

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

2009年6月19日

潞安环能(601699.SH)/37.45 元

未来产量和业绩稳定增长，资产注入可期

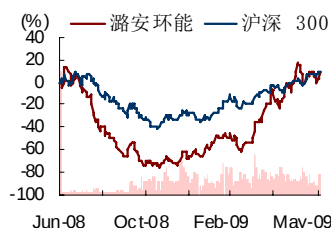
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 50 元

基础数据

总股本(万股) 115054
 流通股本(万股) 38250
 总市值(亿元) 431
 流通市值(亿元) 143
 52周股价 9.4-40.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	200	13
相对表现	-9	150	11



相关报告

- 1、《会计变更影响损益，回调将是介入良机》2009/5/24
- 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

近期我们调研了山西三个煤炭上市公司，大部分上市公司中报业绩仍然较好。潞安环能 09 年以来煤价比较稳定，且较 08 年综合售价降幅较小，公司年初预计的业绩基本上能够保证，2010 年产量增速较高，整体上市渐行渐近，维持对公司强烈推荐的投资评级。

- **市场对业绩的担心可以止矣：**在 08 年报中，公司对 09 年业绩预测较高，市场对该盈利普遍存在担心，从我们调研的情况来看，公司基本上能够实现年初预测的业绩（公司预计 09 年 EPS2.37 元/股，较 08 年的 2.48 元/股仅下降 4%）。公司当时盈利预测的关键假设主要就是：1、煤价 512 元/吨，较 08 年下降 10%；2、控制管理费用至 13.42 亿元，较 08 年下降 39%。从 09 年 1-5 月份来看，公司的综合煤价达到了 550 元/吨，较年初的假设提高了大约 40 元/吨。如果管理费用还能如预测的那样从严控制，09 年的业绩将远远超出公司当时的预测。
- **通过整合小煤矿以及自建煤矿逐步达产，公司未来四年权益产量复合增速 12%，2010 年产量增速较高。**

- **核定产能 600 万吨的屯留矿逐渐达产：**IPO 资金的收购的在建屯留矿基本完工，预计 10 年达产。屯留矿 08 年产量 260 万吨，09-10 年产量分别为 450 万吨和 600 万吨，同比分别增长 73%和 33%。
- **整合的地方煤矿产能未来会有较快增长。**
 - ✓ 持股 51%的潞宁煤业整合方案为 13 矿变 3 矿，规划产能 1260 万吨（08 年产量 180 万吨），预计未来 3-5 年能够完成整合并达产。
 - ✓ 整合的上庄煤矿（60%）、温庄煤矿（90%）、永红煤矿（80%）目前产能较低，公司拟加紧技改，完成 90 万吨/矿的矿井建设，以符合 2010 年底山西保留小矿的条件。
 - ✓ 近期公司整合的黑龙强肥煤公司（60%）和伊田肥煤公司（60%）未来将分别技改成 90-180 万吨和 90 万吨矿井。
- **新建 300 万吨姚家山煤矿（持股 90%）将于 09 年底投产。**
- 我们预计公司 09-12 年煤炭产量分别为 2840 万吨、3440 万吨、3830 万吨和 4690 万吨，同比分别增长 10%、21%、11%和 22%。四年产量的复合增速为 16%。
- 由于新建煤矿大多不是全资，我们预计公司 09-12 年煤炭权益产量分别为 2710 万吨、3210 万吨、3465 万吨和 3904 万吨，同比分别增长 10%、18%、8%和 13%。四年权益产量复合增速为 12%。
- **整体上市渐行渐近，按目前的数据测算，整体上市增厚业绩 34%。**

- 09 年 5 月中旬，山西省出台了《关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009 年—2015 年发展规划》明确提出，力争 2012 年前，有一家到两家煤业集团整体上市，2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。五大煤业集团要善于把握煤炭市场和资本市场的发展趋势，制订好整体上市方案、维护好国家利益、把握好整体上市时机，通过资本市场实现跨越式发展。
 - 潞安环能 2006 年 IPO 时母公司的承诺是：未来 5-10 年内，根据股份公司的资金实力、市场时机、战略规划和需求，集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为集团下属唯一经营煤炭采选业务的主体。
 - 潞安环能 08 年产量 2577 万吨，潞安集团（含上市公司）产量 4209 万吨，是上市公司的 1.6 倍。
 - 在一定假设下，我们测算，整体上市将增厚潞安环能公司业绩 34%（详细分析见 09 年度中期策略报告）。如果考虑到潞安集团未来的规划产能 1.5 亿吨，则资产注入的业绩增厚效果更为明显。
- **拟将进行的安全费用会计政策调整影响 EPS 大约 0.46 元：**
- 09 年 5 月，财政部发布企业会计准则解释第 3 号（征求意见稿）要求安全费用的会计处理方式从 08 年版的实报实销变更为 08 年前版本的计提处理方式。如果该项政策实施，将对公司报表业绩产生负面影响（不过，这是公司欢迎的会计处理方式，因为可以税前按照计提列支，而不管是否使用和如何使用）。
 - 我们按照前 07-08 年的数据测算大约 50% 冲减了吨煤成本，由于此次调整仅针对安全费用，我们按照安全费用的 50% 计算增加的成本，则 09 年吨煤成本提高 25 元/吨，减少每股收益 0.46 元（详细分析见 5 月份的报告《会计变更影响损益，回调将是介入良机》，此处测算影响的 EPS 与彼处有差异）。
 - 目前 3 号文还是征求意见稿，正式文件尚未出台，企业调整会计处理方式时间未定。
- 考虑会计政策调整后，我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 2 元和 2.39 元，同比分别增长 -19% 和 20%。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**
- 下游行业情况好转，替代产品焦炭价格上涨打开了公司喷吹煤提价空间，由于公司业绩弹性较大，煤价上涨能较大提升公司业绩。
 - 整体上市预期或分步资产注入预期强烈。
 - 中报预期较好。
 - 基于上述分析，我们维持对公司强烈推荐的投资评级，目标位可以看到 50 元（以会计政策调整后的业绩计算，目标 P/E25 倍）。
- **风险因素：资源税改革出台，小矿复产影响煤价。**

表 1: 公司各煤矿产量及增长预测

单位: 万吨	煤种	核定产能	08 年产量	09 年产量	10 年产量	11 年产量	12 年产量
既有煤矿							
五阳煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	300	280	300	300	300	300
漳村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	360	360	360	360	360	360
王庄煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	710	710	710	710	710	710
常村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	700	700	700	700	700	700
小计		2070	2050	2070	2070	2070	2070
IPO 收购煤矿							
屯留矿井	贫煤、无烟煤	600	260	450	600	600	600
技改及在建煤矿							
潞宁煤业 (51%)	气肥煤	21	180	210	300	400	1260
上庄煤矿 (60%)	焦煤	30	30	40	100	100	100
温庄煤矿 (90%)	焦煤	21	21	30	60	90	90
永红煤矿 (80%)	焦煤和贫瘦煤	30	36	40	60	90	90
元丰姚家山煤矿 (90%)	动力煤	300			150	300	300
黑龙强肥煤公司 (60%)	肥煤和主焦煤	180				90	90
伊田肥煤业公司 (60%)	肥煤和主焦煤	60				90	90
小计		642	267.0	320	670	1160	2020
合计		3312	2577.0	2840	3340	3830	4690
同比增长			26%	10%	18%	15%	22%
权益产量			2468	2710	3120	3465	3904
权益产量同比增长				10%	15%	11%	13%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表 2: 集团与上市公司产量比

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
潞安环能	1619	1759	1871	1970	2041	2577
潞安矿业集团	1752.8	1960.13	2497.68	3160.17	3192.6	4209.2
集团/上市公司比	1.1	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6

资料来源: 招商研发整理

表 3: 会计政策调整影响吨煤成本测算

单位: 元/吨	维简费	安全费	可持续发展基金	转产基金	环保基金	合计	会计政策调整减少成本 (万元)	产量 (万吨)	吨煤成本减少	较计提减少幅度	影响 EPS
2007	6	30	12	1.3	2.5	51	49475	2041	24	47%	+0.41
2008	6	45	14	5	10	80	104942	2577	41	51%	+0.68
2009	7	50	14	5	10	86	71000	2840	25	50%	-0.46

资料来源: 公司数据

表 4: 煤炭产量、价格、成本和利润情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
原煤产量 (万吨)	1619	1759	1871	1970	2041	2577	2840
商品煤销量 (万吨)	1610	1747	1794	1864	1953	2323	2599
混煤 (含混快) 销量 (万吨)	0	0	1266	993	982	1337	1578
洗精煤销量 (万吨)	0	0	130	200	181	187	255
喷吹煤销量 (万吨)	0	0	277	545	602	689	660
洗块煤销量 (万吨)	0	0	57	71	77	81	65
煤炭价格 (元/吨)	165	219	284	346	384	575	545
煤炭成本 (元/吨)	108	149	189	215	241	281	310
三项费用 (元/吨)	34	42	54	65	80	101	87
税金及附加 (元/吨)	2	4	3	4	4	5	6
完全成本 (元/吨)	144	195	246	284	325	387	393
吨煤利润 (元/吨)	20	24	38	61	59	188	152
吨煤净利 (元/吨)	6	23	18	31	50	123	89

资料来源: 公司数据, 注, 09 年成本为会计政策调整好的成本

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

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

免责声明

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。