

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

2009年1月23日

潞安环能(601699.SH)/18.97 元

煤价上涨和所得税率降低推动业绩增长 100%以上

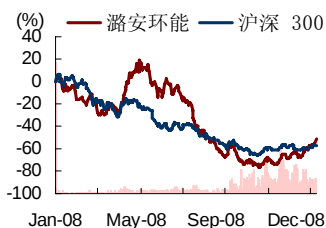
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持
目标估值:

基础数据

总股本(万股)	115054
流通股本(万股)	38250
总市值(亿元)	218
流通市值(亿元)	73
52周股价	9.4-83.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	37	-41	-57
相对表现	38	-10	4



相关报告

- 1、《产能扩张潜力大，会计政策调整增厚业绩最为明显》
2009/1/14
- 2、《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
- 3、《潞安环能中报点评-煤价上涨推动业绩大幅度增长》
2008/8/27
- 4、《潞安环能收购屯留煤矿简评》
2007/8/7
- 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

潞安环能发布业绩预增公告，预计公司 08 年净利润同比增长 100% 以上（未包括安全费用和维简费用会计政策调整增厚业绩部分），稍低于预期，股价具有一定的估值优势，继续维持审慎推荐的投资评级。

□ **08 年公司业绩预增 100% 以上，低于预期。**公司预告 08 年业绩同比增长 100% 以上（未包括安全费用和维简费用会计政策调整增厚业绩部分），08 年公司净利润超过 19.6 亿元，折 EPS1.7 元以上，低于我们的预期。08 年 Q4EPS 0.16 元以上，较 07 年 Q4 的 0.24 元下降 33%（既低于价格未大幅上涨的 08 年 Q1 的 EPS0.29 元，也低于前三季度平均 EPS 的 0.51 元），我们判断除了四季度价格下降和喷吹煤销量下降影响业绩外，公司应该还进行了部分盈余管理。

□ **业绩增长的主要原因在于煤价大幅度上涨和所得税率下降：**我们预计公司 08 年综合煤价大约 581 元/吨，较 07 年的 384 元/吨增长 51%。其中，占公司煤炭销量 36% 的喷吹煤 08 年销售均价大约 845 元/吨，较 07 年的 506 元/吨上涨了 67%。另外所得税有效税率从 07 年的 31% 下降为 08 年的 25%。

□ **我们预计安全费用和维简费用会计政策调整增厚 EPS 大约 0.69 元。**此次预增未包括安全费用和维简费用会计政策调整增厚业绩部分：根据财政部财会函[2008]60 号文件规定，原安全费及维简费由计提变为实报实销，我们预计此项重大会计政策变更增加 EPS 大约 0.69 元。

- 公司安全费最新提取标准为 50 元/吨（08 年 4 月 1 日起从 30 元/吨提高到 50 元/吨），维简费提取标准为 6 元/吨，按照我们预计 08 年 2300 万吨原煤产量计算，公司提取的安全费和维简费大约 11.7 亿元。

- 在 08 年 1 月 9 日的《从计提到实报实销，业绩平均增厚 17%——煤炭行业关于安全费和维简费会计处理变更的影响分析》报告中，我们预计安全费用的资本性支出需提取的年度折旧和两项费用的费用性支出部分合计大约 3.5 亿元。安全费和维简费的会计处理变更增厚 EPS 大约 0.69 元。

□ **09 年展望：**山西对大中型煤矿限产以及小煤矿停产整顿，我们认为，小煤矿停产整顿足以改变煤炭的供求态势。大中型煤矿基本上还是以需定产，限产对公司煤炭产量影响不大。09 年公司的喷吹煤和洗精煤价格较 08 年均价下降 20% 左右，混煤价格有望小幅上涨，预计综合煤价下降 14% 左右。

□ **盈利预测：**根据公司的业绩预增公告，我们小幅调低业绩预测，预计 08-10 年 EPS 分别为 1.76 元、1.4 元和 1.55 元，同比分别增长 107%、-20% 和 10%（未包括会计政策调整增厚业绩部分）。

➢ **维持“审慎推荐”评级。**08 年盈余管理的业绩有望在 09 年释放；目前股价下对应 09 年动态 PE 9 倍（考虑会计政策调整增厚 EPS0.69 元，09 年 EPS 达到 2.09 元），低于行业平均水平，具有一定的估值优势。鉴于未来煤价仍面临不确定性，我们维持对公司审慎推荐的投资评级。

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	5319	6443	8133
现金	3521	3766	2524	3148	4745
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1593	1408	784	959	963
应收款项	206	73	78	128	136
其它应收款	129	1173	1315	297	316
存货	291	206	385	389	420
其他	214	201	232	1522	1553
非流动资产	3360	3395	5483	5518	5509
长期股权投资	184	351	295	314	308
固定资产	2457	2215	4455	4578	4661
无形资产	377	500	484	468	452
其他	342	329	249	159	89
资产总计	9314	10224	10801	11961	13643
流动负债	4322	4294	3391	3298	3596
短期借款	221	140	100	100	100
应付账款	1643	1456	1573	1700	1796
预收账款	713	747	1183	907	1089
其他	1746	1951	534	591	611
长期负债	962	1254	1205	1210	1208
长期借款	25	21	(0)	(0)	(0)
其他	938	1233	1205	1210	1208
负债合计	5285	5547	4596	4508	4804
股本	2218	2218	2421	2584	2763
资本公积金	2218	2218	2421	2584	2763
留存收益	870	1661	2475	3531	4696
少数股东权益	303	158	159	188	229
母公司所有者权益	5305	6096	7318	8699	10223
负债及权益合计	9314	10224	10801	11961	13643

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1820	2763	1911	1990	2474
净利润	875	981	2038	1625	1793
折旧摊销	1027	0	368	493	503
财务费用	11	0	118	88	63
投资收益	(6)	0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(50)	0	(586)	(223)	101
其它	(37)	0	(3)	33	40
投资活动现金流	(1029)	(2353)	(2466)	(528)	(494)
资本支出	(831)	0	(2520)	(510)	(500)
其他投资	(198)	0	54	(18)	6
筹资活动现金流	1472	(213)	(687)	(490)	(486)
借款变动	(2038)	0	(71)	(21)	0
普通股增加	0	0	511	0	0
资本公积增加	0	0	204	162	179
股利分配	(664)	0	(1225)	(569)	(628)
其他	4174	0	(107)	(63)	(38)
现金净增加额	2263	197	(1242)	972	1494

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8236	9949	15683	15985	16988
营业成本	5678	7015	10489	11336	11972
营业税金及附加	83	92	153	153	164
营业费用	299	260	361	391	416
管理费用	992	1171	1846	1825	1945
财务费用	(8)	(23)	118	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	2711	2196	2437
营业外收入	0	2	11	11	11
营业外支出	15	13	2	2	3
利润总额	1186	1432	2719	2204	2446
所得税	310	441	680	551	611
净利润	876	992	2039	1653	1834
少数股东损益	2	11	1	28	41
母公司所有者净利润	875	981	2038	1625	1793
EPS (元)	1.37	1.53	1.77	1.41	1.56

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	45%	21%	58%	2%	6%
营业利润	28%	20%	88%	-19%	11%
净利润	25%	12%	108%	-20%	10%
获利能力					
毛利率	31.1%	29.5%	33.1%	29.1%	29.5%
净利率	10.6%	9.9%	13.0%	10.2%	10.6%
ROE	23.5%	21.7%	33.7%	22.4%	20.8%
ROIC	20.5%	20.2%	33.5%	22.7%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	54.3%	42.5%	39.5%	36.4%
净负债比率	3.0%	1.9%	1.1%	0.8%	0.7%
流动比率	1.4	1.6	1.6	1.9	2.2
速动比率	1.3	1.5	1.5	1.8	2.1
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.5	1.3	1.2
存货周转率	32.7	40.0	53.0	41.3	42.0
应收帐款周转率	52.5	71.3	206.7	155.0	128.8
应付帐款周转率	1.1	1.1	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
每股收益	1.37	1.53	1.77	1.41	1.56
每股经营现金	2.85	4.32	1.66	1.73	2.15
每股净资产	5.83	7.07	5.26	6.31	7.48
每股股利	0.18	0.14	0.62	0.49	0.55
估值比率					
PE	13.9	12.4	10.7	13.4	12.2
PB	3.3	2.7	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.8	12.1	9.6	11.0	10.2

资料来源：公司报表、招商证券

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，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。