

2010年5月17日

潞安环能

喷吹煤比例提升，资产收购预期较强

A
买入

601699.SS – 人民币 35.21

目标价格: 人民币 47.97

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

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(%)	(32)	(20)	(17)	(4)
相对新华富时A50指数(%)	(10)	(5)	(4)	(3)

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)	13,368
3个月日均交易额 (人民币 百万)	318
净负债比率 (%)	17
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

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 公司煤炭销量的 32%左右为冶金用喷吹煤。预计随着洗煤厂利用率的提高,高利润率的喷吹煤占比有望提高至 50%。这将提高公司整体利润率。
- 公司合同煤占比 80%, 公司煤炭业务业绩稳定性较好。
- 公司整合产能 2,490 万吨/年, 由于整合资源较多, 我们预计整合完成将在 2013 年。
- 公司自 2008 年起一直计划收购集团的司马矿和郭庄矿。09 年由于市场条件不好, 未能完成; 如果 2010 年的市场条件仍然不好, 预计公司有可能使用其他方法融资。如果今年收购完成且并表, 预计将增厚公司每股收益 0.4 元。

评级面临的主要风险

- 收购司马郭庄矿, 有推迟至 2011 年完成的可能性。
- 煤炭板块整体估值水平受利率政策和地产政策影响较大。

估值

- 我们认为公司具有较好的成长潜力, 喷吹煤占比提高将提升公司整体利润率。我们继续维持**买入**评级和目标价 47.97 元不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币百万)	16,670	18,261	22,176	29,715	33,484
变动 (%)	61	10	21	34	13
净利润 (人民币百万)	2,101	2,109	2,760	3,693	3,971
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.826	1.833	2.399	3.210	3.452
变动 (%)	(19.6)	0.4	30.9	33.8	7.5
市场预期每股收益 (人民币)	-	2.098	2.487	2.924	2.590
全面摊薄市盈率 (倍)	19.3	19.2	14.7	11.0	10.2
每股现金流量 (人民币)	3.05	3.88	3.52	4.59	4.73
价格/每股现金流量 (倍)	11.5	9.1	10.0	7.7	7.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.3	9.2	8.6	6.8	6.2
每股股息 (人民币)	1.000	1.004	1.314	1.758	1.890
股息率 (%)	2.8	2.9	3.7	5.0	5.4

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

喷吹煤比例提高，提升整体煤价

公司 09 年喷吹煤、焦煤和电煤分别占总销量的 32%、10%和 58%。我们预计今年的喷吹煤比例有望提升至 45%，这将有效提高公司利润率。公司 09 年的综合煤炭售价是 540 元/吨，考虑到今年煤价的上涨幅度和喷吹煤占比提高，我们预计公司今年的综合煤价有望同比上涨 12%至 606 元/吨。

母公司可注入产能 480 万吨/年

公司计划 2009 年收购母公司的司马煤矿(300 万吨/年产能)和郭庄煤矿(180 万吨/年产能)，但由于目前市场状况较差，2009 年未能完成。我们预计该矿 2010 年仍有注入上市公司的可能，如果市场条件依然不好，预计公司可以考虑其他的融资方法。考虑目前申请公司债的公司较多，我们认为公司可以选择可转债的方式。

整合产能 2,490 万吨/年

公司通过本部及潞宁煤业，分别在临汾和忻州地区整合煤矿，预计全部整合产能为 2,490 万吨/年。由于整合数量较多，我们认为整合进度将会较慢，预计在 2012 年底前陆续整合完成。预计整合煤矿 2010 年为公司释放产量的数量较小。

图表 2.公司整合产能

	整合产能（百万吨）	预计完成时间
潞宁 09 年之前整合的煤矿	960	2013 年
潞宁 09 年整合的煤矿	780	2013 年
本部 09 年整合的黑龙强等九个矿	720	2012 年
总计	2,490	

资料来源：公司数据，中银国际研究

现有煤矿 2010 年新增产量 210 万吨

屯留矿二期(300 万吨/年)已于 2009 年投产，将于 2010 年完全达产。预计 2009-2010 年，屯留矿两期的总产量分别为 480 万吨和 600 万吨。

潞宁煤业自建产能 300 万吨/年，预计 2009-2010 年，潞宁煤业原煤产量分别为 210 万吨和 300 万吨。

不考虑母公司资产注入，我们预计公司 2010-12 年煤炭产量分别为 3,240 万吨、4,350 万吨和 4,920 万吨，分别同比增长 8%、34%和 13%。

母公司其他产能

高河煤矿(600 万吨/年产能)已经于 2009 年底建成。该矿由于是外资参股 (美国亚美大陆持股 45%，潞安集团持股 55%)，目前注入公司存在障碍，但仍存在未来注入上市公司的预期。

慈林山煤矿(60 万吨/年产能)为集团托管矿，未来将扩建至 180 万吨/年的产能。目前不具备注入条件。

此外，母公司 (不含上市公司)的整合产能 1,200 万吨/年。我们预计母公司整合完成后，将会陆续把成熟煤矿注入上市公司。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	16,670	18,261	22,176	29,715	33,484
销售成本	(10,873)	(12,291)	(14,393)	(19,163)	(21,857)
经营费用	(1,398)	(1,457)	(2,782)	(4,096)	(4,563)
息税折旧前利润	4,399	4,512	5,001	6,457	7,064
折旧及摊销	(1,193)	(1,401)	(905)	(1,143)	(1,343)
经营利润(息税前利润)	3,206	3,111	4,096	5,314	5,721
净利息收入/(费用)	(146)	(113)	(300)	(240)	(239)
其他收益/(损失)	(89)	(64)	3	0	0
税前利润	2,971	2,934	3,799	5,074	5,482
所得税	(714)	(753)	(950)	(1,268)	(1,371)
少数股东权益	(156)	(72)	(90)	(112)	(140)
净利润	2,101	2,109	2,760	3,693	3,971
核心净利润	2,101	2,109	2,760	3,693	3,971
每股收益 (人民币)	1.826	1.833	2.399	3.210	3.452
每股股息 (人民币)	1.000	1.004	1.314	1.758	1.890
收入增长 (%)	61	10	21	34	13
息税前利润增长 (%)	50	(3)	32	30	8
息税折旧前利润增长 (%)	69	3	11	29	9
每股收益增长 (%)	(20)	0	31	34	8

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	2,971	2,934	3,799	5,074	5,482
折旧与摊销	1,193	1,401	905	1,143	1,343
净利息费用	146	113	300	240	239
运营资本变动	(216)	757	(176)	6	(350)
税金	(714)	(753)	(950)	(1,268)	(1,371)
其他经营现金流	129	11	169	85	103
经营活动产生的现金流	3,509	4,463	4,048	5,279	5,446
购买固定资产净值	(2,317)	(2,192)	(3,500)	(3,000)	(2,000)
投资减少/增加	(47)	(1,093)	34	30	(970)
其他投资现金流	(979)	0	0	30	30
投资活动产生的现金流	(3,344)	(3,285)	(3,466)	(2,940)	(2,940)
净增权益	10	9	0	0	0
净增债务	(699)	2,056	(956)	(200)	0
支付股息	(661)	(1,198)	(1,211)	(1,782)	(1,936)
其他融资现金流	(141)	(113)	(300)	(240)	(239)
融资活动产生的现金流	(1,491)	754	(2,467)	(2,222)	(2,175)
现金变动	(1,325)	1,932	(1,886)	116	332
期初现金	4,055	2,729	4,661	2,775	2,892
公司自由现金流	165	1,178	582	2,339	2,506
权益自由现金流	(680)	3,120	(674)	1,899	2,267

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3,017	5,283	2,775	2,892	3,223
应收帐款	3,237	5,259	6,386	8,558	9,643
库存	226	218	256	340	388
其他流动资产	989	1,884	1,145	385	437
流动资产总计	7,469	12,644	10,562	12,174	13,691
固定资产	5,870	6,575	10,730	14,147	16,364
无形资产	1,820	1,906	1,707	1,498	1,229
其他长期资产	559	605	605	605	605
长期资产总计	8,249	9,086	13,041	16,250	18,198
总资产	15,718	21,730	23,603	28,424	31,889
应付帐款	3,851	6,077	7,115	9,473	10,805
短期债务	1,973	3,146	3,454	4,037	4,309
其他流动负债	1,440	899	676	194	(79)
流动负债总计	7,264	10,122	11,246	13,704	15,036
长期借款	587	1,886	1,200	1,400	1,400
其他长期负债	237	140	238	617	814
股本	1,151	1,151	1,151	1,151	1,151
储备	6,023	7,874	9,123	10,793	12,590
股东权益	7,174	9,025	10,273	11,944	13,740
少数股东权益	457	557	647	759	899
总负债及权益	15,718	21,730	23,603	28,424	31,889
每股帐面价值(人民币)	6.23	7.84	8.93	10.38	11.94
每股有形资产(人民币)	4.65	6.19	7.45	9.08	10.87
每股净负债(现金)	(0.15)	0.32	1.63	2.21	2.16

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	26.4	24.7	22.6	21.7	21.1
息税前利润率	19.2	17.0	18.5	17.9	17.1
税前利润率	17.8	16.1	17.1	17.1	16.4
净利率	12.6	11.5	12.4	12.4	11.9
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9
利息覆盖倍数	22.0	27.5	13.7	22.1	23.9
净权益负债率(%)	净现金	3.9	17.2	20.0	17.0
速动比率	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9
估值(倍)					
市盈率	19.3	19.2	14.7	11.0	10.2
市净率	5.6	4.5	3.9	3.4	2.9
价格/现金流	11.5	9.1	10.0	7.7	7.4
企业价值/息税折旧前利润	9.3	9.2	8.6	6.8	6.2
周转率					
存货周转天数	7.8	6.6	6.0	5.7	6.1
应收帐款周转天数	51.5	84.9	95.8	91.8	99.2
应付帐款周转天数	75.7	99.2	108.6	101.9	110.5
回报率 (%)					
股息支付率	54.8	54.8	54.8	54.8	54.8
净资产收益率	30.6	26.0	28.6	33.2	30.9
资产收益率	15.8	12.4	13.6	15.3	14.2
已运用资本收益率	34.3	25.1	27.1	31.5	29.7

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 2010 年 5 月 13 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 2010 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