

强烈推荐-A (维持)

潞安环能 601699.SH

目标估值: 76 元
当前股价: 56.81 元
2011 年 6 月 14 日

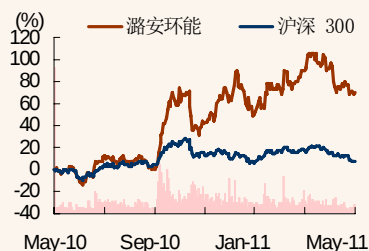
商品煤结构调整提升盈利，整合和资产注入推动产量大幅增长

基础数据

上证综指	2710
总股本(万股)	115054
已上市流通股(万股)	115054
总市值(亿元)	659
流通市值(亿元)	659
每股净资产(MRQ)	11.6
ROE(TTM)	27.6
资产负债率	53.7%
主要股东	山西潞安矿业(集团)有
主要股东持股比例	64.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	23	62
相对表现	-5	30	58



相关报告

- 1、《潞安环能(601699)一煤炭产量保持较高增速，集团亿吨规划提供想象空间》2011/1/12
- 2、《潞安环能(601699)-11 年看煤价，12 年后看产能释放及资产注入》2011/3/30

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

公司依靠提升喷吹煤产量可大幅改善盈利能力，未来四年产量增长 59%，权益产量增长 41%，权益复合增速 9%，集团资产注入可期，全部注入后可达亿吨产能，较目前产量有 2 倍增长。业绩存在超预期可能，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **喷吹煤产量持续提升推高公司盈利能力。**公司喷吹煤洗煤厂入洗能力 2300 万吨，按 70%的洗出率，喷吹煤最大产量可达 1610 万吨。目前公司的喷吹煤产量有 60%的提升空间。我们测算洗选喷吹煤后销售可增加原煤口径下净利 151 元/吨。假设公司的喷吹煤达到最大入洗能力，即增加喷吹煤产量 550 万吨，则可增加净利润 11.8 亿元，比原煤销售提升每股收益 1.03 元。
- **整合矿投产推动产量稳步提升。**公司既有煤矿产量稳定在 2860 万吨左右，未来产量增长主要在于潞宁整合的煤矿 780 万吨，临汾蒲县整合的 720 万吨，以及其他在建煤矿 510 万吨逐步建成投产。公司煤矿于 14 年全部投产后产量将达到 5290 万吨，较 10 年的产量增长 59%，14 年权益产量 4410 万吨，较 10 年 3132 万吨增长 41%。未来 4 年权益产量复合增速 8.9%。
- **集团资产注入可期，十二五末上市公司有望达亿吨产能：**上市时集团承诺：未来五至十年内，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的经营主体。十二五期间，公司煤炭资产逐渐成熟，加之集团十二五需要投资 2000 亿，资金需求巨大。我们判断：2011-2015 年将是集团资产大规模注入时段，十二五集团 5000 万吨注入后，上市公司有望达亿吨产能，较目前产量有 2 倍增长。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 11-13 年每股收益分别为 3.78 元、3.92 元和 4.43 元，同比增长 26%、4%和 13%。，维持“强烈推荐-A”投资评级：1 季度盈利低点，中报和年报超预期可能性大；资产注入预期较浓，业绩增厚较多；目前估值不贵，11 年动态 P/E 不到 15 倍，调整基本到位。未来收益来自三个方面：业绩超预期（+10%）、估值提升（+30%）和资产注入（+30%）。目标估值，按照 11 年 20 倍 P/E 估值，目标价 76 元。
- **风险提示：**资产注入进度低于预期，宏观调控影响估值。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	18261	21428	25698	27515	33838
同比增长	10%	17%	20%	7%	23%
营业利润(百万元)	2961	4169	5708	6245	8371
同比增长	-27%	41%	37%	9%	34%
净利润(百万元)	2109	3437	4344	4507	5092
同比增长	-26%	63%	26%	4%	13%
每股收益(元)	1.83	2.99	3.78	3.92	4.43
PE	31.0	19.0	15.0	14.5	12.8
PB	7.2	5.5	4.4	3.7	3.1

资料来源：招商证券

正文目录

一、喷吹煤产量持续提升推高公司盈利能力	4
1、喷吹煤产量逐年增长，但提升空间仍很大	4
2、喷吹煤销售可提升吨煤净利 151 元/吨	5
3、喷吹煤前景看好	6
二、整合矿投产推动产量稳步提升	7
三、集团资产注入启动可期	9
1、集团亿吨煤炭基地规划	9
2、集团资产注入可期	9
3、资产注入情景分析	10
四、煤价提升较多	12
五、盈利预测及投资评级	13
1、盈利预测	13
2、投资评级	13

图表目录

表 1: 公司选煤厂	4
图 2: 喷吹煤产量逐年增加但仍有较大提升空间	5
图 1: 喷吹煤产量逐年提升	5
表 2: 洗出喷吹煤后增加吨煤净利 151 元/吨	6
表 3: 喷吹煤替代焦炭节省成本大	6
表 4: 公司各煤矿产量预测	8
图 2: 13 年煤炭产量增速最高	8
表 5: 集团夯实一个基础和走好四条路径的十二五规划	9
表 6: 集团与上市公司产量对比	10
表 7: 集团剩余煤矿储量及产能情况	10
表 8: 司马、郭庄资产情况	10
表 9: 收购司马、郭庄价款测算	10
表 10: 收购完成后大幅度增厚每股收益	11
表 11: 公司本部各煤种价格及综合售价	12
表 12: 本部原煤成本构成及预测	13
表 13: 煤炭产销量价格成本变动趋势	13
表 14: 估值对比表	14
表 1: 公司选煤厂	4
图 2: 喷吹煤产量逐年增加但仍有较大提升空间	5
图 1: 喷吹煤产量逐年提升	5
表 2: 洗出喷吹煤后增加吨煤净利 151 元/吨	6

表 3: 喷吹煤替代焦炭节省成本大	6
表 4: 公司各煤矿产量预测	8
图 2: 13 年煤炭产量增速最高	8
表 5: 集团夯实一个基础和走好四条路径的十二五规划	9
表 6: 集团与上市公司产量对比	10
表 7: 集团剩余煤矿储量及产能情况	10
表 8: 司马、郭庄资产情况	10
表 9: 收购司马、郭庄价款测算	10
表 10: 收购完成后大幅度增厚每股收益	11
表 11: 公司本部各煤种价格及综合售价	12
表 12: 本部原煤成本构成及预测	13
表 13: 煤炭产销量价格成本变动趋势	13
表 14: 估值对比表	14
图 4: 潞安环能历史 PEBand	15
图 5: 潞安环能历史 PBBand	15
表 1: 盈利预测简表	6
附: 财务预测表	16

一、喷吹煤产量持续提升推高公司盈利能力

公司的煤种为贫煤、贫瘦煤和瘦煤，煤炭产品结构分为混煤、喷吹煤和洗精煤，其他洗煤四个商品煤销售。价格高，盈利能力最好是喷吹煤和洗精煤，而喷吹煤的产销量提升是公司盈利能力持续提升的重要手段之一。

1、喷吹煤产量逐年增长，但提升空间仍很大

上市以来，随着喷吹煤洗煤厂的逐步建设投产，公司的喷吹煤产销量一直处于提升之中。

目前公司的煤矿选煤厂入洗设计能力达到 2500 万吨，实际入洗能力达到 2700 万吨。其中：

- 喷吹煤洗煤厂入洗能力达到 2300 万吨，按照 70% 的洗出率，喷吹煤最大产量可达 1610 万吨（目前产量有 60% 的提升空间）。
- 冶炼精煤选煤厂入洗能力为 400 万吨，按照 60% 的洗出率，冶炼精煤的最大产量为 240 万吨（基本上达到设计能力）。

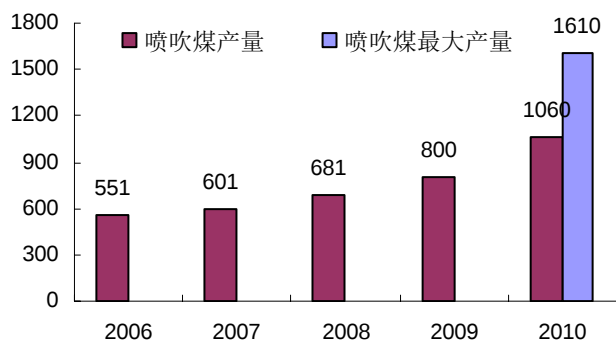
表1：公司选煤厂

单位：万吨	设计入洗能力	实际入洗能力	对应煤矿	对应煤矿产能	技术	主要产品
喷吹煤选煤厂						
漳村煤矿选煤厂	300	300	漳村煤矿	400	跳汰--浮选工艺	混煤,洗块, 喷吹煤
王庄煤矿选煤厂	600	800	王庄煤矿	800	重介--浮选工艺	混煤,洗混块, 喷吹煤
常村煤矿选煤厂	600	600	常村煤矿	760	跳汰--筛选工艺	混煤,喷吹煤,洗混块
屯留矿选煤厂	600	600	屯留矿井	600	重介--浮选工艺	混煤,喷吹煤,洗混块
小计	2100	2300		2160		
冶炼精煤选煤厂						
五阳选煤厂	200	200	五阳煤矿	300	跳汰--浮选工艺	九级冶炼精煤
石圪节煤矿选煤厂	200	200			跳汰--浮选工艺	九级冶炼精煤
小计	400	400		300		
合计	2500	2700		2460		

资料来源：公司公告，注 1，王庄选煤厂设计能力 600 万吨，实际洗选能力达到 800 万吨。注 2、石圪节选煤厂为购买母公司石圪节煤矿原煤入洗。

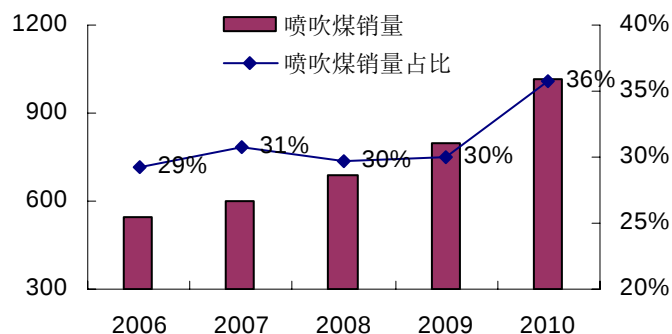
公司的喷吹煤产量逐年提升，从 2006 年的 551 万吨提升到 2010 年的 1060 万吨，4 年时间增长了 92%。喷吹煤占公司煤炭销量的比例也从 2006 年的 29% 提升到 36%。尽管如此，2010 年公司的喷吹煤产量仍然比最大产量 1610 万吨有 60% 的提升空间。

图2：喷吹煤产量逐年增加但仍有较大提升空间



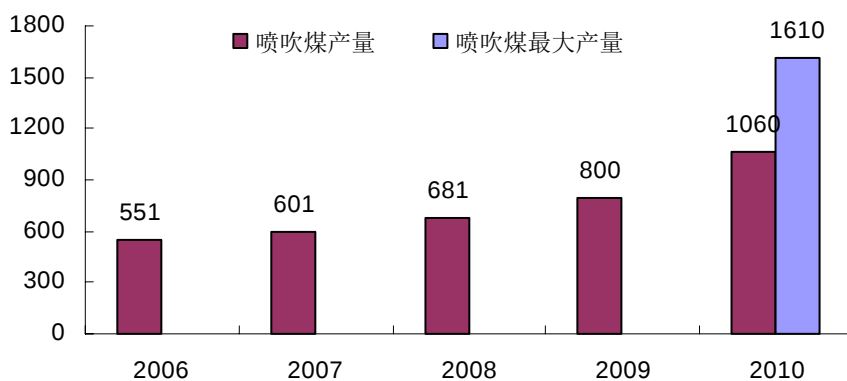
资料来源：公司公告

图3：喷吹煤销量占比提升较多



资料来源：公司公告

图1：喷吹煤产量逐年提升



资料来源：公司公告

2、喷吹煤销售可提升吨煤净利 151 元/吨

根据目前公司的经营数据，我们做主要假设如下

- 假设 1：目前喷吹煤原煤入洗量 1515 万吨（1060/0.7），达到最大入洗量 2300 万吨，增加入洗量 785 万吨。喷吹煤产量从 2010 年的 1060 万吨提升到最大产能 1610 万吨，即喷吹煤量增加 550 万吨。
- 假设 2：喷吹煤洗出率 70%，混煤率 20%。
- 假设 3：喷吹煤价格 949 元/吨，混煤价格 231 元/吨，原煤销售价格 487 元/吨。
- 假设 4：原煤成本 300 元/吨，按喷吹煤量计算洗选成本 65 元/吨。
- 假设 5：按原煤算三项费用和税金及附加 135 元/吨。
- 假设 6：所得税率 15%。

公司的喷吹煤达到最大入洗能力，即增加原煤入洗量 785 万吨。增加喷吹煤产量 550 万吨。喷吹煤入洗可大幅度提升吨煤盈利能力：

- 洗选喷吹煤后销售增加原煤吨煤净利 151 元/吨。
- 增加 550 万吨喷吹煤量可以增加净利润 11.8 亿元，
- 比原煤销售提升每股收益 1.03 元。

表2: 洗出喷吹煤后增加吨煤净利151元/吨

	洗出喷吹煤销售	原煤直接销售
入洗喷吹煤的原煤量 (万吨)	785	785
喷吹煤洗出率	70%	0%
混煤洗出率	20%	
喷吹煤产量 (万吨)	550	
混煤产量 (万吨)	157	
商品煤产量 (万吨)	706.5	785
喷吹煤价格 (元/吨)	949	
混煤价格 (元/吨)	231	
商品煤综合价格 (元/吨)	789	487
总收入 (万元)	557551	382436
原煤成本 (元/吨)	300	300
按喷吹煤算洗选费用 (元/吨)	65	
洗选费用合计 (万元)	35717.5	
成本 (万元)	271217.5	235500
商品煤成本 (元/吨)	384	300
按原煤算三项费用和税金及附加 (元/吨)	135	135
三项费用和税金及附加 (万元)	74250	74250
成本费用合计	345467.5	309750
利润总额 (万元)	212084	72686
净利润 (万元)	180271	61783
每股收益 (元/股)	1.5668	0.537
按原煤测算吨煤净利 (元/吨)	230	79

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

3、喷吹煤前景看好

目前公司喷吹煤产能充足, 其产量主要受到需求的制约。

我们认为, 随着钢铁企业炼铁高炉的逐步改造, 喷吹煤量需求将稳步提升。目前我国大型钢铁企业的喷吹煤使用量 0.15 吨/吨生铁, 国际上已经达到 0.2 吨/吨以上, 国内改善空间巨大。另外目前较高的焦炭和喷吹煤价差也将推动国内炼铁高炉改造步伐加快。公司的喷吹煤量提升可期。

表3: 喷吹煤替代焦炭节省成本大

	数值
太原二级冶金焦含税价格 (元/吨)	1780
吨留喷吹煤含税价格 (元/吨)	1150
喷吹煤替换焦炭比率	0.8
喷吹煤替代 1 吨焦炭节省成本 (元/吨)	-293

资料来源: 煤炭资源网, 招商证券整理

二、整合矿投产推动产量稳步提升

公司既有煤矿产量稳定在 2860 万吨左右，未来产量增长主要在于潞宁整合的煤矿 780 万吨，临汾蒲县整合的 720 万吨，以及其他在建煤矿 510 万吨逐步建成投产。

公司煤矿于 14 年全部投产后产量将达到 5290 万吨，较 10 年的产量 3322 万吨增长 59% 其中 11-14 年产量分别为 3360 万吨、3670 万吨、4650 万吨和 5290 万吨，同比分别增长 1%、9%、27%和 14%。

14 年权益产量 4410 万吨，较 10 年 3132 万吨增长 41%。未来 4 年权益产量复合增速 8.9%。其中 11-14 年产量分别为 3154 万吨、3357 万吨、3997 万吨和 4412 万吨，同比分别增长 1%、6%、19%和 10%。

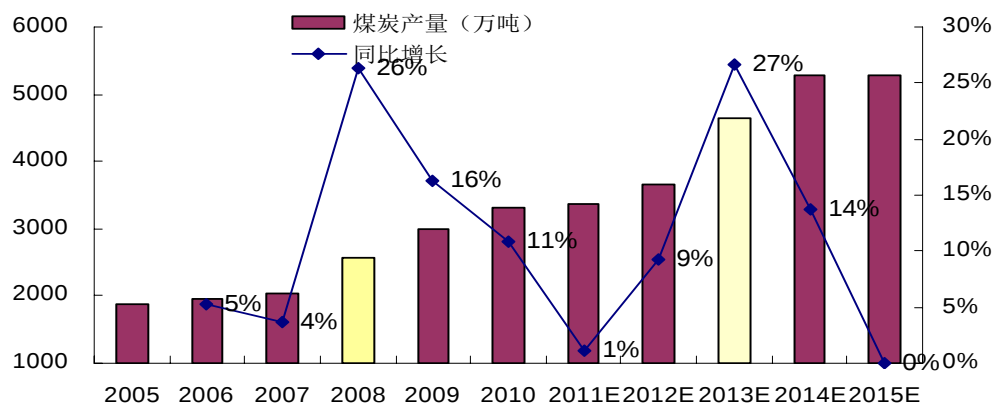
- 公司既有五个煤矿资源储量 18.9 亿吨，核定产能 2710 万吨，实际产量约 2860 万吨。预计今后将维持在该水平。
- 潞宁煤业（持股 57.81%）产能 210 万吨，实际产量 300 万吨，预计 11-14 年产量分别为 210 万吨、210 万吨、300 万吨和 300 万吨。
- 潞宁煤业（持股 57.81%）整合 8 座煤矿，资源储量 10.37 亿吨，产能 780 万吨，预计 12 年下半年后技改逐步完成，14 年有望达产。预计 11-14 年产量 120 万吨、260 万吨、520 万吨和 780 万吨。
- 临汾蒲县整合煤矿 9 座，资源储量 4.05 亿吨，产能 720 万吨，预计 11-14 年产量 170 万吨、290 万吨、560 万吨和 840 万吨。
- 其他整合及在建煤矿逐步投产。上庄煤矿（持股 60%）设计产能 90 万吨预计 13 年投产。温庄煤矿（持股 67.5%）设计产能 120 万吨预计 13 年投产，姚家山煤矿（持股 90%）设计产能 300 万吨预计 12 年投产。

表4: 公司各煤矿产量预测

煤种	核定产能(万吨)	地质储量(万吨)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
既有煤矿								
五阳煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	300	34090	300	300	300	300	300
漳村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	400	19751	400	400	400	400	400
王庄煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	710	55362	800	800	800	800	800
常村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	700	80088	760	760	760	760	760
屯留矿井	贫煤、无烟煤	600	127400	537	600	600	600	600
小计		2710	189291	2797	2860	2860	2860	2860
整合煤矿								
潞宁煤业(57.81%)	气煤	210	13726	200	176	210	210	300
潞宁整合煤矿(57.81%)		780	103700		120	120	260	520
潞宁大汉沟煤业(100%)	气煤	90		20	20	30	60	90
潞宁前文明煤业(100%)	气煤	90		20	20	30	60	90
潞宁静安煤业(51%)	气煤	90		20	20	30	60	90
潞宁忻岭煤业(100%)	气煤	60		20	20	20	40	60
潞宁忻丰煤业(100%)	气煤	60		20	20	20	40	60
潞宁忻峪煤业(51%)	气煤	60		20	20	20	40	60
潞宁孟家窑煤业(100%)	气煤	240				80	160	240
潞宁大木厂煤业(100%)	气煤	90				30	60	90
蒲县整合煤矿		720	40532	166	170	290	560	840
黑龙煤业(60%)	肥煤和主焦煤	120	3026	20	20	40	80	120
伊田煤业(60%)	肥煤和主焦煤	120	3706	20	20	40	60	90
元兴公司(82.87%)	肥气煤	90	5500	20	20	30	60	90
宇鑫煤业(70%)	焦煤	90	6000	20	20	30	60	90
新良友煤业(80%)	肥气煤、肥煤	60	3500	20	20	30	60	90
潞安黑龙关煤业(55%)	肥煤	90	7100	20	20	30	60	90
潞安开拓煤业(60%)	肥气煤	45	2700	16	20	30	60	90
潞安后堡煤业(60%)	肥气煤	45	3500	15	15	30	60	90
潞安隰东煤业(80%)	肥气煤	60	5500	15	15	30	60	90
其他整合及在建煤矿		510	23988			50	410	510
上庄煤矿(60%)	焦煤	90	2200				90	90
温庄煤矿(67.5%)	焦煤	120	4326				120	120
元丰姚家山煤矿(90%)	动力煤	300	17462			50	200	300
合计		4930	498637	2997	3322	3360	3670	4650
同比增长				16%	11%	1%	9%	27%
权益产量		4095	465532	2913	3132	3154	3357	3997
权益产量同比增长				19%	14%	1%	6%	19%

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 13年煤炭产量增速最高



资料来源: 公司公告, 招商证券整理

三、集团资产注入可期

1、集团亿吨煤炭基地规划

潞安集团“十二五”发展规划主要思路目标是：坚持低碳循环，突出转型跨越，投资 2000 亿元，新增资产 2000 亿元（资产总额达 3000 亿元），营业收入达到 2000 亿元，实现利润 200 亿元，跨入中国企业 100 强，跻身世界 500 强。同时，在册员工总数动态保持在 10 万人以内，人均薪酬达到 10 万元/年，实现企业与员工的共同成长、共同发展。

核心任务是：夯实一个基础，走好四条路径，全面建成以煤炭、电力、煤基合成油、煤基天然气、煤制烯烃、太阳能垂直一体化等多层次、立体化能源输出体系为主要内容的绿色新型能化集团。

整个潞安集团十二五规划产量 1.6 亿吨，其中山西省内 1.1 亿吨，省外 5000 万吨。集团将在山西省境内建成亿吨级煤炭基地。

表5：集团夯实一个基础和走好四条路径的十二五规划

夯实一个基础	建设亿吨级煤炭集团，夯实发展基础
走好四条路径	
1、喷吹煤	把潞安的贫煤、贫瘦煤等优质动力煤进行深加工，大力发展喷吹煤产业
2、烯烃类煤化工	发挥潞安拥有焦煤、气煤、肥煤、焦化资源等优势，发展烯烃类现代煤化工
3、煤基合成油	对弃采的高硫煤实施清洁利用，全力发展 540 万吨/年煤基合成油及化学品多联产项目
4、电力和新能源	利用潞安中煤、煤泥、煤矸石及火力发电，加上 IGCC 发电电量，除利用晋东南——湖北荆门我国首条百万伏级特高压线路向外输电外，发挥富余电量及长治地区品位高、储量丰富的石英砂资源优势，发展高纯硅业太阳能一体化高科技产业

资料来源：公司公告，招商证券整理

2、集团资产注入可期

2006 年公司上市时集团承诺：未来五至十年内，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的经营主体。

目前上市已经 5 年，进入 10 年内时间段。前五年，除了上市时收购集团的屯留矿外，集团煤炭资产没有任何注入，主要是集团尚未有成熟的煤炭资产。

十二五期间，公司煤炭资产逐渐成熟，加之集团十二五需要投资 2000 亿，资金需求巨大。我们判断：2011-2015 年将是集团资产大规模注入时段。

- 司马、郭庄是在产煤矿，属于成熟资产，随时可以注入。
- 慈林山是托管资产，未来股权解决后也可注入。
- 在建煤矿高河矿 11 年底投产后也可注入。
- 在建煤矿李村、古城矿于 13 年底投产，集团整合的 1500 万吨地方煤矿预计也将在 13 年左右全面投产，届时都可注入到上市公司。

表6: 集团与上市公司产量对比

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
集团产量 (万吨)	1753	1960	2498	3160	3193	4209	4181	5032
上市公司 (万吨)	1619	1759	1871	1970	2041	2577	2997	3322
集团产量/上市公司产量比	1.1	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。注: 此表集团数据为山西境内产量, 集团对外宣传口径 2010 年 7000 万吨, 包括了非山西区域煤炭产量 (新疆产量 10 年突破 1000 万吨)。

表7: 集团剩余煤矿储量及产能情况

煤矿名称	股权	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	生产能力 (万吨)	煤种	备注
司马矿	51.72%	23523	11400	300	贫瘦煤、瘦煤	在产
郭庄矿	70%	8316	4233	180	贫煤	在产
慈林山矿	93.09%	17180	7805	240	贫煤、无烟煤	在产
高河矿	55%	58944	32742	600	贫煤、瘦煤	11 年底投产
李村矿	100%	21663	13400	300	贫煤、无烟煤	13 年底投产
古城矿	100%	133767	70228	1200	贫煤、无烟煤	13 年底投产
小计		263393	139808	2820		
集团整合煤矿				1500		
合计				4320		

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。

3、资产注入情景分析

我们这里分析司马和郭庄注入后业绩变动情况。

假设固定资产单位投资 500 元/吨, 采矿权按照地质储量 13.7 元/吨 (司马按照 15 元/吨, 郭庄按照 12 元/吨) 计算, 则总资产为 59 亿元, 假设 20% 的资产负债率, 则收购价款为 47 亿元。按照 10 年业绩计算收购 P/E 为 3.1 倍。

由于公司帐面现金较多, 股权融资有一定的难度, 假设发债 47 个亿 (不超过净资产的 40%), 利率 5%, 则利息费用为 2.35 亿元。

按照司马郭庄 10 年的净利润 15 亿计算, 扣除发债的利息费用, 则可增加公司净利润 12.65 亿元。增厚每股收益 1.1 元。我们原预计公司每股收益为 3.78 元, 收购完成后每股收益提高至 4.87 元。业绩增厚幅度接近 30%。

表8: 司马、郭庄资产情况

	股权	产能 (万吨)	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	净资产 (万元)		净利润 (万元)	
					2009	20100930	2009	2010
司马煤业	51.72%	300	23523	11400	98858	169464	13208	20000
郭庄煤业	70%	180	8316	4233	59551	57044	52369	130000
合计		480	31839	15633	158409	226508	65577	150000

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。

表9: 收购司马、郭庄价款测算

	产能 (万吨)	地质储量 (万吨)	单位固投价款 (元/吨)	单位采矿权价款 (元/吨)	总价款 (万元)
司马煤业	300	23523	300	15	442845
郭庄煤业	180	8316	300	11	145476
合计	480	31839	300	14.2	588321

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。

表10: 收购完成后大幅度增厚每股收益

	上市公司	司马郭庄	收购后
净利润(万元)	434388	126500	560888
股本(万股)	115054		115054
每股收益(元/股)	3.78		4.87

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。

四、煤价提升较多

除了限价的煤炭部分之外。公司各煤种价格都有不同程度的上升。

- 公司混煤发热量 5800 大卡，其中大约 80% 属于限价煤，即 900 万吨左右价格基本上维持 10 年不动。市场销售价格大约 600 元/吨，公司限价电煤价格 520 元/吨（两者价差大约 80 元/吨）。11 年一季度混煤综合售价 460 元/吨，同比增长 2%。
- 洗精煤价格大约 1060 元/吨，同比增长 13%
- 喷吹煤价格约 950 元/吨，同比增长 14%。
- 洗块煤价格约 810 元/吨，同比增长 6%。

一季度公司综合售价 777 元/吨，较 10 年公司综合煤价上涨 639 元/吨上涨 138 元/吨。上涨幅度 22%。一季度较高的价格还受到了结构调整的影响（混煤比例从 10 年的 48% 下降至 37%，喷吹煤比例从 10 年的 40% 提升到 50%）。

我们测算则假设各煤种恢复到 10 年相当的比例标准，即暂不考虑喷吹煤销量占比的提升，预计 11 年公司的综合煤价为 732 元/吨，同比上涨 93 元/吨，增幅 14%。

表11: 公司本部各煤种价格及综合售价

	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2011E
混煤（含混块）销量（万吨）	982	1337	1298	1236	172	1150
洗精煤销量（万吨）	181	187	210	210	48	240
喷吹煤销量（万吨）	602	689	798	1019	232	1050
洗块煤销量（万吨）	77	81	84	86	13	86
其他洗煤销量（万吨）	110	30	9	0	0	0
本部销量合计（万吨）	1952	2324	2399	2551	465	2526
混煤比例	50%	58%	54%	48%	37%	46%
洗精煤比例	9%	8%	9%	8%	10%	10%
喷吹煤比例	31%	30%	33%	40%	50%	42%
洗块煤比例	4%	3%	3%	3%	3%	3%
其他洗煤比例	6%	1%	0%	0%	0%	0%
混煤(含混块)价格（元/吨）	296	374	344	450	459	465
洗精煤价格（元/吨）	611	947	778	940	1055	1060
喷吹煤价格（元/吨）	507	836	692	829	948	949
洗块煤价格（元/吨）	477	720	680	769	810	812
其他洗煤价格（元/吨）	72	228	195	230	230	230
综合煤价（元/吨）	384	567	509	653	775	734

资料来源：公司公告，招商证券整理。

五、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

我们预计公司 11-13 年每股收益分别为 3.86 元、4.01 元和 4.87 元，同比增长 29%、4%和 22%。

主要假设如下：

- 11-14 年产量分别为 3360 万吨、3670 万吨、4650 万吨和 5290 万吨，同比分别增长 1%、9%、27%和 14%。
- 预计 11 年公司的综合煤价为 732 元/吨，同比上涨 93 元/吨，增幅 14%。12 年假设成本维持 11 年水平。
- 11 年原煤成本 302 元/吨，同比上涨 22 元/吨，12 年假设成本维持 11 年水平。

表12：本部原煤成本构成及预测

单位：元/吨	2008	2009	201006	2010	2011E	2012E
人工工资	69	72	79	80	88	88
折旧	44	45	44	58	58	58
原材料	57	22	52	39	43	43
电力	9.0	9.0	9.0	9.0	10.6	10.6
维简费	5.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
安全费用	17	50	50	50	50	50
可持续发展基金	15.2	15.2	15.2	15.2	18.2	18.2
环保基金	10	10	10	10	10	10
转产基金	5	5	5	5	5	5
其他	8	5	5	5	10	10
原煤开采成本合计	240	241	278	280	302	302

资料来源：公司公告，招商证券整理。

表13：煤炭产销量价格成本变动趋势

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	同比增长
原煤产量（万吨）	1871	1970	2041	2577	2997	3322	3360	1%
商品煤销量（万吨）	1794	1864	1953	2323	2671	2844	3026	6%
煤炭综合售价（元/吨）	284	346	384	575	541.38	639	732	14%
煤炭综合成本（元/吨）	189	215	241	289	323	340	368	8%
吨煤毛利（元/吨）	95.12	130.75	143.20	286.74	218.60	299	364	22%
按原煤测算吨煤净利（元/吨）	38	44	73	88	73	101	142	41%
煤炭毛利率	33%	38%	37%	50%	40%	47%	50%	6%

资料来源：公司公告，招商证券整理。

2、投资评级

维持对公司强烈推荐的投资评级。

- 1 季度盈利低点，中报和年报超预期的可能性大。
- 资产注入预期较浓，业绩增厚较多。

➤ 目前估值不贵，11 年动态 P/E 不到 15 倍，调整基本到位。

未来收益来自三个方面：业绩超预期（+10%）、估值提升（+30%）和资产注入（+29%）。

目标估值，按照 11 年 20 倍 P/E 估值，目标价 76 元。

表14：估值对比表

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			PEG	每股净 资产 (元)	PB (×)
		10E	11E	12E	10E	11E	12E			
炼焦煤类										
西山煤电	22.72	0.84	1.30	1.71	27.0	17.5	13.3	0.9	4.5	5.1
盘江股份	29.40	1.22	1.50	1.85	24.1	19.6	15.9	1.2	6.2	4.7
冀中能源	23.98	1.04	1.38	1.65	23.2	17.4	14.6	1.4	5.5	4.3
平煤股份	17.56	1.02	1.26	1.28	17.2	13.9	13.7	2.2	5.6	3.1
永泰能源	24.39	0.41	1.17	1.91	59.2	20.9	12.8	0.9	8.7	2.8
平均	23.61	0.91	1.32	1.68	30.14	17.9	14.1	1.3	6.1	4.0
喷吹煤类										
国阳新能	23.47	1.00	1.26	1.31	23.5	18.6	17.9	2.2	4.0	5.9
潞安环能	56.81	2.99	3.78	3.92	19.0	15.0	14.5	1.1	11.6	4.9
平均	40.14	2.00	2.56	2.66	21.2	16.7	16.0	1.6	7.8	5.4
动力煤类										
中国神华	27.31	1.87	2.10	2.51	14.6	13.0	10.9	1.3	10.3	2.6
国投新集	12.75	0.68	0.73	0.94	18.8	17.5	13.6	1.2	3.8	3.3
恒源煤电	37.90	2.17	2.56	2.61	17.5	14.8	14.5	2.7	13.3	2.9
中煤能源	9.59	0.52	0.64	0.71	18.4	15.0	13.5	1.2	5.5	1.7
兖州煤业	31.94	1.83	2.07	2.29	17.5	15.4	13.9	1.8	8.0	4.0
大同煤业	17.21	0.65	0.81	0.85	26.5	21.2	20.2	1.6	5.8	3.0
山煤国际	28.94	0.58	0.91	1.93	49.9	31.8	15.0	0.7	4.7	6.2
昊华能源	53.92	1.92	2.87	3.20	28.1	18.8	16.9	1.4	12.7	4.2
大有能源	32.09	1.73	2.14	2.30	19.8	16.0	14.9	2.0	10.3	3.1
平均	27.96	1.33	1.65	1.93	23.4	18.2	14.8	1.6	8.3	3.5
一体化公司										
神火股份	14.61	1.10	1.50	1.51	13.3	9.7	9.7	1.0	4.5	3.3
兰花科创	35.98	2.26	2.86	3.72	15.9	12.6	9.7	0.6	12.1	3.0
开滦股份	16.31	0.70	0.76	0.88	23.3	21.5	18.5	1.7	4.9	3.3
煤气化	24.40	0.46	0.50	1.32	53.0	48.8	18.5	0.9	5.8	4.2
平均	22.30	1.35	1.71	2.04	17.5	14.6	12.6	1.1	7.2	3.2

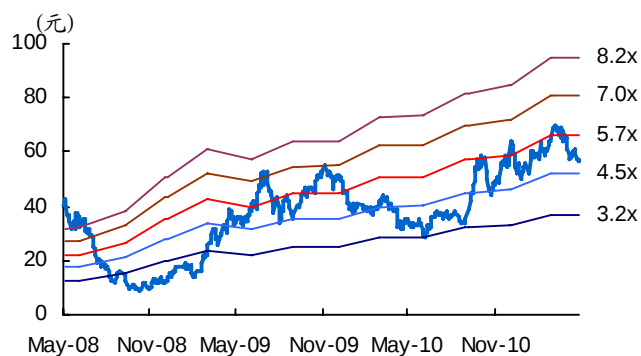
资料来源：招商证券

图 3: 潞安环能历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 潞安环能历史 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12644	15818	18228	22916	29464
现金	5283	7213	7989	11964	16025
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4699	5479	6585	7045	8666
应收款项	560	278	485	465	594
其它应收款	1649	1789	288	313	372
存货	218	731	675	788	919
其他	234	327	2205	2341	2887
非流动资产	9086	13546	13592	13212	12836
长期股权投资	444	633	570	591	584
固定资产	4588	7257	7494	7219	6971
无形资产	1855	3889	3759	3634	3512
其他	2199	1768	1768	1768	1768
资产总计	21730	29364	31819	36128	42300
流动负债	10122	12648	11649	12472	14155
短期借款	1190	1130	100	100	100
应付账款	3556	3923	4619	4937	5924
预收账款	1279	1457	1698	1821	2182
其他	4098	6138	5232	5614	5948
长期负债	2026	3961	4275	4275	4275
长期借款	1886	3097	3097	3097	3097
其他	140	865	1178	1178	1178
负债合计	12148	16609	15924	16747	18429
股本	1151	1151	1151	1151	1151
资本公积金	3797	1062	1062	1062	1062
留存收益	4077	9681	12505	15434	18744
少数股东权益	557	860	1177	1734	2913
母公司所有者权益	9025	11894	14718	17647	20957
负债及权益合计	21730	29364	31819	36128	42300

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4463	6053	4824	6452	6509
净利润	2109	3437	4344	4507	5092
折旧摊销	0	0	907	901	870
财务费用	0	0	403	403	198
投资收益	0	0	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	0	0	(1136)	109	(804)
其它	0	0	331	556	1178
投资活动现金流	(3285)	(4746)	(967)	(521)	(493)
资本支出	0	0	(1030)	(500)	(500)
其他投资	0	0	63	(21)	7
筹资活动现金流	754	(115)	(3082)	(1955)	(1955)
借款变动	0	0	(1497)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(1520)	(1577)	(1782)
其他	0	0	(64)	(378)	(173)
现金净增加额	1932	1191	775	3975	4061

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18261	21428	25698	27515	33838
营业成本	12291	12788	15348	16299	19598
营业税金及附加	180	216	276	297	373
营业费用	250	258	415	474	651
管理费用	2428	3660	3573	3822	4671
财务费用	113	334	403	403	198
资产减值损失	62	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	25	45	25	25	25
营业利润	2961	4169	5708	6245	8371
营业外收入	4	5	3	3	3
营业外支出	30	45	13	13	13
利润总额	2934	4129	5699	6235	8362
所得税	753	786	1038	1172	2090
净利润	2181	3343	4661	5063	6271
少数股东损益	72	(94)	317	557	1179
母公司所有者净利润	2109	3437	4344	4507	5092
EPS (元)	1.83	2.99	3.78	3.92	4.43

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	10%	17%	20%	7%	23%
营业利润	-27%	41%	37%	9%	34%
净利润	-26%	63%	26%	4%	13%
获利能力					
毛利率	32.7%	40.3%	40.3%	40.8%	42.1%
净利率	11.5%	16.0%	16.9%	16.4%	15.0%
ROE	23.4%	28.9%	29.5%	25.5%	24.3%
ROIC	17.1%	20.9%	26.2%	23.9%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	55.9%	56.6%	50.0%	46.4%	43.6%
净负债比率	17.4%	16.0%	10.0%	8.8%	7.6%
流动比率	1.2	1.3	1.6	1.8	2.1
速动比率	1.2	1.2	1.5	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	84.4	45.2	36.6	37.6	39.6
应收帐款周转率	29.6	51.1	67.3	57.9	63.9
应付帐款周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
每股资料(元)					
每股收益	1.83	2.99	3.78	3.92	4.43
每股经营现金	3.88	5.26	4.19	5.61	5.66
每股净资产	7.84	10.34	12.79	15.34	18.22
每股股利	0.64	1.05	1.32	1.37	1.55
估值比率					
PE	31.0	19.0	15.0	14.5	12.8
PB	7.2	5.5	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	14.9	10.2	9.4	8.7	7.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 至 2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届最佳分析师金牛奖。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。