发成为高炉喷吹煤。

图表 17: 喷吹煤煤种优缺点

	优点	缺点
无烟煤	固碳量高、热值高、灰分低、安全性好	着火温度高、燃烧性差、燃烧率低、价格高、产量少
烟煤	着火温度低、燃烧性好、价格低、产量多	灰分高焦比增加、高挥发易爆炸安全投入高、易粘附结渣
贫瘦煤、贫煤	固碳量较高、热值较高、灰分较低、安全性较好、挥发性适中	价格较高

资料来源：贫煤、贫瘦煤用作高炉喷吹煤的可行性研究，国盛证券研究所

2.2.1. 焦钢博弈阶段，喷吹煤价格趋同于焦炭但更为坚挺

喷吹煤随焦炭价格趋势但远低于焦炭，故焦钢博弈阶段，喷吹价格更为坚挺。价格方面，自 2021 年 4 月底开始，随着动力煤市场销售的好转，且钢厂利润高稳，生产积极性较高，钢厂经过前期高价资源消化，厂内库存逐步回落，在买涨不买跌的心态下，钢厂采购积极性较高。焦炭与喷吹煤价格进入快速上涨的阶段。阳泉喷吹煤车板价从 2021 年 5 月 12 日的 701 元/吨一路飙涨至 2021 年 10 月 21 日的 3398 元/吨。2021 年 10 月份政策段频频发力，严厉控制煤价，电煤价格急剧下降，虽政策端对于焦炭和喷吹煤价格并无直接限制，但喷吹煤仍出现大幅度下调。2022 年 3 月开始，钢厂因原材料高成本压力和房地产市场持续低迷的影响，利润大幅被压缩，在盈亏平衡的阶段，钢厂主动降成本，选择价格更低的喷吹煤，喷吹煤价格迎来新一轮行情，一路增长至 2022 年 4 月 21 日 3760 元/吨。

由于整体上焦炭与喷吹煤供应短缺的问题并未得到解决，并且随着春节临近、疫情等不确定因素增加，钢厂开始加快采购步伐，积极补库，焦炭与喷吹煤的价格开始回升。**当前阳泉喷吹煤车板价稳定在 1700~2000 元/吨的区间范围内。**后世来看，喷吹煤供需缺口在短期内无法得到改善，整体供应偏紧的格局仍将继续，我们认为喷吹煤市场短期内仍将持稳运行。若喷吹煤下游钢铁消费在疫后复苏能够得到进一步的改善，那么喷吹煤的价格中枢还有望得到进一步提高。

图表 18: 喷吹煤主产地车板价与焦炭主产地出厂价 (元/吨)



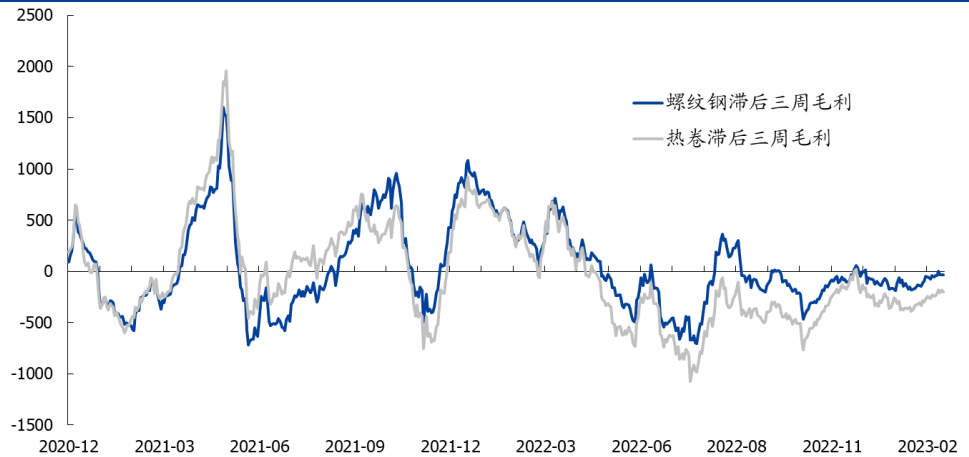
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 247家钢厂喷吹煤与焦炭库存 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 钢厂利润 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

2.2.2. 公司喷吹煤行业龙头，产量+技术名列前茅

技术创新+资源禀赋打造行业龙头。公司是首个将贫煤、贫瘦煤应用到高炉喷吹的过程中，公司自主研发的高炉喷吹技术被认定为国家标准，**2010年7月**公司被国家科技部认定为高新技术企业，享受**15%的税率优惠**，**现已建成中国喷吹煤基地**。公司的贫煤、贫瘦煤是质地优异的喷吹煤。公司漳村、王庄、五阳煤矿的贫瘦煤及常村煤矿的贫煤指标分析如下：

- **固定碳与发热值高：**固定碳越高发热值越大，对喷煤越有利。一般要求喷吹用煤的固定碳在70%~87%。五阳、漳村、王庄、常村煤的固定碳在76.8%~79.3%，低位发热量达到28.2~29.5MJ/kg，符合高炉喷吹用煤要求。
- **挥发分低与爆炸性低：**五阳、漳村、王庄、常村煤的挥发分在12.7%~15%，爆炸性(返回火焰长度)为20~30mm，属于低挥发分、弱爆炸性烟煤。与无烟煤相比，公司煤种的燃烧性能好、喷吹燃烧率高，有利于提高置换比。
- **灰分低：**高炉喷吹煤的灰分低，理论燃烧温度和燃烧效率将会提升，提高对焦炭的置换比。五阳、漳村、王庄、常村煤的灰分为9%~9.6%，达到9级和10级冶炼用

- 炼焦精煤的水平，属于低灰分的喷吹用煤。
- **含硫量低：**硫含量过高将会影响生铁质量并产生污染性气体，同时会使冶炼过程中添加更多石灰石，以脱去钢铁中的硫。一般要求喷吹煤含硫质量分数小于1%。五阳、漳村、王庄、常村煤矿煤中全硫的质量分数为0.3~0.4%，属于低硫煤种。
 - **可磨性好：**哈氏可磨性指数越低，表明煤的硬度越高，会使制粉过程中的能源消耗增大，同时加快喷煤设备的磨损。五阳、漳村、王庄、常村煤的可磨性为86~93。属于高可磨性煤种。

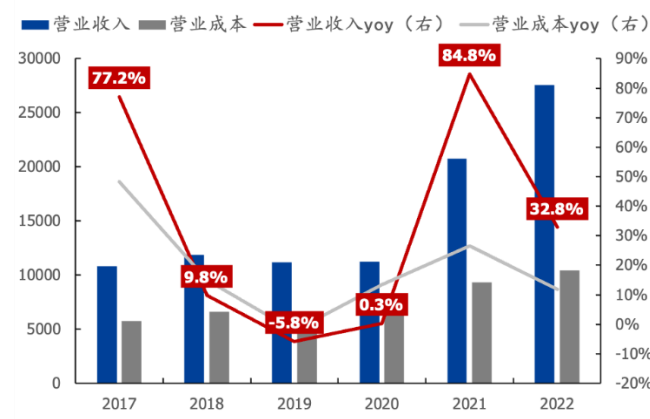
图表 21: 公司贫煤、贫瘦煤煤质特性

	五阳	漳村	常村	王庄
水分%	1.4	1.1	0.5	0.4
灰分%	9	9.6	9.1	9.2
挥发分%	14.9	15	12.7	14.3
固定碳%	77.5	76.8	79.3	77.8
干基全硫质量分数%	0.4	0.3	0.3	0.3
低位发热量 MJ/kg	29.5	28.2	29.4	29.5
哈氏可磨性指数	93	92	86	89
着火点℃	372	367	376	373
平均粒径/um	28.8	27	41.9	51.1
返回火焰长度/mm	30	30	20	30

资料来源：贫煤、贫瘦煤用作高炉喷吹煤的可行性研究，国盛证券研究所

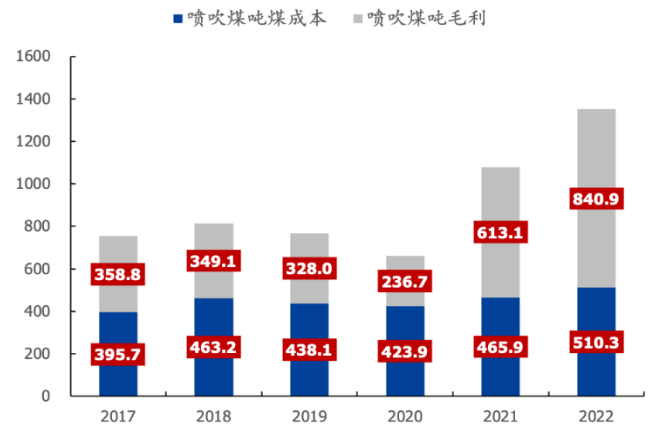
- 喷吹煤业务量价齐升。**2022年公司喷吹煤业务实现收入275.5亿元，同比上升32.8%，占公司总营收的50.7%；实现毛利171.3亿元，同比上升49.8%，占公司总毛利的56.4%。
- **产量方面，**2020年开始公司的喷吹煤开始快速扩大产能，连续两年维持15%以上的增量，2021年公司喷吹煤产量1998.5万吨。2022年公司实现喷吹煤产量2042万吨，同比增加2.2%。
 - **价格方面，**公司喷吹煤销售模式分为长协和现货销售。其中，长协销售价格与现货销售价格相差很小，且长协价格按照月度定价。公司喷吹煤整体销售价格接近市场价，因此公司喷吹煤业务弹性极大。当喷吹煤价格处于上行阶段中，公司喷吹煤业务营业收入能够快速增长。公司2022年喷吹煤价格为1351元/吨。
 - **销量方面，**由于公司喷吹煤市场竞争力强劲，且大型客户群体稳定。考虑到公司喷吹煤吨煤成本在2019、2020、2021和2022年成本分别为438.1、423.9、465.9、510.3元/吨，过去4年内喷吹煤吨煤成本基本保持稳定态势。2022年公司喷吹煤业务带来275.5亿元的营业收入和171.3亿元的毛利润。

图表 22: 公司喷吹煤年营业收入和营业成本 (百万元)



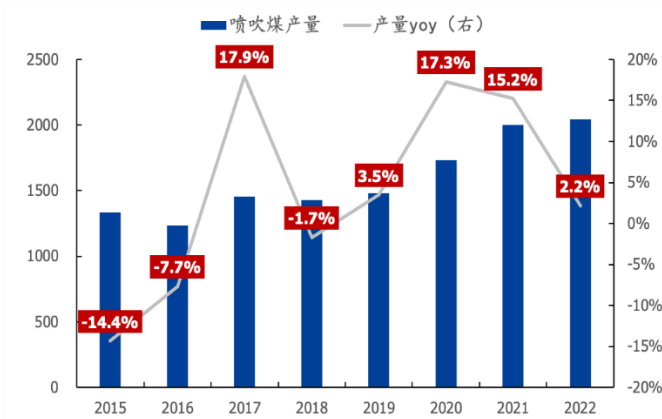
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 公司喷吹煤吨煤成本及毛利 (元)



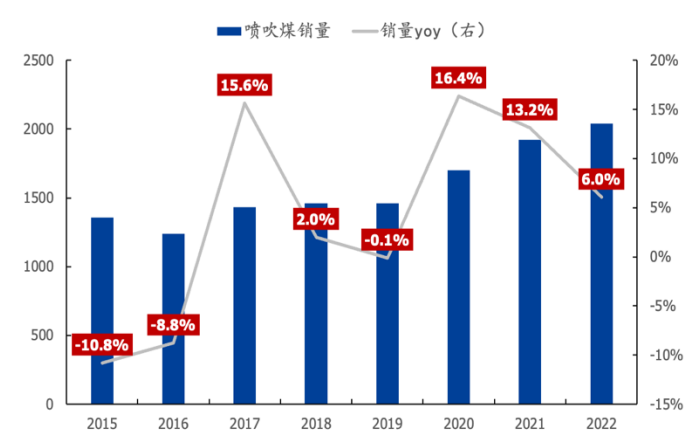
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 公司喷吹煤产量情况 (万吨)



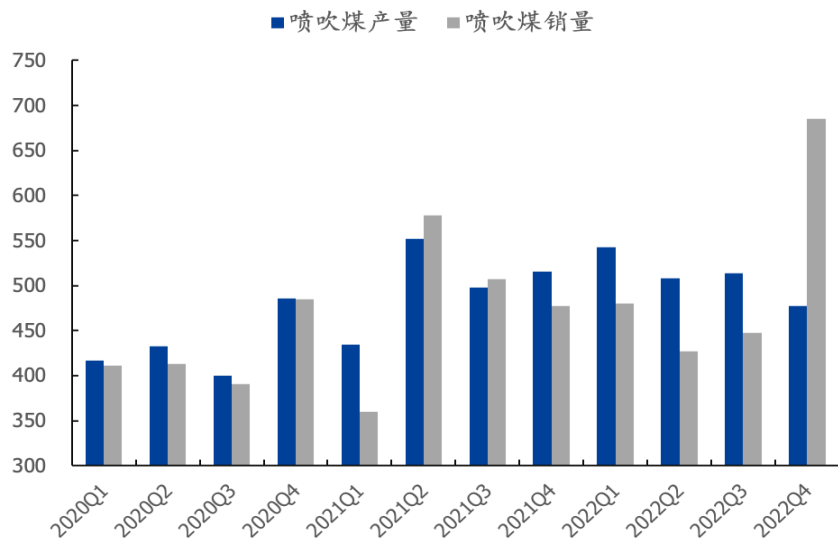
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 公司喷吹煤销量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 公司按季度喷吹煤产销 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

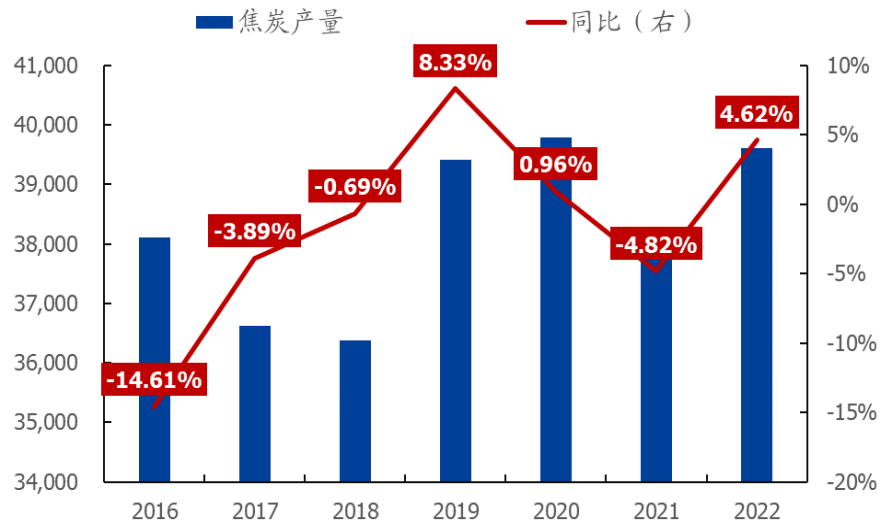
3. 焦炭：4.3米焦炉关停或导致盈利明显改善

3.1. 焦钢博弈，焦化企业利润等待修复

钢铁生产重要原材料，焦炭产量稳步增长。焦炭是固体燃料的一种，经过煤在约 1000℃ 的高温条件下经干馏而获得。焦炭行业产业链上游是煤矿开采及焦煤洗选，下游是钢铁、化工等工业，按用途不同，有冶金焦炭、铸造用焦和化工用焦等。

冶金焦产能主要分布在山西、河北、内蒙古、山东、辽宁等省份，其中山西省焦炭产能约 1.2 亿吨，位居全国第一，占全国焦化总产能 22%；其次河北省冶金焦产能约 8000 万吨，占全国焦化总产能 15%；内蒙古冶金焦产能约 6200 万吨，占全国焦化总产能 11.7%。近年来在我国钢铁等下游产业发展的拉动下，中国焦炭产量稳步提高，2022 年中国焦炭产量 3.96 亿吨，同比 4.62%。

图表 27：中国焦炭生产趋势（万吨）

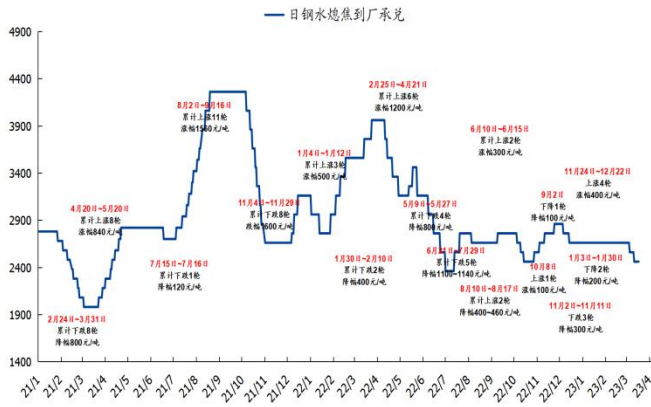


资料来源：wind，国盛证券研究所

焦价历史高位，成本压力待缓解。焦价随着 2020 年以来，蒙煤通关大幅受限，炼焦煤进口面临严峻考验，同时国内炼焦煤产能亦面临瓶颈，2021 年 1 月至今焦炭价格受成本推动和需求韧性等原因大幅增长并持续在历史高位波动，截至 2023 年 4 月 14 日，日钢水熄焦到厂承兑价格为 2360 元/吨。但从 2021 年以来，由于成本端焦煤价格亦处于高位，且下游终端需求，房地产行业销售和开工持续低迷，进而使得钢企利润微薄，焦化企业提涨动力不足，利润也并未受益于焦价上涨，2022 年 5 月至 2023 年 2 月焦企经营持续长时间亏损。

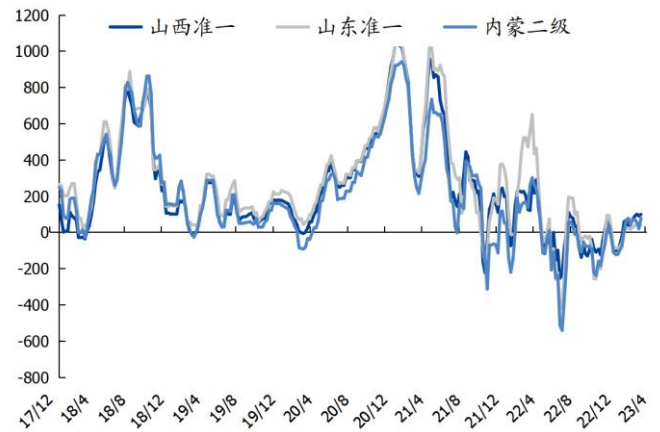
面对利润缓解途径，下游钢材终端需求明显缓解会推动焦企提涨趋势，但要考虑到一直供需紧平衡的焦煤对焦化企业成本端随之上移的压力。同时，焦炭行业自身供应端的产能的退出也是“焦钢博弈”破局的途径，即“生铁产量增幅高于焦炭产量增幅→重点地区焦炭实际产能减少→产能置换周期变长导致的退出与新建的时间差（合规性手续严格，立项、环评、安评、能评等）”，故我们觉得 2022 年底 4.3 米焦炉关停或会导致焦企盈利明显改善。

图表 28: 焦炭-价格 (元/吨)



weiyi 资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 焦炭-吨焦盈利 (分区域) (元/吨)



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

3.2. 4.3 米焦炉关停或导致盈利明显改善

2023 年底 4.3 米以下焦炉集中退出是必然趋势。2019 年国家发改委《产业结构调整指导目录》中提出“淘汰 4.3 米以下焦炉（捣固 3.8 米以下）”，2020 年 6 月发布工信部的《焦化行业规范条件》炉型要求与指导目录相符，产业政策提出后，除山西、陕西、内蒙古等地区外，重点地区 4.3 米焦炉基本全部退出，特别是山西省，作为全国焦化产量占比最高的省份，各市陆续出台关于淘汰落后焦炉的相关文件。

- 2022 年 7 月，山西省政府办公厅出台《关于推动焦化行业高质量发展的意见》，其中提出，分期分批关停退出 4.3 米焦炉，已“上大关小”的 4.3 米焦炉，新项目建成具备投产条件后关停，2023 年底前全部关停，未“上大关小”的 4.3 米焦炉 2023 年底前全部关停。
- 2022 年 7 月 4 日，内蒙古自治区发展和改革委员会生态环境厅印发《内蒙古自治区坚决遏制“两高”项目低水平盲目发展管控目录》的通知。要求“乌海及周边地区严格控制新增焦化产能，总体规模控制在“十三五”水平；确需新建的焦化项目，产能指标在区域内实行减量置换。海勃湾工业园区、蒙西高新技术工业园区原则上不得新建重化工项目，阿拉善高新技术产业开发区巴音敖包工业园区不再新上焦化项目”。

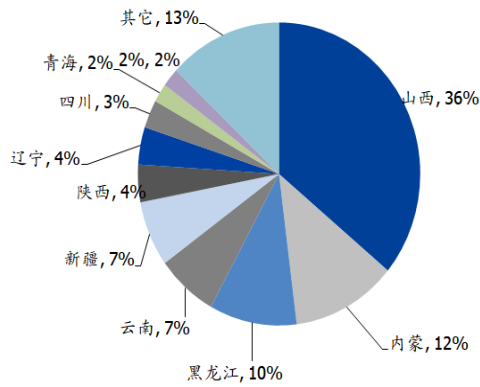
图表 30: 主产区焦炭产能退出政策

省份	日期	文件	主要内容
山西	2022年7月	《关于推动焦化行业高质量发展的意见》	分期分批关停退出 4.3 米焦炉，已“上大关小”的 4.3 米焦炉，新项目建成具备投产条件后关停，2023 年底前全部关停，未“上大关小”的 4.3 米焦炉 2023 年底前全部关停。
内蒙古	2022年7月	《内蒙古自治区坚决遏制“两高”项目低水平盲目发展管控目录》	限期淘汰炭化室高度小于 4.3 米焦炉（3.8 米及以上捣固焦炉除外）；原则上不再新（扩）建单纯炼焦项目，须有相应的下游产业与之配套；不再审批焦炭新增产能项目；确有必要建设的，须在区内实施产能减量置换。
山东	2022年6月	《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》	将经工信部等部门联合核定的焦炉炭化室高度 5.5 米及以上焦化项目产能纳入《2020 年山东省焦化项目清单》，《清单》内的装置可以组织生产；不在《清单》内的焦化项目，由企业所在地市政府严肃查处，未列入《清单》之前一律不得续建、投产。
河北	2022年11月	《[生态环境]河北省生态环境准入清单》	推进全省炭化室高度 4.3 米焦炉 2020 年底前全部关停。
云南	2021年12月	《云南省焦化产能置换工作方案（征求意见稿）》	原则上 2024 年 12 月 31 日前完成炭化室高度 4.3 米焦炉产能置换，全省不再保留炭化室高度 4.3 米的焦炉，2025 年不再进行产能置换工作。新建焦化装置的顶装焦炉炭化室高度须 ≥ 6.0 米，吨焦产品能耗 ≤ 122kgce/t，捣固焦炉炭化室高度须 ≥ 5.5 米，吨焦产品能耗 ≤ 127kgce/t，半焦炉单炉产能须 ≥ 10 万吨/年；对不符合能耗、环保、安全、质量等法律法规及相关产业政策要求的焦化装置，要及时淘汰。
贵州	2021年8月	《贵州关于进一步促进焦化产业有序健康发展的通知》	
河南	2020年6月	《安阳市人民政府办公室关于加快推进焦化行业资源整合有关工作的通知》	认真研究制定 4.3 米焦炉限产停产、关停淘汰方案预案，确保焦化整合工作安全稳定、有力有序落实推进。

资料来源：各省发改委、工信厅、政府，国盛证券研究所

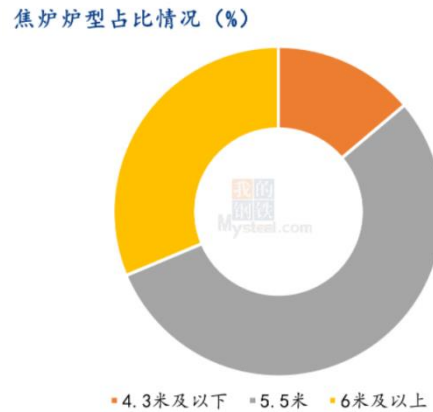
产能置换周期的“空窗期”或是焦化企业利润修复的最佳阶段。截止 2023 年 2 月底，在产产能 55890 万吨，其中炭化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能约 11233 万吨，5.5 米及以上产能约 44657 万吨，化解过剩产能，提高焦化质量的不断改进，已成为必行趋势。焦化行业的“关小上大”、淘汰落后生产工艺，严控焦化产能，科学调控焦炭产量已成为各省焦化行业的重要工作。2023 年 1-4 月，全国已确定淘汰焦炉 17 座，分别是山东、云南、内蒙、山西，合计淘汰焦化产能 563 万吨，**我们预计约仍存在 10500 万吨焦化产能面临退出，约占比焦炭总产能 20%。**从更长周期来看，**5.5 米以下的焦炉也面临陆续退出的计划，届时焦炭供需缺口有望延续，支撑焦价延续高位；同时，随着中小产能持续清退、整合，未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦化企业集中度将得以提升，行业格局边际改善，焦化行业的产业链议价能力也将明显增强。**

图表 31: 全国 4.3 米及以下焦炉产能分省统计图



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 32: Mysteel 统计 2022 年国内焦炉型号占比情况 (%)



资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 33: 山西省焦化产能情况 (万吨)

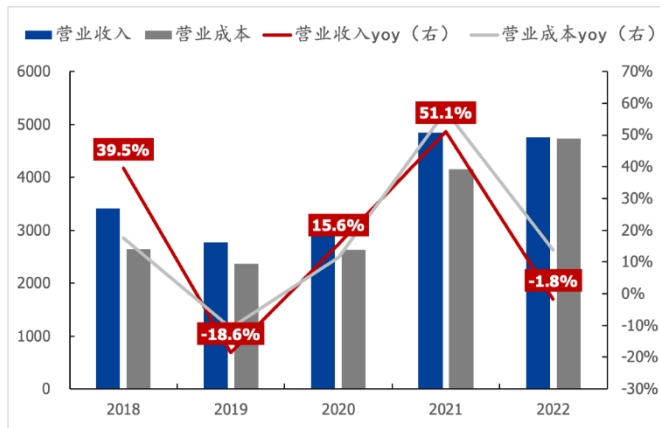
城市	在产焦化产能	在产 4.3 米焦炉产能
晋城	109	/
晋中	1180	500
临汾	1725	900
吕梁	3301	852
太原	1525	/
忻州	594	260
阳泉	30	30
运城	1751	270
长治	2299	364
总计	12514	3176

资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

3.2. 公司焦炭业务将成为营收增长点

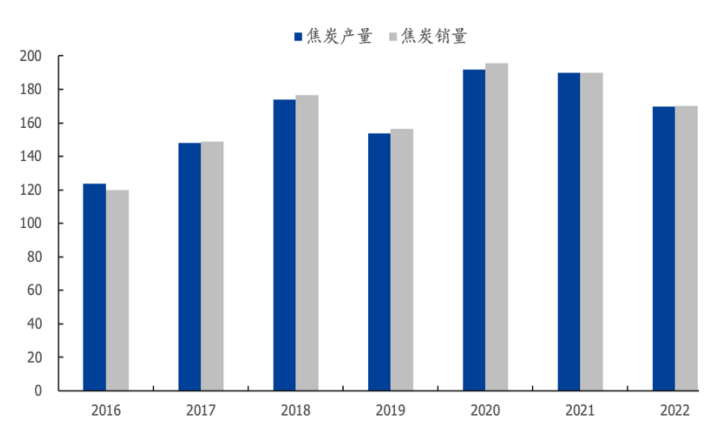
焦炭业务“量价齐升”，或将成为营收增长点。公司焦化板块经营主体为潞安焦化即其下属五阳弘峰，公司焦炭合计产能约 210 万吨/年，其中潞安焦化产能约 150 万吨/年，五阳弘峰产能 60 万吨/年。2021 年依据山西省焦化行业压降过剩产能工作安排，潞安焦化在建的 140 万吨焦化项目为现有在产产能置换项目，根据公司 2022 年 5 月 12 日互动问答中回复，该项目目前已经投产。**公司共规划 500 万吨焦炭产能园区，未来有望成为公司新的利润增长点，公司焦炭业务有望受益于“4.3 米焦炉关停”实现业绩明显改善，同时公司仍有新增产能布局，成长属性凸显。**

图表 34: 公司焦炭营业收入和营业成本 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 公司焦炭产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 资产结构优化，内生&外延、成长可期

4.1. 成本费用率逐渐降低，资产结构进一步优化

三项费用率持续降低。2021年公司三项费用合计43亿元，三项费用率为9.5%，较2020年下降3.8pct，2022年三项费用合计41.4亿元，三项费用率为7.6%，较2021年下降1.9pct。

图表 36: 公司三项费用率 (亿元)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
销售费用	2.9	4.4	3.7	4.3	1.6	1.4	1.8
管理费用	16.7	25.6	19.1	22	22.2	29.4	32.3
财务费用	7.1	9.4	10.1	12.7	10.6	12.2	7.3
合计	26.7	39.4	33	39	34.5	43	41.4
三项费用率	18.8%	16.7%	13.1%	14.5%	13.3%	9.5%	7.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 煤炭产量持续释放，集团有望资产注入

公司产能增长后续强劲。截至2022年底，公司在建工程期初余额44.8亿元，期末余额20.9亿元。**截止2022年底公司共有620万吨技改及拓深在建项目。**公司子公司潞安焦化在2021年关停两座4.3米焦炉，淘汰156万吨/年落后产能。新建140万吨焦化项目目前已投产。同时，**孟家窑通过核增新增产能180万吨**，伊田煤业产能核增已通过现场核查，黑龙关、慈林山已纳入产能核增名单，新良友、温庄生产能力核定已完成评审，上庄煤业建设规模调增已获发改委批复，同时五阳等矿井夹缝扩区资源申办工作高效推进。

图表 37: 公司重点在建项目 (亿元) (2022 年年报)

	预算	期初余额	转入固 定资产	增加金 额	工程进度
潞安焦化 140 万吨焦化项目	23.3	17.2	18.3	1.2	
李村煤矿基建一期工程尾工工程	14.7	5.1	2.7	0.9	76.92%
五阳南岭工业区	23.0	2.6	0.7	0.9	69.15%
前文明 90 万吨矿井开拓延深工程		2.8			
上庄 90 万吨技改项目	4.0	2.3		0.6	65.46%
常村 470 水平风井	6.9	1.7	2.2	0.5	
元丰吕梁临县姚家山矿探矿支出	27	1.3		0.0	12.13%
大木厂 90 万吨矿井技改工程		2.6			
忻峪 60 万吨矿井技改工程	6.1	1.7		0.5	36.03%
静安 90 万吨矿井技改工程	7.8	1.1			17.1%
余吾余欣风井工程	6.0	0.6	0.0	1.0	25.70%
忻岭 60 万吨矿井技改工程		0.9			
孟家窑 21 采区开拓延深工程	4.8	1.0		0.3	27.14%
余吾地面瓦斯抽采井 (直井)		1.0	0.8	0.4	
新良友延伸开采下组煤工程	1.0	1.5	1.5	0.0	
黑龙 1023 水平开拓延伸工程	1.6	0.5	0.8	0.3	
合计	126.2	43.8	27.0	6.4	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

政府支持资产证券化，集团有望注入优质资产。2022年5月18日国资委副主任翁杰明在深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率会议上提出，逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。截至2022年末，除上市公司所属产能外，集团主体矿仍有司马煤业、高河能源、郭庄煤业和古城煤矿合计产能**2330万吨/年**的优质贫煤和贫瘦煤资源未进行证券化。随着国企改革不断深化，潞安化工集团有望在未来将优质的资产注入上市公司。

图表 41: 2022 年集团现有煤矿梳理

	矿名	主要煤种	资源储量 (亿吨)	剩余可采储量 (亿吨)	剩余可采年限	核定产能 (万吨/年)	状态
证券化主体矿	常村煤矿	贫瘦煤	6.1	3.5	33.7	800	在产
	王庄煤矿	贫瘦煤	5.1	2.1	22.9	710	在产
	漳村煤矿	贫瘦煤	3.2	0.9	17.4	400	在产
	五阳煤矿	贫瘦煤	3.2	1.3	26.2	360	在产
	余吾煤业	贫煤	12.1	2.9	29.6	750	在产
	潞宁煤业	气煤	4.4	0.2	31.6	180	在产
	慈林山煤矿-夏电煤矿	贫煤	0.6	0.065	2.3	240	在产
	慈林山煤-慈林山煤矿	贫煤	0.7	0.5	61.1		在产
未证券化主体矿	李村煤矿	贫煤	1.5	1.1	21.4	300	在产
	司马煤业	瘦煤	4.9	1.1	28.3	300	在产
	高河能源	贫瘦煤	5.1	2.5	25.8	750	在产
	郭庄煤业	贫煤	0.6	0.1	6.1	180	在产
	古城煤矿	贫煤	12.8	7.3	69.2	800	在产
主体矿合计		60.3	23.6	375.6	5770	在产(13对)	
未证券化主体矿合计		24.9	12.1	150.8	2330	在产(5对)	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

生产经营假设：公司喷吹煤生产及焦炭规划产能，均可以按预期投产、销售；

需求假设：喷吹煤市场需求延续韧性，下游房地产行业需求延续韧性；

费用假设：1) 考虑到公司生产成本的控制和运营管理流程的优化，我们预计公司 2023-2025 年营业费用分别为 0.3%、0.3%、0.29%；2) 考虑到公司人力成本的优化和集中管理的整合，我们预计公司 2023-2025 年管理费用分别为 5.8%、5.78%、5.76%；3) 考虑到公司焦炭产能投入及在建工程的资金支出，我们预计公司研发费用 2023-2025 年分别为 2.8%、3.0%、3.2%。

1) 喷吹煤：考虑到喷吹煤生产矿井的核增和扩产进度，我们预计 2023-2025 年喷吹煤产量呈现小幅增加的趋势，分别为 2056 万吨 (+0.7%)、2112 万吨 (+2.7%)、2122 万吨 (+0.5%)；考虑到喷吹煤行业景气度依旧，我们预计公司喷吹煤销量预计随产量波动，2023-2025 年喷吹煤销量分别为 2015 万吨 (-1.2%)、2070 万吨 (+2.7%)、2092 万吨 (+1.1%)。随着焦钢博弈的逐渐缓解，我们预计喷吹煤价格将稳中有降，预计 2023-2025 年喷吹煤吨煤售价分别为 1216 元/吨 (-10.0%)、1192 元/吨 (-2.0%)、1192 元/吨 (+0.0%)。

2) 焦炭：考虑到公司焦炭产能布局，我们预计 2023-2025 年公司焦炭产量分别为 170 万吨 (+0.0%)、221 万吨 (+30.0%)、265 万吨 (+20.0%)；我们预计公司焦炭销量将随产量变化波动，2023 年-2025 年公司焦炭销量分别为 170 万吨 (-0.2%)、221 万吨 (+30.0%)、265 万吨 (+20.0%)。考虑到焦炭市场的供需情况，未来三年焦炭价格或有所回落后至逐渐稳定，我们预计 2023-2025 年焦炭吨煤售价分别为 2377 元/吨 (-15.0%)、2377 元/吨 (+0.0%)、2377 元/吨 (+0.0%)。

3) 混煤（动力煤）：考虑到动力煤生产矿井的核增和扩产进度，我们预计 2023-2025 年动力煤产量呈现小幅增加的趋势，预计 2023-2025 年混煤（动力煤）产量分别为 3101 万吨 (+3.7%)、3110 万吨 (+0.3%)、3143 万吨 (+1.1%)；我们预计公司混煤（动力煤）销量将随产量变化波动，2023 年-2025 年公司混煤（动力煤）销量分别为 3096 万吨 (+4.4%)、3093 万吨 (-0.1%)、3128 万吨 (+1.1%)。考虑到动力煤市场的供需情况，未来三年动力煤价格或有所回落后至逐渐稳定，预计 2023-2025 年混煤（动力煤）吨煤售价分别为 671 元/吨 (-3.0%)、671 元/吨 (+0.0%)、671 元/吨 (+0.0%)。

4) 洗精煤：考虑到公司洗精煤生产计划，我们预计 2023-2025 年洗精煤产量分别为 38 万吨 (+29.6%)、33 万吨 (-14.2%)、36 万吨 (+9.9%)；我们预计公司洗精煤销量将随产量变化波动，2023 年-2025 年公司洗精煤销量分别为 38 万吨 (+32.6%)、32 万吨 (-14.5%)、35 万吨 (+9.4%)。考虑到洗精煤市场的供需情况，未来三年洗精煤价格或有所回落后至逐渐稳定，预计 2023-2025 年洗精煤吨煤售价分别为 1695 元/吨 (-5.0%)、1695 元/吨 (+0.0%)、1695 元/吨 (+0.0%)。

5) 其他洗煤：考虑到公司其他洗煤生产计划，我们预计 2023-2025 年其他洗煤产量分别为 261 万吨 (-0.6%)、255 万吨 (-2.1%)、264 万吨 (+3.5%)；我们预计公司其他洗煤销量将随产量变化波动，2023 年-2025 年公司其他洗煤销量分别为 261 万吨 (+0.4%)、255 万吨 (-2.1%)、264 万吨 (+3.5%)。考虑到其他洗煤市场的供需情况，未来三年其他洗煤价格或有所回落后至逐渐稳定，预计 2023-2025 年其他洗煤综合吨煤售价分别为 242 元/吨 (-8.0%)、242 元/吨 (+0.0%)、242 元/吨 (+0.0%)。

图表 38: 潞安环能主要业务数据假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
喷吹煤					
喷吹煤销量 (万吨)	1922	2039	2015	2070	2092
喷吹煤综合售价 (元/吨)	1079	1351	1216	1192	1192
吨煤成本 (元/吨)	466	510	469	446	433
吨煤毛利 (元/吨)	613	841	747	746	759
混煤 (动力煤)					
混煤销量 (万吨)	2870	2967	3096	3093	3128
混煤综合售价 (元/吨)	632	692	671	671	671
吨煤成本 (元/吨)	310	268	247	235	230
吨煤毛利 (元/吨)	322	424	424	437	441
焦炭					
焦炭销量 (万吨)	190	170	170	221	265
焦炭综合售价 (元/吨)	2551	2796	2377	2377	2377
吨焦成本 (元/吨)	2188	2783	2227	2227	2227
吨焦毛利 (元/吨)	363	13	150	150	150
洗精煤					
洗精煤销量 (万吨)	27	28	38	32	35
洗精煤综合售价 (元/吨)	1307	1784	1695	1695	1695
吨煤成本 (元/吨)	800	725	682	682	682
吨煤毛利 (元/吨)	507	1059	1013	1013	1013
其他洗煤					
其他洗煤销量 (万吨)	216	260	261	255	264
其他洗煤售价 (元/吨)	339	263	242	242	242
吨煤成本 (元/吨)	161	142	133	133	133
吨煤毛利 (元/吨)	178	121	108	108	108

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2. 盈利预测

基于以上假设, 预计 2023 年~2025 年公司营业收入分别为 508.4 亿元、521.0 亿元、537.3 亿元, 同比分别减少 6.4%、增长 2.5%、增长 3.1%; 毛利率分别为 57.4%、57.5%、57.3%。

图表 39: 潞安环能主要业务板块盈利预测 (百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
喷吹煤					
营业收入	20744	27546	24498	24666	24932
Yoy	84.8%	32.8%	-11.1%	0.7%	1.1%
营业成本	9312	10420	9458	9231	9051
Yoy	26.6%	11.9%	-9.2%	-2.4%	-2.0%
毛利率	55.1%	62.2%	61.4%	62.6%	63.7%
混煤 (动力煤)					
营业收入	18145	20535	20787	20765	21000
Yoy	69.9%	13.2%	1.2%	-0.1%	1.1%
营业成本	8959	8024	7645	7255	7190
Yoy	34.2%	-10.4%	-4.7%	-5.1%	-0.9%
毛利率	50.6%	60.9%	63.2%	65.1%	65.8%
焦炭					
营业收入	4849	4760	4038	5249	6299
Yoy	51.1%	-1.8%	-15.2%	30.0%	20.0%
营业成本	4156	4728	3783	4917	5901
Yoy	57.7%	13.8%	-20.0%	30.0%	20.0%
毛利率	14.3%	0.7%	6.3%	6.3%	6.3%
洗精煤					
营业收入	356	508	640	547	598
Yoy	10.6%	42.7%	26.0%	-14.5%	9.4%
营业成本	218	214	258	220	241
Yoy	0.0%	-1.8%	20.3%	-14.5%	9.4%
毛利率	38.8%	57.9%	59.8%	59.8%	59.8%
其他洗煤					
营业收入	731	682	630	617	638
Yoy	129.2%	-6.7%	-7.7%	-2.1%	3.5%
营业成本	347	372	348	340	352
Yoy	48.9%	7.2%	-6.6%	-2.1%	3.5%
毛利率	52.5%	45.5%	44.8%	44.8%	44.8%
公司合计					
营业收入	45147	54297	50842	52099	53731
Yoy	73.8%	20.3%	-6.4%	2.5%	3.1%
营业成本	23168	23956	21669	22146	22924
Yoy	34.4%	3.4%	-9.5%	2.2%	3.5%
毛利率	48.7%	55.9%	57.4%	57.5%	57.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3. 投资建议

公司为喷吹煤龙头企业，喷吹煤业务不受限价政策影响，价格伴随焦炭价格，当焦炭价格处于上行区间，公司喷吹煤营业收入能够实现快速增长。公司共规划 500 万吨焦炭产能园区，未来有望成为公司新的利润增长点，公司焦炭业务有望受益于“4.3 米焦炉关停”实现业绩明显改善，同时公司仍有新增产能布局，成长属性凸显。对比山西焦煤、淮北矿业、平煤股份等焦炭煤企的估值情况，公司估值处于较低水平，在喷吹煤价格维持高位运行的情况下，公司估值有望提高。我们预计公司 2023 年~2025 年实现归母净利润分别为 146.7 亿元、151.6 亿元、156.4 亿元，对应 PE 为 4.1、4.0、3.9。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司估值对比 (2023-5-4 收盘价)

证券代码	证券简称	股价/元	PE/倍				EPS/元			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000983.SH	山西焦煤	10.18	4.45	4.81	4.41	4.17	2.62	2.13	2.33	2.46
600985.SH	淮北矿业	13.67	4.53	4.48	4.21	3.98	2.83	3.04	3.23	3.41
600395.SZ	盘江股份	6.74	6.57	6.92	6.14	5.83	1.02	0.97	1.10	1.16
	平均		5.18	5.40	4.92	4.66	2.16	2.05	2.22	2.34

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (山西焦煤、淮北矿业、盘江股份盈利预测来自于 Wind 一致性预期)

6. 风险提示

煤价大幅下跌。

若宏观经济下滑影响，煤炭将需求下滑，煤炭市场出现供过于求现象，造成煤价大幅下跌。公司煤炭板块毛利占比超九成，若煤价大幅下跌，将对业绩产生较大负面影响。

资产注入存在不确定性。

关于公司资产注入的可行性，仅是根据公开信息、政策及历史情况等合理推测分析。该项工作受多方因素影响，存在重大不确定性。

在建矿井投产进度不及预期。

在建矿井投产进度受手续办理、疫情、天气等因素影响，存在不确定性，若公司在建矿井未来投产进度延后，将影响公司煤炭产销量增速。

公司主营业务产销量、价格等测算误差风险。

技术革新、政策变化、喷吹煤基本面变化等因素可能导致实际的产销量和价格与预测情况出现较大偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com