

买入 维持

潞安环能（601699）

2009 年 3 月 24 日

2009 年：未来较快发展的一个低点 and 起点

2009 年 3 月 24 日收盘价：22.74 元 6 个月目标价：27.00 元

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

主要内容：

- ✓ 未来几年，公司煤炭产销规模不断扩大。在产煤矿释放产能，技改煤矿扩大规模，可能的煤炭资产收购，确保公司煤炭产销稳定增长。2010 年的产能释放很可能超出市场预期。2008-2010 年，预计公司煤炭销量分别为 2312 万吨、2550 万吨和 2750 万吨，同比增长 18.38%、10.29% 和 7.84%。规模扩大的同时，公司的煤炭品种也趋于齐全。
- ✓ 2009 年煤炭综合售价同比下跌 8.5%，2010 年会略涨 7.9%。2008 年，喷吹煤、洗块煤、洗精煤占公司煤炭销量的 40%，其价格涨幅超过 50%，带动公司煤炭综合售价涨 48.22%。2009 年，这三种煤炭产品价格都会下跌，幅度不大，合同动力煤价格有所上涨，使得当年综合售价略有下降。预计 2010 年经济走好将扭转煤炭价格下降局面。
- ✓ 2009 年主营业务成本增加有限，关联交易数量影响综合销售毛利率。公司煤炭生产的主要成本是职工薪酬福利、材料、政策性费用和固定资产折旧等，这几项在 2009 年有升有降，合计增加有限。代销集团煤炭的关联交易金额占公司营业成本 20% 以上，其数量越大，公司综合毛利率将下降越多。由于只收取代销费，此关联交易对业绩影响有限。
- ✓ 2008-2010 年 EPS 分别为 2.48 元、1.64 元和 2.08 元。公司此前公布了 2008 业绩快报，EPS 为 2.48 元，同比大增。2009 年，销量增加、煤价下降，营业收入几无变化，成本费用略有增长，业绩同比下降 34%，08 年有会计制度变化的一次性增厚，公司 09 年的业绩也只是略有下降。煤炭销量、价格双因素助推 2010 年业绩上涨。
- ✓ 维持“买入”的投资评级。横比，公司目前的估值处于行业平均水平的上端。我们维持“买入”的投资评级，主要基于三个主要的因素，一是公司在高炉喷吹煤上的竞争实力，二是集团公司发展对于公司的大力支持，三是集团公司以及公司本身较高的劳动生产效率。给 2010 年 13 倍市盈率，目标价位 27.00 元。
- ✓ 关注板块和个股投资机会和风险。近期煤炭板块二级市场表现突出，主要个股三月份以来的上涨幅度平均在 40% 以上。从国内看，发电量三月初略微改观的朦胧利好，秦皇岛煤炭价格一个月来的稳定走势，银行贷款大幅度增加市场资金充足等都对此有推动。国际方面，国际油价低位反弹等对此也有带动。就我们的判断，煤炭行业运行的基本面没有发生变化，维持行业“中性”的投资评级。关注行业运行背景下的个股的投资机会。

1、煤炭产销量，今后每年至少有 200 万吨的增量

煤炭产量的主要增量来自：（1）屯留煤矿每年接近 100 万吨的贡献。核定产能 600 万吨/年的屯留煤矿，一期 270 万吨在 2007 年已经建成，二期 330 万吨/年目前正在建设中，预计 2009 年逐步贡献。预计 2008-2010 年屯留煤矿的产量分别为 350 万吨，450 万吨和 600 万吨。（2）技改煤矿贡献。公司现有整合技改煤矿 4 个，核定产能是 242 万吨。目前技改的煤矿，都在现有核定产能基础上提高产能，但进展不一。今后两年，预计技改煤矿每年平均有 100 万吨的增量。其中，潞宁煤矿（51%）的技改整合尤其值得期待。（3）收购煤矿。我们了解的信息，集团公司现有超过在产和在建以及规划建设的煤矿，超过 3000 万吨，这些都将作为公司未来收购的对象。作为当地乡镇煤矿整合的主体，公司整合当地煤炭资源的增量很可能超出市场预期，使得 2010 年煤炭产销量大增。保守估计，2009-2010 年，公司的煤炭产销量每年可以保持 200 万吨的增量。增幅在 7-9% 之间。

表 1 公司资源状况以及产量情况

	可开采储量 (万吨)	核定生产 能力 (万吨/年)	产量(万吨)			主要煤种	股权 比例 (%)	备注
			2008E	2009E	2010E			
投产煤矿	五阳煤矿	23949.40	190	190	190	贫、瘦煤	100	
	漳村煤矿	6620.84	360	360	360	贫、瘦煤	100	
	王庄煤矿	35516.23	710	710	710	贫、瘦煤	100	
	常村煤矿	54722.06	620	620	620	贫、瘦煤	100	
	屯留煤矿	67900.00	600	350	450	贫煤、无烟煤	100	2008 年预计 350 万吨/年，2009 年预计 450 万吨/年。
	小计	188708.53	2480	2230	2330	2480		
技改煤矿	潞宁煤业	3630.00	21	140	200	贫煤	51	2008 年产量 140 万吨。210 万吨的整合 2009 年完成。准备整合当地 13 个煤矿，合计产能在 1260 万吨/年。
	上庄煤矿	2200.00	30		30	焦煤	60	资源整合公司，基本维持现有规模。正在办理相关执照，预计 2009 年进入合并报表中。
	温庄煤矿	1470.00	21	29	50	焦煤	90	60 万吨改造预计 2009 年完成。
	元丰矿业姚家山煤矿	17462.00	50		60	焦煤	90	2008 年没有产能。50-300 万吨改扩建处于办理手续阶段。投产时间不详。
	小计	24762.00	122	169	340	420		
合计	213470.53	2602	2399	2670	2900			了解得知公司 2008 年煤炭产量 2577 万吨。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

煤炭产品多样化有利于提高公司的抗风险能力。从了解的情况推断，2008 年公司煤炭销售超过 2312 万吨，其中洗混（混块）煤、喷吹煤、洗精煤、洗块煤的比例分别约为 58%、30%、8%。动力煤依然是公司煤炭销售中的主力。从公司未来的产量增量来看，潞宁煤业增量最多，其次是屯留煤矿，这两个煤矿主要产品是洗混混块（动力煤）。其他技改煤矿的主要产品是冶金用洗精煤，姚家山煤矿产量增量最多，不过，这一煤矿见效在 2010 年以后。喷吹煤产量小幅稳定增长。公司煤炭品种齐全，确保了公司未来煤炭综合售价的稳定。

表 2 公司煤炭销量分析和预测（万吨）

	2006	1H2007	2007	1H2008	2008E	2009E	2010E
商品煤销量	1864.00	919.70	1953.00	1077.97	2312.00	2550.00	2750.00
其中：洗混（混块）	993.00	457.71	982.00	543.41	1337.00	1450.00	1500.00
洗精煤	200.00	100.77	181.00	92.34	176.00	200.00	250.00
喷吹煤	545.00	297.72	602.00	393.47	689.00	750.00	820.00
洗块煤	71.00	35.19	77.00	36.47	81.00	100.00	120.00
其他洗煤	56.00	28.31	110.00	12.28	30.00	50.00	60.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2、2009 年煤炭综合售价同比下跌 8.5%，2010 年会略涨 7.9%

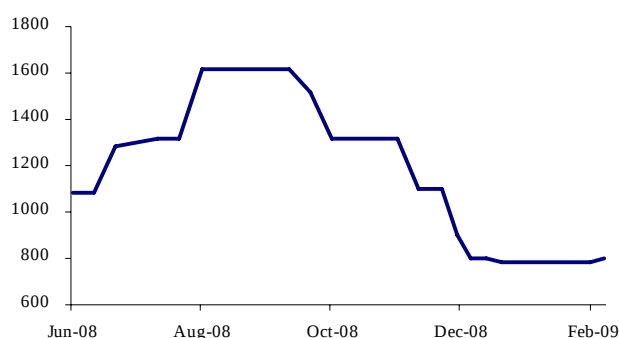
2008 年煤炭综合售价同比大涨 48.22%。2008 年，公司不同煤种价格在上涨，洗混（混块）煤上涨接近 25%，喷吹煤涨幅接近 70%，洗精煤、洗块煤涨幅超过 50%。参见表 3。期间，洗混（混块）煤合同价格只有过一次调整，喷吹煤调整频率较多，其走势一如市场价格走势。

表 3 公司煤炭价格分析和预测（元/吨）

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
综合售价	218.52	283.97	345.65	381.38	565.29	517.25	558.36
其中：洗混（混块）	184.2	245.73	276.13	299.27	373.00	400.00	430.00
洗精煤	410.42	526.75	511.43	559.69	949.00	745.00	800.00
喷吹煤	305.29	383.48	426.26	506.37	836.00	685.00	725.00
洗块煤	268.27	358.38	439.99	475.69	720.00	700.00	725.00
其他洗煤	51.09	54.02	80.75	72.32	230.00	125.00	150.00
公司煤炭综合售价变化(%)	32.81	29.95	21.72	10.34	48.22	-8.50	7.95

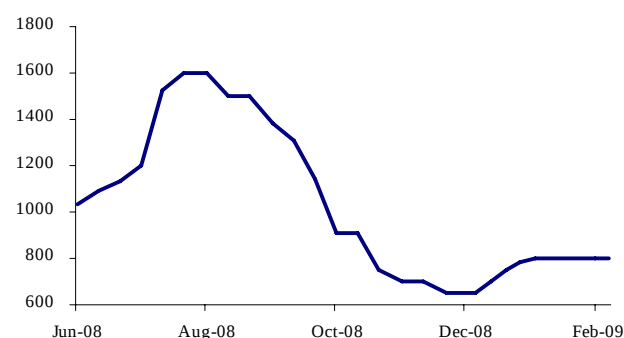
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 长治地区喷吹煤车板含税价（元/吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 长治襄垣无烟煤车板含税价（元/吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009 年煤炭综合售价预计下跌 8.50%。不同煤种涨跌走势不一。影响公司煤炭综合售价有两个方面的原因，一个是不同煤炭品种的销售单价。另一个是煤炭产品的销售结构。

合同动力煤 2009 年同比上涨超过 15%。公司 2008 年上半年的合同动力煤（洗混、混块）均价在 320 元/吨，6 月下旬上调 30 元/吨，全年均价在 340 元/吨左右。我们了解的情况是，公司目前销售给电力公司的准合同煤价格是 410 元/吨。即便合同煤炭价格有所调整，全年合同煤炭价格同比上涨 15%已然无疑。

地销动力煤价格波动较多，波幅有限。公司约有 25%的煤炭以地销的方式销售，价格随行就市。预计市场动力煤价格在 2009 年 3 月下旬之后有所波动，不仅因为小煤矿陆续恢复生产，也因为合同煤炭价格谈判之后大煤矿的正常生产。2008 年洗混（混块）煤综合售价平均在 373 元/吨上下，同比上涨 24.33%。推断公司 2009 年的洗混（混块）综合售价会在 400 元/吨，同比小涨 7.23%。

2009 年喷吹煤、洗精煤、块煤价格同比都有程度不等的下降。2008 年公司适应市场，频繁调整喷吹煤的价格。年末价格基本回到了年初——与市场喷吹煤的价格走势基本一致。就此推断，公司 2008 年全年的喷吹煤价格在 836 元/吨。洗精煤（瘦精煤）2008 年走势与喷吹煤相似，当年平均价格是 940 元/吨。块煤价格 2008 年相对比较稳定。全年平均 720 元/吨。预计 2009 年，喷吹煤、洗精煤、块煤价格分别为 745 元/吨、685 元/吨、700 元/吨，同比都有所下降。

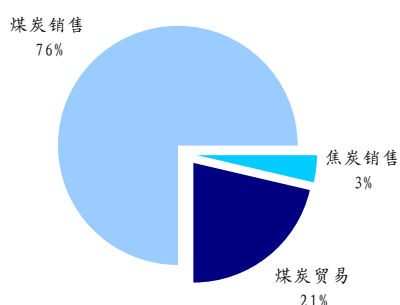
产品结构不同影响综合售价。占公司销量超过 50%的动力煤对综合售价影响最大。为了稳定客户，公司会保持一定的比例合同煤以及相对稳定的价格。2008 年销量的增长主要还是动力煤，主要贡献者是屯留煤矿以及潞宁煤矿。正在技改的几个煤矿主要是焦煤，姚家山煤矿 50-300 万吨的改扩建一旦建成，公司洗精煤的产量将有大幅度的增长。对于 2009 年

各种煤种的价格，我们认为，10%以上大幅度调整的概率较小。我们预计，2010 年中国经济将会逐渐走出低谷，GDP 增长 8.5%以上，如此确保了对于煤炭的稳定需求。因此，各种煤炭价格将在 2009 年低谷基础上有一个稳定的增长。

3、2009 年营业收入是未来几年的一个低点

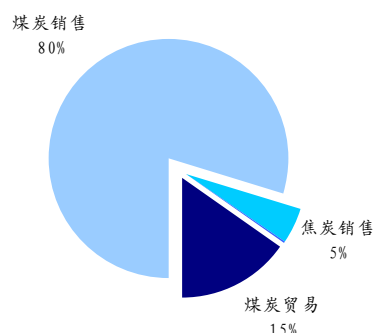
收入变化程度还看煤炭。从公司 2007 年的收入构成来看，煤炭销售收入占比超过 75%。我们预计 2008 年将超过 80%。2008 年营业收入的增长中煤炭贡献超过 90%。对公司最近两年营业收入的分解发现，2007 年占营业收入 21%的收入源于公司煤炭买卖的销售收入（关联交易的收入）。参见图 3 和图 4。公司有关公告显示，公司慈林山矿业公司、司马矿业公司的煤炭都是由公司统一销售。而公司与山西潞安煤炭经销有限责任公司也有煤炭买卖的协议。通过了解知道，这部分煤炭销售，公司只赚取 3 元/吨的买卖手续费。公司也收购集团公司石圪节煤业有限责任公司原料煤进行洗选。2007 年和 2008 年，纯粹出于经销并获得代销的管理交易金额分别为 19.3 亿元和 24.3 亿元。参见表 4。今后购买集团公司煤炭的数量以及价格难以明确判断，这也是公司营业收入难以准确把握的主要的方面。

图 3 2007 年公司营业收入构成（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 2008 年公司营业收入构成推断（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 公司从集团公司购煤炭变化（万元）

购买产品	关联人	2007 年实际	2008 年预计	备注
混煤	山西潞安矿业（集团）慈林山矿业公司	44175	57123	收购集团公司煤炭，不加工，只为买卖
混煤、喷吹煤	潞安煤炭经销公司	-	48722	收购集团公司煤炭，不加工，只为买卖
混煤、喷吹煤	山西潞安矿业（集团）屯留矿	64350	-	2008 年从集团公司收购这一煤矿全部股权
瘦混煤等	山西潞安矿业（集团）司马煤业公司	10701	136080	收购集团公司煤炭，不加工，只为买卖
瘦混煤	石圪节煤业有限责任公司	22949	38400	通过公司现有的洗煤厂加工后销售
合 计		216125	280325	

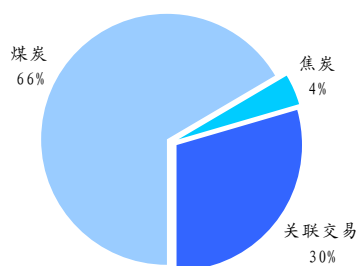
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009 年收入增长是未来数年的一个低点。撇开公司营业收入中代销集团煤炭买卖的收入变化，我们认为，2009 年是未来数年营业收入的一个低点，主要的判断是：（1）未来两年煤炭产销量会有一个稳定的甚至超出预料的增长。（2）煤炭价格 2009 年同比下跌之后，2010 年同比将会缓慢回升。（3）焦炭的产销量以及价格也会在 2010 年以后有所增长。

4、主营业务成本增加有限，关联交易数量影响综合销售毛利率

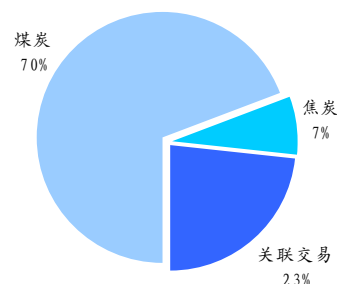
超过 2/3 的成本由煤炭生产和销售成本构成。在 2007 年超过 70 亿元的主营成本中，煤炭产销成本为 46 亿元，占 66%。加上焦炭以及其他业务成本，合计占比在 70%多。就此推断，30%的成本来自从集团公司购买煤炭的关联交易。参见图 5 和图 6。2007 年，从集团公司购买煤炭用于直接销售的部分超过 19.3 亿元，用于入洗的部分（主要是石圪节煤矿原煤）为 2.3 亿元。从公司公告获知，2008 年，这两个部分预计分别为 24.2 亿元和 3.8 亿元。参见表 4。

图 5 2007 年公司营业成本构成（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 2008 年公司营业成本构成推断（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009 年煤炭销售成本中的职工薪酬等还会小幅增加。了解的情况是，公司 2008 年的煤炭成本预计为 320 元/吨（安全生产费用已经按照新会计准则处理），其中，工资薪金福利保险等 86 元，材料 80 元，三项费用 32 元，固定资产折旧包括井巷 20 元，电力 9 元，其他 90 元。由于会计政策变更会导致追溯调整，2008 年的成本变化难以和 2007 年比较。初步的推断是，2008 年由于物价上涨导致工资薪金福利保险、材料等涨幅较多。预计，2009 年的工资薪金福利保险等还会有所上涨，而材料等变化不大。

煤炭销售毛利率 2009 年略降，综合毛利率也将会略微下降。关联交易数量越大，综合毛利率下降越多。2007 年公司煤炭销售的毛利率分别为 39.23%，预计 2008 年为 43.37%，煤炭销售毛利率的提高主要是由于煤炭价格的大幅度提高。这两年，公司的综合毛利率分别为 29.49%和 28.29%。综合毛利率的下降一方面由于焦炭等产品毛利率的降低，主要的原因还在于关联交易数量的加大，导致成本增加的幅度高于收入增加的幅度。2009 年煤炭综合售价会略有下降，成本下降幅度有限，因此煤炭销售的毛利率会略有下降并由此带动综合毛利率的下降。

5、2008-2010 年 EPS 分别为 2.48 元、1.64 元和 2.08 元，维持“买入”的投资评级

2008 年业绩大涨，**EPS 为 2.48 元**。公司此前公布的业绩快报显示，2008 年营业收入 166.70 亿元，同比 2007 年追溯调整后的营业收入增长 61.01%（以下 2007 年的数据是经过调整后的数据）；利润总额 40.29 亿元，同比增长 86.51%，归属于母公司的净利润 28.54 亿元，同比增长 96.61%。

表 5 公司业绩分析预测（万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	994855	1666979	1674980	1919755
营业成本	701504	1072534	1182600	1326264
销售费用	26041	40007	46540	56787
管理费用	117098	159820	184248	205215
财务费用	-2262	7800	9420	12480
投资收益	3171	3771	4771	5771
营业利润	144294	390589	256943	324780
营业外收入	247	200	200	200
营业外支出	1306	1000	1000	1000
利润总额	143236	389789	256143	323980
所得税	44080	96551	64036	80995
净利润	99156	293238	192107	242985
少数股东损益	1081	4001	3160	3452
归属母公司的净利润	98075	289237	188947	239533
每股收益（元）	1.5300	2.4791	1.6422	2.0819

资料来源：公司公告，海通证券研究所

煤炭价格大涨、会计政策变更、所得税率下降是业绩大涨的三个主要因素。（1）煤炭价格大涨。2008 年公司煤炭综合售价同比大涨 48.22%，这是最近数年来价格涨幅最大的一年。（2）会计政策变更。2008 年 12 月 26 日，财政部发布《关于做好执行会计准则企业 08 年年报工作通知》，对高危行业企业按照规定提取的安全生产费用和维简费会计处理进行了调整。根据初步的推断，公司由于会计政策变更导致业绩增厚在 50-60%之间。（3）所得税变更。从 2008 年起，煤炭企业的所得税率普降。

2009 年没有会计政策变更的一次性业绩增厚，业绩下降 34%，实际的业绩下降小于这一幅度。2010 年业绩同比上涨 27%。2009 年，公司的煤炭产销量增加 10%，煤炭综合售价下跌 9%以上，营业收入同比几无增长。成本费用随煤炭产销量的增加而提高。2009 年，公司没有会计政策变更所产生的一次性业绩增厚，当年业绩同比大跌 34%。2010 年，公司煤炭产销量和煤炭综合售价同比都有 8%的增长，带动公司业绩同比上涨。预计 2009-2010 年的 EPS 分别为 1.64 元和 2.08 元。参见表 5。

维持“买入”的投资评级。公司 2009 年 14 倍的动态市盈率处于行业平均的 12-14 倍的上端。我们维持公司“买入”投资评级，主要基于如下几个理由：

（1）公司高炉喷吹煤的竞争优势。目前冶金行业使用的高炉喷吹煤主要使用无烟煤和贫瘦煤。公司是贫瘦煤在高炉喷吹中使用的第一个推广者。从 2003 年到 2008 年，上市公司的喷吹煤销量就由 215 万吨增加到 800 万吨，年复合增长率超过 25%。集团公司目前占到全国喷吹煤销售总量的七分之一，占到冶金企业烟喷煤总量的三分之一强。在全国冶金煤市场上拥有无可争辩的话语主导权。这确保了公司稳定的客户以及相对稳定的价格抗风险能力。

（2）集团公司的发展，为上市公司的发展壮大奠定了雄厚的基础。潞安环能 2008 年的煤炭产量在 2500 万吨左右，集团公司合计的煤炭产量是 3488 万吨。集团公司目前规划的产能超过 3000 万吨，包括设计能力分别为年产 600 万吨、300 万吨、1500 万吨和 1000 万吨的高河、尧山、古城和辛庄矿井。进入“十一五”以来，潞安集团在新疆、内蒙古整合资源 300 亿吨，加上原有 110 亿吨储量，按照亿吨级生产能力可以稳定生产 200 年。潞安集团在全力构建潞安、武夏、潞宁、潞新、潞蒙五大矿区。作为集团公司唯一的煤炭资产整合平台，上市公司有望不断获得支持。

（3）集团公司对上市公司的支持。我们比较了山西省五大煤炭集团及其上市公司的发展状况。从人员效率可以发现，潞安集团人员工作效率最高，同煤集团以及阳煤集团的社会负担相对比较重。从已经上市的几个公司比较，潞安环能的人员工效也最高。大股东发展态势良好，理论上会减轻上市公司的发展包袱，至少减少了通过关联交易可能发生的利益输送问题。从其他渠道获得的信息是，潞安集团员工 2008 年工资收入达到平均为 59310 元，居于五大煤炭集团之首。

表 6 山西省部分煤炭企业效益比较

项 目	2008 年原煤产量 (万吨)	在职以及需要承担 费用的离退休 职工(人)	人均原煤产量 (吨)	成立日期
同煤集团	6890.52	158838	433.81	1949
焦煤集团	8029.10	160000	501.82	1950
其中：西山煤电集团	3500.00	69077	506.68	-
阳煤集团	3729.49	87907	424.25	1950
潞安集团	3488.40	55000	634.25	1959
晋城集团	3743.73	60774	616.01	1959
大同煤业	2150.00	19032	1129.68	-
西山煤电	1650.00	24531	672.62	-
国阳新能	1500.00	24033	624.14	-
潞安环能	2500.00	22116	1130.40	-

资料来源：海通证券研究所整理

给公司 2010 年 13 倍的市盈率，公司 6 个月的目标价位在 27.00 元。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。