

方正证券研究所

金属与采掘行业组

资深分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220210100005

TEL: 010-68584850

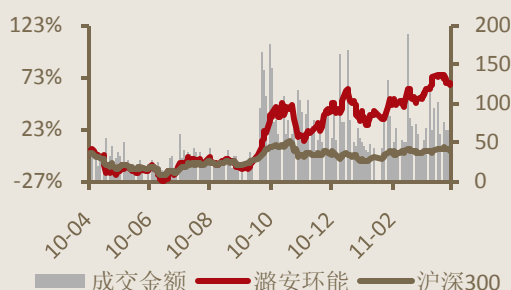
E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：孙灿

TEL: 010-68586830

Email: suncan@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	21427.62	3071.08	28877.96	337.00
	8			
(+/-)	17.34%	7.67%	25.17%	25.83%
净利润	3436.73	3724.03	4512.63	5672.43
(+/-)	62.96%	8.36%	21.18%	25.70%
EPS (元)	2.99	1.62	1.96	2.47
P/E	4.85	21.50	17.74	14.11

相关研究

产品结构优化，内外生增长动力强劲

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

潞安环能(601699)

公司财报点评报告
2011.04.20 买入

煤炭开采 II 行业

投资要点

※2010 年公司实现 EPS2.99 元，同比增长 63.39%，其中所得税优惠政策的实施增厚业绩 2.7 亿元，折合 EPS 0.23 元

公司2010年实现营业收入214.28亿元，同比增长17.34%；营业利润41.69 亿元，同比增长40.8%；归属母公司净利润34.37亿元，同比增长62.97%，折合EPS 2.99 元，同比提高64个百分点。公司所得税率从2010年起从原来 25%降至15%，增厚2010 年业绩2.7 亿元，折合EPS 为0.23 元。

※公司业绩大幅超预期，主要在于煤价超预期上涨以及通过节能降耗实现对成本的有效控制

2010 年公司原煤产量3322 万吨，同比增长 10.8%，根据半年报数据，煤炭产销率为83%，我们认为二季度处于煤炭销量淡季，据此推算，2010 年底产销量将大于 83%，我们保守估计产销率为 84.4%，2010年销量约为2790 万吨，煤炭综合售价约为652 元/吨，同比增长 20.52%。公司2010 年节能降耗成效显著，受其影响，煤炭单位销售成本291 元，同比增长 2.11%。煤炭毛利率为 55%，同比增长 17%。

※公司管理费用率 2010 年比往年有显著增长

2010 年管理费用率为 17.08%，对比2009 年的 13.3%呈现显著增长，主要原因是2010 年的管理费用纳入了新整合的蒲县8家煤业公司及潞宁孟家窑煤业公司。

※公司积极进行产品结构优化，喷吹煤2010年在销售收入中的占比大幅提升，市场空间依然巨大，有望持续推升公司盈利能力

2010年喷吹煤在销售收入中的占比为45.5%，我们预计2011年喷吹煤销售收入占比将会提升至46.29%。目前公司平均喷煤比大约为104kg/t，理论的远景值是150，经验的经济值是130，市场空间依然巨大，未来有望持续推升公司盈利能力。

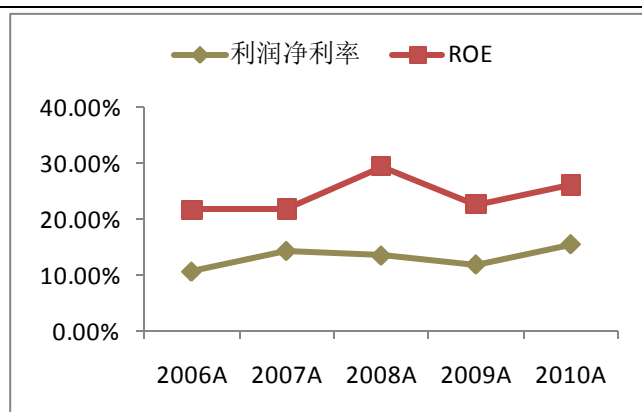
※整合煤矿产能释放及资产注入预期推动公司增长强劲持续

公司的产量增长主要在于整合煤矿技改后投产，预计投产时间在2012 年底。我们预计2011-2013年煤炭产量分别为3350万吨、3980万吨和4770 万吨，同比增长0.84%，18.81%和19.85%。此外，集团司马煤业和郭庄煤业资产注入预期增强，若注入成功，公司将增加产能240万吨。

※盈利预测和投资评级

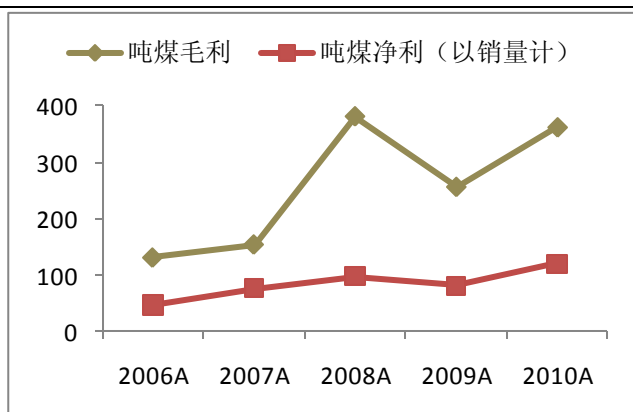
考虑到喷吹煤未来的盈利能力、其巨大的市场增长空间，整合煤矿产能释放以及强烈的资产注入预期，我们对 2011 年及 2012 年的每股盈利预测分别由之前的 2.95 元及 3.23 元上调至 3.24 及 3.93 元，预计公司 2013 年 EPS 为 4.94 元，2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 1.62 元、1.96 元和 2.47 元，对应动态 PE 21.5 倍、17.74 倍和 14.11 倍，给予公司 2012 年 20 倍市盈率，提高未来一年目标价至 78.6 元，上调公司评级由“增持”至“买入”。

图表 1 利润净利率及 ROE 历年变化情况



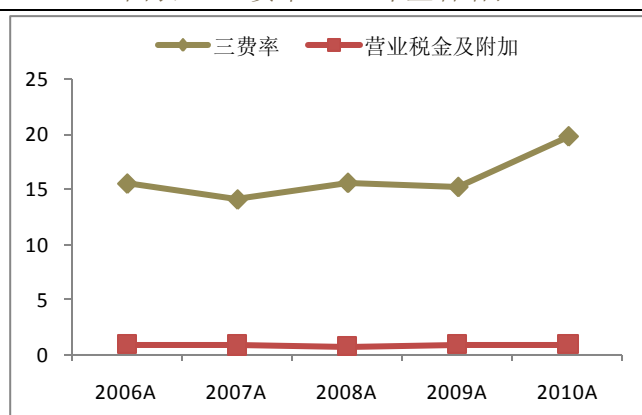
资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 2 吨煤净利近五年稳步增长



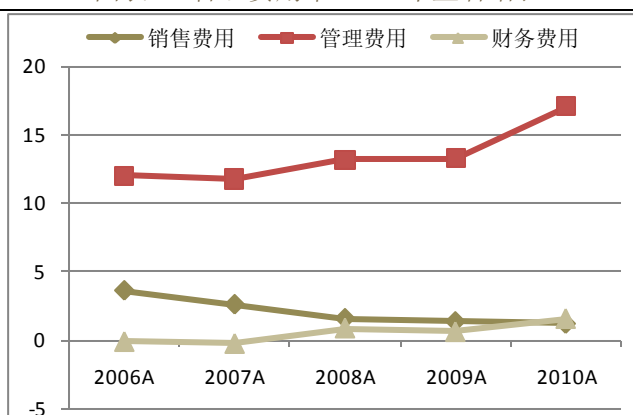
资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 3 三费率 2010 年显著增长



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 4 管理费用率 2010 年显著增长



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 5 公司整合煤矿将于 2012 年底开始释放产量

既有煤矿	权益比例	煤种	核定产能 (万吨)	2010	2011E	2012E	2013E
五阳煤矿	100%	贫煤、贫瘦煤	300	345	360	360	360
漳村煤矿	100%	贫煤、瘦煤	400	450	450	450	450
王庄煤矿	100%	贫煤、贫瘦煤	710	800	800	800	800
常村煤矿	100%	贫煤、无烟煤	700	1000	1000	1000	1000
余吾煤业	100%	贫煤	600	600	600	600	600
潞宁煤业	57.8%	气煤	210	127	140	200	300
小计			2920	3322	3350	3410	3510
前期整合煤矿							
左权佳瑞	90%		120			18	48
上庄煤矿	60%	贫瘦煤	60			9	24
温庄煤矿	68%	焦煤、贫瘦煤	120			18	48
姚家山煤矿	90%	贫瘦煤	300			45	120
小计			600			72	192
蒲县整合矿井							

潞安新良友煤业	80%	肥气煤	60	9	24
潞安黑龙关煤业	55%	肥煤	90	13.5	36
潞安开拓煤业	60%	肥气煤	45	6.75	18
潞安后堡煤业	60%	肥气煤	45	6.75	18
潞安黑龙强煤业	60%	肥煤、主焦煤	180	27	72
蒲县伊田肥煤业	60%	肥煤、主焦煤	60	9	24
潞安隰东煤业	80%	肥气煤	60	9	24
潞安元兴煤业	83%	肥气煤	90	13.5	36
潞安宇鑫煤业	70%	焦煤、配焦煤	90	13.5	36
小计			720	108	288
潞宁整合矿井					
潞宁孟家窑煤业	100%	气肥煤	240	120	240
潞宁大木厂煤业	100%	气肥煤	90	45	90
潞宁忻峪煤业	51%	气肥煤	60	30	60
潞宁大汉沟煤业	100%	气肥煤	90	45	90
潞宁前文明煤业	100%	气肥煤	90	45	90
潞宁静安煤业	51%	气肥煤	90	45	90
潞宁忻岭煤业	100%	气肥煤	60	30	60
潞宁忻丰煤业	100%	气肥煤	60	30	60
小计			780	390	780
合计			5020	3322	3350
权益合计			4406	3268	3291
同比增长				10.57%	0.69%
				15.74%	16.49%

资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 6 公司商品煤销量预测

销量(万吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
混煤	1337	1521	1566	1582	1899	2278
洗精煤	187	210	217.812	220	264	317
喷吹煤	689	800	863.12	872	1046	1255
洗块煤	81	80	81.52	82	99	119
洗混煤	30	60	60.9	62	74	89
煤炭总销量	2324	2671	2790	2818	3381	4058
增长率	19.1%	14.9%	4.4%	1.0%	20.0%	20.0%
焦炭销量	40.77	46	60	66	73	80

资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 7 公司商品煤分煤种价格预测

吨煤售价(元/吨)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
混煤	373.9	350	438	459	482	506
洗精煤	947.3	900	990	1059	1133	1213
喷吹煤	836.3	820	959	1046	1140	1242
洗块煤	720.0	705	952	1018	1090	1166
洗混煤	228.0	180	216	231	247	265

煤炭总销量	567	541	652	699	749	803
增长率	49%	-5%	21%	7%	7%	7%
焦炭销量	2001	1322	1410	1505	1606	1713

资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表 8 公司煤炭产销量、价格和成本预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量（万吨）	2577	2997	3322	3350	3980	4770
煤炭销量（万吨）	2324	2671	2789.8	2817.7	3381.3	4057.529
煤炭价格（元/吨）	567	541	652	699	749	803
煤炭成本（元/吨）	187	285	291	315	342	0
吨煤毛利（元/吨）	381	256	361	384	407	803
毛利率	67%	47%	55%	55%	54%	100%
吨煤净利（产量）（元/吨）	88	73	101	114	115	119
吨煤净利（销量）（元/吨）	97	82	120	136	135	140

资料来源：公司公告、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15817.66	13166.68	24390.00	23200.19	经营活动现金流	7222.79	5460.74	6947.01	10891.38
现金	7213.47	9001.36	10371.57	14397.66	净利润	3342.65	3818.16	4557.30	5684.38
应收账款	278.26	817.02	592.72	1031.42	折旧摊销	1998.67	2166.30	2716.58	3436.53
其它应收款	1789.48	679.66	3054.41	1622.48	财务费用	333.69	359.91	450.50	363.37
预付账款	325.93	293.45	468.46	492.74	投资损失	-45.42	-31.10	-33.71	-36.74
存货	730.51	0.00	813.14	328.68	营运资金变动	1589.13	-862.01	-735.98	1441.88
其他	5480.02	2375.20	9089.71	5327.21	其它	4.06	9.49	-7.68	1.96
非流动资产	13546.03	12205.78	12557.95	13173.52	投资活动现金流	-6415.73	-805.28	-3027.31	-4017.07
长期投资	633.44	656.43	687.10	719.90	资本支出	3547.98	-902.15	254.83	473.52
固定资产	7256.59	6004.92	5484.94	4906.51	长期投资	-189.79	-23.00	-30.66	-32.80
无形资产	3888.50	4000.47	4678.46	5646.65	其他	-3057.54	-1730.42	-2803.15	-3576.35
其他	1767.51	1543.95	1707.45	1900.47	筹资活动现金流	726.35	-2867.58	-2549.48	-2848.22
资产总计	29363.69	25372.46	36947.96	36373.71	短期借款	-60.00	-240.00	180.00	-40.00
流动负债	12648.11	7259.13	16567.05	12775.97	长期借款	1210.67	-819.13	-576.07	-538.34
短期借款	1130.00	890.00	1070.00	1030.00	其他	-424.33	-1808.45	-2153.42	-2269.88
应付账款	3923.40	2570.50	6038.14	4941.47	现金净增加额	1533.41	1787.89	1370.21	4026.09
其他	7594.71	3798.63	9458.91	6804.50					
非流动负债	3961.19	2691.33	2174.19	1746.81	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	3096.55	2277.42	1701.36	1163.02	成长能力				
其他	864.64	413.91	472.84	583.80	营业收入	17.34%	7.67%	25.17%	25.83%
负债合计	16609.31	9950.46	18741.24	14522.78	营业利润	40.80%	7.75%	19.36%	24.73%
少数股东权益	860.18	954.31	998.98	1010.93	归属母公司净利润	62.96%	8.36%	21.18%	25.70%
归属母公司股东权益	11894.20	14467.69	17207.73	20839.99	获利能力				
负债和股东权益	29363.69	25372.46	36947.96	36373.71	毛利率	40.32%	40.19%	41.22%	41.52%
					净利率	15.60%	16.55%	15.78%	15.64%
					ROE	26.21%	24.76%	25.03%	26.01%
					ROIC	19.15%	20.45%	21.62%	23.42%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
营业收入	21427.68	23071.08	28877.96	36337.00	资产负债率	56.56%	39.22%	50.72%	39.93%
营业成本	12788.17	13799.15	16973.43	21250.90	净负债比率	28.26%	38.06%	18.15%	19.60%
营业税金及附加	216.14	232.72	291.29	366.53	流动比率	1.25	1.81	1.47	1.82
营业费用	258.31	278.12	348.12	438.04	速动比率	1.19	1.81	1.42	1.79
管理费用	3659.65	3940.33	5486.81	7267.40	营运能力				
财务费用	333.69	359.91	450.50	363.37	总资产周转率	0.84	0.84	0.93	0.99
资产减值损失	48.38	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	51.14	42.13	40.97	44.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	3.42	4.25	3.94	3.87
投资净收益	45.42	31.10	33.71	36.74	每股指标(元)				
营业利润	4168.75	4491.95	5361.52	6687.51	每股收益	2.99	1.62	1.96	2.47
营业外收入	4.66	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	6.28	2.37	3.02	4.73
营业外支出	44.60	0.00	0.00	0.00	每股净资产	10.34	6.29	7.48	9.06
利润总额	4128.81	4491.95	5361.52	6687.51	估值比率				
所得税	786.16	673.79	804.23	1003.13	P/E	4.85	21.50	17.74	14.11
净利润	3342.65	3818.16	4557.30	5684.38	P/B	1.40	5.53	4.65	3.84
少数股东损益	-94.07	94.12	44.67	11.96	EV/EBITDA	2.59	23.47	19.14	14.83
归属母公司净利润	3436.73	3724.03	4512.63	5672.43					
EBITDA	6127.48	6658.25	8078.11	10124.04					
EPS (元)	2.99	1.62	1.96	2.47					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com