

潞安环能：盈利波动最小的煤炭公司

2008 年年报点评

报告关键点：

- 年报表现良好
- 会计政策变更使公司成为盈利波动减弱
- 维持“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 年报表现良好：潞安环能公布了2008年的年度报告，报告期内，公司共实现营业收入166.7亿元，同比增长61.01%；实现营业利润40.39亿元，同比增长90.41%；实现净利润30.53亿元，同比增长105.09%，公司2008年的每股收益为2.48元，业绩表现良好。
- 煤炭量价齐升是主要推动因素：报告期内，公司共生产原煤2577万吨，同比增长26.26%；商品煤销量2323万吨，同比增长18.95%；其中：混煤（含混块）为1337万吨，比上增加36.15%；洗精煤为187万吨，增加3.31%；喷吹煤为689万吨，增长14.45%；洗块煤为81万吨，增长5.19%；其他洗煤为30万吨，比上年减少80万吨，减少72.73%。商品煤平均售价为567.50元，增长48.8%；混煤（含混块）平均售价为373.87元，增长24.92%；洗精煤平均售价为947.26元，增长69.24%；喷吹煤平均售价为836.27元，增长65.14%；洗块煤平均售价为719.98元，增长51.35%；其他洗煤平均售价为228.02元，增加215.29%。煤炭产量的增加和价格的上涨是公司业绩增长的主要动力。
- 会计政策变更使公司成为盈利波动减弱：08年煤炭企业对于安全费、维简费等费用实施了不同的会计政策处理办法，潞安环能对06、07年的业绩进行了追溯调整，其中，2006、2007年新增净利润分别是4.48、4.6亿元，假设全部来自于吨煤生产成本的变化，则可以看到税后的吨煤净利润增加分别是23.19、23元，考虑所得税的影响，则税前影响为34.6、34.3元/吨，按照这个比例推断08年净利润的影响如下： $34 \times 2577 \times 0.75 = 6.57$ 亿元，则可以推断公司08年四季度的净利润为4.23亿元。同样按照这一比例，09年会计变更带来的净利润增量为： $34 \times 2840 \times 0.75 = 7.2$ 亿元。这里并没有考虑公司安全费用在08年由30元/吨上调到50元/吨的影响，如果考虑则公司的盈利波动将会更小。
- 维持“增持-A”投资评级：考虑到公司较强的盈利能力，以及会计政策变更带来的盈利波动减弱，我们维持公司维持“增持-A”投资评级。我们预测2009-2011年，公司的每股收益分别是2.19、2.56、3.08元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
30.00 元

期限： 3 个月 上次预测： 23.00 元

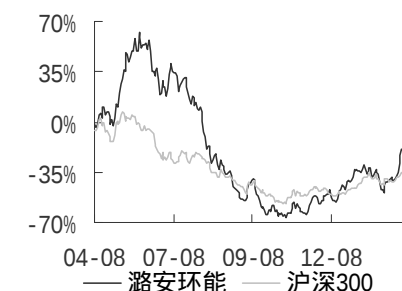
现价： 23.85 元

报告日期：
2009-03-31

市场数据

总市值(百万元)	27,440.43
流通市值(百万元)	9,122.63
总股本(百万股)	1,150.54
流通股本(百万股)	382.50
12 个月最高/最低	8.91/85.02 元
十大流通股东(%)	41.20%
股东户数	26,820

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	43.10	53.52	17.86
绝对收益	59.85	91.00	(16.21)

研究员

李大刚
高级行业分析师

021-68765917

lidg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9,948.5	16,669.9	16,626.8	18,500.6	20,387.7
Growth(%)	20.8%	67.6%	-0.3%	11.3%	10.2%
净利润	991.6	3,053.0	2,656.8	3,099.8	3,726.2
Growth(%)	12.1%	190.6%	-11.4%	16.7%	20.2%
毛利率(%)	29.5%	41.1%	38.8%	40.0%	42.0%
净利率(%)	9.9%	17.1%	15.2%	15.9%	17.4%
每股收益(元)	1.53	2.48	2.19	2.56	3.08
每股净资产(元)	7.32	13.04	8.46	9.87	11.57
市盈率	34.0	21.1	23.8	20.4	17.0
市净率	7.1	4.0	6.2	5.3	4.5
净资产收益率(%)	21.2%	36.6%	27.3%	27.3%	28.0%
ROIC(%)	67.5%	166.8%	31.7%	29.3%	30.0%
EV/EBITDA	12.2	12.6	15.3	13.1	10.9
股息收益率	0.0%	0.0%	2.1%	2.5%	2.9%

前期研究成果

潞安环能：分红收益率的支撑

2008-12-22

潞安环能：三季度业绩增长符合预期

2008-10-27

潞安环能上海交流纪要

2008-10-16

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2008-3-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9,948.5	16,669.9	16,626.8	18,500.6	20,387.7	成长性					
减: 营业成本	7,015.0	9,810.8	10,181.1	11,100.4	11,824.9	营业收入增长率	20.8%	67.6%	-0.3%	11.3%	10.2%
营业税费	91.6	130.6	166.3	185.0	203.9	营业利润增长率	20.2%	179.9%	-12.3%	16.7%	20.2%
销售费用	260.4	266.8	332.5	370.0	407.8	净利润增长率	12.1%	190.6%	-11.4%	16.7%	20.2%
管理费用	1,171.0	2,198.0	2,410.9	2,682.6	2,956.2	EBITDA 增长率	14.2%	90.2%	-16.1%	17.9%	19.6%
财务费用	-22.6	145.9	3.2	43.2	42.2	EBIT 增长率	19.0%	194.6%	-15.3%	17.9%	19.9%
资产减值损失	21.9	102.4	16.4	5.3	5.6	NOPLAT 增长率	12.1%	224.2%	-15.9%	17.8%	20.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.1%	341.9%	27.5%	17.2%	11.5%
投资和汇兑收益	31.7	23.3	25.0	20.0	20.0	净资产增长率	16.0%	78.3%	16.7%	16.7%	17.2%
营业利润	1,442.9	4,038.7	3,541.4	4,134.1	4,967.3	利润率					
加: 营业外净收支	-10.6	-9.7	1.0	-1.0	1.0	毛利率	29.5%	41.1%	38.8%	40.0%	42.0%
利润总额	1,432.4	4,029.0	3,542.4	4,133.1	4,968.3	营业利润率	14.5%	24.2%	21.3%	22.3%	24.4%
减: 所得税	440.8	976.0	885.6	1,033.3	1,242.1	净利率	9.9%	17.1%	15.2%	15.9%	17.4%
净利润	991.6	3,053.0	2,656.8	3,099.8	3,726.2	EBITDA/营业收入	25.4%	28.8%	24.2%	25.7%	27.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.3%	25.1%	21.3%	22.6%	24.6%
货币资金	3,766.0	3,017.5	1,842.4	1,979.3	2,835.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	85	89	139	141	146
应收帐款	1,246.4	1,417.7	2,049.9	2,280.9	2,513.5	流动营业资本周转天数	-22	-7	-1	12	23
应收票据	1,408.5	2,564.1	2,277.6	3,041.2	3,351.4	流动资产周转天数	232	154	153	143	154
预付帐款	201.2	244.0	244.0	244.0	244.0	应收帐款周转天数	7	8	8	2	2
存货	206.3	214.5	300.7	327.8	349.2	存货周转天数	9	5	6	6	6
其他流动资产	-0.0	0.0	-9.9	102.5	215.8	总资产周转天数	354	296	375	363	377
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	60	111	206	226	234
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	351.1	433.4	350.0	350.0	350.0	ROE	21.2%	36.6%	27.3%	27.3%	28.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	17.7%	15.3%	15.5%	16.4%
固定资产	2,215.0	6,005.0	6,798.8	7,743.4	8,761.1	ROIC	67.5%	166.8%	31.7%	29.3%	30.0%
在建工程	261.8	1,366.1	1,719.6	2,051.8	2,311.1	费用率					
无形资产	500.3	1,819.8	1,819.9	1,820.0	1,820.1	销售费用率	2.6%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	67.1	125.9	7.6	8.0	8.2	管理费用率	11.8%	13.2%	14.5%	14.5%	14.5%
资产总额	10,223.6	17,207.9	17,400.6	19,948.9	22,759.5	财务费用率	-0.2%	0.9%	0.0%	0.2%	0.2%
短期债务	140.0	350.0	350.0	350.0	342.8	三费/营业收入	14.2%	15.7%	16.5%	16.7%	16.7%
应付帐款	1,599.7	3,109.1	3,152.0	3,436.6	3,660.8	偿债能力					
应付票据	411.2	829.0	557.9	608.2	647.9	资产负债率	54.3%	51.6%	44.1%	43.1%	41.5%
其他流动负债	2,142.7	2,975.3	2,294.0	2,398.9	2,513.3	负债权益比	118.6%	106.4%	78.8%	75.6%	70.9%
长期借款	20.6	586.5	1,086.5	1,286.5	1,486.5	流动比率	1.59	1.03	1.06	1.17	1.33
其他非流动负债	1,233.2	1,022.6	230.0	511.1	794.2	速动比率	1.54	1.00	1.01	1.12	1.28
负债总额	5,547.4	8,872.4	7,670.4	8,591.3	9,445.5	利息保障倍数	-62.78	28.68	1,122.85	96.63	118.82
少数股东权益	158.3	472.8	605.6	760.6	946.9	分红指标					
股本	639.2	1,150.5	1,150.5	1,150.5	1,150.5	DPS(元)	-	-	1.10	1.28	1.54
留存收益	3,878.7	6,712.1	7,974.1	9,446.5	11,216.5	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	4,676.2	8,335.4	9,730.3	11,357.7	13,313.9	股息收益率	0.0%	0.0%	2.1%	2.5%	2.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	991.6	3,053.0	2,656.8	3,099.8	3,726.2	EPS(元)	1.53	2.48	2.19	2.56	3.08
加: 折旧和摊销	1,119.4	670.4	481.9	570.5	670.0	BVPS(元)	7.32	13.04	8.46	9.87	11.57
资产减值准备	22.2	103.9	16.4	5.3	5.6	PE(X)	34.0	21.1	23.8	20.4	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	4.0	6.2	5.3	4.5
财务费用	10.8	2.9	190.5	3.2	43.2	P/FCF	-	-15.9	-1,398.3	46.0	26.2
投资收益	-31.7	-23.3	-25.0	-20.0	-20.0	P/S	3.4	2.0	3.6	3.2	2.9
少数股东损益	10.8	202.8	132.8	155.0	186.3	EV/EBITDA	12.2	12.6	15.3	13.1	10.9
营运资金的变动	817.4	-1,294.0	-1,242.4	-413.8	-16.5	CAGR(%)	46.2%	6.9%	10.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,763.2	3,509.1	2,023.7	3,440.0	4,593.8	PEG	0.7	3.1	2.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-2,353.0	-3,333.7	-1,422.7	-1,711.1	-1,811.1	ROIC/WACC	7.0	17.4	3.3	3.1	3.1
融资活动产生现金流量	-212.7	-1,500.7	-1,529.2	-1,315.6	-1,619.3	REP	2.3	0.4	1.7	1.6	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034