

潞安环能 (601699.SH)

业绩超预期，税收优惠落到实处

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

81.15-82.63

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740210080017

S0740210070002

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

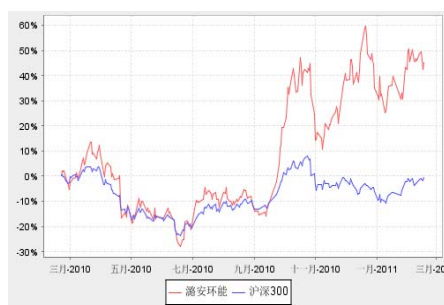
gongyh@qlzq.com.cn

2011年3月7日

基本状况

总股本(百万股)	1150.54
流通股本(百万股)	1150.54
市价(元)	58.23
市值(百万元)	66996.06
流通市值(百万元)	66996.06

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16,669.9	18,261.0	21,427.6	24,127.5	31,534.7
营业收入增速	67.56%	9.55%	17.34%	12.60%	30.70%
净利润增长率	190.62%	-26.01%	63.11%	21.09%	24.53%
摊薄每股收益(元)	2.48	1.83	2.99	3.62	4.51
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	23.51	31.77	19.48	16.08	12.92
PEG	0.12	—	0.31	0.76	0.53
每股净资产(元)	6.83	7.84	9.83	12.35	15.66
每股现金流量	3.05	3.88	5.34	5.21	6.70
净资产收益率	36.25%	23.37%	30.40%	29.31%	28.79%
市净率	8.52	7.42	5.92	4.71	3.72
总股本(百万股)	1,150.54	1,150.54	1,150.54	1,150.54	1,150.54

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于 2011 年 3 月 6 日公布业绩快报: 2010 年实现营业收入 214.28 亿元, 同比增长 17.34%; 归属于本公司股东的净利润 34.38 亿元, 同比增长 63%; 基本每股收益 2.99 元, 同比增长 63.28%。净资产收益率 26.05%, 同比增加 4.83 个百分点, 业绩超出我们的预期。根据我们调研的结果显示, 2010 年公司产销量小幅增长的背景下, 业绩超预期增长的主要来源两点: 一是价格同比大幅增长; 二是公司获得高新技术企业称号, 所得税优惠降至 15%。
- 2010 年产量小幅增长, 但产品销售结构进一步优化。2010 年原煤产量大约 3045 万吨, 商品煤销量大约 2740 万吨, 比 2009 年增长 69 万吨, 同比增长 2.58%。其中盈利能力较强的洗精煤和喷吹煤销量由 1072 万吨上升至 1250 万吨, 销量占比明显提升了 5 个百分点。由于整合小矿产能多在 2012 年释放, 预计 2011 年产销量将小幅增长至 2900 万吨, 2012 年 3400 万吨。
- 煤炭销售价格同比大幅上涨, 生产成本有效控制。2010 年煤炭销售均价或上涨 14.7% 左右, 但单位成本有效控制(山西五大集团中工效最高的, 单位生产成本 290 元)。2011 年合同基本签订完毕, 其中电煤价格保持不变, 喷吹煤价格上涨 70-80 元/吨, 洗精煤价格上涨 60-70 元/吨。
- 增长点: 2011 年看资产注入, 2012 年看整合矿井产能释放。我们认为, 公司为了保持业绩持续稳定增长, 集团成熟资产司马矿(52%, 150 万吨)和郭庄矿(45%, 120 万吨)在今年注入的可能性较大。而公司整合的小煤矿(16 亿吨, 17 个分公司, 1500 万吨产能)将在 2012 年陆续释放产能。
- 唯一享受税收优惠的煤炭上市公司, 看好公司的投资价值。公司的生产技术在财务上得到认同, 所得税率将至 15%。如果扣除税收影响, 2010 年 EPS 为 2.67 元, 基本符合我们预期。不考虑资产注入的前提下, 预测公司 2010-2012 年每股收益为 2.99 元、3.62 元、4.51 元。考虑到公司注入资产预期强烈, 给予今明两年 25 倍和 18 倍 PE, 合理目标价格区间 81.15-82.63 元, 给予“买入”评级。

图表 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	9,949	16,670	18,261	21,428	24,128	31,535	货币资金	3,766	3,017	5,283	9,803	13,453	18,261
增长率	37.77%	67.6%	9.5%	17.3%	12.6%	30.7%	应收账款	2,655	3,982	6,908	5,714	6,498	8,880
营业成本	-7,015	-9,811	-12,291	-13,542	-15,080	-19,961	存货	206	214	218	438	408	496
% 销售收入	70.5%	58.9%	67.3%	63.2%	62.5%	63.3%	其他流动资产	201	244	234	399	385	493
毛利	2,934	6,859	5,970	7,885	9,048	11,573	流动资产	6,828	7,458	12,644	16,354	20,743	28,130
% 销售收入	29.5%	41.1%	32.7%	36.8%	37.5%	36.7%	% 总资产	66.8%	43.3%	58.2%	63.9%	68.8%	73.7%
营业税金及附加	-92	-131	-180	-311	-299	-391	长期投资	351	433	444	444	444	444
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.5%	1.2%	1.2%	固定资产	2,477	7,371	6,575	6,390	6,056	6,168
营业费用	-260	-267	-250	-520	-483	-583	% 总资产	24.2%	42.8%	30.3%	25.0%	20.1%	16.2%
% 销售收入	2.6%	1.6%	1.4%	2.4%	2.0%	1.9%	无形资产	501	1,820	1,906	2,258	2,752	3,249
管理费用	-1,171	-2,198	-2,428	-2,781	-3,090	-4,121	非流动资产	3,395	9,750	9,086	9,253	9,413	10,022
% 销售收入	11.8%	13.2%	13.3%	13.0%	12.8%	13.1%	% 总资产	33.2%	56.7%	41.8%	36.1%	31.2%	26.3%
息税前利润 (EBIT)	1,411	4,264	3,111	4,274	5,175	6,478	资产总计	10,224	17,208	21,730	25,607	30,156	38,153
% 销售收入	14.2%	25.6%	17.0%	19.9%	21.4%	20.5%	短期借款	171	1,144	1,904	714	714	714
财务费用	23	-146	-113	-95	-77	-78	应付款项	2,758	4,607	6,782	6,442	6,888	9,277
% 销售收入	-0.2%	0.9%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	其他流动负债	1,365	1,512	1,436	3,238	3,465	4,207
资产减值损失	-22	-102	-62	0	0	0	流动负债	4,294	7,263	10,122	10,394	11,067	14,199
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	21	587	1,886	3,086	3,886	4,686
投资收益	32	23	25	21	25	23	其他长期负债	1,233	1,023	140	140	140	140
% 税前利润	2.2%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%	负债	5,547	8,872	12,148	13,620	15,093	19,024
营业利润	1,443	4,039	2,961	4,199	5,123	6,424	普通股股东权益	4,518	7,863	9,024	11,314	14,213	18,020
营业利润率	14.5%	24.2%	16.2%	19.6%	21.2%	20.4%	少数股东权益	158	473	557	673	849	1,108
营业外收支	-11	-10	-27	-16	-16	-17	负债股东权益合计	10,224	17,208	21,730	25,607	30,156	38,153
税前利润	1,432	4,029	2,934	4,183	5,108	6,407	比率分析						
利润率	14.4%	24.2%	16.1%	19.5%	21.2%	20.3%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-441	-976	-753	-628	-766	-961	每股指标						
所得税率	30.8%	24.2%	25.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.534	2.477	1.833	2.990	3.620	4.508
净利润	992	3,053	2,181	3,556	4,341	5,446	每股净资产 (元)	7.068	6.834	7.844	9.833	12.354	15.662
少数股东损益	11	203	72	116	176	259	每股经营现金净流 (元)	4.323	3.050	3.879	5.343	5.211	6.699
归属于母公司的净利润	981	2,850	2,109	3,440	4,165	5,187	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	1.000	1.100	1.200
净利率	9.9%	17.1%	11.5%	16.1%	17.3%	16.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.71%	36.25%	23.37%	30.40%	29.31%	28.79%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	9.59%	16.56%	9.71%	13.43%	13.81%	13.60%
净利润	992	3,053	2,181	3,556	4,341	5,446	投入资本收益率	123.18%	43.65%	30.25%	65.57%	76.28%	94.56%
少数股东损益	0	0	0	116	176	259	增长率						
非现金支出	1,142	774	1,393	1,303	1,645	1,585	营业总收入增长率	37.77%	67.56%	9.55%	17.34%	12.60%	30.70%
非经营收益	15	342	96	165	190	239	EBIT 增长率	18.73%	202.27%	-27.03%	37.35%	21.09%	25.18%
营运资金变动	616	-660	793	1,123	-181	438	净利润增长率	17.68%	190.62%	-26.01%	63.11%	21.09%	24.53%
经营活动现金净流	2,763	3,509	4,463	6,263	6,172	7,966	总资产增长率	10.74%	68.31%	26.28%	17.84%	17.77%	26.52%
资本开支	1,212	2,307	2,145	1,486	1,821	2,211	资产管理能力						
投资	-1,168	-979	-1,154	0	0	0	应收账款周转天数	4.9	8.2	12.3	8.2	8.4	9.3
其他	27	-48	14	21	25	23	存货周转天数	12.8	7.8	6.4	11.6	9.7	8.9
投资活动现金净流	-2,353	-3,334	-3,285	-1,465	-1,796	-2,188	应付账款周转天数	80.3	70.9	87.7	85.4	81.1	81.3
股权募资	11	0	9	0	0	0	固定资产周转天数	85.7	90.0	105.9	72.8	53.2	32.4
债权募资	-21	-699	2,056	10	800	800	偿债能力						
其他	-204	-802	-1,311	-172	-1,350	-1,511	净负债/股东权益	-76.45%	-15.44%	-15.58%	-50.08%	-58.78%	-67.24%
筹资活动现金净流	-213	-1,501	754	-162	-550	-711	EBIT 利息保障倍数	-62.4	29.2	27.5	45.0	67.5	83.6
现金净流量	197	-1,325	1,932	4,636	3,826	5,067	资产负债率	54.26%	51.56%	55.90%	53.19%	50.05%	49.86%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308