

潞安环能（601699.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月26日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	15.14
总市值	452.90亿
PE-TTM	38.48
PB-MRQ	0.98

估值结果

价值	470.53亿
DDM估值	上行空间 3.9%
状态	合理估值
价值	456.17亿
动态估值	上行空间 0.7%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★☆☆☆☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

潞安环能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，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。

公司成长空间较低，主要系喷吹煤下游主要为钢铁，混煤下游主要为火电，我国钢铁行业未来存在下滑预期，因此公司喷吹煤成长空间有限。公司盈利趋势向好，主要系2025年喷吹煤价格处于周期相对底部，随着未来焦煤产能收缩，行业供需逐步改善，喷吹煤价格有望底部反弹，提升公司盈利能力。公司产业格局较好，主要系我国焦煤和喷吹煤资源聚焦在山西地区，行业集中度较高，且通过公司和下游钢厂绑定，提升公司产业链话语权。公司护城河较深，主要系公司主采的潞安矿区资源禀赋优异、洗选一体化运营水平较高，喷吹煤、优质动力煤等核心产品始终保持较高品质，具有资源禀赋优势。

基于我们对于公司商品煤销量小幅增长，盈利能力逐步修复至历史中枢水平的合理假设下，现在公司估值处于合理状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为随着未来焦煤供给侧收缩，公司将会大幅修复，我们虽然认为短期焦煤供给端改善的确能够对公司业绩形成一定利好，但长期角度，不管是钢铁还是电力对煤炭消费存在下滑预期，因此我们对于公司长期业绩预测相对理性。

风险提示

重大煤矿事故：若发生重大煤矿生产事故，导致公司产能超预期下滑，盈利承压；下游需求不及预期：公司产品下游主要为钢铁企业，若未来我国钢铁需求大幅下滑，导致公司产品价格持续低位；进口煤冲击风险：海外煤价大跌，冲击我国煤炭市场，导致公司煤炭销售下滑超预期下滑风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

潞安环能作为国内喷吹煤行业龙头，拥有自主知识产权的贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术，是唯一一家从事煤炭生产的高新技术企业，是煤企中的“专精特新”。公司聚焦煤炭主业，主要产品为喷吹煤、混煤。煤炭业务是公司主要营收和利润来源。

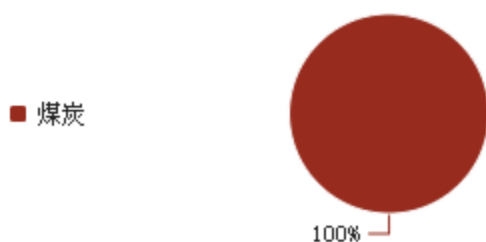
2. 业务介绍

对于潞安环能公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

煤炭：

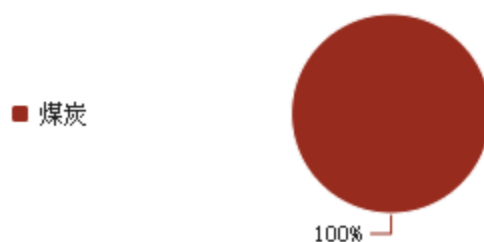
公司煤炭产品主要是：混煤、洗精煤、喷吹煤、其他洗煤等，其中混煤和喷吹煤是主要煤种，混煤下游主要为电力行业，喷吹煤下游主要为钢铁行业。喷吹煤和焦煤下游高度重合，且两者价格强相关。公司除煤炭业务之外，公司还有部分焦炭业务，考虑到公司焦炭业务毛利率较低，对利润贡献较小，因此我们不再做单独业务拆分。我们对公司该业务市场界定为国内煤炭行业。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

潞安环能呈现重资产、轻营销、高人力密集的煤炭开采商业模式。重资产端，公司资产以采矿权、矿井采掘设备、洗煤厂区及铁路储运设施为主，矿建与设备投入高、建设周期长，固定资产与无形资产占比偏高，资本开支刚性较强。轻营销方面，依托优质喷吹煤稀缺属性，与国内钢厂、电厂签订长协锁定七成销量，依托产品口碑稳固客源，无需大额渠道投放，销售费用偏低。人力端，井下采掘、洗选运维、安全巡检全链条用工量大，井下高危作业难全面智能化替代，人工成本为核心变动成本；公司持续推进智能矿井改造缓慢压降用工，但人力密集特征短期难以扭转。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度高，主要系采矿必备大额固定资产：需购置矿井、综采设备、巷道基建、洗煤厂、铁路储运设施，矿山前期勘探、巷道开凿投入高昂。矿产资源获取、环保安监配套设施持续耗资，固定资产占总资产比重高，折旧成本常年刚性支出，产能扩张依赖持续大额资本投入，因此划为典型重资产行业。截至2025年底，公司固定资产263.80亿元，无形资产233.13亿元，主要为煤矿开采权、房屋及建筑物、机器设备等长期资产。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低。2025年公司销售费用仅为0.54%，处于A股市场较低水平。公司产品以喷吹煤、混煤为主，核心下游是大型钢铁、火电企业，刚需属性突出。此外，公司采用直销模式，绕开中间经销商，直接对接终端大厂签订中长期锁价供货协议，合作黏性稳固。长期战略合作框架下，不用投放广告、拓展零散渠道，极少产生渠道返利、市场推广、业务员拓客等开支。依托资源与产品稀缺优势，被动接单为主，因此整体销售开支常年维持在低位。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源密集度高。煤炭井下开采工序繁琐，采掘掘进、井下支护、安全巡检、洗选加工、仓储运输全产业链均需要大量一线实操人员，井下高危作业环节难以完全替代人工，用工基数居高不下。近年公司持续推进矿井智能化技改，逐步以综采设备替代部分人力，稳步精简一线用工，但受井下作业特殊性制约，人员缩减节奏偏缓。截至2025年，公司员工数量为36,128人，人均创收77.00万，薪酬收入比为0.34，处于市场较高水平。

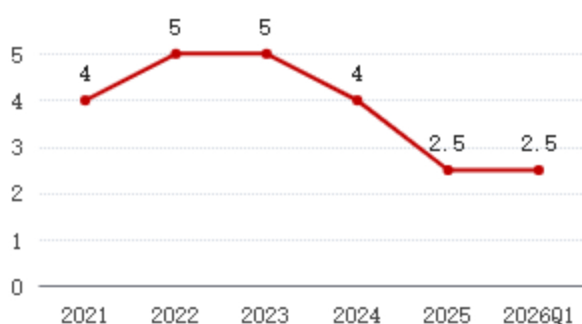
4. 历史经营绩效

由于公司煤炭销售价格持续回落，公司盈利能力、成长能力持续走低，但公司业务控制力较强，股东回报星级中等。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



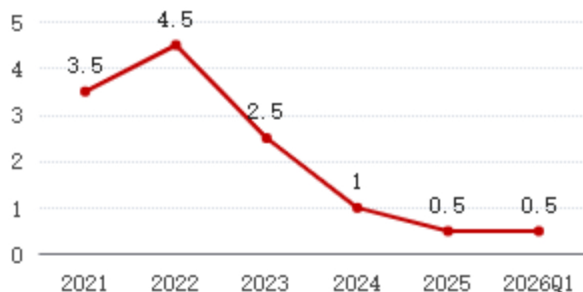
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年公司整体盈利能力处于高位，主要系供给偏紧需求向好，我国煤炭价格大幅上涨，公司业绩表现强劲。2023年以来，我国煤炭供给逐步宽松，行业进入下行周期，煤价持续回落，拖累企业盈利水平承压走弱。步入2026年，煤炭价格底部反弹，公司业绩有所改善，预期未来公司盈利能力有所修复。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



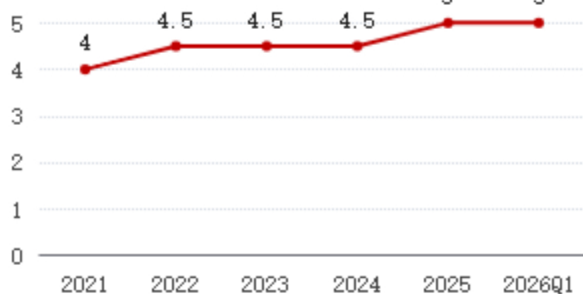
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年公司整体成长星级处于高位，主要系供给偏紧需求向好，动力煤和喷吹煤价格上涨，带动公司业绩大幅增长。但2023年开始煤炭产能逐步提升，叠加钢铁需求承压，行业供给宽松，煤炭价格回落，公司收入、利润双双下滑，导致公司成长星级持续走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



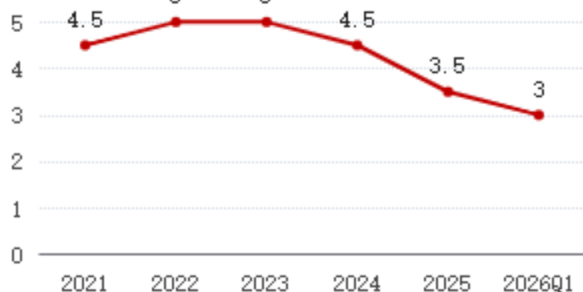
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级始终较高，主要系公司现金流较高，经营现金流净额大于净利润，且公司对上下游存在净占款，说明公司业务回款较好，在产业链中话语权较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021-2024年公司股东回报星级处于高位，主要系煤炭价格处于历史相对高位，公司分红率、股息率相对较高，但2025年公司业绩大幅下滑，叠加股价下跌拖累公司资本利得，股东回报星级明显回落。

5. 四维评级

煤炭行业未来成长空间有限，因此公司成长空间较低；随着煤炭价格触底反弹，公司盈利趋势向好；且煤炭行业产业格局较好。公司煤炭资源储备丰富，具有明显资源优势，护城河较深。

5.1 成长空间

★☆☆☆☆

公司成长空间较低，主要系喷吹煤下游主要为钢铁，混煤下游主要为火电，我国钢铁行业未来存在下滑预期，因此公司喷吹煤成长空间有限。

煤炭(1星):

潞安环能成长天花板受限，核心掣肘在于主营喷吹煤高度绑定钢铁行业需求。中长期国内钢铁需求步入减量周期，未来十年粗钢消费量年均或回落1%，生铁产量同步缓慢下行，从终端需求端压制喷吹煤整体需求增量。虽钢厂持续优化喷煤比可小幅对冲用煤减量，但提煤比空间已临近技术上限，难以抵消钢铁总产量收缩影响。叠加国内优质喷吹煤新增产能逐步落地、进口俄蒙喷吹煤常态化补充供给，行业供需趋于宽松。公司依靠存量矿井小幅技改仅能稳住产量，产能大幅扩容逻辑偏弱，中长期量价抬升空间有限，整体成长性偏弱。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系2025年喷吹煤价格处于周期相对底部，随着未来焦煤产能收缩，行业供需逐步改善，喷吹煤价格有望底部反弹，提升公司盈利能力。

煤炭(3星):

潞安环能中长期盈利中枢存在抬升动力。2025年喷吹煤价格处于本轮周期相对低位，公司盈利被煤价压制。往后看，国内焦煤新增产能审批收紧，落后低效煤矿持续退出，行业整体有效产能逐步收缩，焦煤品类供需格局持续优化。喷吹煤作为焦炭替代原料，价格走势跟随焦煤联动，供需边际改善下产品价格有望自底部震荡回升。公司主营以喷吹煤为核心，产品售价上行将直接带动吨煤毛利修复，叠加产能稳步小幅释放，推动整体盈利水平持续改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，主要系我国焦煤和喷吹煤资源聚焦在山西地区，行业集中度较高，且通过公司和下游钢厂绑定，提升公司产业链话语权。

煤炭(3.5星):

潞安环能所处产业格局优势突出。国内炼焦煤、优质喷吹煤资源高度集中于山西，资源地理禀赋形成天然供给壁垒，行业新增合规产能审批严苛，整体行业集中度稳步抬升，中小低效矿井持续出清，龙头资源稀缺性凸显。公司作为喷吹煤龙头，长期与宝钢、山钢、武钢等头部钢厂深度绑定，落地年度长协合作，稳固核心供货份额。深度绑定下游既锁定基础销量，也依托稳定供货关系抬升议价能力，强化全产业链话语权，在煤价波动周期中更易维持产品溢价，经营稳定性优于行业中小煤企。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司主采的潞安矿区资源禀赋优异、洗选一体化运营水平较高，喷吹煤、优质动力煤等核心产品始终保持较高品质，具有资源禀赋优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
煤炭	(4星) 潞安环能作为我国喷吹煤龙头，经过壹评级调整，公司ROIC大约在9%左右，具有一定的超额收益，且公司市占率处于行业第一梯队，业务控制力星级较高，在产业链中话语权较强，因此整体护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司具备深厚护城河，核心依托得天独厚的矿区资源禀赋。公司主营矿井坐落于潞安矿区，煤种以低硫、低灰贫瘦煤为主，是制备高炉喷吹煤的稀缺原料，国内同类优质资源稀缺，新矿获批难度极大。同时公司深耕洗选加工多年，构建采掘、洗选一体化成熟运营体系，智能化生产加持加工工艺领先，能够稳定把控产品指标，喷吹煤、优质动力煤品质长期优于同业。优质煤质支撑产品常年享有市场溢价，稳固高端钢厂客群，形成难以复刻的资源与产品壁垒，且未来护城河衰退的可能性较小。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司商品煤销量小幅增长，盈利能力逐步修复至历史中枢水平的合理假设下，现在公司估值处于合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为煤炭、焦炭，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

煤炭业务

1) 煤炭销售量：随着我国钢铁消费量下滑，喷吹煤行业消费量存在走低预期，但考虑到潞安环能作为喷吹煤龙头企业，且未来依旧存在新建产能，因此行业去产能聚焦在中小尾部企业，公司未来产量依旧可以保持小幅增长。我们假设2026年公司煤炭销量小幅增长2%，2027-2029年公司煤炭销量分别同比增长2%、4%、4%，2030年之后公司煤炭销售量保持稳定；

2) 煤炭销售价格：2025年公司单吨煤炭销售价格为529元/吨，考虑到2026年煤炭供给持续偏紧，焦煤价格底部反弹，我们假设2026年公司煤炭销售价格为610元/吨，2027-2028年进一步提升至630元/吨、645元/吨，未来保持每年5元/吨的价格上涨幅度；

焦炭业务：我们假设焦炭业务销售量保持稳定，随着焦化行业反内卷，焦炭价格修复至1800元/吨；

盈利能力假设：

- 1) 单吨煤炭毛利：2025年公司单吨煤炭销售成本为347元/吨，假设2026年提升至350元/吨，假设随着开采难度提升，公司单吨销售成本每年增长5元/吨；2025年公司煤炭单吨毛利为182元/吨，基于价格和成本假设，2026-2028年公司单吨毛利分别为260、275、285元/吨，2029年之后保持稳定；
- 2) 焦炭业务毛利率：2025年公司焦炭业务毛利率仅为-4%，假设随着焦化行业反内卷推进，公司焦炭业务毛利率逐步修复至5.6%左右；
- 3) 费用情况：鉴于销售费用率、研发费用率、管理费用率占比较低，我们假设未来维持在2025年水平；财务费用方面，我们假设未来低利率环境有望持续，经营负债率降至40%的合理水平。

表2：公司整体业绩预测

潞安环能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	431.4	358.5	278.2	325.6	342.8	363.9	380.5	383.3
归母净利润(亿)	79.2	24.5	11.2	29.8	34.5	38.1	39.2	38.7
归母净利润增速(%)	-44.1	-69.1	-54.4	167.0	15.6	10.5	2.8	-1.3
经营性净利润(亿)	90.1	26.4	5.7	32.7	37.9	41.9	43.1	42.6
经营性净利润增速(%)	-43.3	-70.8	-78.3	470.7	15.8	10.6	2.9	-1.3
经营性归母净利润(亿)	77.0	22.5	10.4	29.4	34.1	37.7	38.8	38.3
经营性归母净利润增速(%)	-46.6	-70.8	-53.7	182.4	15.8	10.6	2.9	-1.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

煤炭	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	431.4	358.5	278.2	325.6	342.8	363.9	380.5	383.3
收入增速(%)	-20.6	-16.9	-22.4	17.0	5.3	6.1	4.6	0.7
经营性净利润(亿)	90.1	26.4	5.7	32.7	37.9	41.9	43.1	42.6
经营性净利率(%)	20.9	7.4	2.1	10.0	11.1	11.5	11.3	11.1
经营性净利润增速(%)	-43.3	-70.8	-78.3	470.7	15.8	10.6	2.9	-1.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
煤炭	0.7%	中低-	较好	强	8.5%	9.07	39.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	173.9	173.3	347.2	148.4	49.5	10.0	456.2
公司整体测算(亿)	173.9	173.3	347.2	148.4	49.5	10.0	456.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
煤炭(亿)	235.3	127.8	363.1	148.4	51.0	10.0	470.5
公司整体测算(亿)	235.3	127.8	363.1	148.4	51.0	10.0	470.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

喷吹煤行业属于典型的强周期行业，业绩可预测性一般。潞安环能作为喷吹煤龙头，现货占比约60%，公司业绩弹性较大。从可跟踪性上来看，公司每个月定时披露煤炭产量、销量数据，且喷吹煤价格有具体的价格指数，因此公司业绩可跟踪性较好。但鉴于公司所处的行业可预测性较低，综合判断，我们认为公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。