

评级：强烈推荐

煤炭

公司研究报告

第一创业研究所

分析师：练伟

电话：0755-25832906

邮件：lianwei@fcsc.cn

潞安环能（601699）

——喷吹煤生产龙头、资源整合先锋

交易数据

52周内股价区间（元）	28.03-57.5
总市值（百万元）	39,705.20
流通股本（百万股）	1,150.54
流通股比率（%）	100.0%

资产负债表摘要(06/10)

股东权益	6,634.26
每股净资产	5.77
市净率	5.98
资产负债率	66.1%

公司与沪深300指数比较



相关报告

摘要:

● 产品结构不断优化

公司煤炭业务主要有混煤（含混块）、洗精煤、喷吹煤、洗块煤等几个品种，按销量比较，混煤（含混块）、喷吹煤及洗精煤所占比例最大，所占比例分别为 55%、30%及 10%。

近年来，随着公司喷吹煤技术的发展，技术含量最高及产品附加值最高的喷吹煤所占比重逐年增加，目前其占煤炭销售收入的比重已接近 44%，这种上升也使公司产品结构不断优化。

● 公司本部产量稳定，整合小煤矿进展顺利

公司本部五矿中，五阳、王庄、漳村、常村四矿为前期建成的矿井，产量稳定，屯留矿属 2008 年底建成矿井，也已能完全贡献产能。五矿可合计贡献产能 2460 万吨/年。

公司作为山西煤炭资源整合的主体，分别参与了忻州及蒲县地区的煤炭资源整合，其中整合的忻州地区煤炭资源产能可达 1260 万吨/年，蒲县地区煤炭资源产能可达 705 万吨/年。

● 集团资源丰富，未来资产注入基础良好

2009 年，潞安集团煤炭产量达 5509 万吨。集团目前除上市公司外的在产及在建煤炭矿井产能几与上市公司相当。集团司马、慈林山、常平等矿，产量稳定，高河矿也已部分投产。随着李村、古城等大型矿井的建成投产，集团煤炭产能将得到大幅提升。而潞安新疆煤业及潞安内蒙则成为集团煤炭产量未来增长的有力保证。

为避免同业竞争，潞安集团承诺，将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，目前最有希望注入的为郭庄矿和司马煤矿，两矿合计可贡献产能 350 万吨/年。

● 高新技术认定有望降低公司税率

公司在今年以喷吹煤生产工艺及技术被认定为高新技术企业，成为全国煤炭行业唯一一家被认定为高新技术企业的公司。根据根据相关税法规定，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税，目前公司正在积极申请优惠税率。一旦申请获批，公司有望将 2010 年、2011 年、2012 年三年的所得税率从目前的 25% 降为 15%，公司盈利水平也将大为改观。



● 盈利预测及估值

我们预计，在不考虑税收优惠的情况下，公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 2.81、3.26、3.69 元。对应 2010 年 9 月 21 日的 PE 分别为 12.05X、10.38X 及 9.18X。给予公司“强烈推荐”评级。

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,666,990	1,826,109	1,862,758	2,167,334	2,600,800
同比 (%)	67.6%	9.5%	2.0%	16.4%	20.0%
营业毛利	685,906	596,968	740,256	907,216	1,151,665
同比 (%)	133.8%	-13.0%	24.0%	22.6%	26.9%
归属母公司净利润	285,020	210,898	323,339	375,356	424,738
同比 (%)	190.6%	-26.0%	53.3%	16.1%	13.2%
总股本 (万股)	115,054.2	115,054.2	115,054.2	115,054.2	115,054.2
每股收益 (元)	2.48	1.83	2.81	3.26	3.69
ROE	36.2%	23.4%	26.9%	23.8%	21.2%
P/E (倍)	13.7	18.5	12.0	10.4	9.2



目 录

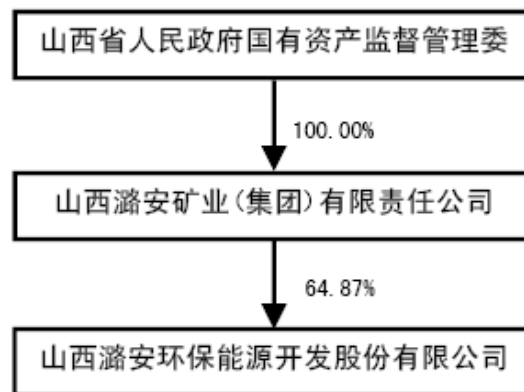
1、公司简介与生产情况	4
2、公司业务结构	5
2.1 以煤炭为主	5
2.2 业务结构不断优化	5
2.3 烟煤喷吹技术领先，喷吹煤销量占全国首位	6
3、公司原有煤炭产能稳定、整合资源进展顺利	8
3.1 公司本部产能稳定，产品结构还可优化	8
3.2 整合小煤矿确保公司未来产量增长	10
3.3 公司未来产量预测	12
4、集团资源丰富，未来资产注入基础良好	14
4.1 集团实力雄厚、地位显著	14
4.2 集团煤炭资源丰富、产量增长明显	14
4.3 集团产能优势明显、注入基础良好	15
5、公司技术先进、竞争力突出	17
5.1 公司煤炭生产技术先进、效率领先	17
5.2 客户关系良好、价格波动合理	18
5.3 高新技术的认定有望降低公司税率	18
6、盈利预测及估值	20
6.1 盈利预测	20
6.2 投资建议	21
6.3 风险提示	21



1、公司简介与生产情况

公司以山西潞安矿业(集团)有限责任公司作为主发起人,联合郑州铁路局、日照港(集团)有限公司、上海宝钢国际经济贸易有限公司、天脊煤化工集团有限公司和山西潞安工程有限公司五家单位共同发起设立。

图 1: 公司实际控制人股权结构图



数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

公司位于山西省东南部上党盆地北缘,所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段,总面积约为 1334 平方公里,地质总储量 98.15 亿吨,可采储量 56.65 亿吨。

公司主营业务包括原煤开采、煤炭洗选、煤焦冶炼;洁净煤技术的开发与利用;煤层气开发;煤炭的综合利用、地质勘探等。现有五阳煤矿、漳村煤矿、王庄煤矿、常村煤矿四对生产矿井、五座洗煤厂和余吾煤业有限责任公司、潞宁煤业有限责任公司等控股子公司,并根据政府规划,逐步整合小煤矿。

公司所属各矿均为行业特级高产高效矿井,综合机械化程度达到100%。公司煤炭产品属特低硫、低磷、低灰、高热量的优质动力煤和炼焦配煤,主要有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等4大类煤炭产品以及焦炭产品,其中混煤主要用于电力等行业,精煤主要用于炼焦配煤,喷吹煤主要用于钢厂高炉喷吹、烧结等,洗块煤主要用于机车、化工等行业。



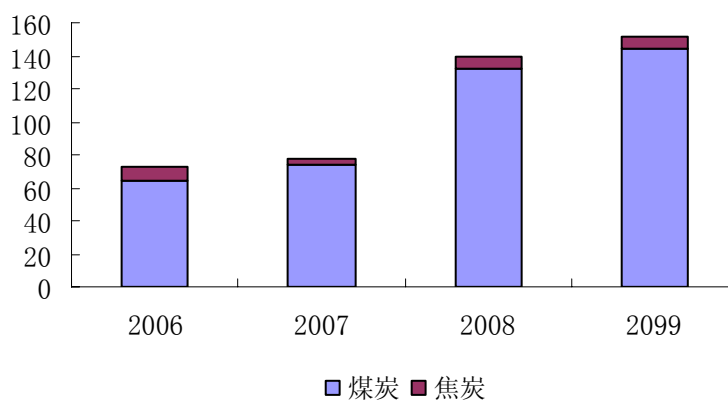
2、公司业务结构

2.1 以煤炭为主

公司业务主要以煤炭和焦炭业务为主,近几年占公司业务的比例保持在95%和4.5%左右,另外还包括极小比例的材料业务。2006、2007、2008、2009年公司主营业务收入中,煤炭业务的营业收入分别为64.43亿元、74.50亿元和131.80、144.60亿元,占主营业务收入的比重分别为89.23%、95.31%及94.05%、95.19%;焦炭业务的营业收入分别为7.77亿元、3.46亿元、8.15和7.24亿元,占主营业务收入的比重分别为10.77%、4.43%、4.82%和4.77%。

公司煤炭业务一直保持着较好的增长势头,主要因为近几年公司煤炭产量的增长及煤炭市场价格的上涨。而公司焦炭业务的增长处于一种不稳定的状态,但由于其所占公司业务比重较小,因而对公司主营业务收入不造成太大影响。

图 2: 公司各业务结构 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

2.2 业务结构不断优化

公司煤炭业务主要有混煤(含混块)、洗精煤、喷吹煤、洗块煤和其它洗煤几个品种,其中混煤(含混块)、喷吹煤及洗精煤所占比例最大,按销量比较,所占比例分别为55%、30%及10%左右。以2008年为例,公司当年商品煤销售量为2323万吨,而其中混煤(含混块)销售量为1337万吨,喷吹煤销售量为689万吨,洗精煤销售量为187万吨。



表 1: 公司历年各煤种销售量

单位: 万吨	2006	2007	2008	2009
生产原煤	1970	2041	2577	2997
商品煤销量	1864	1953	2323	2671
其中: 混煤(含混块)	993	982	1337	1521
洗精煤	200	181	187	200
喷吹煤	545	602	689	750
洗块煤	71	77	81	100
其它洗煤	56	110	30	100
焦炭		31	40.77	46

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所; 注: 红色为预测销量

随着喷吹煤价格相对其它煤种价格的提高, 喷吹煤销售收入也相对其它煤种销售收入有所提高。

表 2: 公司各煤种历年销售价格及销售收入

单位: 元、 亿元	2006		2007		2008		2009	
	价格	销售收入	价格	销售收入	价格	销售收入	价格	销售收入
商品煤平均	345.65	64.43	381.38	74.48	567.5	131.83	541.48	144.60
混煤(含混块)	276.13	27.42	299.27	29.39	373.87	49.99	370	56.28
洗精煤	511.43	10.23	559.69	10.13	947.26	17.71	920	18.4
喷吹煤	426.26	23.23	506.37	30.48	836.27	57.62	810	60.75
洗块煤	439.99	3.12	475.69	3.66	719.98	5.83	710	7.1
其它洗煤	80.75	0.45	72.32	0.79	228.02	0.68	200	2
焦炭		7.77	1161	3.46	1999	8.15	1321.66	7.25

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所; 注: 红色为预测销量及收入

2.3 烟煤喷吹技术领先, 喷吹煤销量占全国首位

随着国内钢铁产能的日益增大以及近年来随着中国优质炼焦煤资源的日渐匮乏, 对炼焦煤替代煤种的需求也逐渐增大。而随着高炉煤粉喷吹关键技术的不断进步和完善, 市场需求逐渐扩大, 高炉喷吹煤在钢铁冶炼工艺环节的地位日益提高, 在节约钢铁行业冶炼成本等方面, 正在扮演着越来越重要的角色, 我国钢铁行业用煤中, 喷吹煤的比重也逐步上升。

以阳煤集团首创的无烟煤喷吹技术曾风行一时, 但由于用无烟煤喷吹技术所使用的优质无烟煤也是我国的稀缺煤种, 随着市场需求的增加及供给的有限性, 无烟煤喷吹技术所具有的成本优势逐渐变小。潞安集团与国内多家

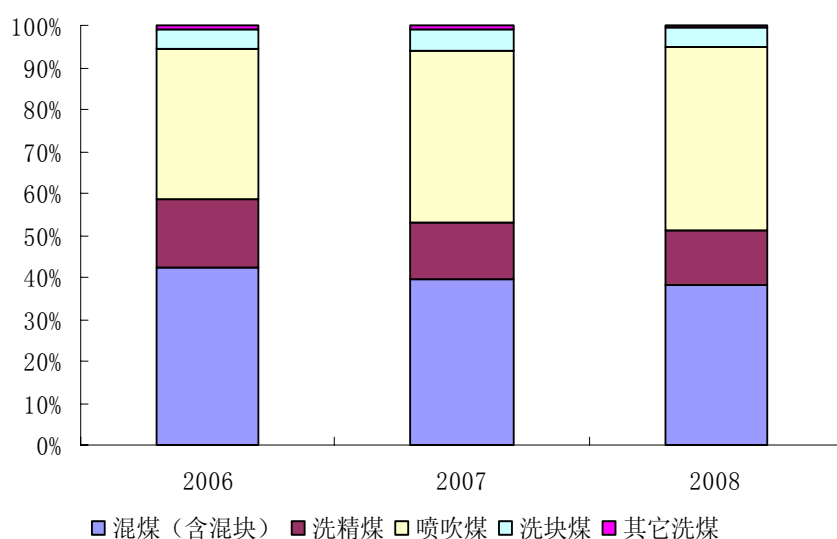


研究机构及钢铁公司联合试验成功的“潞安”煤(烟煤)高炉喷吹技术,是我国喷吹煤新产品开发和应用上的一个新突破。该技术专门针对潞安集团下属矿井煤炭资源特性开发,具有煤种资源特性赋予的独特产品进入壁垒;其使用烟煤进行喷吹,大大降低了喷吹煤的生产成本。

2006、2007、2008 三年,公司喷吹煤的产量分别为 545 万吨、602 万吨和 689 万吨,比第二大喷吹煤生产企业国阳新能产量要高出近 70%。

从 2007 年开始,喷吹煤也成为占公司煤炭销售收入比重最高的煤炭品种。

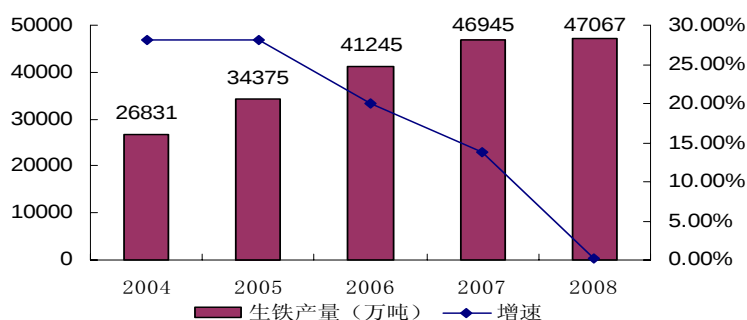
图 3: 公司各煤种历年销售收入占比



数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

随着我国钢铁生产企业节能降耗措施的进一步加强,我们预计高炉喷吹煤的市场空间将继续保持高速增长。近十年来,我国钢铁产量逐年大幅上升,到 2008 年,中国生铁产量已达 4.7 亿吨,而且随着喷吹煤技术的发展,喷吹煤在钢铁冶炼环节中的比重也逐步加大。因此,我们认为,未来我国喷吹煤市场仍将保持旺盛的需求。

图 4: 我国历年生铁产量及增速



数据来源: 第一创业证券研究所



3、公司原有煤炭产能稳定、整合资源进展顺利

3.1 公司本部产能稳定，产品结构还可优化

公司所属的路安煤田资源丰富，煤种主要有瘦煤、贫瘦煤和贫煤。

路安矿区地理位置优越，依托国家铁路运输，拥有自营铁路和公路运输，有完整的运输体系。太焦、邯长及筹建中的长治——泰安铁路纵贯全境。208国道、长太高速公路、长邯高速公路、309国道与矿区交通连成一体，不论煤炭从铁路外销还是公路外运，条件十分便利。公司外部其它铁路运输通道也较为便利。

图 5：近年来公司主要运煤铁路运力情况

运力（亿吨）		2007	2008	2009E
北通道	大秦线	3.0	3.5	3.5
	神朔黄线	1.0	1.5	1.6
	迁曹线	0.5	—	—
中通道	石太线	0.7	0.7	1.1
	邯长线			
南通道	太焦线	0.5	0.5	0.5
	侯月线	1.0	1.1	1.1
合计		6.85	7.85	8.35

数据来源：国家发改委、第一创业证券研究所

公司所属各矿均为行业特级高产高效矿井，综合机械化程度达到 100%。本部五矿中，五阳、王庄、漳村、常村四矿为前期建成的矿井，产量稳定，余吾的屯留矿属 2008 年底建成矿井，也已能完全贡献产能。

表 3：公司本部煤矿产能情况

矿名	投产时间	可采储量 (亿吨)	剩余年 限(年)	核定产能 (万吨/年)	产品	入洗能力(万吨/年)
五阳矿	1963 年	2.39	135	190	精煤、混煤	200
王庄矿	1966 年	3.55	47	710	混煤、洗混块和喷吹煤	600
漳村矿	1980 年	0.66	15	360	混煤、喷吹煤	240
常村矿	1995 年	5.47	84	600	混煤、喷吹煤和洗混块	400
屯留矿	2008 年	6.88	81	600	贫煤	600
合计		18.96		2460		2040

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司本部五矿合计产能 2460 万吨，若后续实施一定程度技改，有望提高核定产能，但提高幅度不会太高，本部每年总产能将基本保持稳定。

公司当前的原煤入洗比率为 55%，而公司本部原煤的洗选能力已超过



70%，新建的煤矿也建设有配套的洗煤厂，通过增加入洗比例，特别是加大对喷吹煤生产力度，从而可以改善公司煤炭产品结构。

五阳矿基本情况

五阳煤矿位于襄垣县王桥镇，1963 年建成投产。井田面积 78.36 平方公里。经国土资源部矿产资源储量评审备案证明，截至 2002 年底，五阳煤矿可采储量 23,949.4 万吨；尚可服务年限约 135 年。核定生产能力 190 万吨/年，2005 年实际生产煤炭 173 万吨。主导产品有精煤、混煤等，属省“优质产品”、“名牌产品”。

该煤矿选煤厂始建于 1984 年 6 月，1986 年 12 月投产，1991 年建成全自动化的现代化选煤厂。设计入选能力 90 万吨/年，经过 1993~1994 年的技术改造，入选能力增至 120 万吨/年；2005 年实际入洗原煤 170 万吨。采用跳汰-浮选工艺，0~50mm 的原煤全级入洗，煤泥浮选。该厂主导产品为 9 级冶炼精煤。2000 年获“优质高效选煤厂”称号。

王庄矿基本情况

王庄煤矿建成投产于 1966 年 12 月，原设计能力为 90 万吨，经过多次改扩建，到 2005 年，该矿实际生产核定能力达到 710 万吨，目前的主要采煤手段——综采放顶煤技术，在国际上趋于领先水平；全员效率高，是全国平均水平的数倍，在全国同行业中名列前茅。主要产品有 14 级混煤和 11 级洗精块，属低灰、低硫、低磷、高热值的优质动力煤。

该煤矿选煤厂始建于 1993 年 7 月，1996 年 9 月投产。设计入选能力 360 万吨/年。入选原煤以 13mm 作为分级，大于 13mm 的入重介斜轮分选机排矸。主要产品为混煤、洗混块。曾荣获“全国十佳选煤厂”，“优质高效选煤厂”等称号。该厂还配套建有一座设计能力为 30 万吨/年的喷吹煤厂。

漳村矿基本情况

漳村煤矿位于长治市北郊西白兔乡，是在 1958 年开凿的一座小煤窑基础上发展起来；1974 年列入国家改扩建计划，1980 年改扩建工程正式投产。井田面积 34.28 平方公里。经国家国土资源部矿产资源储量评审备案证明，截至 2002 年底，漳村煤矿可采储量 6,620.84 万吨；尚可服务年限约 15 年。核定生产能力 360 万吨/年，2005 年实际生产煤炭 365 万吨。主导产品



有混煤、喷吹煤等，其中混煤为“山西省优质产品”。

该矿选煤厂始建于1993年1月，1996年11月投产。入选能力120万吨/年；2005年实际入洗原煤162万吨。采用跳汰-浮选工艺，原煤经分级后，大于50mm的块煤采取人工手选，块煤破碎与0~50mm的原煤混合进行跳汰全级入洗，煤泥浮选。主导产品为喷吹煤。另外，该厂还拥有优质动力煤的生产工艺，生产能力为240万吨/年。

常村矿基本情况

常村煤矿地处屯留县境内，1995年投产，是我国首次部分利用世界银行贷款兴建的特大型现代化矿井之一，井田面积107.38平方公里。该矿核定生产能力600万吨/年。主导产品有混煤、喷吹煤和洗混块，其中十四级混煤属山西省“优质产品”，十四级混煤、喷吹煤、洗混块于2002年被中国质量检验协会评定为“国家权威检测达标品牌-国家质量检测连续合格产品”。

该煤矿选煤厂属大型动力煤选煤厂，始建于1985年，1995年9月建成；是与常村煤矿井配套建设的项目，与常村煤矿同时投产。设计入选能力400万吨/年；2005年实际入洗原煤176万吨。粗选采用筛选工艺，精选采用跳汰工艺，13~80mm块煤入洗，洗后可破碎为喷吹煤，筛选混煤外销。主导产品为混煤、喷吹煤和洗混块。

屯留矿基本情况

余吾煤业公司（屯留煤矿）位于山西省长治市屯留县，属潞安矿区。井田面积162.2平方公里，地质储量15.45亿吨，可采储量6.81亿吨，设计能力600万吨/年，配套600万吨/年的洗煤厂，概算总投资270007万元，资金主要来源于新股发行募集资金。

分两期建设，其中一期270万吨/年，二期330万吨/年。项目于2002年10月开工建设，其中一期工程已于2007年6月竣工投产并于当年达产，二期工程于2008年底建成投产。

3.2 整合小煤矿确保公司未来产量增长

2009年，山西省掀起了一场声势浩大的煤炭资源整合运动，潞安集团作为山西省五大重点国有煤炭集团，自然成为整合的主力军。而公司作为集



团唯一的上市公司，也充当了资源整合的急先锋，参与整合了大批小煤矿。

前期有序整合

2006 年，公司与崔建宏签订《增资扩股协议书》，整合元丰公司姚家山煤矿，公司占股 90%。姚家山矿井及选煤厂位于山西省临县玉坪乡，井田面积为 41.21 平方公里，地质资源量共 3.69 亿吨，设计可采储量 1.56 亿吨，原定产能 60 万吨/年。

2006 年底，公司召开董事会，讨论出资重组襄垣县上庄煤矿和武乡县温庄煤矿。

襄垣县上庄煤矿原来的核定生产能力 30 万吨/年，拥有地质储量 2200 万吨，煤种为焦煤，属低瓦斯矿井，原为襄垣县政府与杨富民出资成立。武乡县温庄联营煤矿核定生产能力 21 万吨/年，拥有可采储量 1470 万吨，煤种为焦煤，原为武乡县盘龙镇人民政府和长治市振山经贸有限公司出资成立。鉴于上述煤矿拥有的优质焦煤资源，公司出资以控股方式对上述两矿进行整合，公司分别控股 60%及 90%。

公司在整合上述煤矿后，均对原有矿井进行了技改，产能也得以大幅提升。

表 4：公司前期整合小煤矿情况

矿名	权益占比	预计投产时间	可采储量 (万吨)	原定产能 (万吨/年)	技改后产能 (万吨/年)	煤种
元丰姚家山矿	90%	2011 年底	15600	60	240	贫瘦煤
上庄矿	60%	2012 年下半年	2200	30	90	焦煤
温庄矿	90%	2012 年下半年	1470	21	90	焦煤

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

后期大规模整合

公司从 2009 年开始，以潞宁煤业及公司自身作为整合主体，参与整合了大批小煤矿，主要集中在忻州以及蒲县。

对于忻州地区的煤炭整合，公司以潞宁煤业（公司权益占比 57.8%）作为主体，进行整合。潞宁煤业作为公司的控股子公司，在对忻州宁武、静乐的煤矿整合中，不断发展壮大，现有煤炭资源近 10 亿吨，为低灰、低磷、特低硫、高热量的气煤，目前产能已超过 300 万吨/年，根据规划，潞宁煤业将在宁武地区建设 9 座现代化矿井，实现产能 1260 万吨/年，预计大规模产能释放将在 2011 年底左右。



对于蒲县的煤炭整合,公司董事会在 2009 年 4 月份通过对黑龙强肥煤公司和伊田肥煤公司进行整合,在 2009 年 10 月对另外几家煤炭公司进行了整合,总计形成超过 700 万吨的产能。

表 5: 潞安环能整合蒲县煤炭资源情况

整合后新公司	权益占比	预计投产时间	保有储量(万吨)	产能(万吨)	煤种
潞安黑龙煤业	60%	2012 年	3026	≥180	肥煤、主焦煤
潞安伊田煤业	60%	2012 年	3706	≥45	肥煤、主焦煤
潞安新良友煤业	80%	2012 年	3500	≥60	肥气煤、肥煤
潞安黑龙关煤业	55%	2012 年	7100	≥90	肥气煤
潞安开拓煤业	60%	2012 年	2700	≥45	肥气煤
潞安后堡煤业	60%	2012 年	2500	≥45	肥气煤
潞安隰东煤业	80%	2012 年	3500	≥60	肥煤、肥气煤
潞安元兴煤业	82.87%	2012 年	5500	≥90	肥气煤
潞安宇鑫煤业	70%	2012 年	6000	≥90	肥气煤
合计			37532	≥705	
权益合计			25422	≥472.08	

资料来源:公司公告、第一创业证券研究所

通过对忻州、蒲县等地煤炭的整合,公司煤炭生产的内生增长得以保障。

3.3 公司未来产量预测

在不考虑集团资产注入的情况下,由于潞宁煤业整合的忻州地区的煤炭资源大规模释放要在 2011 年底,而蒲县整合的煤炭资源技改完成也要到 2012 年,因而公司在今年及明年难有太大的产量增长。我们预计 2010 年产量可达 3000 万吨,2011 年产量可达 3330 万吨。

由于前期整合的姚家山、上庄、温庄等煤矿的技改将在 2011 年下半年及 2012 年下半年完成,加上蒲县、忻州的煤炭产能届时也将释放,公司 2012 年及 2013 年煤炭产量将有大幅增长,预计 2012 年公司煤炭产量可达 4150 万吨,2013 年公司煤炭产量可达 5035 万吨,2011 年-2013 年这三年产量的复合增长率可达 19%。

表 6: 公司产量预测表

单位: 万吨	产能	权益	2010E	2011E	2012E	2013E
本部						
五阳矿	190	100%	240	240	240	240



王庄矿	710	100%	760	760	760	760
漳村矿	360	100%	370	370	370	370
常村矿	600	100%	680	680	680	680
屯留矿	600	100%	600	600	600	600
小计	2460		2650	2650	2650	2650
整合煤矿						
潞宁煤业(含忻州整合煤矿)	1260	57.80%	350	600	900	1260
姚家山	240	90%	-	80	240	240
上庄	90	60%	-	-	30	90
温庄	90	90%	-	-	30	90
蒲县整合煤矿	705	67%	-	-	300	705
合计	4845		3000	3330	4150	5035
权益合计	4011.6		2852.3	3068.8	3632.2	4201.6

注：蒲县整合煤矿权益为各小煤炭公司加权平均权益



4、集团资源丰富，未来资产注入基础良好

4.1 集团实力雄厚、地位显著

潞安集团是国家重要的优质动力煤和化工原料煤生产基地，属山西省五大煤炭企业集团和12家国有资产授权经营单位之一，是山西省确定的“十一五”规划第一方阵企业之一。在2009 年度中国煤炭工业协会公布的中国煤炭工业百强排名中，按销售收入居第11位，按产量居第9位。

表 7：2008 年全国煤炭企业按销售收入排名

排名	公司	销售收入(万元)
1	神华集团有限责任公司	14402329
2	山西煤炭运销集团有限公司	9023941
3	河南煤业化工集团有限责任公司	8211530
4	山西焦煤集团有限责任公司	7179795
5	中国中煤能源集团有限公司	7125265
6	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	6813417
7	山西大同煤矿集团有限责任公司	5132418
8	山东兖矿集团有限公司	4679232
9	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	4455018
10	河北冀中能源集团有限责任公司	4100284
11	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	3524840

资料来源：中国煤炭工业协会，第一创业证券研究所

表 8：2008 年全国煤炭企业按产量排名

排名	公司	煤炭产量(万吨)
1	神华集团有限责任公司	28125
2	中国中煤能源集团有限公司	11411
3	山西焦煤集团有限责任公司	8029
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	6891
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	6040
6	安徽淮南矿业(集团)有限责任公司	5666
7	黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	5495
8	河南煤业化工集团有限责任公司	4465
9	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	4209
10	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	4120

资料来源：中国煤炭工业协会，第一创业证券研究所

4.2 集团煤炭资源丰富、产量增长明显

潞安集团位于的沁水煤田，是山西省最大的煤田，该煤田地跨太原、晋中、阳泉、长治、晋城五市。集团本部矿区规划总面积2,297平方公里，拥

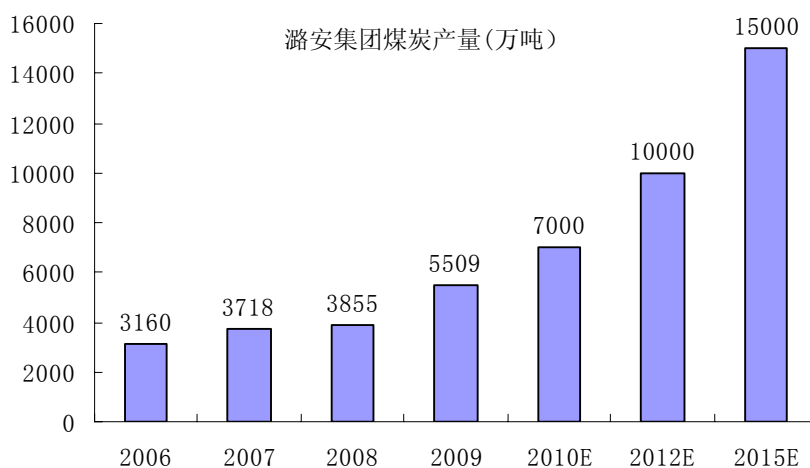


有煤炭地质储量195.48亿吨。另外集团还实施跨疆域发展，目前已形成潞安本部、武夏、忻州、临汾、晋中、潞安新疆六大矿区，煤炭总储量达到435.6亿吨，按照亿吨级生产能力，可稳定生产200年以上。

2009年，潞安集团煤炭产量达5509万吨，销售收入498.6亿元，利润总额37.9亿元，在全国500强企业排名中列137位。

潞安集团在十一五规划中，要求煤炭产量达到7000万吨。从实际生产情况看，达成这个目标难度不大。目前，潞安集团正在编制“十二五”发展规划，主要战略目标是：到2015年，全集团煤炭产量达到1.5亿吨以上，在省内建成亿吨级煤炭集团；销售收入达到1500亿元。

图6：潞安集团历年煤炭产量



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

4.3 集团产能优势明显、注入基础良好

目前，集团除潞安环能外，还拥有大量的煤炭产能，潞安环能占集团煤炭总产量的比例，近年来一直维持在60%左右。

表9：集团与上市公司产量对比

单位：万吨	集团产量	潞安环能产量	潞安环能占比
2006年	3160	1970	62.34%
2007年	3718	2041	54.90%
2008年	3855	2577	66.85%
2009年	5509	2997	54.40%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

集团目前除上市公司外的在产及在建煤炭矿井产能几与上市公司相



当。集团司马、慈林山、常平等矿，产量稳定，高河矿也已部分投产。随着李村、古城等大型矿井的建成投产，集团煤炭产能将得到大幅提升。而潞安新疆煤业及潞安内蒙则成为集团煤炭产量未来增长的有力保证。

表 10：集团煤炭资产情况

煤矿名称	权益占比	地质储量(万吨)	可采储量(万吨)	产能(万吨/年)	煤种	预计投产时间
石圪节	100.00%	5,538	3,752	100	瘦煤	即将破产
司马矿	70.00%	23,523	11,400	150	贫煤	在产
慈林山矿 (含夏店矿)	93.10%	17,180	7,805	145	贫煤、无烟煤	在产
郭庄矿	45.00%	8,316	4,233	200	贫煤	在产
常平集团	38.46%		9,650	400	贫瘦煤	在产
高河矿	55.00%	58,944	32,742	600	贫煤、瘦煤	2010 年部分投产
李村矿	100.00%	21,663	13,400	300	贫煤、无烟煤	开工建设
古城矿	100.00%	133,767	70,228	1200	贫煤、无烟煤	开工建设
新疆煤业	51.00%			2000	不粘煤	2010 年达到 1600 万吨
潞安内蒙	100.00%			500	动力煤	

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

为避免同业竞争，公司在上市时，潞安集团就曾承诺，“根据股份公司的资金实力、市场时机、战略规划和发展需求，集团公司将逐步把全部煤炭资产注入股份公司，使股份公司成为公司下属企业中唯一经营煤炭采选业务的经营主体”。

公司上市已近 4 年，集团尚没向上市公司注入一个煤矿，注入的迫切性日渐加大，而集团公司良好的产能基础也为这种注入提供了保障。就公司目前成熟矿井中，由于慈林山矿属于托管煤矿，石圪节矿将近破产，高河能源属合资矿井，均不具备注入条件，因而近期具备注入条件的只有郭庄矿和司马煤矿。两矿若能注入，可为潞安环能贡献产能 350 万吨/年。

对于在建的李村、古城等大型矿井，由于其尚处于开工建设阶段，短期内注入的可能不大。但这些大型矿井均为集团 100%控股，未来也最有可能先行注入到上市公司，一旦注入，则潞安环能产能可得到最大提升。



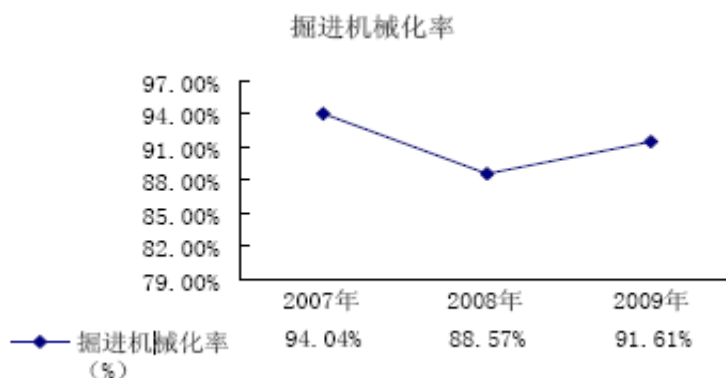
5、公司技术先进、竞争力突出

5.1 公司煤炭生产技术先进、效率领先

公司坚持技术领先战略，不断加大科技投入，积极引进科技人才，技术工艺、装备水平、效率效益始终名列全行业前茅。公司现有各类技术人员及科研人员4414人，占员工总人数的16.59%。14项科技成果通过省级鉴定，3项获得省级科技进步奖，6项获得中国煤炭工业协会科技进步奖。申请并获得专利授权17项，其中发明专利2项。

公司注重对高可靠性、重型化、先进适用技术装备的推广和应用，注重对各矿井之间的协调合作，并不断加大对采掘主导及配套技术的集成创新力度，2009年，采煤机械化率保持100%，掘进机械化率91.61%。

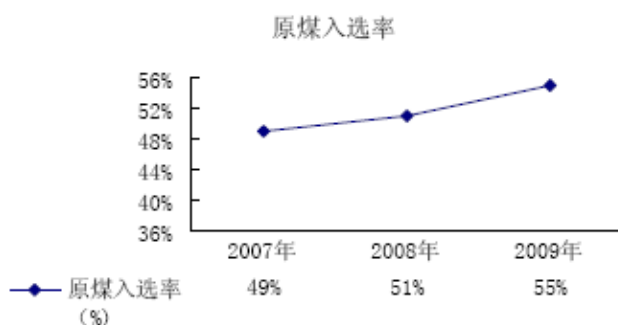
图7：公司煤炭生产掘进机械化率



数据来源：公司公告、第一创业研究所

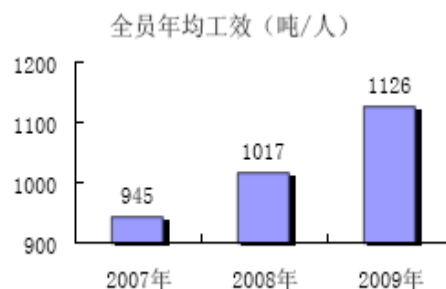
通过不断革新生产技术，公司煤矿开采的资源回采率连续三年保持82%的高标准水平，并且原煤入选率、全员年均工效等关键绩效指标水平不断提升，为保持煤炭产业稳健发展提供了有力保障。

图8：公司原煤入选率



数据来源：公司公告、第一创业研究所

图9：公司全员年均工效





5.2 客户关系良好、价格波动合理

公司与客户间建立了长期稳定的战略合作伙伴关系，首钢、鞍钢、本钢、湘钢、日钢等冶金行业战略合作伙伴与公司的合同签订率达100%，公司电煤合同签订率也达90%以上。

公司在下游企业困难时期，不随意涨价，赢得了广大战略伙伴的信任，巩固了潞安环能在全国喷吹煤市场的龙头地位，成为全国喷吹煤市场价格决策的风向标。

图10：公司限价煤供应量

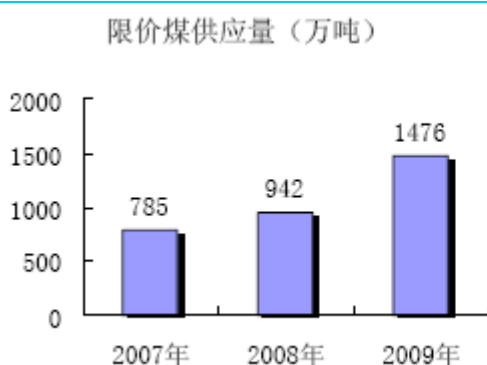
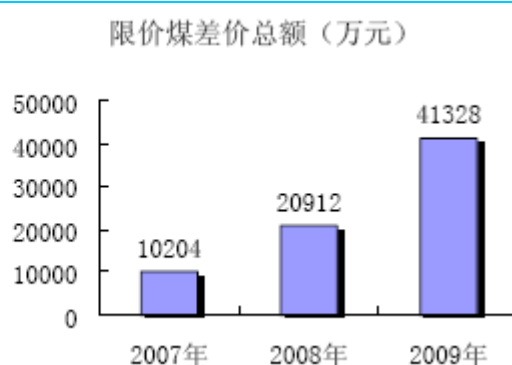


图11：公司限价煤差价总额



数据来源：公司公告、第一创业研究所

公司这种在旺季不涨价的策略，也使得公司合同煤炭价格在弱市也能得到有力执行，从而使得公司产品价格能够在一定程度上抵御经济周期波动的影响，进而实现稳定的盈利。

5.3 高新技术的认定有望降低公司税率

2010年8月份，公司收到了山西省科技厅、财政厅、山西国税局、地税局四部门联合颁发的《高新技术企业证书》，认定公司为高新技术企业，发证时间2010年6月21日，有效期三年。这也是全国煤炭行业唯一一家被认定为高新技术企业的公司。

公司被认定为高新技术企业的主要产品为喷吹煤的生产工艺及技术，符合《国家重点支持的高新技术领域》，具体对应“资源与环境技术”第六条“洁净生产技术与循环经济技术”第三款“洁净生产关键技术”中的“煤洁净燃烧，能量梯级利用技术”，此前的专家论证会认为“喷吹煤”的生产工艺及技术扩大了贫煤、贫瘦煤的应用领域，并取得了显著的节能减排效果，



创新性强。

根据相关税法规定，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税，目前公司正在积极申请优惠税率。一旦申请获批，公司有望将2010年、2011年、2012年三年的所得税率从目前的25%降为15%，公司盈利水平也将大为改观。



6、盈利预测及估值

6.1 盈利预测

预测依据

- (1) 公司煤炭产量以前述产量预测为依据;
- (2) 通过观察公司最近几年的产销比率, 将公司未来的产销比率确定在90%;
- (3) 公司在2010年后的两年里煤炭价格保持平稳小幅增长, 每年平均增长4%;
- (4) 公司原煤生产成本每年保持5%的增长。

表11: 公司产品产销量、价格及成本预测表

单位: 万吨	产量						
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
生产原煤	1970	2041	2577	2997	3000	3330	4150
商品煤销量	1864	1953	2323	2671	2700	2997	3735
其中: 混煤(含混块)	993	982	1337	1521	1538	1707	2127
洗精煤	200	181	187	200	202	224	280
喷吹煤	545	602	689	750	758	842	1049
洗块煤	71	77	81	100	101	112	140
其它洗煤	56	110	30	100	101	112	140
焦炭		31	41	46	50	55	60

单位: 元	销售价格						
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商品煤平均	346	381	568	541	617	642	668
混煤(含混块)	276	299	374	370	422	439	456
洗精煤	511	560	947	920	1049	1091	1134
喷吹煤	426	506	836	810	923	960	999
洗块煤	440	476	720	710	809	842	875
其它洗煤	81	72	228	200	228	237	247
焦炭	-	1161	1999	1322	1450	1470	1500

单位: 元	原煤综合成本						
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
吨煤综合成本	-	-	305	300	320	336	353

资料来源: 第一创业证券研究所



根据以上判断，我们对公司未来煤炭主营业务的盈利情况预测如下：

表12：公司煤炭业务未来盈利情况预测

单位：万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	1666675	1924010	2493702
营业成本	864000	1006992	1317708
各项费用	333335	384802	498740.4
利润总额	469340	532216	677253.61
净利润	352005	399162	507940.21
归属于母公司净利润	334675	367852	444563.96

资料来源：第一创业证券研究所

公司还有焦炭、甲醇、二甲醚等业务，处于少量亏损状况，但由于其占营业收入的比重大，因而不会对公司的主营业务盈利造成影响。

我们预计，在不考虑税收优惠的情况下，公司2010年、2011年及2012年的EPS分别为2.81、3.26、3.69元。对应2010年9月21日的PE分别为12.05X、10.38及9.18X。

若公司能顺利申请到高新技术企业的税收优惠，则公司2010年、2011年及2012年的EPS将可分别达到3.18、3.70、4.18元，相应的PE则可降为10.64X、9.15X、8.10X。

6.2 投资建议

考虑到公司具有如下特点：

- （1）公司所产喷吹煤技术领先，抵御经济周期波动的能力相对较强，且产量比例将逐渐提高；
- （2）公司整合小煤矿后，未来内生增长确定；
- （3）集团为解决同业竞争问题，资产注入预期强烈，且集团具备注入资源的条件，外生增长也可期；
- （4）公司正在申请高新技术企业的税收优惠措施，而且有很大可能获批；
- （5）公司目前估值水平具有较大吸引力。

因此，我们给予公司“强烈推荐”的评级。

6.3 风险提示

- （1）资源税开始征收
- （2）整合煤炭资源不能顺利投产



附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12,643.9	18,486.6	24,264.0	31,040.7	一、营业收入	18,261.1	18,627.6	21,673.3	26,008.0
货币资金	5,283.2	8,819.6	13,276.1	18,513.2	减: 营业成本	12,291.4	11,225.0	12,601.2	14,491.4
交易性金融资产	0.1	2.8	2.8	2.8	营业税金及附加	179.8	213.1	258.6	328.4
应收款项	5,259.0	5,887.7	7,100.1	8,506.9	销售费用	250.3	198.0	228.8	274.6
预付款项	234.1	605.4	689.4	788.5	管理费用	2,428.2	2,330.8	3,368.3	4,855.6
存货	218.2	200.4	224.9	258.6	财务费用	113.1	143.2	-59.0	-59.0
其他流动资产	1,649.4	2,970.7	2,970.7	2,970.7	资产减值损失	62.2	49.4	24.5	28.3
非流动资产	9,086.1	8,474.4	7,217.5	5,960.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	443.6	433.2	433.2	433.2	投资收益	24.6	72.1	121.3	121.3
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	60.6	121.3	121.3
固定资产	4,588.3	4,111.4	2,795.0	1,478.5	二、营业利润	2,960.8	4,540.3	5,372.3	6,210.1
在建工程	1,986.4	1,864.3	1,924.0	1,983.6	加: 营业外收入	3.6	3.7	3.8	3.9
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	30.2	48.9	51.8	58.3
无形及递延性资产	1,906.3	1,903.9	1,903.9	1,903.9	三、利润总额	2,934.1	4,495.1	5,324.2	6,155.6
其它非流动资产	161.5	161.5	161.5	161.5	减: 所得税费用	753.4	1,129.3	1,331.1	1,538.9
资产总计	21,730.0	26,961.0	31,481.5	37,001.3	四、净利润	2,180.7	3,365.8	3,993.2	4,616.7
流动负债	10,122.2	10,992.0	11,519.4	12,422.5	归属母公司净利润	2,109.0	3,233.4	3,753.6	4,247.4
短期借款	1,904.1	1,638.9	1,638.9	1,638.9	少数股东损益	71.7	132.4	239.6	369.3
应付账款	4,797.9	5,148.0	5,681.0	6,517.5	五、总股本(百万股)	1,150.5	1,150.5	1,150.5	1,150.5
预收帐款	1,278.6	1,626.7	1,978.2	2,371.8	EPS (元)	1.83	2.81	3.26	3.69
其它流动负债	2,141.6	2,578.5	2,221.3	1,894.3					
非流动负债	2,025.8	3,240.2	3,240.2	3,240.2	主要财务比率				
长期借款	1,885.9	3,100.2	3,100.2	3,100.2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	119.0	119.0	119.0	119.0	成长能力				
其它非流动负债	20.9	20.9	20.9	20.9	营业收入	9.5%	2.0%	16.4%	20.0%
负债合计	12,148.1	14,232.2	14,759.6	15,662.7	营业毛利	-13.0%	24.0%	22.6%	26.9%
少数股东权益	557.4	701.7	941.3	1,310.6	主业盈利	-27.0%	49.8%	11.9%	16.1%
股本	1,150.5	1,150.5	1,150.5	1,150.5	母公司净利	-26.0%	53.3%	16.1%	13.2%
资本公积与其它	4,692.1	5,611.7	5,611.7	5,611.7	获利能力				
留存收益	3,182.0	5,264.9	9,018.4	13,265.8	毛利率	32.7%	39.7%	41.9%	44.3%
股东权益合计	9,024.6	12,027.1	15,780.7	20,028.1	主业盈利/收入	17.0%	25.0%	24.1%	23.3%
负债和股东权益	21,730.0	26,961.0	31,481.5	37,001.3	ROS	11.9%	18.1%	18.4%	17.8%
					ROE	23.4%	26.9%	23.8%	21.2%
					ROIC	16.9%	19.9%	19.3%	18.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	55.9%	52.8%	46.9%	42.3%
经营活动现金流	4,462.5	5,739.8	4,335.8	5,116.4	利息保障倍数	19.3	23.5	-67.7	-78.2
净利润	2,180.7	3,365.8	3,993.2	4,616.7	速动比率	1.06	1.39	1.83	2.24
折旧摊销	1,392.8	1,420.9	1,341.0	1,344.8	经营现金净额/当期债务	2.34	3.50	2.65	3.12
财务费用	148.9	143.2	-59.0	-59.0	营运能力				
投资损失	-24.6	-72.1	-121.3	-121.3	总资产周转率	0.84	0.69	0.69	0.70
营运资金变动	793.3	882.0	-818.0	-664.8	应收款天数	103.68	113.79	117.93	117.75
其它变动	-28.6	0.1	0.0	0.0	存货天数	6.39	6.43	6.42	6.42
投资活动现金流	-3,284.9	-2,129.9	61.7	61.7	每股指标 (元)				
资本支出	-2,145.0	-966.7	-59.6	-59.6	主业盈利/股本	2.70	4.05	4.53	5.27
长期投资	-1,139.7	-1,245.5	0.0	0.0	每股经营现金流	3.88	4.99	3.77	4.45
其它变动	-0.2	82.2	121.3	121.3	每股净资产	7.36	9.84	12.90	16.27
筹资活动现金流	754.0	-363.5	59.0	59.0	估值比率				
债务融资	2,055.9	945.1	0.0	0.0	P/E	18.47	12.05	10.38	9.17
权益融资	9.0	0.0	0.0	0.0	P/B	4.60	3.44	2.63	2.08
其它变动	-1,310.9	-1,308.5	59.0	59.0	P/S	2.13	2.09	1.80	1.50
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	8.56	5.90	4.81	3.58
现金净增加额	1,931.6	3,246.4	4,456.5	5,237.1					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120