

公司跟踪/首次覆盖

能源

煤炭

潞安环能（601699）
推荐

（维持评级）

2010 年 1 月 6 日

外延扩张、内生增长、资产注入带来较大业绩上升空间

分析师： 李然 liran@guosen.com.cn 0755-82130681

事项：

近期我们调研了潞安环能，与公司管理层就公司未来发展战略、经营状况，及煤炭行业发展趋势等进行了交流。

通过调研，结合我们的测算，我们认为公司投资要点主要有：

- 1、公司新增了大量的焦煤优质产能，达产期基本为 2011 年，权益产能合计约为 781 万吨，且吨煤利润较高，带来公司业绩大幅上升空间；
- 2、公司现有的潞宁煤矿、姚家山煤矿、屯留煤矿及王庄洗煤厂将逐步投产，公司产能将出现较大的内生性增长；
- 3、动力煤合同价的上涨，将对公司业绩形成较大的刺激。

由于外延扩张、内生增长、资产注入将为公司带来较大的业绩上升空间，公司应该享受较高的估值溢价，而当前股价水平并未反应这种溢价，我们给予公司“推荐”评级。

评论：

■ 外延优质产能的扩张将大幅增厚公司未来业绩

收购蒲县两公司新增焦煤权益产能 207 万吨。2009 年 5 月公司成功控股山西蒲县黑龙强及伊田两家公司，这两家公司现有煤炭产能 75 万吨，技改完成后各自形成产能 180 万吨，预计 2011 年投产，煤种为优质肥煤和主焦煤。该地区焦煤具有硫分含量低、灰分低、吨煤回收率高的优点，是炼焦的优质原料。公司分别拥有两矿 60%、55%的权益，此收购将弥补公司焦煤资源不足的缺陷，同时焦煤较高的吨煤利润将显著增厚公司业绩。假设 2011 年该地区焦原煤销售价格为 708 元/吨（不含税），吨煤生产成本在 350 元/吨，扣除其他费用后，新增产能将增加公司利润 5.18 亿元，合 0.45 元/股。

整合蒲县十家煤矿新增权益产能 439 万吨。2009 年 11 月份公司再次公告收购山西临汾蒲县地区 10 家煤矿，整合完成后成立潞安元兴煤业公司、宇鑫煤业公司、新良友煤业公司、黑龙关煤业公司、开拓煤业公司等七家公司，公司分别享有 82.87%、70%、80%、55%、60%、60%、80%权益，整合后分别形成产能 90 万吨，预计 2011 年投产。煤种分别为气肥煤和 1/3 焦煤，同样具有低硫、高回收率的优点，是优质的炼焦用煤，公司直接做原煤出售，不入洗。假设 2011 年该地区焦原煤销售价格为 641 元/吨（不含税），吨煤生产成本在 350 元/吨，则新增产能将增加公司利润 6.6 亿元，合 0.57 元/股。

温庄和上庄煤矿将新增焦煤权益产能 135 万吨。前期完成整合的温庄和上庄煤矿在 2011 年完成技改后将各自形成 90 万吨的产能，公司分别拥有两矿 60%、90%的权益。两矿煤种均有优质主焦煤，公司直接做精煤销售，不需入洗。假设 2011 年该地区焦煤销售价格为 750 元/吨（不含税），吨煤生产成本在 350 元/吨左右，则将增加公司利润 2.5 亿元，合 0.22 元/股。

■ 内生产能的陆续释放将大幅提升公司业绩改善空间

公司在山西北部动力煤煤矿整合也在加速推进，潞宁煤矿在 09 年已经形成 200 万吨产能，10 年公司将视市场需求情况增加 50-100 万吨产能。该矿将在 2011 年全面达产，形成产能 1260 万吨。潞宁煤矿主要以气肥煤为主，主要做炼焦配煤销售给周边洗煤厂。假设 2010 年该地区气肥煤销量为 250 万吨，销售价格为 550 元/吨（含税），吨煤生产成本为 280 元/吨，则 2010 年潞宁煤矿将为公司贡献利润 3.4 亿元，合 0.29 元/股。

公司新建的 300 万吨姚家山煤矿将于 09 年年底投产，10 年为公司贡献产能 60 万吨，煤种为中位发热量的动力煤。我们预计 2010 年公司动力煤合同价涨幅约为 8%，截止 09 年 11 月份公司动力煤销售均价为 470 元/吨，10 年公司动力煤价格应在 510 元/吨左右，则新增的动力煤产量将增加 2010 年公司销售收入 2.7 亿元。

同时公司收购的 600 万吨屯留煤矿将在 2010 年达产，煤种为贫煤、无烟煤，主要用作喷吹煤生产，同时也可作动力煤销售。若增加的 150 万吨产能全部入洗加工，预计增加公司喷吹煤产量 100 万吨。根据我们的调研，公司将根据市场情况调整喷吹煤与动力煤的销售比例。

近期完成改造的王庄洗煤厂，洗选能力由之前的 350 万吨提升至 600 万吨，主要用于喷吹煤的洗选。改造后该厂的喷吹煤生产能力提升至 420 万吨，但由于公司目前喷吹煤的生产能力超过市场销售能力，公司将根据市场需求调整喷吹煤的销量。假设 2010 年屯留煤矿新增喷吹煤产量 50 万吨，王庄洗煤厂新增喷吹煤产量 150 万吨，10 年公司喷吹煤销售价格 850 元/吨（含税），考虑公司原料煤采购价约为 340 元/吨，洗煤成本约为 100 元/吨，则喷吹煤新增产量将增加公司利润 4.5 亿元，合 0.39 元/股。

■ 深度参与煤炭资源整合与集团资产注入将为公司提供估值溢价支持

目前集团有司马矿和郭庄煤矿，煤种为瘦煤，产能分别为 300 万吨和 180 万吨，可注入上市公司。集团深度参与山西煤炭资源整合，产能由整合前的 2390 万吨提升至 4400 万吨，据了解这部分资源有 50% 左右可能会注入上市公司，相关收购及技改完成后将有 2200 万吨的成熟产能注入。而且通过前期频繁的收矿举动我们可以看出，集团十分支持上市公司的资产收购举动，因此我们认为在 2-3 年内集团资产注入上市公司极有可能实现。

外延扩张、内生增长、资产注入将成为拉动公司产能增长的三驾马车，潞安环能也将成为上市公司中产能增长最为确定和明确的公司之一。考虑潞宁煤田 2011 年达产 1260 万吨，预计公司 09-11 年的权益产能分别为 2710 万吨、2993 万吨、4324 万吨，同比分别增长 9.3%、10.4%、44.5%。

■ 2010 年煤价拥有较明确的上涨预期，产品销售结构的完善将为公司提供扎实的业绩基础

我们在 09 年 12 月份推出的年度策略报告中提出，2010 年煤价将保持高位稳步上涨的态势。

公司煤炭的产品销售结构中，混煤占比约为 50%-60%，喷吹煤约为 30%-35%，洗精煤约为 8%，洗块煤约为 3%，从中我们可以看出，公司煤炭销售以混煤（用作动力煤）和喷吹煤为主。据此，我们判断公司将明显受益于 2010 年动力煤价格上涨。

近期，秦皇岛煤价持续走高，内地坑口价格也连创新高，截止 2010 年 1 月 4 日秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价为 780 元/吨，较 09 年 12 月初上涨 70 元/吨。我们前期判断 10 年动力煤合同价合理涨幅应在 5% 左右，但根据最新调研状况，动力煤 2010 年合同价涨幅很可能在 8%-10% 左右。目前公司动力煤销售均价为 470 元/吨，考虑 2010 年煤价上涨及新增动力煤产能，假设 2010 年公司动力煤销售价格为 510 元/吨，新增动力煤产能 160 万吨，单此增长即可增加公司收入 8.16 亿元。

公司 2010 年在煤种销售上将明显突破以往煤种相对单一的销售弱点，增加了吨煤利润较高的炼焦煤销售，同时延伸了产品链，积极向焦炭、煤化工行业拓展。09 年公司整合的多家炼焦煤生产企业，一方面可以降低公司的焦炭生产

成本，另一方面炼焦煤作为精煤销售也将增加公司的盈利状况。

■ 进入“成熟期”的煤炭销售业务为公司提供稳固的盈利保证

公司的母公司潞安集团为山西五大集团之一，以灵活、科学、高效的管理模式一直在山西煤炭销售中独树一帜。公司的主要销售方向为省内、河北以及湖北的电厂及钢铁企业，公司已与这些客户有多年稳定的合作关系，且客户多为大型企业，耗煤量大，对煤价的承受能力较强。目前，公司动力煤销售情况良好，喷吹煤技术经过多年的改进已日趋成熟，钢厂对潞安品质稳定、价格较低的喷吹煤已完全接受，且新客户也在不断地增加，喷吹煤日后也将成为公司煤炭销售的主要品种。优越的地理位置、发达的交通运输条件、成熟稳定的客户群体保证公司的煤炭销售，为公司稳定发展提供保障。

■ 整体上市渐行渐近，公司资产证券化发展模式已露端倪

按照山西省政府在 09 年 5 月提出的规划，力争 2012 年前实现一到两家煤炭企业整体上市，在 2015 年前五大集团实现整体上市。而纵观山西五大煤炭集团，潞安环能与集团的产量差距是最小的，2008 年集团产量 4209 万吨为上市公司 2577 万吨的 1.6 倍，而且公司在 06 年也有承诺在未来 5-10 年内实现煤炭业务整体上市。

公司目前的资产证券化模式从集团前期行动中已露出发展轨迹。潞安环能作为一家优质的煤炭企业，长期以来其表现在资本市场可圈可点。公司积极与资本市场沟通，信息披露透明准确，使其与资本市场建立了良好的关系。潞安集团在 09 年 12 月减持了 1000 万股公司股票，我们判断此次减持是集团为下一步煤矿收购做资金准备，而未来收购的煤矿资产也将会陆续装入上市公司。我们判断，公司未来将通过“资产注入—提升股价—集团减持—收购煤矿—资产注入”的模式，实现公司资产证券化，并逐步成为行业龙头。作为第一个“吃螃蟹”的企业，我们认为在市场普遍看好资源品涨价的前提下，公司此种模式将得到行业认可，企业规模也将迅速扩张。

■ 公司未来业绩成长空间较大，当前估值较低，给予“推荐”评级

根据我们的测算，假设 10-11 年煤价小幅上涨，11 年潞宁煤矿基本达产，10 年公司新增产能部分贡献利润，同时 2011 年公司业绩不考虑前期收购煤矿利润贡献，则 09-11 年归属于母公司所有者的净利润分别为 27.4 亿元、30.2 亿元和 37.7 亿元，对应 09-11 年 EPS 分别为 2.38 元、2.63 元、3.28 元。公司目前在二级市场股价为 53.16 元，对应市盈率与煤炭行业整体持平。我们认为，由于公司资质优良，且未来业绩存在大幅超预期的可能，应该给予较高的估值溢价，我们给予公司“推荐”评级。

■ 核心风险提示

钢铁行业好转低于预期；资源税改革短期内出台；公司煤矿建设未能按时达产。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。