

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

2010年4月24日

潞安环能(601699.SH)/42.29元

毛利率大幅提升推高一季报业绩

能源·煤炭

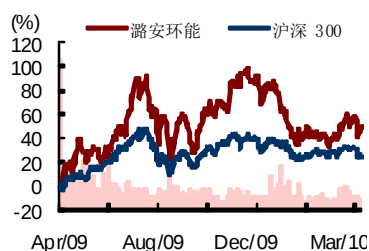
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	115054
已上市流通股(万股)	115054
总市值(亿元)	487
流通市值(亿元)	487
每股净资产(MRQ)	8.9
ROE(TTM)	20.6
资产负债率	55.1%
主要股东	山西潞安矿业(集团)
主要股东持股比例	64.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-9	49
相对表现	10	-5	25



相关报告

- 1、《10年看内生性喷吹煤产量增长, 11年看产能扩张》2009/11/25
- 2、《潞安环能(601699) - 产能稳定增长, 期待资产注入和资源整合》2009/8/27
- 3、《潞安环能 - 未来产量和业绩稳定增长, 资产注入可期》2009/6/19
- 4、《会计变更影响损益, 回调将是介入良机》2009/5/24
- 5、《关注喷吹煤产量变动情况——潞安环能调研简报》2009/2/8
- 6、《煤价上涨推动业绩大幅度增长——08年中报点评》2008/8/27

公司公告了 10 年一季报, 实现 EPS0.6 元, 同比增长 47%, 基本符合我们之前的预期。在煤价上涨的推动下, 公司 10 年业绩可能超预期, 且未来整合煤矿产能释放将保证公司较好的成长性, 维持“强烈推荐”投资评级。

- **10 年一季度实现 EPS0.6 元, 同比增长 47%。**一季度公司实现营业收入 38 亿元, 同比小幅下降 3%, 营业利润 9.8 亿元, 同比增长 50%, 净利润 7.1 亿元, 同比增长 49%, 归属母公司净利润 6.9 亿元, 折合 EPS0.6 元, 较调整后的 09 年一季度业绩 0.41 元 (原为 0.6 元) 同比增长 47%。
- **业绩增长主要在于煤价上升, 成本下降, 毛利率大幅度提升 12 个百分点。**由于煤价上涨, 公司煤炭的盈利能力进一步提升。从一季度的数据看, 公司的收入同比下降 3%, 在煤价上升的情况下, 我们推测应该是产销量下降, 而同时公司的成本也较大幅度的下降, 同比降幅 20%。一季度毛利率为 42%, 较 09 年 1 季度的 30% 提升 12 个百分点, 也较 09 年全年 33% 的毛利率高出 9 个百分点。
- **10 年业绩弹性区间较大, 公司预计 10 年每股收益为 2.26 元, 同比增长 23%。**根据 09 年年报, 公司计划 10 年煤炭产销量分别为 2980 万吨和 2583 万吨, 较 09 年小幅下降 1% 和 3%, 但煤价假设为 606 元/吨, 较 09 年上涨 65 元/吨 (+12%)。09 年公司吨煤净利为 73 元, 按公司假设 10 年煤价上涨 65 元/吨, 业绩增长的上限为 89% (EPS 高限为 3.5 元, 不考虑成本费用增长)。
- **未来业绩展望:** 后续季度的煤价高于一季度, 且近期喷吹煤有提价预期, 我们预计 10 年、11 年每股收益分别为 2.59 元和 3.37 元, 同比分别增长 41% 和 30%。
- **维持“强烈推荐”投资评级:** 在煤价上涨的推动下, 公司 10 年业绩弹性区间较大, 即业绩可能超预期, 未来整合煤矿产能释放将保证公司较好的成长性, 维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险因素:** 未来整合产能释放慢于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	16670	18261	20710	27748	28563
同比增长	68%	10%	13%	34%	3%
营业利润(百万元)	4039	2961	4083	5752	5849
同比增长	180%	-27%	38%	41%	2%
净利润(百万元)	2850	2109	2980	3872	3923
同比增长	191%	-26%	41%	30%	1%
每股收益(元)	2.48	1.83	2.59	3.37	3.41
PE	17.1	23.1	16.3	12.6	12.4
PB	6.2	5.4	4.4	3.6	3.0

资料来源: 招商证券

表 1: 公司煤炭产量预测

单位: 万吨	煤种	核定产能	2010 年产量	2011 年产量	2012 年产量
既有煤矿					
五阳煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	300	300	300	300
漳村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	400	400	400	400
王庄煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	710	710	710	710
常村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	700	700	700	700
小计		2110	2110	2110	2110
IPO 收购煤矿					
屯留矿井	贫煤、无烟煤	600	600	600	600
技改及在建煤矿					
潞宁煤业 (51%)	气肥煤	210	300	1260	1260
上庄煤矿 (60%)	焦煤	30	100	100	100
温庄煤矿 (90%)	焦煤	30	60	90	90
元丰姚家山煤矿 (90%)	动力煤	300		300	300
黑龙煤业 (60%)	肥煤和主焦煤	180		180	180
伊田煤业 (60%)	肥煤和主焦煤	60		90	90
小计		810	460	2020	2020
近期整合煤矿					
元兴公司 (82.87%)	肥气煤	90		45	90
宇鑫煤业 (70%)	焦煤	90		45	90
新良友煤业 (80%)	肥气煤、肥煤	60		45	90
山西潞安黑龙关煤业 (55%)	肥煤	90		45	90
潞安开拓煤业 (60%)	肥气煤	45		45	90
潞安后堡煤业 (60%)	肥气煤	45		45	90
潞安隰东煤业 (80%)	肥气煤	60		45	90
小计		480		315	630
合计		4000	3170	5045	5360
同比增长			12%	59%	6%
权益产量			2977	4145	4365
权益产量同比增长			10%	39%	5%

资料来源: 公司公告, 招商证券

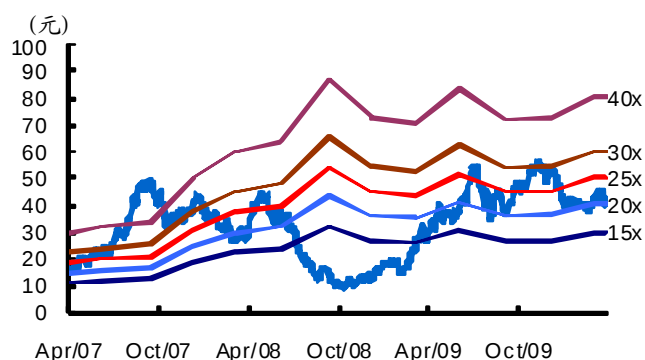
表 2: 煤炭产销量、价格、成本、毛利、净利

	2005	2006	2007	2008	2009	同比增长
原煤产量 (万吨)	1871	1970	2041	2577	2997.00	16%
商品煤销售量 (万吨)	1794	1864	1953	2323.00	2671.00	15%
煤炭综合售价 (元/吨)	284	346	384	575	541.38	-6%
煤炭综合成本 (元/吨)	189	215	241	289	323	12%
吨煤毛利 (元/吨)	95.12	130.75	143.20	286.74	218.60	-24%
煤炭毛利率	33%	38%	37%	50%	40%	-9%
吨煤净利 (元/吨)	38	44	73	88	73	-17%

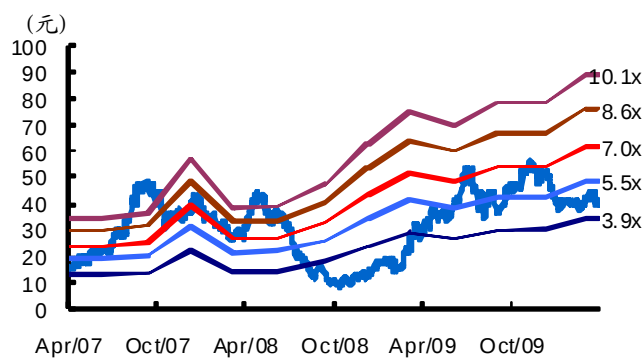
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

单位: 万元	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10
营业收入	390887	473939	467903	493379	378228
营业毛利	117677	149481	162225	167584	160085
营业费用	19203	3308	2293	230	13256
管理费用	28660	35274	66514	112371	34057
财务费用	2117	3291	3267	2635	11481
投资收益	927	650	602	282	644
营业利润	65151	101208	85136	44580	97579
归属母公司净利润	47655	69728	58114	35402	69213
EPS (元)	0.41	0.61	0.51	0.31	0.60
主要比率					
毛利率	30%	32%	35%	34%	42%
营业费用率	5%	1%	0%	0%	4%
管理费用率	7%	7%	14%	23%	9%
营业利润率	17%	21%	18%	9%	26%
有效税率	26.4%	25.5%	25.2%	26.0%	26.1%
净利率	18.2%	10.9%	13.6%	6.4%	18.8%
YoY					
收入	25%	3%	-1%	18%	-3%
归属母公司净利润	-11%	109%	-36%	7%	45%

图 1: 潞安环能历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 潞安环能历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7458	12644	13641	18055	21452
现金	3017	5283	6836	8285	11618
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2564	4699	4615	6502	6584
应收款项	673	560	166	431	372
其它应收款	745	1649	224	291	302
存货	214	218	246	320	334
其他	244	234	1556	2225	2242
非流动资产	9750	9086	9469	9883	9736
长期股权投资	433	444	440	441	441
固定资产	6005	4588	5136	5599	5513
无形资产	1820	1855	1793	1733	1676
其他	1492	2199	2100	2110	2106
资产总计	17208	21730	23110	27938	31188
流动负债	7263	10122	8390	10353	10566
短期借款	350	1190	100	100	100
应付账款	2353	3556	3503	4773	4903
预收账款	669	1279	1183	1648	1680
其他	3891	4098	3604	3832	3883
长期负债	1609	2026	3125	3038	3067
长期借款	587	1886	1686	1686	1686
其他	1023	140	1439	1352	1381
负债合计	8872	12148	11515	13391	13633
股本	1151	1151	1151	1151	1151
资本公积金	1075	3797	3797	3797	3797
留存收益	5637	4077	6014	8531	11081
少数股东权益	473	557	634	1069	1526
母公司所有者权益	7863	9025	10962	13478	16028
负债及权益合计	17208	21730	23110	27938	31188

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3509	4463	4745	4360	5521
净利润	2850	2109	2980	3872	3923
折旧摊销	0	0	574	626	644
财务费用	0	0	428	343	343
投资收益	0	0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	0	0	427	(801)	149
其它	0	0	360	345	488
投资活动现金流	(3334)	(3285)	(980)	(1037)	(498)
资本支出	0	0	(1000)	(1030)	(500)
其他投资	0	0	20	(7)	2
筹资活动现金流	(1501)	754	(2213)	(1873)	(1691)
借款变动	0	0	(1804)	(200)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(1043)	(1355)	(1373)
其他	0	0	634	(318)	(318)
现金净增加额	(1325)	1932	1553	1450	3332

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16670	18261	20710	27748	28563
营业成本	9811	12291	12841	17152	17734
营业税金及附加	131	180	236	320	330
营业费用	267	250	561	737	757
管理费用	2198	2428	2586	3469	3575
财务费用	146	113	428	343	343
资产减值损失	102	62	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	25	25	25	25
营业利润	4039	2961	4083	5752	5849
营业外收入	6	4	2	3	3
营业外支出	16	30	11	11	11
利润总额	4029	2934	4075	5743	5840
所得税	976	753	1019	1436	1460
净利润	3053	2181	3056	4307	4380
少数股东损益	203	72	76	435	457
母公司所有者净利润	2850	2109	2980	3872	3923
EPS (元)	2.48	1.83	2.59	3.37	3.41

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	68%	10%	13%	34%	3%
营业利润	180%	-27%	38%	41%	2%
净利润	191%	-26%	41%	30%	1%
获利能力					
毛利率	41.1%	32.7%	38.0%	38.2%	37.9%
净利率	17.1%	11.5%	14.4%	14.0%	13.7%
ROE	36.2%	23.4%	27.2%	28.7%	24.5%
ROIC	31.5%	17.1%	24.9%	28.0%	24.0%
偿债能力					
资产负债率	51.6%	55.9%	49.8%	47.9%	43.7%
净负债比率	10.1%	17.4%	8.6%	6.4%	5.7%
流动比率	1.0	1.2	1.6	1.7	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.6	1.7	2.0
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9
存货周转率	79.2	84.4	89.3	98.1	87.4
应收帐款周转率	44.7	29.6	57.1	92.9	71.1
应付帐款周转率	1.3	1.0	0.9	1.0	0.9
每股资料(元)					
每股收益	2.48	1.83	2.59	3.37	3.41
每股经营现金	3.05	3.88	4.12	3.79	4.80
每股净资产	6.83	7.84	9.53	11.71	13.93
每股股利	0.87	0.64	0.91	1.18	1.19
估值比率					
PE	17.1	23.1	16.3	12.6	12.4
PB	6.2	5.4	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	6.4	6.9	6.0	4.6	4.5

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

免责条款

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。