

增 持

潞安环能（601699）

2011 年 3 月 30 日

煤价上涨助推业绩提升

2011 年 3 月 29 日股价 64.06 元，未来 6 个月目标价 67.80 元

煤炭行业：刘惠莹

SAC 执业证书编号：S0850511010006

liuhy@htsec.com

021-23219441

主要内容：

2010年公司实现营业收入214亿元，同比增长17.34%，实现归属于母公司股东的净利润34.36亿元，同比增长62.97%，基本每股收益2.99元。公司经营情况良好，近五年净利润年复合增长率达到37.42%。煤炭产量首次突破3000万吨，达到3322万吨，同比增长10.84%。公司分配预案拟每10股送6股转4股派10元（含税）。

煤炭产量稳步增长。煤炭产量达 3322 万吨，同比增加 325 万吨，增幅 10.84%。本部煤矿产量稳定在 3010 万吨，整合的潞宁煤业、临汾蒲县以及其他资源合计产能 2010 万吨，未来产量将陆续释放。预计 2011 年煤炭产量小幅增长，业绩推动力主要来自煤价上涨，2012 年后整合煤矿产能将充分发挥。

煤炭价格大幅攀升。公司主要煤种为喷吹煤，今年 3 月，公司所在地长治的喷吹煤车板价达 1130 元/吨，比去年同期 850 元/吨上涨 32.94%。喷吹煤价格 2010 年已有较大幅度上涨，两会后随着保障房、高铁建设提速，受下游钢铁行业将进入旺季，焦炭期货将上市等影响，预计 2011 年喷吹煤价格同比还将有所上升。

毛利率保持高水平，期间费用率有所上升。公司销售毛利率40.32%，近两年来一直稳定在30%-42%的高水平，毛利率优势明显。由于蒲县8家煤业公司及潞宁孟家窑纳入合并范围以及技术开发费的增加，管理费用达36.6亿元，同比增长50.72%。财务费用3.34亿元，同比增长195.03%，主要因为长期借款增加，相应的借款利息支出增加。期间费用率为19.84%，同比增加4.55个百分点，在煤炭产量增加10.84%的情况下，变动仍在合理范围。

公司加快资源整合，集团发展平台宽广。目前公司主力矿井部分后劲工程、整合矿井的技改扩能工程进展顺利，预 2011 年下半年整合矿井开始陆续复产。公司努力推进临汾、潞宁两个千万吨级矿区建设，积极参与山西省煤炭资源整合。此外，积极进行焦化产业的扩能扩产工程，年产 800 万吨焦炭项目，整合襄垣、潞城焦化产能等项目，“煤焦化”循环经济园区建设正加快推进。集团“十二五”规划建成亿吨级煤炭集团，煤炭产量达到 1.5 亿吨以上。

盈利预测与投资评级。公司 2011 年煤炭产量稳定增长，业绩提升主要推动力来自煤炭价格上涨。相比其他煤炭上市公司，公司主要煤种为喷吹煤，销售毛利率较高。随着整合煤矿的加快建设，2012 年后产能将进一步发挥。按目前总股本 115054 万股计算，预计 2011-2013 年 EPS 为 3.39 元、3.81 元和 4.32 元，考虑目前股价暂给予“增持”的投资评级，对应 2011 年 20 倍 PE，目标价 67.80 元。

风险因素。（1）煤价波动；（2）经营成本上涨。

潞安环能2010年年报点评:

潞安环能是国内最大喷吹煤生产企业，地处山西东南长治沁水煤田。公司煤种主要为贫瘦煤和贫煤，贫瘦煤制成的喷吹煤是用于生铁冶炼，部分替代焦炭；其它如洗精煤、混煤等可作炼焦配煤和火力发电使用。控股公司的潞安集团是山西五大煤炭集团之一，其喷吹煤销量占全国销量的 1/3。

公司各业务运营状况良好。今年公司营业收入、利润总额和净利润等核心经济指标分别比五年前增长了3.8倍、4.4倍、4.9倍，年复合增长率达到了30.33%、34.67%、37.42%。2010年营业收入达214.28亿元，同比增加31.67亿元，增幅17.34%；利润总额实现历史性突破，达到41.29亿元，同比增加11.95亿元，增幅40.73%；归属于母公司所有者的净利润34.37亿元，同比增加13.28亿元，增幅62.97%；每股收益达到2.99元，同比增加1.16元。

煤炭产量稳步增长。2010年公司煤炭产量首次突破3000万吨，达到3322万吨，同比增加325万吨，增幅10.84%。本部煤矿产量稳定在3010万吨，整合的潞宁煤业、临汾蒲县以及其他资源合计产能2010万吨，产量将陆续释放。公司主力矿井后劲工程稳步推进，余吾煤业二期工程竣工投产，王庄矿540水平、常村矿470水平、五阳后备区、漳村矿水平延伸稳步推进，240万吨/年的吕梁姚家山矿井资源划界各项核准手续正积极办理。村庄搬迁步伐加快，本部主力矿井村庄压煤得到有效释放，全年共盘活煤炭储量4791万吨。预计2011年煤炭产量小幅增长，业绩推动力主要来自煤价上涨，2012年后整合煤矿产能将充分发挥。

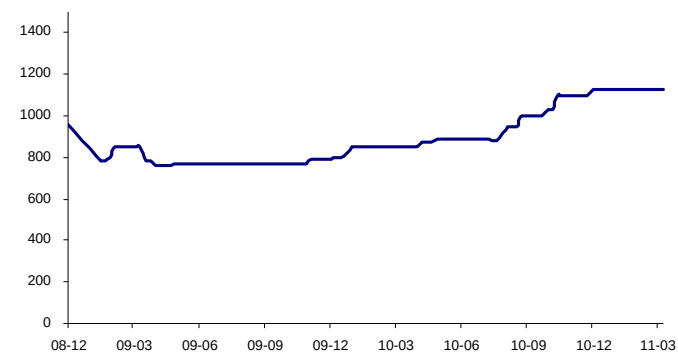
表1 煤矿生产情况

	权益	煤种	核定产能(万吨)	2010(万吨)	2011E(万吨)	2012E(万吨)	2013E(万吨)
五阳煤矿	100%	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	300	300	300	300	300
漳村煤矿	100%	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	400	400	400	400	400
王庄煤矿	100%	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	710	710	710	710	710
常村煤矿	100%	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	700	700	700	700	700
余吾煤矿(原屯留)	100%	贫煤、无烟煤	600	600	600	600	600
潞宁煤业	57.8%	气煤	300	300	300	300	300
潞宁煤业整合煤矿		气煤	780			100	380
临汾蒲县整合煤矿		肥煤、肥气煤、焦煤	720	90	105	350	550
其他整合及在建煤矿		焦煤、动力煤	510	222	280	360	450
产量合计			5020	3322	3395	3820	4390

资料来源：公司公告、海通证券研究所

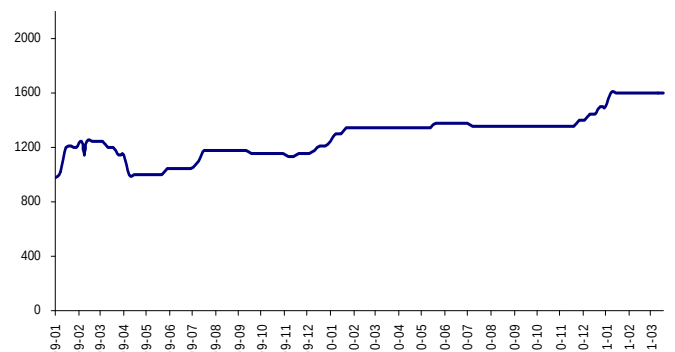
煤炭价格大幅攀升。今年3月，公司所在地长治喷吹煤车板价达1130元/吨，比去年同期850元/吨上涨32.94%，长治沁源焦精煤含税车板价达到1600元/吨，比去年同期1350元/吨上涨了18.52%。喷吹煤价格已有较大幅度上涨，两会后保障房、高铁建设提速，受下游钢铁行业将进入旺季，焦炭期货将上市等影响，预计2011年喷吹煤价格同比还将有所上升，煤炭销售价格的上涨将成为今年业绩增长的主要原因。

图1 长治喷吹煤车板价(元/吨)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图2 长治沁源焦精煤含税车板价(元/吨)

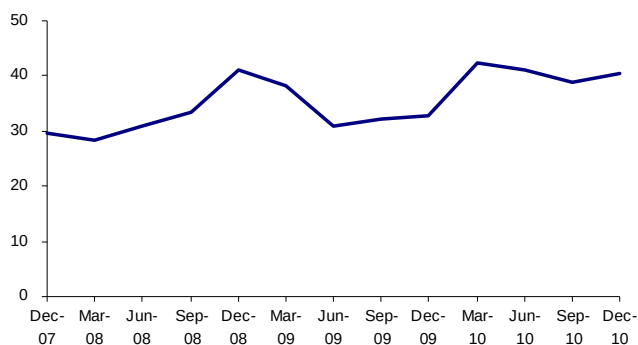


资料来源：公司公告、海通证券研究所

焦化产业整合延伸加快。在焦炭市场持续低迷的情况下，五阳弘峰焦化去年仍保持了稳定生产，预计 2011 年公司焦炭产量将达到 55 万吨。按照 60 万吨甲醇项目、40 万吨二甲醚项目发展需要，具有国际先进技术的 7.63 米环保炉型、年产 800 万吨焦炭项目纳入全省焦化产业发展规划。此外，公司整合长治市焦化产能，作为甲醇、二甲醚和烯烃产业的资源保证，为有效延伸和发展现代煤化工产业奠定了基础。

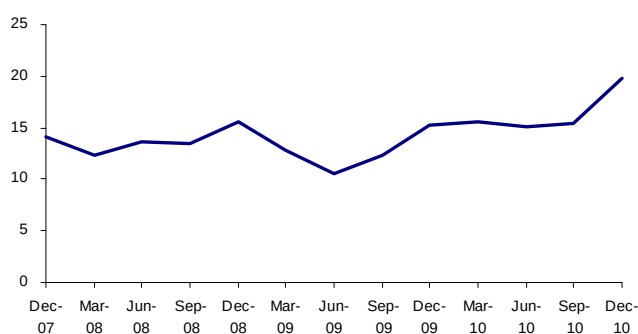
毛利率保持高水平，期间费用率有所上升。公司销售毛利率40.32%，近两年来一直稳定在30%-42%的高水平，毛利率优势明显。煤炭销售费用2.58亿元，同比小幅增长3.18%；由于蒲县8家煤业公司及潞宁孟家窑纳入合并范围以及技术开发费的增加，管理费用达36.6亿元，同比增长50.72%；财务费用3.34亿元，同比增长195.03%，主要因为长期借款增加，相应的借款利息支出增加。期间费用率为19.84%，同比增加4.55个百分点，在煤炭产量增加10.84%的情况下，变动仍在合理范围。

图 3 销售毛利率 (%)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 4 期间费用率 (%)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司加快资源整合，集团发展平台宽广。目前公司主力矿井部分后劲工程、整合矿井的技改扩能工程进展顺利，预计 2011 年下半年整合矿井开始陆续复产。公司努力推进临汾、潞宁两个千万吨级矿区建设，在山西省煤炭资源整合过程中，共整合煤矿 64 座，产能 1710 万吨/年，19 座主体矿井集中于临汾蒲县与忻州宁武地区。公司积极推进焦化产业的扩能扩产工程，国际先进技术的 7.63 米环保炉型、年产 800 万吨焦炭项目，整合襄垣、潞城焦化产能等项目，以及“煤焦化”循环经济园区建设正加快进行。集团“十二五”规划建成亿吨级煤炭集团，煤炭产量达到 1.5 亿吨以上，其中山西省约 1.1 亿吨。

盈利预测与投资评级。公司 2011 年煤炭产量将实现稳定增长，业绩增长主要推动力来自煤炭价格上涨。相比其他煤炭上市公司，公司主要煤种为喷吹煤，销售毛利率较高。随着整合煤矿的加快建设，2012 年后产能将进一步发挥。按目前总股本 115054 万股计算，预计 2011-2013 年 EPS 为 3.39 元、3.81 元和 4.32 元。考虑目前较高的股价，给予“增持”的投资评级，对应 2011 年 20 倍 PE，目标价 67.80 元。

表 2 公司业绩分析和预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入（万元）	1826109	2142768	2362617	2624213	2915393
营业收入（万元）	1826109	2142768	2362617	2624213	2915393
二、营业总成本（万元）	1532494	1730435	1879338	2083015	2305290
营业成本（万元）	1229141	1278817	1327469	1399897	1496825
营业税金及附加（万元）	17976	21614	23368	25687	27849
销售费用（万元）	25034	25831	26987	28451	29678
管理费用（万元）	242818	365965	458671	580963	698074
财务费用（万元）	11311	33369	35996	39021	41896
资产减值损失（万元）	6215	4838	6847	8996	10968
三、其他经营收益（万元）	2461	4542	5912	7391	8942
四、营业利润（万元）	296075	416875	489191	548589	619045
加：营业外收入（万元）	360	466	586	698	813
减：营业外支出（万元）	3021	4460	5889	7316	8909
五、利润总额（万元）	293414	412881	483888	541971	610949
减：所得税（万元）	75342	78616	87963	96639	105638
六、净利润（万元）	218072	334265	395925	445332	505311
减：少数股东损益（万元）	7174	-9407	5892	6976	8278
归属于母公司所有者的净利润（万元）	210898	343673	390033	438356	497033
七、每股收益（元）	1.83	2.99	3.39	3.81	4.32
总股本（万股）	115054	115054	115054	115054	115054

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘惠莹：煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：西山煤电、潞安环能、国阳新能、山煤国际、欣网视讯、兰花科创、上海能源、兖州煤业、神火股份、平煤股份、冀中能源、中煤能源、中国神华、恒源煤电、郑州煤电、煤气化、大同煤业、开滦股份

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。