

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

2009年3月8日

潞安环能(601699.SH)/16.55元

会计政策调整推动业绩更上一层楼

能源·煤炭

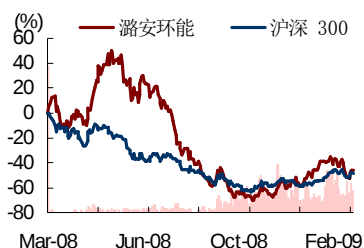
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2193
总股本(万股)	115054
已上市流通股(万股)	38250
总市值(亿元)	190
流通市值(亿元)	63
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	37.8
资产负债率	64.7%
主要股东	山西潞安(集团)公司
主要股东持股比例	65.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	11	-47
相对表现	-13	6	3



相关报告

- 1、《会计政策调整增厚业绩最为明显——潞安环能调研简报》2009/1/8
- 2、《关注喷吹煤产量变动情况——潞安环能调研简报》2009/2/8
- 3、《煤价上涨推动业绩大幅度增长——08年终报点评》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
- 6、《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 08 年业绩快报, 08 年实现每股收益 2.48 元, 较 07 年的调整后的每股收益 1.26 元增长 97%, 基本符合我们的预期, 考虑到公司较好的业绩和较低的估值, 维持“审慎推荐”投资评级。

- q 潞安环能 08 年业绩快报实现每股收益 2.48 元, 较 07 年的调整后的每股收益 1.26 元增长 97%。基本符合我们的预期。
- q 公司原来的业绩预增公告 08 年的业绩同比增长 100%以上, 按照未调整前的 07 年 EPS0.85 元计算, 08 年 EPS1.7 元以上 (未包括会计政策调整因素)。
- q 此次业绩调增主要是维简费和安全费用等会计政策调整所致。
- Ø 根据 08 年 12 月发布的财会函[2008]60 号《关于做好执行会计准则企业 2008 年年报工作的通知》及财政部于 08 年新颁布的《企业会计准则解释第 2 号》的要求, 公司调整了维简费、生产安全费及其他类似性质费用的会计处理方法, 即从以前的计提转为实报实销。
- Ø 通过追溯调整的损益数据可以推断 07 年会计政策调整增厚 EPS0.41 元。08 年的数据未公告, 我们大致推断会计政策调整增厚 EPS 接近 0.78 元左右 (2.48 元-1.7 元), 与我们 2 月 8 日的调研简报预测增厚数大致相当。08 年调整增厚业绩较多的原因主要是安全费用于 08 年 4 月 1 日起从 30 元/吨提高至 50 元/吨 (维简费的 6 元/吨未变), 以及从 07 年 10 月 1 日开始征收 10 元/吨的环保基金和 5 元/吨的转产基金。
- q 盈利预测: 我们预计公司 09-10 年每股收益分别为 1.98 元和 2.18 元, 同比增长-20%和 10% (考虑会计处理变更影响)。
- q 维持审慎推荐投资评级: 从重置成本的角度考虑, 我们测算公司的重置成本 18.8 元, 重置成本较目前股价 16.55 元有 14% 的升幅。从 PE 角度考虑, 目前股价对应的 09 年 PE 仅为 8.4 倍, 远低于煤炭行业的平均估值。维持对公司审慎推荐的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	8236	9949	14465	14709	16014
同比增长	45%	21%	45%	2%	9%
营业利润(百万元)	1201	1443	3822	3055	3405
同比增长	28%	20%	165%	-20%	11%
净利润(百万元)	875	981	2857	2274	2508
同比增长	25%	12%	191%	-20%	10%
每股收益(元)	1.37	1.53	2.48	1.98	2.18
PE	12.1	10.8	6.7	8.4	7.6
PB	2.8	2.3	2.9	2.3	1.9

资料来源: 招商证券

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: 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

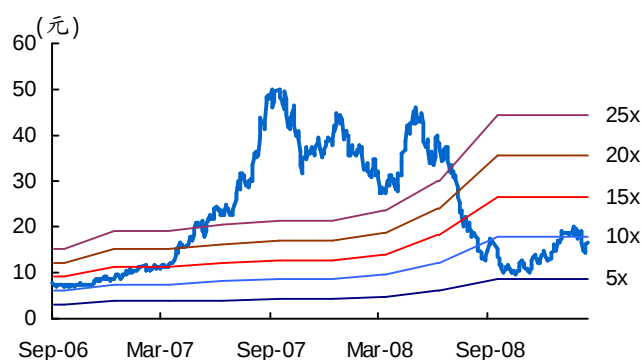
资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表 4: 煤炭上市公司估值比较

	股价（元）	EPS（元）			PE（×）			每股净资产（元）	市净率（×）
		07	08E	09E	07	08E	09E		
炼焦煤类									
金牛能源	19.07	0.73	2.49	1.97	26.1	7.7	9.7	6.3	3.0
西山煤电	14.39	0.43	1.50	0.92	33.5	9.6	15.6	3.1	4.7
平煤股份	17.12	1.02	2.07	1.51	16.8	8.3	11.3	6.3	2.7
盘江股份	13.47	0.16	1.11	1.60	84.2	12.1	8.4	3.1	4.4
平均	16.01	0.59	1.79	1.50	40.14	9.4	11.3	4.70	3.7
喷吹煤类									
国阳新能	13.90	0.52	1.46	1.18	27.0	9.5	11.8	4.2	3.3
潞安环能	16.55	0.85	2.48	1.98	19.4	6.7	8.4	5.3	3.1
平均	15.23	0.68	1.97	1.58	23.21	8.1	10.1	4.73	3.2
动力煤类									
中国神华	19.14	0.99	1.52	1.65	19.2	12.6	11.6	7.4	2.6
恒源煤电	17.84	1.07	1.60	1.82	16.7	11.2	9.8	8.0	2.2
中煤能源	7.76	0.39	0.60	0.71	19.9	12.9	10.9	4.7	1.7
兖州煤业	10.63	0.55	1.61	1.12	19.3	6.6	9.5	5.0	2.1
大同煤业	14.94	0.55	1.83	1.01	27.1	8.2	14.8	5.8	2.6
平均	14.06	0.71	1.43	1.26	20.45	10.3	11.3	6.18	2.2
转型类									
神火股份	18.86	1.64	2.46	1.48	11.5	7.7	12.8	5.6	3.4
兰花科创	18.20	1.01	2.45	2.01	18.1	7.4	9.1	7.7	2.4
开滦股份	15.83	1.10	1.25	1.30	14.4	12.7	12.2	7.3	2.2
平均	17.63	1.25	2.05	1.60	14.65	9.3	11.3	6.87	2.6
总体平均	15.55	0.8	1.75	1.45	25.2	9.5	11.1	5.7	2.9

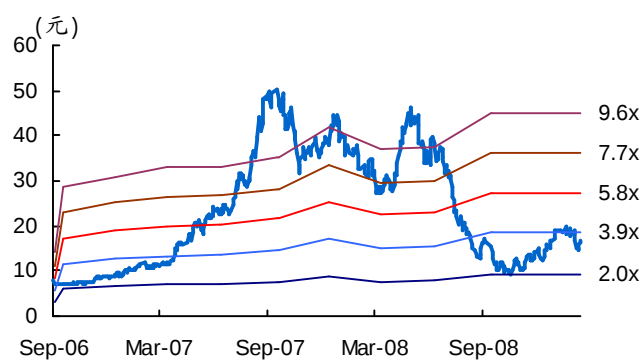
资料来源: 公司公告, 招商研发整理

图 1: 潞安环能历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 潞安环能历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

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	5255	6982	9231
现金	3521	3766	2758	4008	6100
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	251	274
存货	291	206	305	322	357
其他	214	201	184	1400	1464
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	10738	12500	14741
流动负债	4322	4294	2711	2752	3073
短期借款	221	140	100	100	100
应付账款	1643	1456	1246	1410	1527
预收账款	713	747	937	752	926
其他	1746	1951	427	490	520
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	3915	3962	4281
股本	2218	2218	2503	2731	2981
资本公积金	2218	2218	2503	2731	2981
留存收益	870	1661	3007	4485	6115
少数股东权益	303	158	161	172	212
母公司所有者权益	5305	6096	8013	9947	12078
负债及权益合计	9314	10224	10738	12500	14741

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1820	2763	2365	2431	3251
净利润	875	981	2857	2274	2508
折旧摊销	1027	0	368	493	503
财务费用	11	0	133	88	63
投资收益	(6)	0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(50)	0	(968)	(414)	164
其它	(37)	0	(0)	15	38
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)	(907)	(653)	(665)
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	286	227	251
股利分配	(664)	0	(1511)	(796)	(878)
其他	4174	0	(122)	(63)	(38)
现金净增加额	2263	197	(1008)	1251	2092

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	14465	14709	16014
营业成本	5678	7015	8308	9400	10182
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)	133	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	3822	3055	3405
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	3814	3047	3397
所得税	310	441	953	762	849
净利润	876	992	2860	2285	2547
少数股东损益	2	11	3	11	40
母公司所有者净利润	875	981	2857	2274	2508
EPS (元)	1.37	1.53	2.48	1.98	2.18

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%	165%	-20%	11%
净利润	25%	12%	191%	-20%	10%
获利能力					
毛利率	31.1%	29.5%	42.6%	36.1%	36.4%
净利率	10.6%	9.9%	19.8%	15.5%	15.7%
ROE	23.5%	21.7%	42.9%	27.2%	24.5%
ROIC	20.5%	20.2%	42.7%	27.3%	24.6%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	54.3%	36.5%	31.7%	29.0%
净负债比率	3.0%	1.9%	1.1%	0.8%	0.7%
流动比率	1.4	1.6	1.9	2.5	3.0
速动比率	1.3	1.5	1.8	2.4	2.9
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.3	1.2	1.1
存货周转率	32.7	40.0	56.6	46.9	47.1
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	1.5	1.8	1.7
每股资料(元)					
每股收益	1.37	1.53	2.48	1.98	2.18
每股经营现金	2.85	4.32	2.06	2.11	2.83
每股净资产	5.83	7.07	5.79	7.27	8.91
每股股利	0.18	0.14	0.87	0.69	0.76
估值比率					
PE	12.1	10.8	6.7	8.4	7.6
PB	2.8	2.3	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	18.6	16.3	9.5	11.3	10.4

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。