

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年1月14日

潞安环能(601699.SH)/14.9 元

产能扩张潜力大，会计政策调整增厚业绩最为明显

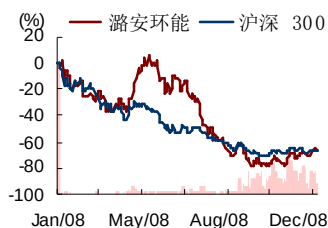
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	115054
流通股本(万股)	38250
总市值(亿元)	171
流通市值(亿元)	57
52周股价	9.4-83.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-60	-66
相对表现	15	-23	1



相关报告

- 1、《煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2008/1/9
- 2、《潞安环能中报点评-煤价上涨推动业绩大幅度增长》2008/8/27
- 3、《潞安环能收购屯留煤矿简评》2007/8/7
- 4、《煤价上升和产品结构调整推动业绩增长》2007/8/16
- 5、《炼焦煤和喷吹煤公司业绩将大幅增长-喷吹煤提价和炼焦煤大幅提价分析》2008/5/8

潞矿五十周年大庆期间，我们调研了公司，并参观了屯留矿和煤制油项目。集团提出打造亿吨级煤炭建设基地的设想为上市公司的成长提供了较大的空间。会计政策调整增厚业绩最为明显。09 年煤价面临较大的不确定性，维持审慎推荐的投资评级。

q 公司产能内生性增长在于两个方面：一是在建的屯留煤矿逐步达产，二是整合的地方煤矿产能逐步增加（目前产量较小，但未来增长空间较大，如潞宁煤业将从目前的 21 万吨提升至 60 万吨，未来规划到 1260 万吨，这是公司未来产能内生性增长的主要因素）。

o 既有的四个煤矿核定产能为 1833 万吨，其中五阳煤矿、漳村煤矿、王庄煤矿、常村煤矿核定产能分别为 173 万吨、360 万吨、700 万吨和 600 万吨。

o 在建的屯留煤矿逐步达产。设计产能 600 万吨，目前已完成大部分建设工程。08 年产量大约 260 万吨，预计 09-10 年产量分别为 450 万吨和 600 万吨。

o 整合的地方煤矿产能将逐步增加：目前的改造和在建煤矿完成后产能将达到 410 万吨，随着潞宁煤业整合小矿的逐步增加，产能将进一步提升至 1610 万吨。

ü 潞宁煤业（57.8%）：目前核定产能 21 万吨，实际产量 30 万吨，二期改造成 60 万吨，预计 09 年达产。未来整合宁武周边矿区，规划达到 1260 万吨。

ü 上庄煤矿（60%）原设计产能 30 万吨，正在进行二期改造，预计 09 年上半年完成 60 万吨的改造。

ü 温庄煤矿（90%）原设计产能 21 万吨，正在进行二期改造，预计 09 年上半年完成 60 万吨的改造。

ü 永红煤矿（80%）原设计产能 30 万吨，正在进行二期改造，08 年三季度完成 60 万吨的改造。

ü 姚家山煤矿（元丰矿产 90%）设计产能 50 万吨，在建煤矿，预计 09 年后投产。

ü 左权佳新能源公司（68%）设计产能 120 万吨，在建煤矿，预计 2010 年后投产。

q 产能外生性增长在于逐步收购母公司的煤矿：

o 上市时，母公司承诺：未来 5-10 年内，根据股份公司的资金实力，市场时机、战略规划和发展需求，集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的经营主体。

o 建矿五十周年的潞矿，目前提出了打造亿吨级煤炭基地的设想。为上市公司未来的成长提供了较大的空间。

o 08 年集团整个产量 4200 万吨（含上市公司），而上市公司产量约为 2300 万吨，收购资产的产能有较大的空间。

o 目前集团本部在役煤矿有石圪节煤矿、慈林山煤业、司马煤矿。石圪节煤矿属于资源枯竭煤矿、慈林山煤业为托管煤矿。短期来看，司马煤矿有可能成为集团注

入的煤矿，其产能大约 300 多万吨。

q 我们预计公司 08-10 年产量分别为 2312 万吨、2623 万吨和 2943 万吨，同比增长 13.3%、13.5%和 12.2%。

q 限产、整顿、旺季因素推动短期煤炭向好。

Ø 山西煤炭工业局限产：《关于切实做好元旦、春节期间煤矿放假、停产整顿检修和安全工作的通知》根据各国有重点煤炭企业的核定能力计算，下达了国有重点煤炭集团公司 2009 年元月原煤生产计划，各国有重点煤炭企业要严格按照省局下达的原煤生产计划要求组织生产，不得超能力生产。山西重点煤矿 1 月份下达的产能计划为 1815 万吨，较 08 年 1-11 月份的月度产量下降 42%，扣除 09 年 1 月份的 7 天春节因素，日均产量同比下降 23%。其中潞安矿业集团 09 年 1 月份下达的产量为 175 万吨，较 08 年 1-11 月的月度产量下降 47%，如果扣除 1 月份的春节 7 天假期因素，同比下降 38%。

Ø 整顿：山西省要求 45 万吨以下的小煤矿将全部停产整顿（河南省已决定从 11 月 26 日对全省范围内 30 万吨及以下矿井全部实施停工停产整顿）。

Ø 冬天煤炭进入旺季，春节期间是煤炭最为紧张的时候，目前，秦皇岛库存已持续大幅度下降，短期煤价预期将会小幅上涨。

q 公司煤价：预计 09 年综合煤价下降约 15%。

Ø 公司重点合同煤占动力煤销量的 60%左右，目前重点合同煤价格大约 370 元/吨，与电煤现货价差约 50 元/吨。

Ø 喷吹煤价格：从最高点约 1300 元/吨下跌至目前的 800 多元/吨。

Ø 洗精煤价格：目前大约 800-900 元/吨。

Ø 块煤价格：从最高点 900 多元/吨下跌至目前大约 800 多元/吨。

Ø 我们预计公司 08-09 年综合煤炭销售价格分别为 594 元/吨和 507 元/吨，同比增长 55%和-15%。

q 公司成本：08 年较高的成本预期下降。

Ø 公司的煤炭销售成本从 07 年的 241 元/吨增长到 08 年的预期的 350 元/吨左右。主要是材料的增长，工资的增加和政策性成本的增加。

Ø 08 年材料增长了 70%，随着钢铁等价格的下跌，预计材料费至少下降 30%，大约 20 元/吨。

Ø 08 年工资增长了约 30%，随 09 年公司效益下滑，预计吨煤工资下降 10%左右，大约 10 元/吨。

q 安全费用和维简费会计处理变更对公司业绩增厚最为明显。

Ø 公司的安全费用和维简费的计提标准较高，分别为 50 元/吨（从 08 年 4 月 1 日起，从原来的 30 元/吨提高至 50 元/吨，在上市公司中最高）和 6 元/吨。

Ø 08 年会计政策调整，安全费用和维简费会计处理从计提到实报实销，增厚业绩最为明显，我们预计增厚 EPS0.69 元，较 08 年预期的 EPS 增长 33%（见 2008 年 1 月 9 日的《从计提到实报实销——煤炭行业关于安全费用、维简费会计政策调整影响分析》）。

q 盈利预测:

Ø 我们预计公司 08-10 年每股收益分别为 2.11 元、1.58 元和 1.86 元, 同比增长 148%、-26%和 18%。

Ø 如果考虑会计政策调整增厚 EPS0.69 元, 则 09 年的业绩将达到 2.27 元。

q 投资建议

Ø 从重置成本的角度考虑, 公司的重置建矿采矿成本为 8.9 元/股, 重置采矿权成本为 9.9 元, 两者合计 18.8 元, 目前股价低于重置成本 21%。

Ø 从 PE 角度考虑, 考虑安全费用和维简费会计政策调整后的 09 年 EPS 为 2.27 元, 目前股价对应的 PE 仅为 6.6 倍, 远低于其它上市公司的估值。

Ø 我们维持“审慎推荐”评级。由于 09 年的煤价仍然面临较大的不确定性, 我们对公司维持审慎推荐的投资评级。

表 1: 公司产能及产量预测

单位: 万吨	煤种	核定产能	08 年产量	09 年产量	10 年产量
既有煤矿					
五阳煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	173	173	173	173
漳村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	360	360	360	360
王庄煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	700	750	750	750
常村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	600	650	650	650
小计		1833	1933	1933	1933
在建煤矿					
屯留矿井	贫煤、无烟煤	600	260	450	600
技改煤矿					
潞宁煤业 (51%)	动力煤	21	30	60	60
上庄煤矿 (60%)	动力煤	30	30	60	60
温庄煤矿 (90%)	动力煤	21	21	60	60
永红煤矿 (80%)	动力煤	30	38	60	60
姚家山煤矿 (90%)	动力煤	50			50
左权佳新能源公司 (68%)	动力煤	120			120
小计		272	119	240	410
合计		2705	2312	2623	2943
同比增长			13.3%	13.5%	12.2%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表 2: 山西重点煤矿 1 月份生产计划

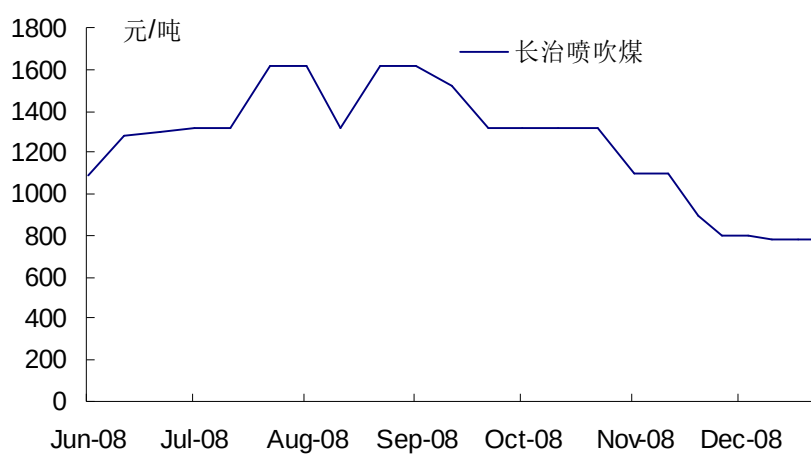
单位: 万吨	0901 计划	0801 产量	0811 产量	081-11 产量	同比增长	较 1-11 月平均增长	0901 每天产量	0801 每天产量	日均增长
重点煤矿									
合计	1815	2696.3	2738.2	31162	-33%	-42%	86.4	112.34	-23%
大同煤矿集团	350	570.06	495.45	6344	-39%	-45%	16.7	23.75	-30%
山西焦煤集团	410	610.8	684.45	7402.91	-33%	-45%	19.5	25.45	-23%
阳煤集团	245	285.58	341.86	3361.95	-14%	-27%	11.7	11.90	-2%
潞矿集团	175	324.06	254.18	3229.06	-46%	-46%	8.3	13.50	-38%
晋煤集团	240	283.59	291.63	3427.02	-15%	-30%	11.4	11.82	-3%
平朔	395	622.16	670.64	7397.05	-37%	-47%	18.8	25.92	-27%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表 3: 公司煤炭产销量、价格和成本

	2003	2004	2005	2006	2007	200806
原煤产量 (万吨)			1871	1970	2041	1240
商品煤销量 (万吨)	1610	1747	1794	1864	1953	1078
混煤 (含混快) 销量 (万吨)			1266	993	982	543
洗精煤销量 (万吨)			130	200	181	92
喷吹煤销量 (万吨)			277	545	602	393
洗块煤销量 (万吨)			57	71	77	36
其他洗煤销量 (万吨)			65	56	110	12
煤炭综合售价 (元/吨)	165	219	284	346	384	518
煤炭综合成本 (元/吨)	108	149	189	215	241	323

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

图 1: 潞安环能所在地山西长治喷吹煤价格走势


资料来源: 中国煤炭资源网

表 4: 重点上市公司盈利预测

	股价（元）	EPS（元）			PE（×）			每股净资产 （元）	PB（×）
		07	08E	09E	07	08E	09E		
A 股									
炼焦煤类									
金牛能源	16.57	0.73	2.96	1.73	22.7	5.6	9.6	5.4	3.1
西山煤电	13.24	0.43	1.50	0.92	1.1	8.8	14.4	2.8	4.7
平煤股份	15.19	1.02	2.25	1.50	14.9	6.8	10.1	6.0	2.5
盘江股份	12.45	0.16	1.24	1.30	77.8	10.0	9.6	2.5	5.0
喷吹煤类									
国阳新能	11.63	0.52	1.14	0.81	22.6	10.2	14.4	3.7	3.1
潞安环能	14.90	0.85	2.11	1.58	17.5	7.1	9.4	3.9	3.8
动力煤类									
中国神华	18.37	0.99	1.52	1.65	18.5	12.1	11.1	6.7	2.7
恒源煤电	14.05	1.07	1.29	1.82	13.1	10.9	7.7	6.8	2.1
中煤能源	6.99	0.39	0.60	0.71	17.9	11.6	9.8	4.5	1.6
兖州煤业	8.83	0.55	1.61	1.12	16.1	5.5	7.9	4.6	1.9
大同煤业	13.06	0.55	1.83	1.01	23.7	7.1	12.9	5.3	2.5
转型类									
神火股份	14.91	1.64	2.65	1.48	9.1	5.6	10.1	5.0	3.0
兰花科创	13.42	1.01	2.12	1.27	13.3	6.3	10.5	5.7	2.4
开滦股份	12.77	1.10	2.11	1.35	11.6	6.0	9.4	6.0	2.1
A 股平均	13.31	0.79	1.78	1.30	20.0	8.1	10.5	4.9	2.9
美国									
BTU	26.68	2.56	3.21	5.01	10.4	8.3	5.3	10.8	2.5
ANR	20.77	2.55	3.25	10.12	8.1	6.4	2.1	10.5	2.0
CNX	32.92	1.48	2.17	6.08	22.2	15.2	5.4	7.9	4.2
FCL	17.73	(0.46)	0.05	3.74	(38.5)	354.6	4.7	6.4	2.8
ACI	18.98	2.58	2.43	4.82	7.4	7.8	3.9	12.3	1.5
MEE	16.65	0.10	3.46	5.25	166.5	4.8	3.2	12.5	1.3
YZC	8.02	1.75	2.35	2.06	4.6	3.4	3.9	6.6	1.2
美国平均	20.25	1.51	2.42	5.30	36.5	57.2	4.1	9.6	2.2
H 股									
中国神华	17.10	1.03	1.54	1.70	16.6	11.1	10.1	6.7	2.6
中煤能源	6.25	0.45	0.70	0.86	13.9	8.9	7.3	4.5	1.4
兖州煤业	6.12	0.66	1.66	1.20	9.3	3.7	5.1	4.6	1.3
H 股平均	9.82	0.71	1.30	1.25	13.3	7.9	7.5	5.3	1.9

数据来源: 招商证券研发整理

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	5954	6828	4991	5210	6257
现金	3521	3766	314	200	996
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1593	1408	2575	2484	2755
应收款项	206	73	215	183	212
其它应收款	129	1173	1359	295	321
存货	291	206	381	386	425
其他	214	201	226	1576	1592
非流动资产	3360	3395	5499	6982	7332
长期股权投资	184	351	295	314	308
固定资产	2457	2215	4471	6041	6483
无形资产	377	500	484	468	452
其他	342	329	249	159	89
资产总计	9314	10224	10490	12192	13589
流动负债	4322	4294	4175	4775	4964
短期借款	221	140	100	150	100
应付账款	1643	1456	2435	2540	2773
预收账款	713	747	1170	1245	1350
其他	1746	1951	529	638	635
长期负债	962	1254	18	3	1
长期借款	25	21	(10)	(30)	(30)
其他	938	1233	28	33	31
负债合计	5285	5547	4193	4778	4965
股本	2218	2218	2218	2218	2218
资本公积金	415	512	0	0	0
留存收益	870	1661	2731	3910	5304
少数股东权益	303	158	233	319	423
母公司所有者权益	3502	4391	4949	6127	7521
负债及权益合计	9314	10224	10490	12192	13589

现金流量表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1820	2763	1192	2485	2469
净利润	875	981	2433	1812	2145
折旧摊销	1027	0	352	543	643
财务费用	11	0	108	88	63
投资收益	(6)	0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(50)	0	(1709)	126	(74)
其它	(37)	0	70	88	92
投资活动现金流	(1029)	(2353)	(2466)	(2028)	(994)
资本支出	(831)	0	(2520)	(2010)	(1000)
其他投资	(198)	0	54	(18)	6
筹资活动现金流	1472	(213)	(2178)	(571)	(680)
借款变动	(2038)	0	(71)	20	(70)
普通股增加	0	0	511	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(664)	0	(1363)	(634)	(751)
其他	4174	0	(1274)	(63)	(38)
现金净增加额	2263	197	(3452)	(114)	796

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8236	9949	16213	16228	17772
营业成本	5678	7015	10369	11249	12121
营业税金及附加	83	92	159	158	175
营业费用	299	260	324	325	355
管理费用	992	1171	1896	1874	2059
财务费用	(8)	(23)	108	88	63
资产减值损失	(3)	22	30	20	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	32	25	25	25
营业利润	1201	1443	3352	2539	3008
营业外收入	0	2	2	2	3
营业外支出	15	13	11	11	11
利润总额	1186	1432	3344	2531	2999
所得税	310	441	836	633	750
净利润	876	992	2508	1898	2250
少数股东损益	2	11	75	86	105
母公司所有者净利润	875	981	2433	1812	2145
EPS (元)	1.37	1.53	2.11	1.58	1.86

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	45%	21%	63%	0%	10%
营业利润	28%	20%	132%	-24%	18%
净利润	25%	12%	148%	-26%	18%
获利能力					
毛利率	31.1%	29.5%	36.0%	30.7%	31.8%
净利率	10.6%	9.9%	15.0%	11.2%	12.1%
ROE	23.5%	21.7%	39.9%	24.9%	24.7%
ROIC	20.5%	20.2%	39.6%	22.8%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	54.3%	40.0%	39.2%	36.5%
净负债比率	3.0%	1.9%	1.1%	1.1%	0.5%
流动比率	1.4	1.6	1.2	1.1	1.3
速动比率	1.3	1.5	1.1	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.5	1.4	1.3
存货周转率	32.7	40.0	55.2	42.4	43.8
应收帐款周转率	52.5	71.3	112.6	81.6	90.0
应付帐款周转率	1.1	1.1	1.3	1.1	1.1
每股资料(元)					
每股收益	1.37	1.53	2.11	1.58	1.86
每股经营现金	2.85	4.32	1.04	2.16	2.15
每股净资产	5.83	7.07	5.30	6.33	7.54
每股股利	0.18	0.14	0.74	0.55	0.65
估值比率					
PE	10.9	9.7	7.0	9.5	8.0
PB	2.6	2.1	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	12.6	11.1	7.5	9.8	9.0

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。