

煤炭开采Ⅲ



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

潞安环能（601699）

业绩超出预期 发展前景光明

--2008 年报点评

推荐（维持）

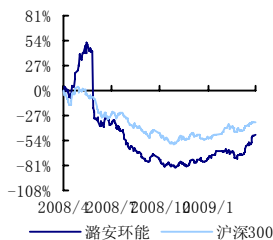
市场数据

报告日期	2009-4-8
收盘价(元)	28.57
52周最高/最低(元)	83.77/9.35
总股本(百万股)	1150.54
流通股本(百万股)	382.50
总市值(百万元)	32870.98
流通市值(百万元)	10928.03
每股净资产(元)	6.83

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	16670	13724	13966	14147	9115
同比增长(%)	61.0	-17.7	1.8	1.3	25.0
净利润(百万元)	2850	2260	2060	2009	1397
同比增长(%)	96.4	-20.7	-8.8	-2.5	61.2
毛利率(%)	41.1	41.6	39.4	38.7	40.0
净利率(%)	17.1	16.5	14.8	14.2	15.3
每股收益(元)	2.48	1.96	1.79	1.75	1.21
每股经营现金流(元)	3.05	3.03	3.46	3.52	1.56

股价走势



投资要点

事件:

潞安环能公布 2008 年报,实现营业收入 1666990 万元,同比增长 61%;营业利润 322871 万元,同比增长 23.5%;净利润 305297 万元,同比增长 105.1%。每股收益为 2.48 元,每股经营性现金流 3.05 元,ROE 为 36.2%。分配预案为每 10 股派现金 10 元(含税)。

相关报告

《潞安环能-具备持续扩张能力的优质公司-兴业证券-刘建刚》2009-3-31

点评:

我们认为,潞安环能 08 年业绩增长显著高于预期,主要是煤炭产销量增加及煤价大涨。我们继续看好潞安环能的核心竞争优势和资产注入机会,此外,我们注意到,潞安在年报中预计 2009 年业绩高于兴业预期。

- **商品煤销量增长 18.9%**。2008 年,潞安环能原煤产量 2577 万吨,同比增加 536 万吨,增幅 26.3%。商品煤销量 2323 万吨,增幅 16.9%。销量结构上,销量最大的混煤为 1337 万吨,增加 355 万吨,增幅 36.2%;喷吹煤销量 689 万吨,同比增加 87 万吨,增幅 14.5%;洗精煤销量 187 万吨,同比增加 6 万吨,增幅 3.3%;洗块煤销量分别为 81 万吨,同比增加 4 万吨,同比增长 5%。我们认为,潞安环能依赖煤炭产销量增长的格局未变,并且仍有加速趋势。

- **综合煤价上涨 187 元/吨。**潞安环能 08 年综合煤价为 568 元/吨, 同比上涨 187 元/吨, 涨幅 49.1%。其中, 洗精煤同比上涨 388 元/吨至 947 元/吨, 涨幅 69.2%; 喷吹煤同比上涨 330 元/吨至 836 元/吨, 涨幅 65.1%; 洗块煤同比上涨 244 元/吨至 720 元/吨, 涨幅 51.4%; 混煤同比上涨 75 元/吨至 374 元/吨, 涨幅 24.9%。
- **吨煤成本上涨 18 元。**2008 年, 潞安环能吨煤销售成本为 289 元/吨, 同比上涨 53 元/吨, 涨幅 23.5%, 主要是材料费和外购煤成本上涨。其中, 潞安收购集团旗下矿井的原煤成本约 261776 万元, 同比上涨 31.5%, 高于自身煤炭成本的上涨。
- **期间费用增长控制合理。**潞安环能 08 年费用总额为 261067 万元, 同比增长 61%。其中, 管理费用 219802 万元, 同比增长 65%; 财务费用 14590 万元, 同比增长 411%, 主要是合并余吾煤业 (600 万吨, 100%) 增加的借款利息所致。
- **投资评级: 推荐。**在保守假设下, 我们预计潞安环能 2009-2011 年每股收益分别为 1.96 元、1.79 元和 1.75 元。对比当前市场定价情况, 结合潞安环能资源禀赋和产品特点, 我们认为至少可采用 15 倍 PE 相对估值法, 合理价值底限为 29.40 元, 基于潞安集团持续扩张潜力强, 故继续维持“推荐”评级。

特别说明: 潞安预期比我们更乐观

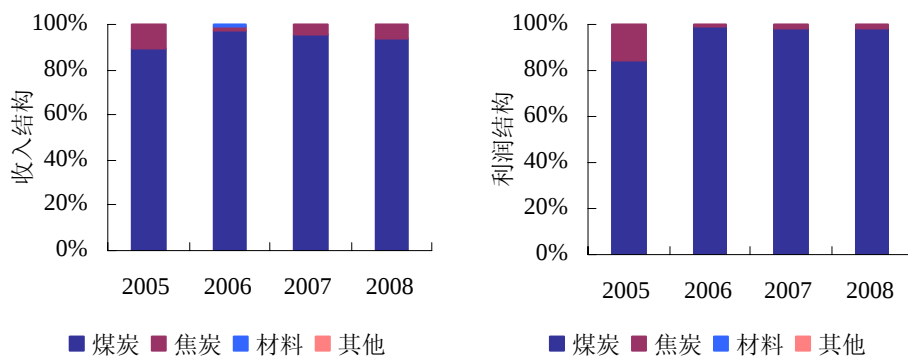
我们注意到, 潞安在年报中预计 2009 年原煤产量 2840 万吨, 煤炭销量 2596 万吨, 煤炭售价 512 元/吨, 预计营业总收入 1646915 万元, 营业总成本 1243383 万元, 我们据此测算出潞安环能 2009 年净利润为 286738 万元, 折合 EPS 为 2.50 元, 高出我们预期约 25%, 主要是成本和费用低于兴业预期, 这意味着我们的业绩预测具有一定安全边际。

表 1 潞安环能经营数据及假设

经营指标	单位	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原煤产量	万吨	1871	1970	2041	2577	2840	2950	3000
商品煤销量	万吨	1794	1864	1953	2323	2600	2685	2730
综合煤价	元/吨	284	346	381	568	501	496	496
综合成本	元/吨	189	249	236	289	285	295	300

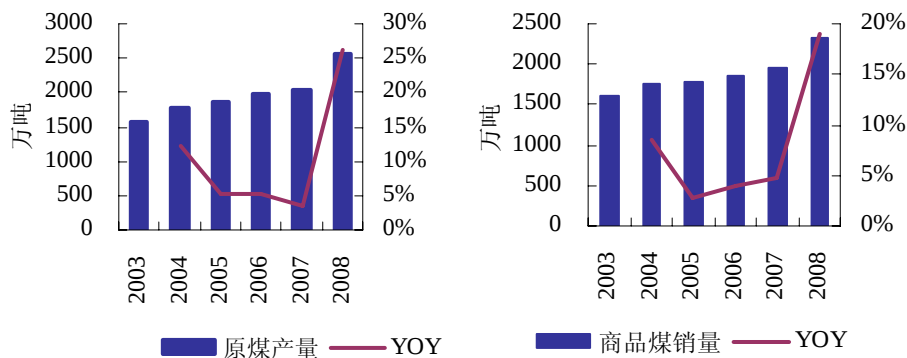
数据来源: 兴业证券研发中心

图1 潞安环能收入和利润结构



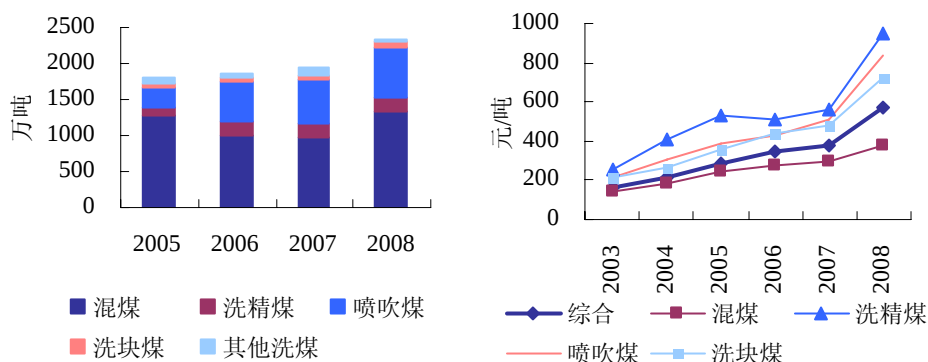
数据来源：兴业证券研发中心

图2 潞安环能煤炭产销量



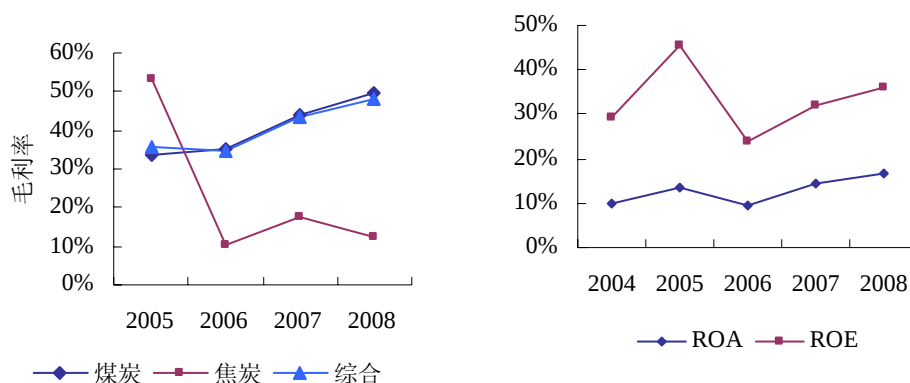
数据来源：兴业证券研发中心

图3 潞安环能细分煤炭产量和价格



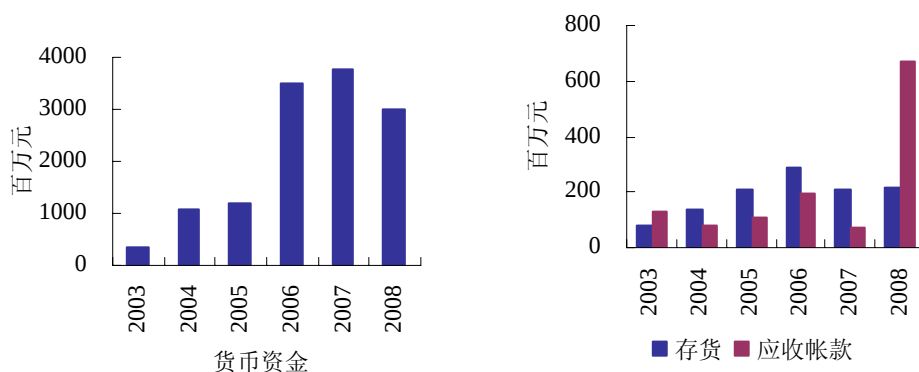
数据来源：兴业证券研发中心

图 4 潞安环能盈利能力



数据来源：兴业证券研发中心

图 5 潞安环能资产变动



数据来源：兴业证券研发中心

表2 潞安环能分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	2950	4343	5179	4197	-19.0%	10353	16670	61.0%	煤炭量增价涨 销量增长，材料涨价，收购原煤成本上升
营业成本	2112	2931	3259	1509	-53.7%	6520	9811	50.5%	
毛利	838	1411	1921	2689	40.0%	3833	6859	79.0%	合并屯留矿借款利息增加
销售费用	113	21	154	-21	-113.9%	268	267	-0.6%	
管理费用	230	584	489	895	83.1%	1329	2198	65.4%	
财务费用	19	30	33	63	90.4%	29	146	411.8%	
资产减值	0	30	-0	72	-	17	102	516.1%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	6	6	6	5	-15.3%	32	23	-26.6%	
营业利润	454	719	1211	1655	36.7%	2121	4039	90.4%	
利润总额	454	715	1208	1652	36.8%	2109	4029	91.0%	
净利润	336	530	905	1080	19.3%	1451	2850	96.4%	
EPS	0.525	0.461	0.786	0.938	19.3%	2.271	2.477	9.1%	
销售费用率	3.8%	0.5%	3.0%	-0.5%	-3.5%	2.6%	1.6%	-1.0%	
管理费用率	7.8%	13.5%	9.4%	21.3%	11.9%	12.8%	13.2%	0.4%	
财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	1.5%	0.9%	0.3%	0.9%	0.6%	
所得税率	25.0%	24.4%	24.9%	23.4%	-1.6%	29.4%	24.2%	-5.2%	
毛利率	28.4%	32.5%	37.1%	64.1%	27.0%	37.0%	41.1%	4.1%	
净利润率	11.4%	12.2%	17.5%	25.7%	8.3%	14.0%	17.1%	3.1%	

资料来源：兴业证券研发中心

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7458	8448	11512	14817
货币资金	3017	4438	7407	10652
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	673	549	559	566
其他应收款	745	638	649	658
存货	214	386	408	418
非流动资产	9750	9995	9495	8604
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	433	450	450	450
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	6005	6463	6024	5086
在建工程	1366	883	592	396
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1820	2060	2300	2540
资产总计	17208	18443	21007	23421
流动负债	7263	5851	6032	6169
短期借款	350	350	350	350
应付票据	829	521	550	564
应付账款	2353	1922	2031	2082
其他	3731	3058	3102	3173
非流动负债	1609	1835	2010	2135
长期借款	587	787	937	1037
其他	1023	1049	1074	1099
负债合计	8872	7686	8043	8304
股本	1151	1151	1151	1151
资本公积	1075	1075	1075	1075
未分配利润	2942	4976	6830	8639
少数股东权益	473	634	781	925
股东权益合计	8335	10757	12965	15117
负债及权益合计	17208	18443	21007	23421

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2850	2260	2060	2009
折旧和摊销	670	1402	1691	1893
资产减值准备	97	-32	4	3
无形资产摊销	57	60	60	60
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	146	23	-16	-79
投资损失	-23	-20	-20	-20
少数股东损益	203	161	147	144
营运资金的变动	431	313	-82	-72
经营活动产生现金流量	4200	3484	3983	4046
投资活动产生现金流量	-6335	-1597	-1180	-980
融资活动产生现金流量	110	-467	166	179
现金净变动	-2025	1421	2969	3244
现金的期初余额	3766	3017	4438	7407
现金的期末余额	1741	4438	7407	10652

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	16670	13724	13966	14147
营业成本	9811	8009	8461	8673
营业税金及附加	131	343	349	354
销售费用	267	220	223	226
管理费用	2198	1921	2025	2122
财务费用	146	23	-16	-79
资产减值损失	102	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	23	20	20	20
营业利润	4039	3229	2943	2870
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	4029	3229	2943	2870
所得税	976	807	736	718
净利润	3053	2422	2208	2153
少数股东损益	203	161	147	144
归属母公司净利润	2850	2260	2060	2009
EPS (元)	2.48	1.96	1.79	1.75

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	61.0%	-17.7%	1.8%	1.3%
营业利润增长率	90.4%	-20.1%	-8.8%	-2.5%
净利润增长率	96.4%	-20.7%	-8.8%	-2.5%
盈利能力(%)				
毛利率	41.1%	41.6%	39.4%	38.7%
净利率	17.1%	16.5%	14.8%	14.2%
ROE	36.2%	22.3%	16.9%	14.2%

偿债能力(%)

资产负债率	51.6%	41.7%	38.3%	35.5%
流动比率	1.03	1.44	1.91	2.40
速动比率	1.00	1.38	1.84	2.33

营运能力(次)

资产周转率	1.2	0.8	0.7	0.6
应收帐款周转率	33.4	18.2	20.2	20.1

每股资料 (元)

每股收益	2.48	1.96	1.79	1.75
每股经营现金	3.05	3.03	3.46	3.52
每股净资产	6.83	8.80	10.59	12.34

估值比率 (倍)

PE	9.3	11.8	12.9	13.3
PB	3.4	2.6	2.2	1.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戔

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。