

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

2009年2月8日

潞安环能(601699.SH)/18.89 元

关注喷吹煤产量变动情况

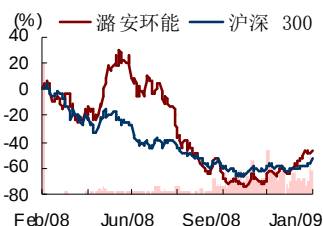
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	115054
流通股本(万股)	38250
总市值(亿元)	217
流通市值(亿元)	72
52周股价	9.4-83.8元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	-20	-50
相对表现	6	-8	4



相关报告

- 1、《潞安环能调研简报-产能扩张潜力大,会计政策调整增厚业绩最为明显》2008/1/14
- 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、《煤价上升和产品结构调整推动业绩增长》2007/8/16
- 46、《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

作为全国最大的烟煤喷吹煤生产基地,公司的业绩受益于喷吹煤的盈利。但受下游需求放缓的影响,09年公司的喷吹煤产量变化趋势值得重点关注,预计会计政策调整增厚业绩最为明显。安全事故对业绩基本上无影响,维持审慎推荐的投资评级。

- q 喷吹煤的毛利润占公司煤炭利润约 60%, 关注其 09 年产销量变化。山西潞安集团具有完全自主知识产权的“贫煤、贫瘦煤高炉喷吹技术开发与应用”项目荣获 2007 年国家科技进步二等奖,潞安喷吹煤技术指标被确立为国家标准,潞安环能成为全球最大的烟煤喷吹煤生产基地。通过喷煤作业,可以大幅改善高炉运行状况,提高生铁产量;同时可以部分替代价格较高的焦炭,节约冶炼成本。潞安高炉喷吹煤在国内各大钢铁企业的成功使用和推广,大幅提高了公司的经济效益。
- o 喷吹煤产量逐年大幅增长,但 09 年增速将放缓。05 年-08 年,公司喷吹煤产量分别为 286 万吨、551 万吨、601 万吨和 680 万吨,年复合增速 33.5% (而同期公司的煤炭产量仅从 1871 万吨增长到 2300 万吨,年复合增速 7.3%)。目前大型钢铁企业产量较低,影响了公司的喷吹煤产销量,但随着 4 万亿投资的逐步实施,大型钢铁企业的产量逐步恢复,公司的喷吹煤产销量有望恢复到正常水平。我们预计 09 年公司的喷吹煤产量可能与 08 年持平或略低。
- u 喷吹煤的毛利占公司煤炭毛利逐年增加,08 年预计接近 60%。04-08 年,喷吹煤实现毛利 2.45 亿元、3.77 亿元、9.54 亿元、13.77 亿元和 30 亿元,分别占公司煤炭毛利的 20%、22%、39%、49%和 60%。
- u 喷吹煤价格回调后,目前仍有大约 300 元/吨的毛利。05-08 年喷吹煤的吨煤毛利分别为 136 元/吨、175 元/吨、227 元/吨和 450 元/吨。目前公司喷吹煤销售不含税价格大约 680 元/吨,预计 09 年的喷吹煤毛利仍有 300 元/吨。
- q 前期煤价调整后企稳: 预计 09 年综合煤价同比下降约 13%。
 - u 混煤价格: 目前大约 390-410 元/吨,较 08 年均价上涨 14%。
 - u 喷吹煤价格: 目前大约 680 元/吨,较 08 年均价下降 19%。
 - u 洗精煤价格: 目前大约 735 元/吨,较 08 年均价下降 22%
 - u 预计公司 08-09 年综合煤炭销售价格分别为 593 元/吨和 517 元/吨,同比增长 54%和-13%。
- q 停产整顿小煤矿将使大煤矿的产销量得以保证,我们预计公司 08-10 年产量分别为 2312 万吨、2513 万吨和 2833 万吨,同比分别增长 13.3%、8.7%和 12.7%。
 - u 09-10 年公司产量的增长在于屯留矿逐步达产和整合煤矿技改完成投产。
 - u 预计屯留矿 08-10 年产量分别为 260 万吨、450 万吨和 600 万吨。
 - u 整合的煤矿技改完成投产,预计 08-10 年产量分别为 120 万吨、130 万吨和 300 万吨。

- Ø 停产整顿小煤矿对全国煤炭产量影响较大，将有可能导致供给减少量大于或等于需求的减少量，使煤炭维持供求均衡态势。
- Ø 山西大中型煤矿的限产仅限于指导性质，近期调研的山西煤炭企业认为基本上以需定产，我们判断如果小煤矿停产整顿能够持续一段时间的话，大中型煤矿的产销量基本上能够得到保证。
- q 会计处理变更对业绩影响从 50.6 元/吨下降为 10.9 元/吨，预计增厚 EPS0.8 元。
- Ø 公司的安全费用计提标准在上市公司中最高，目前为 50 元/吨（从 04 年 4 月 1 日起开始按照 15 元/吨提取，05 年 4 月 1 日起提高至 30 元/吨，08 年 4 月 1 日起提高至 50 元/吨），维简费的计提标准一直为 6 元/吨。08 年影响损益金额为 11.7 亿元，08 年平均 50.6 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，而且原有的资本性支出部分不再计入成本，但通过计提折旧影响损益，在 2009 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》里面按照费用性和资本性支出的大致比例测算增厚业绩 0.69 元，我们这里按照公司的实际支出重新测算影响业绩数。
- Ø 04-08 年中期公司共提取安全费用 23.91 亿元，使用 12.48 亿元。其中，资本性支出 8.8 亿元，费用性支出 2.3 亿元。
- Ø 04-08 年中期公司共提取维简费用 5.34 亿元，使用 1.86 亿元，关于费用性和资本性支出没有详细的公告，我们大致按照 10%和 65%的比例测算。
- Ø 我们测算，截止 08 年底安全费用形成固定资产 12.94 亿元，按照 8 年折旧计算每年需计提折旧 1.62 亿元，08 年的安全费用和维简费的费用性支出分别为 0.75 亿元和 0.14 亿元，新的会计处理方法 08 年影响损益金额为 2.51 亿元，相当于吨煤 10.9 元，较 08 年下降 39.7 元/吨。
- Ø 新的会计处理方法较原处理方法减少成本支出 9.2 亿元，相应的增加 EPS0.8 元。较 08 年原预期的 EPS 增长 46%。
- q 盈利预测：
 - Ø 我们预计公司 08-10 年每股收益分别为 1.76 元、1.34 元和 1.49 元，同比增长 107%、-24%和 11%（不考虑会计处理变更影响）。
 - Ø 如果考虑会计政策调整增厚 EPS0.8 元，则 09 年的业绩将达到 2.14 元。
- q 投资建议
 - Ø 上次调研报告我们测算公司的重置成本 18.8 元（当时股价低于重置成本 21%）目前股价 18.89 元仅与重置成本相当。
 - 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 2.14 元，目前股价对应的 PE 仅为 8.83 倍，远低于其它上市公司的估值。
 - Ø 我们维持“审慎推荐”评级。
 - Ø 风险因素：喷吹煤产量变动情况。资源税从价改革推出。

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%)	气肥煤	21	30	30	60
上庄煤矿 (60%)	焦煤	30	30	30	60
温庄煤矿 (90%)	焦煤	21	21	30	60
永红煤矿 (80%)	焦煤和贫瘦煤	30	37.5	40	60
姚家山煤矿 (90%)	动力煤	50			
左权佳新能源公司 (68%)	动力煤	120			60
小计		272	118.5	130	300
合计		2705	2312	2513	2833
同比增长			13.3%	8.7%	12.7%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表 2: 喷吹煤产量及毛利比较

	2003	2004	2005	2006	2007
煤炭产量 (万吨)			1871	1970	2041
喷吹煤产量 (万吨)			286	551	601
喷吹煤毛利 (万元)	9199	24513	37662	95391	136569
煤炭毛利 (万元)	91238	121392	170650	243753	279677
喷吹煤毛利占比	10%	20%	22%	39%	49%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表 3: 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		2696.2	2738.2	31161.9					
合计	1815	5	1	9	-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 4: 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

表 5: A 股煤炭上市公司估值比较

	股价（元）	EPS（元）			P/E（×）			每股净资产 产（元）	P/B（×）
		07A	08E	09E	07A	08E	09E		
A 股									
炼焦煤类									
西山煤电	16.66	0.43	1.52	0.92	38.7	11.0	18.1	3.3	5.1
金牛能源	21.80	0.73	2.96	2.07	29.9	7.4	10.5	6.7	3.2
平煤股份	19.48	1.02	2.07	1.51	19.1	9.4	12.9	6.9	2.8
盘江股份	15.18	0.16	1.11	1.60	93.4	13.7	9.5	3.3	4.7
平均	18.3	0.6	1.9	1.5	45.3	10.4	12.8	5.1	3.9
喷吹煤类									
国阳新能	15.82	0.52	1.46	1.18	30.7	10.8	13.4	2.9	5.5
潞安环能	18.89	0.85	1.76	1.34	22.2	10.7	14.1	4.7	4.0
平均	17.4	0.68	1.61	1.26	26.5	10.8	13.8	3.8	4.8
动力煤类									
中国神华	22.50	0.99	1.52	1.64	22.6	14.8	13.7	7.1	3.2
中煤能源	9.00	0.39	0.60	0.71	23.1	15.0	12.7	4.6	2.0
兖州煤业	11.60	0.55	1.61	1.12	21.1	7.2	10.4	5.1	2.3
大同煤业	16.86	0.55	1.83	1.01	30.6	9.2	16.7	6.0	2.8
恒源煤电	18.12	1.07	1.24	1.51	16.9	14.7	12.0	7.0	2.6
平均	15.6	0.71	1.36	1.20	22.9	12.2	13.1	6.0	2.6
企业转型类									
神火股份	19.96	1.64	2.46	1.48	12.2	8.1	13.5	5.9	3.4
兰花科创	18.76	1.01	1.90	1.27	18.6	9.9	14.7	6.4	2.9
开滦股份	17.26	1.10	2.11	1.35	15.7	8.2	12.7	6.7	2.6
平均	18.7	1.25	2.16	1.37	15.50	15.5	8.7	13.7	6.3
A 股平均	17.3	0.8	1.7	1.3	28.2	10.7	13.2	5.5	3.4

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

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	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	723	883	907
应收款项	206	73	72	118	128
其它应收款	129	1173	1213	272	297
存货	291	206	346	356	394
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	1414	1556	1687
预收账款	713	747	1064	830	1022
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	2577	2750
资本公积金	2218	2218	2421	2577	2750
留存收益	870	1661	2476	3487	4611
少数股东权益	303	158	161	172	206
母公司所有者权益	5305	6096	7319	8641	10112
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	1642	2577
净利润	875	981	2040	1556	1730
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	(685)	(477)	193
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	156	173
股利分配	(664)	0	(1225)	(544)	(606)
其他	4174	0	(107)	(63)	(38)
现金净增加额	2263	197	(1242)	624	1597

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8236	9949	14465	14709	16014
营业成本	5678	7015	9429	10375	11244
营业税金及附加	83	92	141	139	154
营业费用	299	260	357	359	392
管理费用	992	1171	1700	1672	1829
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	2715	2080	2344
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	2724	2089	2352
所得税	310	441	681	522	588
净利润	876	992	2043	1567	1764
少数股东损益	2	11	3	11	34
母公司所有者净利润	875	981	2040	1556	1730
EPS (元)	1.37	1.53	1.77	1.35	1.50

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	45%	21%	45%	2%	9%
营业利润	28%	20%	88%	-23%	13%
净利润	25%	12%	108%	-24%	11%
获利能力					
毛利率	31.1%	29.5%	34.8%	29.5%	29.8%
净利率	10.6%	9.9%	14.1%	10.6%	10.8%
ROE	23.5%	21.7%	33.7%	21.6%	20.3%
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%	37.7%	35.2%
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	2.0	2.3
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	52.4	41.9	42.7
应收帐款周转率	52.5	71.3	198.6	154.8	130.3
应付帐款周转率	1.1	1.1	1.6	1.7	1.7
每股资料(元)					
每股收益	1.37	1.53	1.77	1.35	1.50
每股经营现金	2.85	4.32	1.66	1.43	2.24
每股净资产	5.83	7.07	5.26	6.27	7.40
每股股利	0.18	0.14	0.62	0.47	0.53
估值比率					
PE	13.8	12.3	10.7	14.0	12.6
PB	3.2	2.7	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	13.7	12.0	9.5	10.9	10.1

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的免责条款

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。