

潞安环能 (601699)

增持/维持评级

股价: RMB56.58

分析师

唐宗辰

SAC 执业证书编号:s1000210070005

(0755)8236 4432

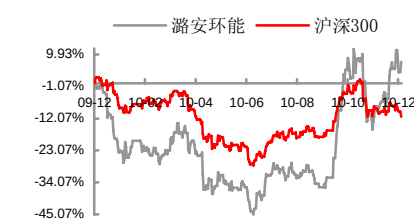
tangzc@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,151
流通 A 股 (百万股)	1,151
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	65,098

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

资源整合+资产注入保证高成长

- **本部五矿产能稳定, 产品结构不断优化。**公司产品主要为喷吹煤、混煤、洗精煤和洗块煤, 其中, 喷吹煤是公司的主要盈利来源。近年来公司不断优化产品结构, 喷吹煤产量不断提升, 预计 10 年的喷吹煤产量将达到 900 万吨以上, 占煤炭销量的比例由 30% 上升至 35% 左右。
- **整合产能 2012 年底释放, 未来成长性突出。**公司是山西煤炭资源整合的先行者, 08 年以来公司先后整合了上庄、温庄、姚家山等煤矿, 合计新增产能 1950 万吨, 除姚家山煤矿 2011 年有少量产能释放外, 其余各矿预计 2012 年底复产, 届时公司的产能将较目前增长 70%。
- **集团资产注入渐行渐近。**公司 06 年上市时曾承诺在 5-10 年内, 实现煤炭资产的整体上市。我们认为, 目前集团最有可能注入的资产是郭庄矿和司马矿, 预计 2011 年注入的可能性较大。而集团另外一处在产煤矿慈林山煤矿, 由于是政府托管矿, 产权不清晰, 我们预计短期内难以注入; 在建矿井包括高和矿、李村矿和古城矿, 尚不具备资产注入条件。
- **所得税优惠提升公司业绩。**公司凭借烟煤喷吹技术, 获得了山西省科学技术厅、山西省财政厅、山西省国家税务局和山西省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》, 发证时间 2010 年 6 月 21 日, 有效期 3 年。按相关规定, 高新技术企业可以享受 15% 的所得税优惠, 目前公司正在积极争取报批中, 若成功报批, 我们测算将增加公司业绩 14%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.7 元、3.26 元和 3.51 元, 对应 2010-2012 年 PE 分别为 20 倍、16.8 倍和 15.6 倍, 10 年估值水平与行业基本持平, 考虑到 11 年集团郭庄矿和司马矿注入的可能性较大, 且整合煤矿保证了公司未来几年产量快速增长, 公司前景值得看好, 继续给予“增持”评级。

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18261	16374	17343	19338
(+/-%)	10%	-10%	6%	12%
归属母公司净利润(百万元)	2109	3110	3748	4034
(+/-%)	-26%	47%	21%	8%
EPS(元)	1.83	2.70	3.26	3.51
P/E(倍)	29.88	20.26	16.81	15.62

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

本部五矿产能稳定，产品结构不断优化	4
整合产能 2012 年底释放，未来成长性突出	4
集团资产注入渐行渐近	5
2011 年公司喷吹煤合同煤价上涨可期	6
化工业务盈利能力有限	6
所得税优惠提升公司业绩	7
盈利预测与投资建议	7
风险提示	8

图表目录

图 1: 阳泉喷吹煤价格走势	6
图 2: 公司收入构成情况	7
表格 1: 本部煤矿产能情况	4
表格 2: 公司分产品产量情况	4
表格 3: 09 年以前公司整合煤矿情况	4
表格 4: 潞宁煤业整合煤矿	5
表格 5: 临汾蒲县整合煤矿	5
表格 6: 集团资产状况	6
表格 7: 公司化工产品情况	7

本部五矿产能稳定，产品结构不断优化

公司本部有五阳、漳村、王庄、常村、屯留五座煤矿，产能合计 2710 万吨，煤种主要为贫煤、瘦煤和贫瘦煤，目前各煤矿产能基本稳定，进一步提升空间有限。

表格 1：本部煤矿产能情况

	股权比例 (%)	煤种	核定产能(万吨)	主导产品
五阳煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	300	精煤、混煤
漳村煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	400	混煤、喷吹煤
王庄煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	710	混煤、洗块煤、喷吹煤
常村煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	700	混煤、洗块煤、喷吹煤
屯留煤矿	100	贫煤、无烟煤	600	混煤、洗块煤、喷吹煤
合计		2710		

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

公司产品主要为喷吹煤、混煤、洗精煤和洗块煤，其中，喷吹煤是公司的主要盈利品种。近年来公司不断优化产品结构，喷吹煤产量不断提升，预计 10 年的喷吹煤产量将达到 900 万吨以上，占煤炭销量的比例由 30% 上升至 35% 左右。

表格 2：公司分产品产量情况

	2006	2007	2008	2009
喷吹煤	545	602	689	800
精煤	200	181	187	200
混煤	993	982	1337	90
洗块煤	71	77	81	1551
其他洗煤	56	110	30	30
合计	1865	1952	2324	2671

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

整合产能 2012 年底释放，未来成长性突出

公司是山西煤炭资源整合的先行者，09 年以前公司整合了上庄、温庄和元丰姚家山煤矿，整合后三矿产能合计 450 万吨，煤种主要为贫瘦煤，按公司目前的技改进度，预计 2011 年仅元丰姚家山煤矿有少量产能释放，而上庄、温庄煤矿 2012 年底方能完成技改并投产。

表格 3：09 年以前公司整合煤矿情况

	股权比例 (%)	煤种	核定产能 (万吨)	备注
上庄煤矿	60	贫瘦煤	90	2012 年底投产
温庄煤矿	90	焦煤、贫瘦煤	120	2012 年底投产
元丰姚家山煤矿	90	贫瘦煤	240	2011 年底投产
合计			450	

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

09 年公司依托潞安环能和潞宁煤业为整合主体，整合煤矿 52 座，整合产能 1500 万吨，煤种涵盖气煤、肥煤、主焦煤等，进一步丰富了公司产品结构，预计 2012 年底完成技改并投产。

表格 4：潞宁煤业整合煤矿

	股权比例 (%)	煤种	核定产能 (万吨)
潞宁大汉沟煤业	100	气煤	90
潞宁前文明煤业	100	气煤	90
潞宁静安煤业	51	气煤	90
潞宁忻岭煤业	100	气煤	60
潞宁忻峰煤业	100	气煤	60
潞宁忻峪煤业	100	气煤	60
潞宁孟家窑煤业	90	气煤	240
潞宁大木厂煤业	100	气煤	90
合计			780

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

表格 5：临汾蒲县整合煤矿

	股权比例 (%)	煤种	核定产能 (万吨)
黑龙煤业	60	肥煤和主焦煤	120
伊田煤业	60	肥煤和主焦煤	120
元兴公司	82.87	肥气煤	90
宇鑫煤业	70	焦煤	90
新良友煤业	80	肥气煤和肥煤	60
山西潞安黑龙关煤业	55	肥煤	90
潞安开拓煤业	60	肥气煤	45
潞安后堡煤业	60	肥气煤	45
潞安隰东煤业	80	肥气煤	60
合计			720

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

集团资产注入渐行渐近

公司 06 年上市时曾承诺在 5-10 年内，实现煤炭资产的整体上市。目前集团最有可能注入的资产是郭庄矿和司马矿，预计 2011 年注入的可能性较大。

集团目前在产煤矿还有慈林山矿，但因为是政府托管矿，产权不清晰，我们判断短期内难以注入；在建矿井包括高和矿、李村矿和古城矿，尚不具备资产注入条件。

表格 6：集团资产状况

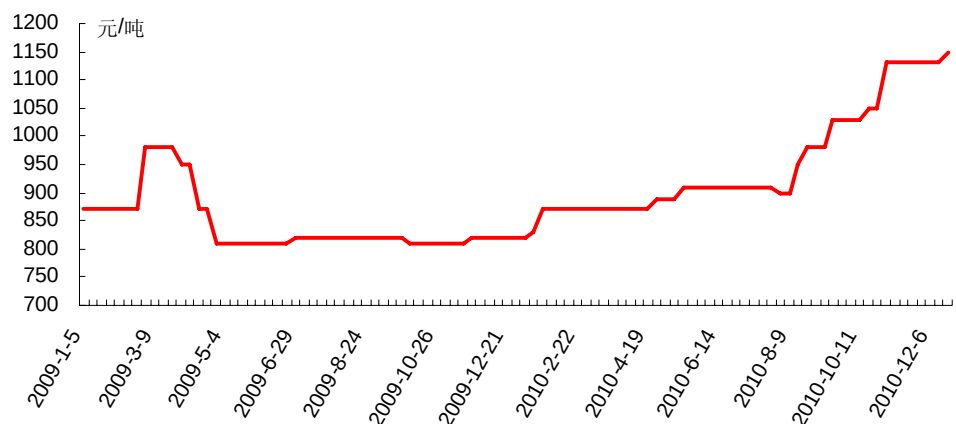
	股权比例 (%)	煤种	核定产能 (万吨)	备注
石圪节煤矿	100			资源枯竭，已破产
慈林山煤矿	93.09	无烟煤	200	政府托管，产权不清晰
郭庄煤矿	70	贫瘦煤	180	集团目前的股权达 70%
司马煤矿	50	肥煤、贫瘦煤	300	剩余股权为职工持股
高河能源	55	贫煤、贫瘦煤	600	与外资合资建设，注入有障碍
常平煤矿	45	贫煤、贫瘦煤	100	集团参股的煤矿，大股东是常平集团
李村煤矿	100	贫煤、贫瘦煤	600	在建煤矿
古城煤矿	100	贫煤、贫瘦煤	1000	在建煤矿
合计			2980	

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

2011 年公司喷吹煤合同煤价上涨可期

8 月份以来国内喷吹煤价格出现了明显上涨，阳泉喷吹煤车板含税价由 900 元/吨上升至 1150 元/吨，涨幅 25%，目前公司合同价和市场煤价差达 150 元/吨，我们判断 11 年喷吹煤合同价至少上涨 5% 以上，全年均价有望达到 880 元/吨。

图 1：阳泉喷吹煤价格走势



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

化工业务盈利能力有限

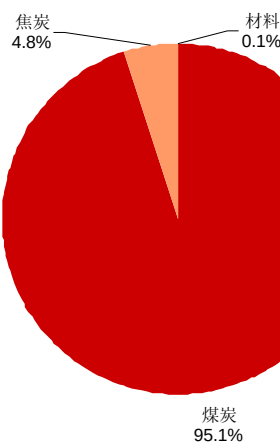
公司有焦炭产能 60 万吨，甲醇产能 30 万吨、二甲醚产能 20 万吨，我们测算目前吨焦炭净利 200 元/吨，而甲醇和二甲醚业务受制于化工行业不景气盈利能力有限，总体而言，由于公司化工业务目前规模较小，且盈利能力较差，对公司整体盈利影响有限。

表格 7：公司化工产品情况

	股权比例 (%)	产品	备注
弘峰焦化	70.3	焦炭 60 万吨、甲醇 30 万吨、二甲醚 20 万吨	已投产
潞安天脊	50.1	甲醇 60 万吨，二甲醚 40 万吨	预计一期 30 万吨甲醇、20 万吨二甲醚项目 11 年下半年投产

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：公司收入构成情况



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

公司在建的 800 万吨焦化项目由于焦化产能整合等一系列问题，进展较慢，预计十二五末期才能建成投产。

所得税优惠提升公司业绩

公司凭借烟煤喷吹技术，获得了山西省科学技术厅、山西省财政厅、山西省国家税务局和山西省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，发证时间 2010 年 6 月 21 日，有效期 3 年。

按相关规定，高新技术企业可以享受 15% 的所得税优惠，目前公司正在积极争取报批中，若成功报批，我们测算将增加公司业绩 14%。

盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.7 元、3.26 元和 3.51 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 20 倍、16.8 倍和 15.6 倍，10 年估值水平与行业基本持平，考虑到 11 年集团郭庄矿和司马矿注入的可能性较大，且整合煤矿保证了公司未来几年产量快速增长，公司前景值得看好，继续给予“增持”评级。

风险提示

整合矿技改进度低于预期。

盈利预测

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	12644	14166	19252	24592	营业收入	18261	16374	17343	19338
现金	5283	8868	13511	17781	营业成本	12291	9520	10217	11659
应收账款	560	486	597	611	营业税金及附加	180	161	171	190
其他应收	1649	1346	1256	1579	营业费用	250	243	248	282
预付账款	234	230	232	256	管理费用	2428	2168	2301	2563
存货	218	219	213	240	财务费用	113	0	-132	-238
其他流动	4699	3017	3442	4126	资产减值损失	62	0	0	0
非流动资产	9086	8000	6855	5620	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	444	439	441	440	投资净收益	25	24	24	24
固定资产	4588	4595	3960	3004	营业利润	2961	4305	4563	4906
无形资产	1855	1830	1805	1780	营业外收入	4	5	4	5
其他非流	2199	1137	649	396	营业外支出	30	23	27	25
资产总计	21730	22166	26107	30213	利润总额	2934	4287	4540	4886
流动负债	10122	7823	8572	9373	所得税	753	1072	681	733
短期借款	1190	560	700	817	净利润	2181	3215	3859	4153
应付账款	3556	2338	2638	3082	少数股东损益	72	105	111	119
其他流动	5377	4925	5234	5474	归属母公司净利	2109	3110	3748	4034
非流动负	2026	2696	3500	4428	EBITDA	4475	5353	5623	5932
长期借款	1886	2506	3335	4251	EPS (元)	1.83	2.70	3.26	3.51
其他非流	140	190	165	177	主要财务比率				
负债合计	12148	10519	12072	13801	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东	557	662	773	893	成长能力				
股本	1151	1151	1151	1151	营业收入	9.5%	-10.3%	5.9%	11.5%
资本公积	1062	1062	1062	1062	营业利润	-26.7%	45.4%	6.0%	7.5%
留存收益	4077	8771	11049	13306	归属母公司净利	-26.0%	47.5%	20.5%	7.6%
归属母公	9025	10984	13262	15519	获利能力				
负债和股	21730	22166	26107	30213	毛利率(%)	32.7%	41.9%	41.1%	39.7%
现金流量					净利率(%)	11.5%	0.0%	0.0%	
单位: 百万元					ROE(%)	23.4%	28.3%	28.3%	26.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	30.4%	53.4%	79.6%	102.1%
经营活动	4463	4663	5047	4775	偿债能力				
净利润	2181	3215	3859	4153	资产负债率(%)	55.9%	47.5%	46.2%	45.7%
折旧摊销	1401	1047	1192	1264	净负债比率(%)	31.20%	36.32%	39.50%	42.11%
财务费用	113	0	-132	-238	流动比率	1.25	1.81	2.25	2.62
投资损失	-25	-24	-24	-24	速动比率	1.23	1.78	2.22	2.60
营运资金	793	439	151	-410	营运能力				
其他经营	-1	-15	1	30	总资产周转率	0.94	0.75	0.72	0.69
投资活动	-3285	44	-14	-10	应收账款周转率	25	27	28	28
资本支出	2192	0	0	0	应付账款周转率	4.16	3.23	4.11	4.08
长期投资	-1154	-5	3	-1	每股指标 (元)				
其他投资	-2247	39	-11	-11	每股收益(最新摊	1.83	2.70	3.26	3.51
筹资活动	754	-1122	-390	-496	每股经营现金流	3.88	4.05	4.39	4.15
短期借款	840	-630	140	117	每股净资产(最新	7.84	9.55	11.53	13.49
长期借款	1299	620	829	916	估值比率				
普通股增	0	0	0	0	P/E	29.88	20.26	16.81	15.62
资本公积	-12	0	0	0	P/B	6.98	5.74	4.75	4.06
其他筹资	-1373	-1112	-1359	-1529	EV/EBITDA	14	12	11	10
现金净增	1932	3585	4643	4269					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn