

2009年9月23日

潞安环能

较好成长性、题材+低估值

A
买入

601699.SS – 人民币 40.87

目标价格: 人民币 51.80 (▲46.70)

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	227	(7)	15	150
相对新华富时A50指数(%)	166	(2)	18	120

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,151
流通股 (%)	33
流通股市值 (人民币 百万)	16,315
3个月日均交易额 (人民币 百万)	540
净负债比率 (%)	3
主要股东 (%)	
山西潞安矿业 (集团) 有限责任公司	66

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 沈涛为本报告重要贡献者

预计 1-8 月共销售煤炭 1,700 万吨, 符合预期。公司未来通过内生性、集团资产注入、以及整合资产注入三重增长方式, 中期的产能预计将增长 3,000 万吨, 为现有产量的一倍。公司成长性、题材性较好, 09、10 年估值水平均低于行业平均。基于 24.7 倍 09 年市盈率, 我们将目标价由 46.70 元上调至 51.80 元, 维持买入的评级。

支撑评级的要点

- 预计 1-8 月共销售煤炭 1,700 万吨 (上半年销量 1,257 万吨), 符合预期, 我们预计全年销量将达到 2,700 万吨。高毛利率的精煤和喷吹煤销量占比从 08 年和 09 年上半年的 38% 和 42% 大幅提高至目前的 47%, 为历史最高水平。
- 预计内生性增长 10 年可增加产能 350 万吨。如按 09 年原煤产量 3,100 万吨计算, 10 年增加产能占 09 年产量的 11%。集团资产注入方面, 中短期预计产能为 480 万吨。
- 潞安集团的整合资源量庞大。资源资源储量 33 亿吨, 产能由整合前 2,390 万吨提升至 4,400 万吨, 产能增长 84%。初步预计大约 40-50% 成熟资产 (约 2000 万吨产能) 可能注入上市公司。
- 公司未来通过内生性、集团资产注入、以及整合资产注入三重增长方式, 中期的产能将增长 3,000 万吨, 为现有产量的一倍。成长性较好。

评级面临的主要风险

- 山西煤炭供应释放速度较大, 而需求增长乏力导致煤价下跌。
- 集团资源整合注入上市公司的时间比较长。

估值

- 我们给予公司高于行业平均 10% 的估值溢价, 基于 24.7 倍 09 年目标市盈率, 我们将目标价由 46.70 元上调至 51.80 元, 维持买入的评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	10,353	16,670	20,187	22,682	24,517
变动 (%)	42	61	21	12	8
净利润 (人民币 百万)	1,451	2,850	2,410	2,904	3,338
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.270	2.477	2.095	2.524	2.901
变动 (%)	65.9	9.1	(15.4)	20.5	15.0
全面摊薄市盈率 (倍)	18.9	17.3	20.5	17.0	14.8
核心市盈率 (倍)	19.0	17.3	20.5	17.0	14.8
每股现金流量 (人民币)	4.09	3.05	3.57	3.77	4.31
价格/每股现金流量 (倍)	10.5	14.1	12.0	11.4	10.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.7	10.1	11.7	9.7	8.2
每股股息 (人民币)	0.720	1.000	0.846	1.019	1.171
股息率 (%)	1.7	2.3	2.0	2.4	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

近期经营状况

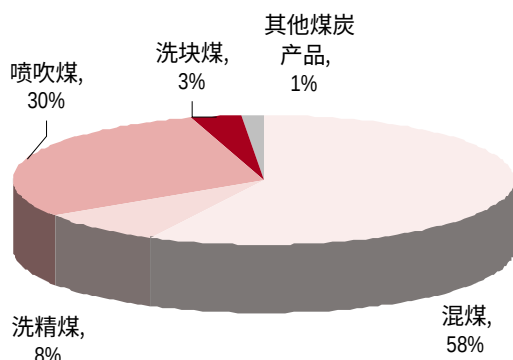
预计公司 1-8 月共销售煤炭 1,700 万吨（上半年销量 1,257 万吨），符合预期，我们预计全年销量将达到 2,700 万吨。1-8 月喷吹煤预计销量 570 万吨，精煤 231 万吨，块煤 60 万吨。其中高毛利率的，供炼钢用的精煤和喷吹煤销量占比从 08 年和 09 年上半年的 38% 和 42% 大幅提高至目前的 47%，为历史最高水平。混煤（电煤）的毛利率为 20%，喷吹煤的毛利率 45%。公司 1-6 月分煤种的销售情况如下。

图表 1. 潞安环能 09 年上半年分煤种销售情况。

单位：万吨	产量（1-6 月）	销量（1-6 月）	销量（1-8 月）
混煤	682	649	—
精煤	104	102	231
喷吹煤	436	425	570
洗快	41	39	60
混块	19	18	—
洗混	21	19	—

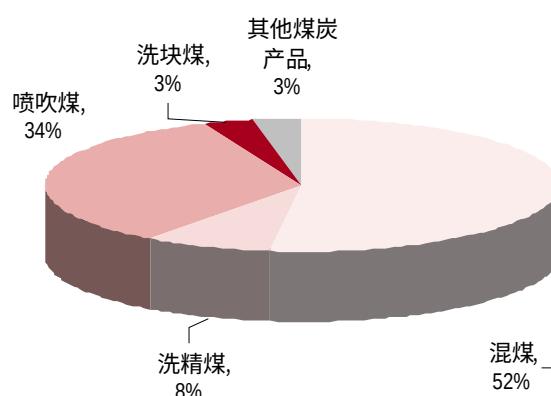
资料来源：公司数据

图表 2.08 各煤种销售量占比



资料来源：中银国际研究

图表 3.09 年上半年各煤种销量占比



资料来源：中银国际研究

近期各煤种的价格情况及对煤价看法

通过铁路（太焦线、长邯线）运输的煤炭占 2/3。通过铁路运输的冶金煤（精煤、喷吹煤）从年初起到目前没有变过，喷吹煤 800 元（以下都为含税价），精煤 870 元。另外 1/3 煤炭通过公路运输（200 公里内），此部分煤价调整较为频繁，今年上调了 4 次，下调了 3 次，目前精煤为 920 元，8 月份下调了 60 元，喷吹煤目前 830 元左右。电煤都是合同煤，目前价格为 480 元，同比上涨 70 元。

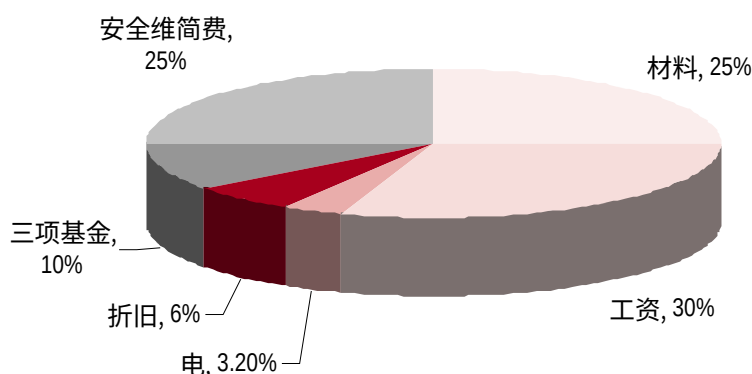
公司铁路运输的冶金煤价格今年没有变动过。据公司称，原因之一在于公司希望与下游形成战略联盟，之二在于出于对宏观经济的判断。公司对明年价格也比较谨慎，预计以平稳为主，上调的意愿不大。

公司对下一阶段钢材消费比较谨慎，认为未来提升空间有限，除非出口拉动。对电煤的看法亦比较谨慎，没有感觉最近需求有较明显增长，认为 4 季度电煤不会有大改善。

成本情况

09 年上半年生产成本细分与 08 年基本类似，只是材料所占比例由 08 年的 27% 下降到 25%，而工资占比由 08 年 25% 上升到 27.5%。主要原因是原材料成本下降，而工资没涨。洗选费大约 100 元/吨。

图表 4.09 年上半年公司单位生产成本细分



资料来源：中银国际研究

未来煤炭产能增长

一、内生性增长

公司的增长来自于内生性、资产注入以及山西煤炭资源整合三个部分。其中内生性增长主要来自：

1. 屯留矿 09 年产量 450-480 万吨，10 年 500 多万吨。
2. 姚家山煤矿 10 年投产，产能 60 万吨。
3. 潞宁煤矿今年 210 万吨，由于以整合矿井为主，明年的增量尚不确定。

1. 技改扩建的温庄和上庄煤矿各 60 万吨产能预计将在 10 年下半年或者 11 年产量释放，保守起见，我们预计 2010 年投产并表。目前上述两个矿并无并表。
2. 收购的黑龙强肥煤和伊田肥煤技改后已经复产，产能均达到各 120 万吨。但目前支付了预付款，资源价款尚未支付，今年能否并表不得而知。如果并表，是按照实际并表月份的业绩，因而对 09 年公司业绩的贡献有限。

以上保守计算，内生性增长 10 年可增加产能 350 万吨。如按 09 年原煤产量 3,100 万吨计算，10 年增加产能占 09 年产量的 11%。

二、集团及其可注入资产

目前集团的煤矿资产：

1. 内蒙 80 亿吨储量，60 万吨产量。由于山西政府要求其参与省内整合，该矿目前已经停下来。
2. 新疆 200 亿吨储量，600 万吨产量。
3. 司马矿 300 万吨，煤种是瘦煤。
4. 郭庄：产能 180 万吨，煤种是瘦煤。
5. 高河煤矿今年年底投产，600 万吨产能。

可注入的集团资产为司马矿和郭庄煤矿，大约 480 万吨。我们预计今年启动的可能性较小。高河煤矿因为有亚美大陆外资持股 45%，而注入公司有障碍。

三、整合资源注入资产

潞安环能与潞安集团一起参与资源整合。潞安环能以潞宁煤业为整合主体，从目前的 210 万吨增长到未来的 1,260 万吨。我们认为潞安集团的整合资源量庞大。它参与 6 个地区的整合，将把 110 个矿整合为 40 个矿，资源储量 33 亿吨，产能由整合前 2,390 万吨提升至 4,400 万吨，产能增长 84%。目前全部签订框架协议，但只有很少部分已经签署实质性协议。初步预计大约 40-50% 成熟资产注入上市公司，但时间性不确定，预计要等到技改后。这样算来 2,000 万吨左右的产能可能注入上市公司。

综上所述，公司未来通过内生行、集团资产注入、以及整合资产注入三重增长方式，中期的产能将增长 3,000 万吨，为现有产量的一倍。成长性较好。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	10,353	16,670	20,187	22,682	24,517
销售成本	(6,520)	(9,811)	(13,189)	(14,590)	(15,467)
经营费用	(1,227)	(1,925)	(2,680)	(2,883)	(2,968)
经营利润(息税前利润)	2,606	4,934	4,317	5,209	6,082
折旧及摊销	(471)	(670)	(671)	(882)	(1,102)
息税折旧前利润	2,134	4,264	3,646	4,326	4,980
净利息收入/(费用)	(29)	(146)	(150)	(150)	(180)
其他收益/(损失)	3	(89)	(66)	(56)	(63)
税前利润	2,109	4,029	3,430	4,120	4,737
所得税	(621)	(976)	(858)	(1,030)	(1,184)
少数股东权益	(37)	(203)	(162)	(187)	(215)
净利润	1,451	2,850	2,410	2,904	3,338
每股收益 (人民币)	2.270	2.477	2.095	2.524	2.901
每股股息 (人民币)	0.720	1.000	0.846	1.019	1.171
收入增长 (%)	42	61	21	12	8
息税前利润增长 (%)	80	100	(14)	19	15
息税折旧前利润增长 (%)	18	89	(12)	21	17
每股收益增长 (%)	66	9	(15)	20	15

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	4,055	2,729	2,341	2,324	3,302
应收帐款	1,469	3,237	3,919	4,404	4,760
库存	240	214	288	319	338
其他流动资产	659	989	295	332	359
流动资产总计	6,546	7,458	6,845	7,379	8,759
固定资产	6,241	7,371	11,257	14,431	16,886
无形资产	1,875	1,820	1,732	1,587	1,385
其他长期资产	430	559	433	433	433
长期资产总计	8,546	9,750	13,422	16,451	18,704
总资产	15,093	17,208	20,266	23,830	27,464
应付帐款	3,068	3,851	5,177	5,727	6,072
短期债务	1,282	1,973	1,965	1,883	2,017
其他流动负债	2,495	1,439	1,154	1,035	961
流动负债总计	6,845	7,263	8,296	8,645	9,050
长期借款	401	587	680	800	700
其他长期负债	1,040	1,023	1,356	2,532	3,656
股本	639	1,151	1,151	1,151	1,151
储备	5,913	6,712	8,150	9,881	11,872
股东权益	6,552	7,863	9,300	11,032	13,022
少数股东权益	256	473	635	822	1,036
总负债及权益	15,093	17,208	20,266	23,830	27,464
每股帐面价值(人民币)	10.25	6.83	8.08	9.59	11.32
每股有形资产(人民币)	7.32	5.25	6.58	8.21	10.11
每股净负债(现金)	(3.71)	(0.15)	0.26	0.31	(0.51)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	2,109	4,029	3,430	4,120	4,737
折旧与摊销	471	670	671	882	1,102
净利息费用	29	146	150	150	180
运营资本变动	653	(489)	518	(2)	(58)
税金	(621)	(976)	(858)	(1,030)	(1,184)
其他经营现金流	444	799	871	1,102	1,281
经营活动产生的现金流	2,613	3,509	4,112	4,340	4,955
购买固定资产净值	(1,598)	(2,307)	(3,000)	(2,500)	(2,000)
投资减少/增加	(1,139)	(47)	23	15	10
其他投资现金流	0	(979)	0	0	10
投资活动产生的现金流	(2,737)	(3,334)	(2,977)	(2,485)	(1,980)
净增权益	437	0	0	0	0
净增债务	469	(699)	(550)	(700)	(650)
支付股息	(205)	(661)	(823)	(1,022)	(1,168)
其他融资现金流	(17)	(141)	(150)	(150)	(180)
融资活动产生的现金流	685	(1,501)	(1,523)	(1,872)	(1,998)
现金变动	561	(1,325)	(388)	(17)	978
期初现金	3,494	4,055	2,729	2,341	2,324
公司自由现金流	(124)	175	1,135	1,855	2,975
权益自由现金流	317	(670)	435	1,005	2,145

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	25.2	29.6	21.4	23.0	24.8
息税前利润率	20.6	25.6	18.1	19.1	20.3
税前利润率	20.4	24.2	17.0	18.2	19.3
净利率	14.0	17.1	11.9	12.8	13.6
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0
利息覆盖倍数	74.9	29.2	24.3	28.8	27.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	3.1	3.0	净现金
速动比率	0.9	1.0	0.8	0.8	0.9
估值(倍)					
市盈率(含非经常项目)	18.9	17.3	20.5	17.0	14.8
核心市盈率	19.0	17.3	20.5	17.0	14.8
目标价格对应核心市盈率	24.1	22.1	26.1	21.7	18.8
市净率(倍)	4.2	6.3	5.3	4.5	3.8
价格/每股现金流量(倍)	10.5	14.1	12.0	11.4	10.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	10.1	11.7	9.7	8.2
周转率					
存货周转天数	14.9	8.5	7.0	7.6	7.8
应收帐款周转天数	57.6	51.5	64.7	67.0	68.2
应付帐款周转天数	98.5	75.7	81.6	87.7	87.8
回报率 (%)					
股息支付率	31.7	40.4	40.4	40.4	40.4
净资产收益率	28.2	39.5	28.1	28.6	27.8
资产收益率	12.3	20.0	14.6	14.7	14.6
已运用资本收益率	32.9	44.0	31.1	31.9	31.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371