

强烈推荐-A (维持)

潞安环能 601699.SH

目标估值: 48 元
当前股价: 31.02 元
2011 年 8 月 8 日

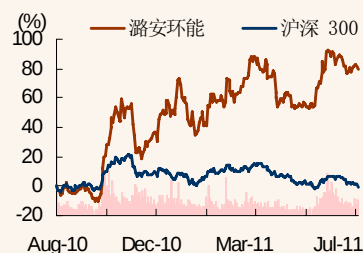
关注集团资产证券化步伐

基础数据

上证综指	2626
总股本(万股)	230108
已上市流通股(万股)	230108
总市值(亿元)	753
流通市值(亿元)	753
每股净资产(MRQ)	5.8
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	32.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	19	82
相对表现	1	24	82



相关报告

- 1、《潞安环能(601699)——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》2011/6/14
- 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

1、十二五集团资产将加速证券化

“十二五”期间,潞安矿业集团拟投资 2000 亿元,到“十二五”末实现新增资产 2000 亿元(资产总额达到 3000 亿元),营业收入 2000 亿元,利润 200 亿元,跻身世界 500 强。打造集团本部和潞新公司 2 个 5000 万吨级矿区,临汾、晋中、忻州 3 个 1000 万吨级矿区。到 2015 年,形成煤炭产量 15260 万吨。其中:省内 10360 万吨,潞新公司 4900 万吨。

在资金筹集方面,集团“十二五”期间将加速潞安环能股权债券融资,通过收购集团的优质资产项目,加速集团资产证券化进程,提速集团主业整体上市进程;并推进硅产业公司、煤基合成油公司和潞安新疆公司上市,探索境外上市,打造新的上市公司融资平台。

2、十二五将是集团资产大规模注入时段,近期可能注入司马、郭庄矿,预计增厚 EPS 大约 0.54 元

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,进入第二个五年时间段。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。集团 2010 年产量 7098 万吨,是上市公司煤炭产量的 2.14 倍。

- 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 14 年左右全面投产,届时都可注入到上市公司。

短期内可注入资产主要是是司马、郭庄煤矿,其煤炭产能合计 480 万吨,2010 年净利润 14.5 亿元,假设发债 50 亿元(不超过净资产的 40%)用于收购上述资产,我们测算可增厚 EPS 大约 0.54 元。

表1: 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, 煤炭资源网。注, 此表集团数据为山西境内产量, 集团对外宣传口径 2010 年 7086 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2: 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		14 年投产
合计				4320		

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。

表3: 司马、郭庄资产收入利润情况

单位: 万元	2009	201009
总资产		
郭庄煤业	304069	953886
司马煤业	261562	381655
合计	565631	1335541
净资产		
郭庄煤业	59551	57044
司马煤业	98858	169464
合计	158409	226508
收入		
郭庄煤业	157621	155680
司马煤业	189335	201737
合计	346956	357417
净利润		
郭庄煤业	13208	6738
司马煤业	52369	97786
合计	65577	104524

资料来源: 公司公告, 招商证券整理。注, 司马郭庄 2010 年净利润分别为 1.5 亿元和 13 亿元, 合计 14.5 亿元。

3、2014 年上市公司煤炭产量将达 5000 万吨以上

2010 年上市公司煤炭产量 3322 万吨, 十二五期间煤炭产量将达到 5000 万吨, 煤炭产量的增长主要在于整合煤矿产能 2010 万吨将在十二五期间逐步投产的: 潞宁整合的煤矿 780 万吨 (十二五规划 1000 万吨), 临汾蒲县整合的 720 万吨 (十二五规划 1000 万吨), 以及其他在建煤矿 510 万吨逐步建成投产。

- 潞宁煤业 (持股 57.81%) 产能 210 万吨, 实际产量 300 万吨, 潞宁煤业还整合了 8 座煤矿, 资源储量 10.37 亿吨, 产能 780 万吨, 预计 14 年达产。
- 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 14 年达产。

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。

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 60%。14 年权益产量 4469 万吨,较 10 年 3138 万吨增长 42%。未来 4 年权益产量复合增速 9%。

表4: 煤炭产量稳定增长

单位: 万吨	煤种	地质储量	核定产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
既有煤矿									
五阳煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	34090	300	300	290	290	290	290	290
漳村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	19751	400	400	400	400	400	400	400
王庄煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	55362	710	800	800	800	800	800	800
常村煤矿	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	80088	700	760	790	800	800	800	800
屯留矿井(100%)	贫煤、无烟煤	127400	600	537	600	600	600	600	600
小计		189291	2710	2797	2880	2890	2890	2890	2890
整合煤矿									
潞宁煤业陈半沟煤矿(57.8%)	气煤	13726	210	200	176	210	210	300	300
潞宁煤业整合煤矿(57.81%)		103700	780		120	120	260	260	780
潞宁大汉沟煤业(100%)	气煤		90		20	20	30	30	90
潞宁前文明煤业(100%)	气煤		90		20	20	30	30	90
潞宁静安煤业(51%)	气煤		90		20	20	30	30	90
潞宁忻岭煤业(100%)	气煤		60		20	20	20	20	60
潞宁忻丰煤业(100%)	气煤		60		20	20	20	20	60
潞宁忻峪煤业(51%)	气煤		60		20	20	20	20	60
潞宁孟家窑煤业(100%)	气煤		240				80	80	240
潞宁大木厂煤业(100%)	气煤		90				30	30	90
蒲县整合煤矿		40532	720		146	170	290	420	840
黑龙煤业(60%)	肥煤和主焦煤	3026	120		15	20	40	60	120
伊田煤业(60%)	肥煤和主焦煤	3706	120		15	20	40	45	90
元兴公司(82.87%)	肥气煤	5500	90		15	20	30	45	90
宇鑫煤业(70%)	焦煤	6000	90		15	20	30	45	90
新良友煤业(80%)	肥气煤、肥煤	3500	60		20	20	30	45	90
潞安黑龙关煤业(55%)	肥煤	7100	90		20	20	30	45	90
潞安开拓煤业(60%)	肥气煤	2700	45		16	20	30	45	90
潞安后堡煤业(60%)	肥气煤	3500	45		15	15	30	45	90
潞安临东煤业(80%)	肥气煤	5500	60		15	15	30	45	90
其他整合及在建煤矿		23988	510				50	410	510
上庄煤矿(60%)	贫瘦煤	2200	90					90	90
温庄煤矿(90%)	贫瘦煤	4326	120					120	120
元丰姚家山煤矿(90%)	贫瘦煤	17462	300				50	200	300
合计		498637	4930	2997	3322	3390	3700	4280	5320
同比增长				16%	11%	2%	9%	16%	24%
权益产量		465532	4095	2913	3138	3184	3387	3824	4469
权益产量同比增长				16%	8%	1%	6%	13%	17%

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

4、税务会计调整影响 EPS 约 0.09 元

《国家税务总局关于煤矿企业维简费和高危行业企业安全生产费用企业所得税税前扣除问题的公告》自五月 1 日执行, 要求: 煤矿企业实际发生的维简费支出和高危行业企业实际发生的安全生产费用支出, 属于收益性支出的, 可直接作为当期费用在税前扣除; 属于资本性支出的, 应计入有关资产成本, 并按企业所得税法规定计提折旧或摊销费用

在税前扣除。企业按照有关规定预提的维简费和安全生产费用，不得在税前扣除。

财务会计要求不能税前列支按照标准计提的安全费用和维简费，只有收益性支出才可作为当期费用在税前扣除。

由于潞安提取的维简费和安全费比例较高（6 元/吨和 50 元/吨），该项政策对公司当期业绩有负面影响，如果企业会计制度不调整为与财务会计一致的话，对业绩一直是负面影响（相较以前的可税前列支）。

2010 年公司计提安全费用和维简费合计 17.89 亿元，费用性支出为 3.98 亿元，按照新规定，剩下的 13.9 亿元不能税前列支，我们测算，该项政策调整影响 EPS 大约 0.09 元，相当于我们原预测的 EPS1.9 元的 5%。

表5：财务会计调整影响EPS0.09元

单位：万元	2009	2010
计提数		
安全费用	145507	159697
维简费	17461	19158
合计	162969	178855
费用性支出		
安全费用	24863	32173
维简费	835	7611
合计	25698	39784
不能税前列支金额	137271	139071
所得税率	25%	15%
影响净利润	34318	20861
影响 EPS（元）	0.15	0.09

资料来源：公司公告，招商证券整理

5、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 1.8 元、1.87 元和 2.2 元，同比增长 21%、4% 和 18%。

维持前期的中报业绩判断：在 7 月 3 日《煤价上涨助推中报增长，三类公司业绩增长最快——中报业绩前瞻》中分析，历来一季度是公司业绩低点，预期二季度业绩大约 0.51 元，较一季度增长 24%，中报业绩大约 0.92 元，同比增长 42%。

表6：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	3390	2%
商品煤销售量（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	132	32%
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。

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。

未来收益来自三个方面：业绩超预期（+5%）、估值提升（从目前的 18 倍 P/E 上升到 20 倍 P/E，+10%）和资产注入（+30%）。

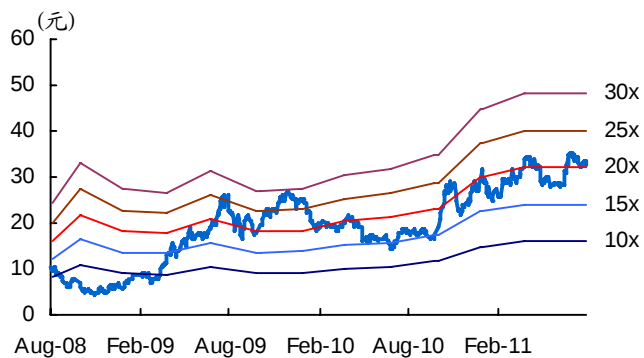
目标估值，按照 11 年 20 倍 P/E 估值 36 元，外加资产注入溢价，目标价 46 元。

表7：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	22.13	0.84	1.31	1.71	26.3	16.9	12.9	0.9	4.5	5.0
盘江股份	32.23	1.22	1.50	1.85	26.4	21.5	17.4	1.3	6.2	5.2
冀中能源	27.17	1.04	1.46	1.75	26.3	18.6	15.5	1.4	5.5	4.9
平煤股份	12.29	0.78	0.86	0.89	15.8	14.3	13.8	3.5	4.3	2.9
永泰能源	15.88	0.22	0.56	1.15	72.2	28.4	13.8	0.9	8.7	1.8
平均	21.94	0.82	1.14	1.47	26.8	19.3	14.9	1.6	5.8	3.9
喷吹煤类										
国阳新能	25.15	1.00	1.30	1.35	25.2	19.3	18.6	2.1	4.0	6.4
潞安环能	31.02	1.49	1.80	1.87	20.8	17.2	16.6	1.5	5.8	5.3
平均	28.09	1.25	1.60	1.66	22.6	17.6	17.0	1.8	4.9	5.8
动力煤类										
中国神华	27.41	1.87	2.31	2.88	14.7	11.9	9.5	0.9	10.3	2.7
国投新集	11.69	0.68	0.78	1.02	17.2	15.0	11.5	1.1	4.0	2.9
恒源煤电	47.29	2.17	2.50	2.54	21.8	18.9	18.6	2.8	13.3	3.6
中煤能源	9.77	0.52	0.66	0.86	18.8	14.8	11.4	0.7	5.8	1.7
兖州煤业	30.79	1.83	2.10	2.21	16.8	14.7	13.9	1.9	8.0	3.8
大同煤业	16.15	0.65	0.81	0.85	24.8	19.9	19.0	1.5	5.8	2.8
山煤国际	30.79	0.76	1.12	2.26	40.5	27.5	13.6	0.6	4.7	6.6
昊华能源	26.09	0.87	1.32	1.47	30.0	19.8	17.7	1.5	5.8	4.5
大有能源	33.30	1.73	2.14	2.30	19.8	16.0	14.9	2.0	10.3	3.2
平均	25.92	1.23	1.53	1.82	21.1	17.0	14.2	1.4	7.6	3.5
一体化公司										
神火股份	15.93	0.69	1.00	1.57	23.1	15.9	10.1	0.5	2.8	5.7
兰花科创	44.03	2.30	2.93	4.59	19.1	15.0	9.6	0.5	12.1	3.6
开滦股份	18.38	0.70	0.76	0.88	26.3	24.2	20.9	2.0	4.9	3.8
煤气化	22.99	0.46	0.46	0.82	50.0	50.0	28.0	1.0	5.8	3.9
平均	26.11	1.23	1.56	2.35	21.2	16.7	11.1	1.0	6.6	4.4
A 股平均	25.02	1.09	1.39	1.75	22.9	18.0	14.3	1.0	6.4	3.8

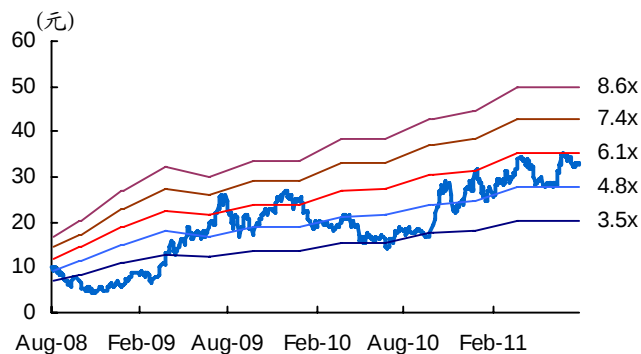
资料来源：招商证券

图 1: 潞安环能历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 潞安环能历史 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

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	18143	22706	27968
现金	5283	7213	7857	11708	15663
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4699	5479	6614	7075	7928
应收款项	560	278	487	467	544
其它应收款	1649	1789	290	314	342
存货	218	731	679	792	849
其他	234	327	2215	2351	2641
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	31734	35918	40803
流动负债	10122	12648	11690	12512	13341
短期借款	1190	1130	100	100	100
应付账款	3556	3923	4642	4960	5470
预收账款	1279	1457	1706	1829	2015
其他	4098	6138	5242	5623	5756
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	15964	16787	17616
股本	1151	1151	2301	2301	2301
资本公积金	3797	1062	602	602	602
留存收益	4077	9681	11689	14494	17790
少数股东权益	557	860	1177	1734	2495
母公司所有者权益	9025	11894	14593	17397	20693
负债及权益合计	21730	29364	31734	35918	40803

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4463	6053	4625	6260	6396
净利润	2109	3437	4151	4314	5071
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	(1142)	109	(477)
其它	0	0	331	556	760
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)	(3014)	(1888)	(1948)
借款变动	0	0	(1497)	0	0
普通股增加	0	0	1151	0	0
资本公积增加	0	0	(460)	0	0
股利分配	0	0	(2143)	(1510)	(1775)
其他	0	0	(64)	(378)	(173)
现金净增加额	1932	1191	644	3850	3955

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18261	21428	25813	27630	30956
营业成本	12291	12788	15423	16374	18097
营业税金及附加	180	216	277	299	339
营业费用	250	258	417	475	549
管理费用	2428	3660	3590	3838	4275
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	5729	6266	7524
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	5720	6256	7515
所得税	753	786	1251	1386	1684
净利润	2181	3343	4468	4871	5831
少数股东损益	72	(94)	317	557	761
母公司所有者净利润	2109	3437	4151	4314	5071
EPS (元)	1.83	2.99	1.80	1.87	2.20

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	10%	17%	20%	7%	12%
营业利润	-27%	41%	37%	9%	20%
净利润	-26%	63%	21%	4%	18%
获利能力					
毛利率	32.7%	40.3%	40.3%	40.7%	41.5%
净利率	11.5%	16.0%	16.1%	15.6%	16.4%
ROE	23.4%	28.9%	28.4%	24.8%	24.5%
ROIC	17.1%	20.9%	25.3%	23.3%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	55.9%	56.6%	50.3%	46.7%	43.2%
净负债比率	17.4%	16.0%	10.1%	8.9%	7.8%
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	37.7
应收帐款周转率	29.6	51.1	67.4	57.9	61.2
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	1.80	1.87	2.20
每股经营现金	3.88	5.26	2.01	2.72	2.78
每股净资产	7.84	10.34	6.34	7.56	8.99
每股股利	0.64	1.05	0.63	0.66	0.77
估值比率					
PE	16.9	10.4	17.2	16.5	14.1
PB	4.0	3.0	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	16.4	11.3	10.3	9.6	8.4

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。