

目 录

公司基本情况：国内最大的喷吹煤生产商	4
业务构成	4
下游客户及客户集中度	4
股权结构	6
管理层介绍	6
喷吹煤行业分析	6
替代焦炭，减少污染，提高经济效应	6
喷吹煤需求增速将高于钢铁产量增速	7
喷吹煤价格易涨难跌	10
公司的比较优势	10
国内最大的喷吹煤生产企业	10
业内唯一一家高新技术企业，享受 15% 所得税优惠	12
产品结构仍有优化空间	12
交通便利	12
煤炭业务成长性：内生性增长较慢，但注入预期较强	13
在产煤矿产量基本稳定	13
整合矿产能 2010 万吨，预计 2012 年底开始投产	13
集团资产注入可期	14
化工板块：规模尚小	15
业内财务指标的横向比较	16
历史上 ROE 处于行业前列	16
三项费用率业内偏高，且近两年快速上升	17
人均煤炭产量业内居前	18
公司在资本市场的融资与分红	18
融资：融资 1 次，共计 19.24 亿元	18
历年分红：连续 5 年分红，共计 41 亿元，其中向中小股东分红 14.35 亿元	18
盈利预测与估值	19
盈利预测假设	19
盈利预测与投资建议	20
风险提示	20

图表目录

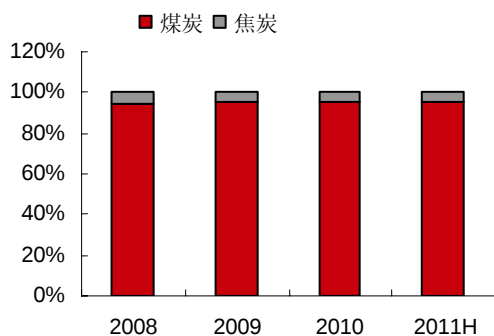
图 1: 2008—2011H1 收入结构	4
图 2: 2008—2011H1 毛利结构	4
图 3: 潞安环能煤炭产品结构	4
图 4: 潞安环能煤炭收入结构	4
图 5: 潞安环能股权结构	6
图 6: 国内高炉喷吹比持续上升	8
图 7: 03 年喷吹煤市场构成	9
图 8: 10 年喷吹煤市场构成	9
图 9: 喷吹煤与焦炭走势对比	10
图 10: 喷吹煤与焦炭价差情况	10
图 11: 潞安环能喷吹煤产量增长情况	11
图 12: 长治市交通运输图	13
表格 1: 公司前五大客户收入占比情况	5
表格 2: 国内煤炭上市公司前五大客户营业收入占比	5
表格 3: 喷吹煤经济性测算	7
表格 4: 高炉喷煤种类及各自优缺点	7
表格 5: 2012 年新投产高炉容积均在 1000m ³ 以上	8
表格 6: 喷吹煤需求预测	9
表格 7: 喷吹煤主要生产企业	10
表格 8: 喷吹煤性能要求	11
表格 9: 常村喷吹煤与其它喷吹煤性能对比	11
表格 10: 煤炭上市公司喷吹煤销量对比	12
表格 11: 上市公司煤炭洗选能力	12
表格 12: 本部煤炭产能情况	13
表格 13: 09 年以前公司整合煤矿情况	14
表格 14: 潞宁煤业在忻州整合煤矿	14
表格 15: 公司在临汾蒲县整合煤矿	14
表格 16: 集团资产状况	15
表格 17: 集团和上市公司产量对比情况	15
表格 18: 公司现有煤化工产能	16
表格 19: 公司拟收购焦炭产能	16
表格 20: 煤炭公司 ROE 比较	16
表格 21: 公司财务指标横向比较	17
表格 22: 上市公司人均产量对比	18
表格 23: 公司历史融资情况	18
表格 24: 公司历史分红情况	19
表格 25: 上市公司产量预测	19
表格 26: 上市公司煤炭价格预测	19
表格 27: 上市公司煤炭生产成本预测	20
表格 28: 上市公司焦炭业务收入成本假设	20

公司基本情况：国内最大的喷吹煤生产商

业务构成

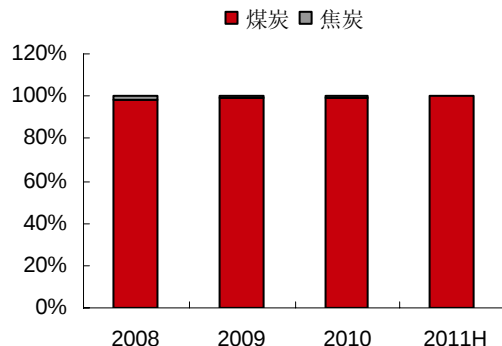
潞安环能是国内最大的喷吹煤生产商，其主营业务包括煤炭和焦炭。2011 年上半年公司煤炭业务收入占比 95.7%，毛利占比 99.9%，是公司主要利润来源。

图 1：2008—2011H1 收入结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

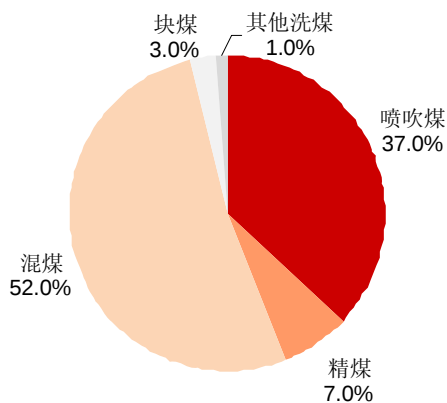
图 2：2008—2011H1 毛利结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

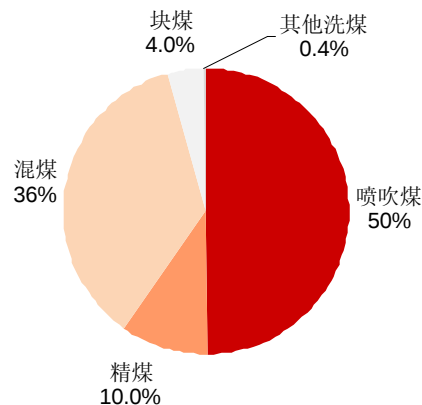
公司煤炭产品主要包括喷吹煤、混煤、精煤和块煤，其中喷吹煤占煤炭产量 37%，而销售收入占比约 50%。

图 3：潞安环能煤炭产品结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：潞安环能煤炭收入结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

下游客户及客户集中度

公司煤炭产品主要销往中南、华东、华中、华北、东北等地区的 500 多家用户。

喷吹煤和洗精煤的主要客户有宝钢、武钢、莱钢、太钢和天津钢厂等；

洗块煤主要供应山西天脊煤化工集团公司；

混煤主要客户是邯峰电厂、石洞口电厂、九江电厂、岳阳电厂、菏泽电厂、兴泰电厂、石门电厂、马头电厂、丹河电厂、汉川电厂等电厂，公司混煤供应量占以上各家主要电厂总采购量 10%以上，对电厂煤炭采购有一定影响。

表格 1：公司前五大客户收入占比情况

客户名称	占公司全部营业收入的比例(%)
山西潞安煤炭经销有限责任公司	5.92
莱芜钢铁股份有限公司	5.27
武汉钢铁股份有限公司	4.19
河南郑铁能源运销有限公司	3.47
新兴铸管股份有限公司	3.46
合计	22.31

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

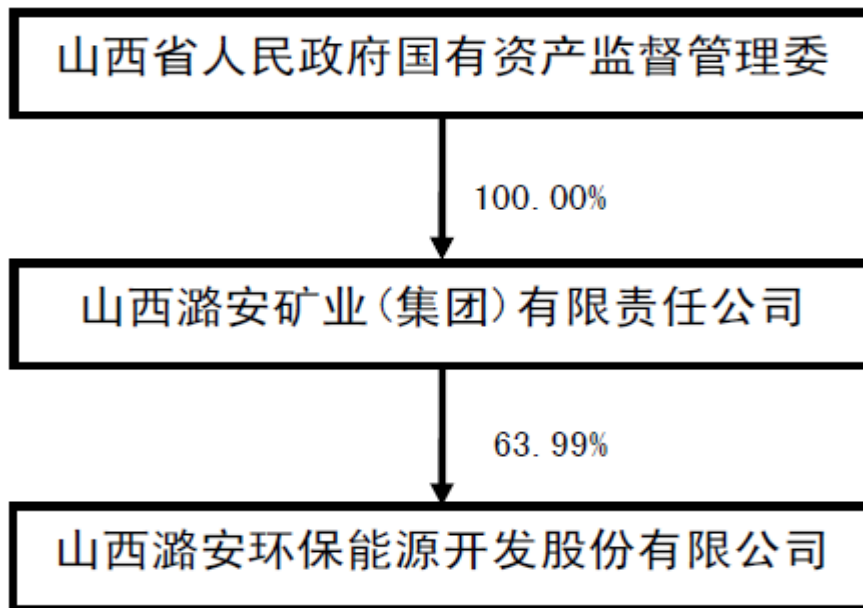
表格 2：国内煤炭上市公司前五大客户营业收入占比

名称	2010 上市公司前五大客户营业收入占合并报表收入比重	2010 上市公司前五大客户营业收入占母公司收入比重
中煤能源	15%	41%
神火股份-铝	17%	
兰花科创	18%	18%
国阳新能	18%	53%
平庄能源	22%	22%
山煤国际	22%	32%
潞安环能	22%	25%
中国神华	24%	9%
兖州煤业	25%	31%
西山煤电	30%	33%
恒源煤电	32%	32%
上海能源	33%	36%
平煤股份	33%	31%
冀中能源	37%	41%
国投新集	40%	66%
神火股份-煤	43%	96%
昊华能源	49%	54%
露天煤业	51%	52%
煤气化	52%	52%
盘江股份	54%	54%
开滦股份	55%	57%
大同煤业	71%	33%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

股权结构

图 5：潞安环能股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

管理层介绍

前任董事长任润厚自 2000 年以来一直担任潞安矿业集团公司董事长，总经理。十年时间，潞安集团实现了跨越式发展：煤炭产量由 1148 万吨升至 7098 万吨，销售收入由 15 亿元升至 900 亿元。2011 年 1 月，任润厚当选山西省副省长。

2011 年 8 月，潞安环能第四届董事会第一次会议选举李晋平为公司第四届董事会董事长，李晋平曾任潞安矿务局石圪节煤矿总工程师、副矿长、矿长，潞安环能董事、副总经理，潞安矿业集团公司董事、总经理；现任潞安矿业集团公司董事长。

喷吹煤行业分析

替代焦炭，减少污染，提高经济效应

高炉喷吹煤粉是从高炉风口向炉内直接喷吹烟煤、无烟煤或者两者混合的煤粉，以替代焦炭起到提供热量和还原剂的作用。

高炉喷吹的主要优势在于：一方面，和焦炭相比，喷吹煤的经济效益明显，按目前价格测算吨铁可节约成本约 52 元；另一方面，可节约焦化投资，少建焦炉，减少焦化引起的空气污染，同时，可以大大缓解焦煤供求紧张的局面。

表格 3：喷吹煤经济性测算

项目	测算
唐山二级冶金焦价格（车板含税价，元/吨）	1740
置换比	0.85
折算成喷吹煤价格（车板含税价，元/吨）	1479
无烟喷吹煤（唐山到厂价，元/吨）（55%）	1300
烟煤喷吹煤（唐山到厂价，元/吨）（45%）	910
喷吹煤综合成本	1125
制粉成本（元/吨）	10
喷吹煤综合成本（元/吨）	1135
焦炭与喷吹煤价差（换算成可比价格）	344
喷煤比（kg/吨）	150
吨铁节约成本（元/吨）	51.6

数据来源：中国煤炭资源网，华泰联合证券研究所

喷吹煤按煤种分为：无烟喷吹煤、高挥发分烟煤喷吹煤和贫瘦喷吹煤，其中，无烟煤因资源稀缺价格最为昂贵，但其具有固定碳含量高，置换比高，安全性好等优点；而高挥发性烟煤虽然价格较为便宜且资源丰富，但由于其挥发分高易爆炸且置换比较低等缺点，目前国内还难以单独喷吹；贫瘦喷吹煤在价格及性能上则介于两者之间，既可以单独喷吹，又可以和无烟煤、高挥发分烟煤混合喷吹。

表格 4：高炉喷煤种类及各自优缺点

	无烟煤	高挥发性烟煤	贫瘦煤	混合喷吹
优点	固定炭高、热值高、置换比高、安全性好	着火温度低、燃烧性好	性质介于无烟煤和高挥发性烟煤之间，固定碳含量高，热值高，置换比高，可磨性好、资源丰富	通过合理配比可以最优化喷吹煤性能，降低原煤制粉成本、增加喷煤量提高煤焦置换比
缺点	着火点高、燃烧性差、资源稀缺、价格高	置换比低，安全性差	着火点高，燃烧性不如烟煤	

数据来源：华泰联合证券研究所

喷吹煤需求增速将高于钢铁产量增速

喷吹煤需求量主要取决于两个变量：喷煤比和生铁产量。伴随着高炉大型化趋势提速，国内喷吹比仍有较大的上升空间。

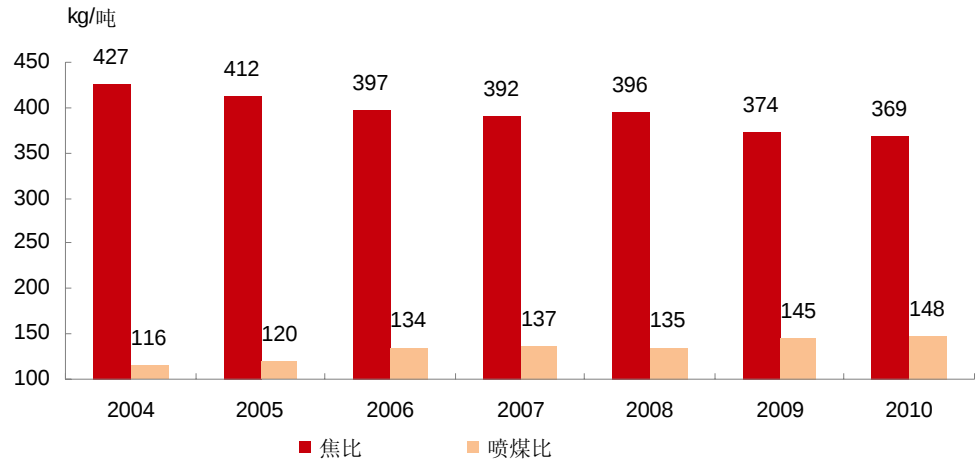
高炉大型化趋势推升喷煤比

大型高炉均配有喷煤装置，且喷煤技术成熟，喷煤比较高。近年来，国内新上高炉多为 1000m³ 以上的大型高炉，与此同时，小高炉的淘汰力度也不断加大（多数未配备喷煤装置或喷煤比较低），将客观上推动国内高炉喷煤比不断上升。

目前，我国喷煤比约为 149kg/吨，和国际先进水平 180~200kg/吨相比，仍有较大的差距。中国钢铁工业协会和中国金属学会编制的《中国钢铁工业科学技术发展指南（2006-2020）》中提出的高炉喷煤指标为：2006-2010 年全国重

点钢铁企业喷煤比要大于或等于 160kg/吨，2010-2020 年喷煤比要大于或等于 180kg/吨。

图 6：国内高炉喷吹比持续上升



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 5：2012 年新投产高炉容积均在 1000m3 以上

钢厂	容积	投产时间	设计产能（万吨）
唐山合力	1080m3	2012 年	120
金马工业	1080m3	2012 年	120
唐山荣义	1080m3	2012 年	120
唐山建源	1080m3	2012 年	120
唐山鑫达	1080m3	2012 年	120
唐山九江	1080m3	2012 年	120
唐山松汀	1780m3	2012 年	160
唐山荣信	1080m3	2012 年	120
玉溪玉昆	1080m3	2012 年	120
威钢	1750m3*2	2012 年	400
通钢	2680m3	2012 年	220
新兴铸管新疆	1260m3*2	2012 年	200
八钢新疆	1800m3*2	2012 年	276
芜湖新兴	1080m3	2012 年	120
长钢	3200m3	2012 年	280
鄂钢	1860m3	2012 年	200
河南济源	1080m3	2012 年	100
东海特钢	2 号高炉	2012 年	80
日钢营口	2360m3*2	2012 年	400
泰钢	1780m3*2	2012 年	300
吉钢	1800m3	2012 年	170
昆钢	2500m3	2012 年	200
酒钢榆钢	2800m3	2012 年	200

敬业集团	1260m3	2012 年	100
贵航特钢	1080m3	2012 年	100
本钢北台	3200m3	2012 年	250
廊坊洸远	1080m3	2012 年	100
合计	32 座		4816 万吨

数据来源：中联钢，华泰联合证券研究所

预计到 2015 年喷吹煤需求规模达 1 亿吨，较目前增长 33%

假设按生铁产量年均增速 5%，喷煤比年均增加 3kg/吨测算，到 2015 年，我国的喷吹煤需求量将达到 1 亿吨以上，年均增速 7%。

表格 6：喷吹煤需求预测

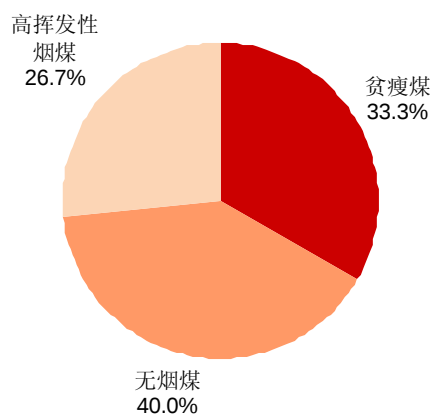
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
喷吹比 (kg/吨)	148	151	154	157	160	163
生铁产量 (亿吨)	5.9	6.28	6.6	6.9	7.3	7.6
同比增速 (%)		6.4%	5%	5%	5%	5%
喷吹煤需求量 (万吨)	7422	8060	8632	9240	9887	10576
同比增速 (%)		8.6%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%

数据来源：华泰联合证券研究所

烟煤和贫瘦喷吹煤需求占比将进一步提升

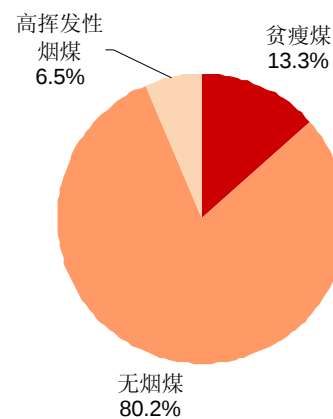
从喷吹煤的需求结构来看，我们认为，未来几年，烟煤和贫瘦喷吹煤的需求占比将进一步提升：一方面，国内无烟煤资源稀缺，无烟喷吹煤产量受到制约；另一方面，烟煤、无烟煤、贫瘦煤混合喷吹具有降低原煤制粉成本、增加喷煤量、提高高炉喷吹置换比等诸多优势，未来将成为喷吹煤发展的主要方向。

图 7：03 年喷吹煤市场构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8：10 年喷吹煤市场构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

喷吹煤价格易涨难跌

目前，国内喷吹煤产能主要集中在少数大集团手中，其中仅潞安集团（1000万吨）就占贫瘦煤喷吹煤市场份额的40%，占整个烟煤喷吹煤市场（除去无烟喷吹煤）的22%，占整个喷吹煤市场份额的13.3%。

相比钢铁企业，喷吹煤企业议价能力较强，同时，由于市场需求旺盛，煤价易涨难跌的格局已然形成。

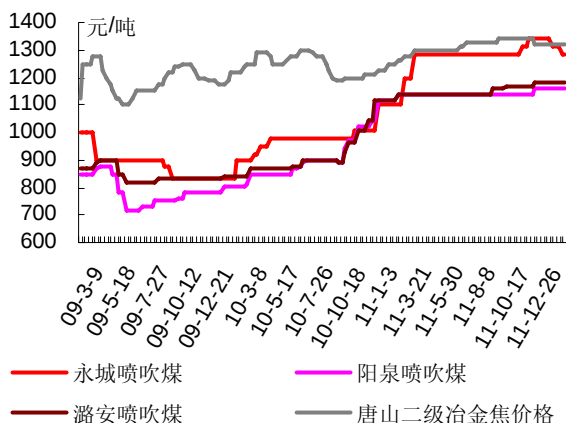
表格 7：喷吹煤主要生产企业

煤种	主要生产企业
无烟煤	阳泉煤业集团、神华宁煤集团、晋煤矿业集团、神火集团、焦作煤业集团
贫瘦煤	同煤集团、神华本部
烟煤	潞安集团、山西焦煤集团

资料来源：华泰联合证券研究

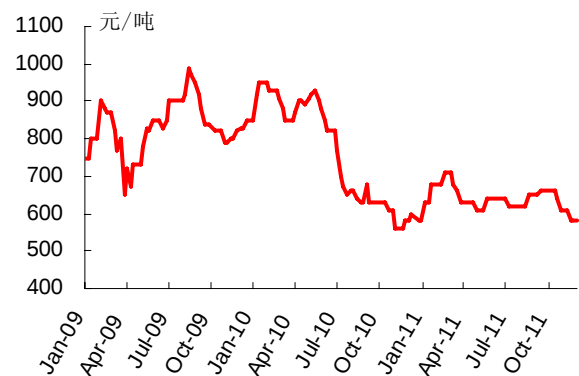
这一点也可从 09 年以来焦炭和喷吹煤价格走势的对比中得到印证：相比焦炭，喷吹煤价格相对刚性，且呈稳步上升之势。

图 9：喷吹煤与焦炭走势对比



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

图 10：喷吹煤与焦炭价差情况



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

公司的比较优势

国内最大的喷吹煤生产企业

公司地处沁水煤田中部，主要煤种煤炭种类主要有瘦煤、贫瘦煤、贫煤、焦煤和无烟煤，具有特低硫、低灰、固定碳含量高、发热量高、爆炸性极弱、可磨性好等特点，是高炉混合喷吹或单独喷吹的理想原料，质量指标被树为国家标准。

表格 8：喷吹煤性能要求

指标	要求
干基灰分	越低越好，一般要求小于 15%
干基硫含量	越低越好，一般要求小于 1%
胶质层	越薄越好，一般要求小于 10mm
可磨性	哈氏可磨性指数越高越好
燃烧性	着火点低，反应性强
发热量	越高越好
固定碳含量	越高越好
爆炸性	越低越好

数据来源：华泰联合证券研究所整理

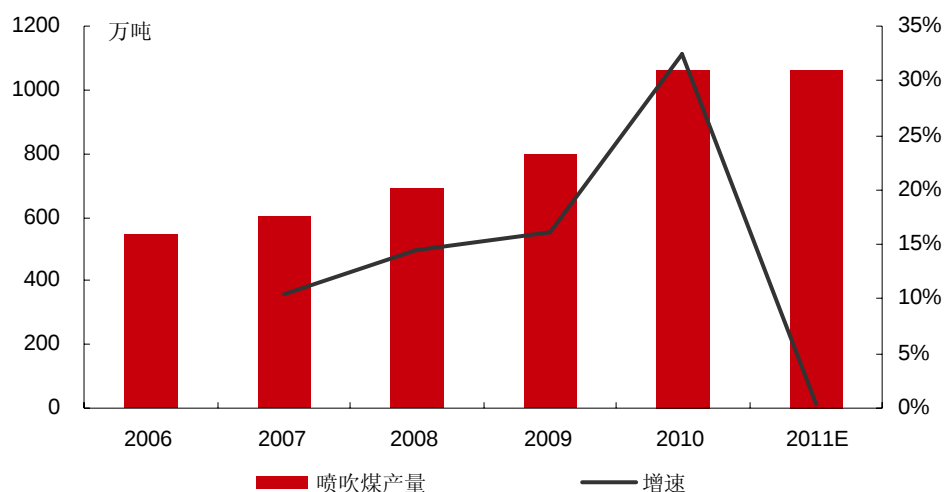
表格 9：常村喷吹煤与其它喷吹煤性能对比

	水分 /%	灰分 /%	挥发分 /%	固定碳 /%	发热量 / (MJ/kg)	硫含量 /%	哈氏可磨性 指数	着火点	爆炸性 /mm
潞安常村煤	8	9.09	11.51	88.49	29.44		86	376	20（微弱）
阳泉煤	8	11.57	7.63	92.37	27.68		60	384	0
鹤壁煤	8	9.61	15.35	84.65	28.63		92	363	20（微弱）
神华煤	15	5.04	37.29	62.71	25.11		56	335	600（强）
大同煤	12	5.23	28.96	71.04	26.43		55	341	150（弱）

数据来源：煤炭学报，华泰联合证券研究所整理

凭借煤质及资源丰富等优势，公司喷吹煤产量快速增长，截至 2010 年，公司喷吹煤产量约 1060 万吨，稳居业内第一。

图 11：潞安环能喷吹煤产量增长情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 10：煤炭上市公司喷吹煤销量对比

	潞安环能	阳泉煤业	兰花科创	神火股份
煤炭销量（万吨）	2874	4538	570	718
喷吹煤销量（万吨）	1060	533	79.8	300
喷吹煤销量占比（万吨）	37%	12%	14%	42%
每亿股喷吹煤销量（万吨/亿股）	46	22	14	18

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

业内唯一一家高新技术企业，享受 15% 所得税优惠

公司拥有国家级企业技术中心，研发实力较强，截至 2010 年，公司连续 10 年获得“煤炭工业科技进步十佳企业”荣誉称号。“十一五”以来，公司承担国家、省及行业高新技术开发计划 20 余项，开发重大科技项目 50 余项，获得国家级科技进步奖 4 项，省部级以上科技进步奖 116 项，国家专利 70 余项，主持制定国家、行业技术标准 5 项，并首创贫煤加工喷吹煤技术，填补国内空白。

2010 年 8 月公司获得山西省科学技术厅、山西省财政厅、山西省国家税务局、山西省地方税务局四部门联合颁发的《高新技术企业证书》，有效期三年，成为煤炭行业唯一一家国家级高新技术企业，享受 15% 的企业所得税税率。

产品结构仍有优化空间

公司喷吹煤洗煤厂洗选能力是 2100 万吨，按照 70% 的喷吹煤洗出率测算，公司喷吹煤的生产能力在 1500 万吨左右，而 10 年喷吹煤的产量仅为 1000 多万吨，喷吹煤产量有 50% 的上升空间。

然而值得注意的是，11 年公司喷吹煤产量与 10 年基本持平，低于市场预期，我们判断主要原因是政府保电煤政策对喷吹煤产量造成挤出效应，我们判断随着整合矿的投产及下游客户的不断拓展，公司喷吹煤产量将重归升势。

表格 11：上市公司煤炭洗选能力

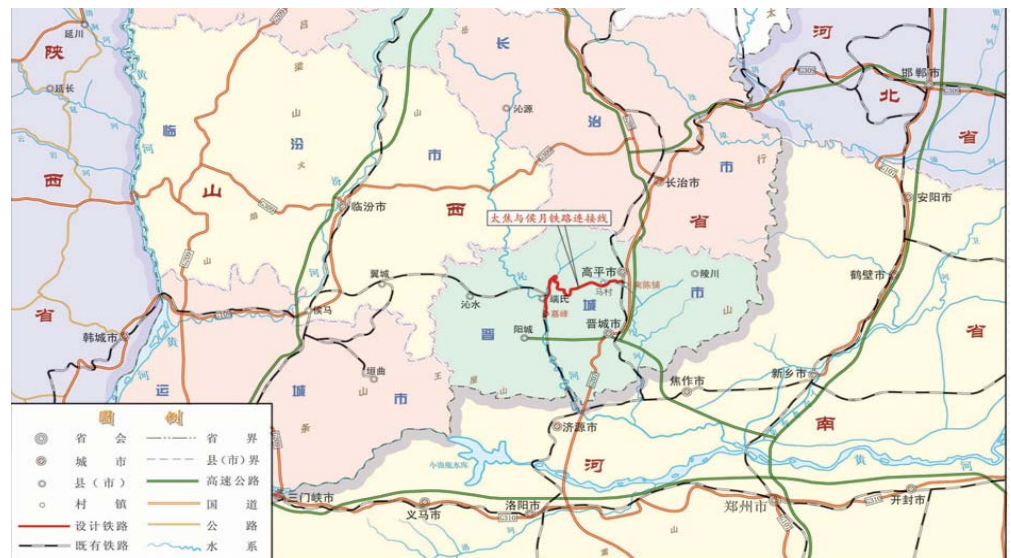
	设计入洗能力（万吨）	主要产品
漳村矿选煤厂	300	混煤、喷吹煤
王庄矿选煤厂	600	混煤、洗块煤、喷吹煤
常村矿选煤厂	600	混煤、洗块煤、喷吹煤
屯留矿选煤厂	600	混煤、洗块煤、喷吹煤
五阳洗选煤厂	200	精煤
石圪节选煤厂	200	精煤
合计	2500	

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

交通便利

公司地处山西省东南部，对华东、华南、华中、华北等主要煤炭市场具有较强的辐射能力，且交通便利，南北向有太焦线、东西向有邯长线，未来邯长线扩能改造将为公司产量增长提供有力的运输条件。

图 12：长治市交通运输图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

煤炭业务成长性：内生性增长较慢，但注入预期较强

在产煤矿产量基本稳定

公司在产煤矿包括五阳、漳村、王庄、常村、屯留、潞宁煤业（本部）六座矿井，产能合计 2920 万吨，权益产能 2831 万吨，目前各矿基本达产，产能进一步提升空间有限。

表格 12：本部煤炭产能情况

	股权比例（%）	煤种	地质储量	可采储量	核定产能（万吨）
五阳煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	34090	16120	300
漳村煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	19751	6876	400
王庄煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	55362	28898	710
常村煤矿	100	瘦煤、贫瘦煤和贫煤	80088	48481	700
屯留煤矿	100	贫煤、无烟煤	127400	68400	600
潞宁煤业	57.80	气肥煤	13726	8172	210
合计					2920

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

整合矿产能 2010 万吨，预计 2012 年底开始投产

08 年以来，公司先后整合煤矿产能 2010 万吨，权益产能 1324 万吨，目前多数矿井仍处于技改阶段，预计 12 年底开始陆续投产。

表格 13：09 年以前公司整合煤矿情况

	股权比例（%）	煤种	核定产能（万吨）
上庄煤矿	60	贫瘦煤	90
温庄煤矿	90	焦煤、贫瘦煤	120
元丰姚家山煤矿	90	贫瘦煤	300
合计			510

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

表格 14：潞宁煤业在忻州整合煤矿

	股权比例（%）	煤种	核定产能（万吨）
潞宁大汉沟煤业	100	气煤	90
潞宁前文明煤业	100	气煤	90
潞宁静安煤业	51	气煤	90
潞宁忻岭煤业	100	气煤	60
潞宁忻峰煤业	100	气煤	60
潞宁忻峪煤业	100	气煤	60
潞宁孟家窑煤业	90	气煤	240
潞宁大木厂煤业	100	气煤	90
合计			780

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

表格 15：公司在临汾蒲县整合煤矿

	股权比例（%）	煤种	核定产能（万吨）
黑龙煤业	60	肥煤和主焦煤	120
伊田煤业	60	肥煤和主焦煤	120
元兴公司	82.87	肥气煤	90
宇鑫煤业	70	焦煤	90
新良友煤业	80	肥气煤和肥煤	60
山西潞安黑龙关煤业	55	肥煤	90
潞安开拓煤业	60	肥气煤	45
潞安后堡煤业	60	肥气煤	45
潞安隰东煤业	80	肥气煤	60
合计			720

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

集团资产注入可期

集团（剔除上市公司）在山西地区拥有煤炭产能 4180 万吨，其中，郭庄矿、司马矿属于成熟矿井，且集团没有信达股权问题，因此资产注入预期较强。

表格 16：集团资产状况

	股权比例 (%)	煤种	核定产能 (万吨)	备注
石圪节煤矿	100			资源枯竭，已破产
慈林山煤矿	93.09	无烟煤	200	在产矿井；政府托管，产权不清晰
郭庄煤矿	70	贫瘦煤	180	在产矿井
司马煤矿	51.72	瘦煤、贫瘦煤	300	在产矿井
高河能源	55	贫煤、贫瘦煤	600	中外合资建设，预计 2011 年建成投产
常平煤矿	45	贫煤、贫瘦煤	100	集团参股的煤矿，大股东是常平集团
李村煤矿	100	贫煤、贫瘦煤	300	在建煤矿
古城煤矿	100	贫煤、贫瘦煤	1000	在建煤矿
整合矿			1500	
合计			4180	

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

表格 17：集团和上市公司产量对比情况

	2007	2008	2009	2010
集团原煤产量	3718	3855	4672	5032
上市公司原煤产量	2041	2577	2997	3322
集团/上市公司	1.8	1.5	1.6	1.5

数据来源：公司公告，煤炭资源网，华泰联合证券研究所

司马煤业位于山西省长治市本南部、沁水煤田长治勘探区的东部边缘。煤质为易选的瘦煤、贫瘦煤，是国内外市场紧缺的优质炼焦配煤和优质动力用煤，产能 300 万吨，2010 年 1-9 月实现净利润 9.78 亿元，吨煤净利在 400 元以上，盈利能力大幅高于上市公司。

郭庄矿产能 180 万吨，2010 年 1-9 月实现净利润 0.67 亿元，吨煤净利仅 50 元，盈利能力低于上市公司。

2010 年，公司曾一度计划发行债券融资收购郭庄矿和司马矿，然而由于管理层变动，导致错过了最佳的时机，我们判断，未来资产注入的进程将取决于债券市场或股票市场状况，可谓万事具备，只欠东风。

我们测算，如果公司采取债券融资的方式收购集团资产，考虑到财务费用，预计两矿贡献净利润 10 亿元左右，增厚每股 EPS 约 0.43 元。

化工板块：规模尚小

公司现有焦炭产能 60 万吨，已达产；焦炉煤气制甲醇产能 30 万吨，目前仍处于试生产阶段。

表格 18：公司现有煤化工产能

	股权比例	产品	备注
弘峰焦化	70.30%	60 万吨焦炭	已投产
天脊潞安	50.1%	30 万吨甲醇	处于试生产阶段，二期 30 万吨甲醇及 20 万吨二甲醚项目在建

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

另外，公司分别于 2011 年 8 月和 10 月公告拟收购潞城市亚晋焦化有限公司（96 万吨）、潞城市潞安亚晋焦化有限公司（120 万吨在建）和潞城市隆源焦化有限公司（60 万吨），收购完成后，在潞城市区域内将形成五阳弘峰、亚晋焦化、隆源焦化总和 216 万吨焦炭/年生产规模，焦炉气总供气能力达 4.2 亿立方/年，可确保 30 万吨甲醇焦炉气供气来源。

表格 19：公司拟收购焦炭产能

	产能（万吨）	备注
潞城市亚晋焦化有限公司	96	手续齐全，整合后可立即恢复生产
潞城市潞安亚晋焦化有限公司	120	在建
潞城市隆源焦化有限公司	60	在产

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

由于公司焦化业务规模尚小，对整体业绩影响有限。

业内财务指标的横向比较

历史上 ROE 处于行业前列

表格 20：煤炭公司 ROE 比较

煤种	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q3
潞安环能排名	5/25	4/25	4/25	6/25	2/25	5/25
山煤国际 动力煤	1.7	0.2	0.1	24.8	23.6	25.6
露天煤业 动力煤	36.9	22.4	30.7	26.1	38.3	24.5
大有能源 动力煤	1.6	2.2	4.6	6.5	-4.0	22.4
阳泉煤业 无烟煤	22.5	14.8	30.6	29.1	28.5	20.0
潞安环能 贫瘦喷吹煤	22.7	21.9	36.3	23.5	29.0	20.0
盘江股份 炼焦煤	5.9	5.5	30.8	18.6	21.3	18.7
神火股份 无烟煤	22.7	32.5	38.8	17.0	26.7	18.0
昊华能源 无烟煤	38.8	33.6	47.0	28.0	16.0	17.7
西山煤电 炼焦煤	18.9	18.0	37.7	21.6	20.9	17.2
冀中能源 炼焦煤	15.0	16.8	35.8	11.8	20.3	16.8
中国神华 动力煤	25.1	15.5	18.1	18.0	19.1	16.1
兰花科创 无烟煤	22.8	20.3	29.0	24.7	21.8	15.7
上海能源 炼焦煤	18.7	18.1	26.7	20.2	21.7	15.6
兖州煤业 炼焦煤、动力煤	10.0	15.0	24.2	13.7	24.5	15.5
平煤股份 炼焦煤	17.1	18.1	33.8	17.2	19.9	15.3

恒源煤电	动力煤	19.7	18.2	18.8	12.7	17.4	13.9
国投新集	动力煤	19.6	9.3	21.6	12.6	18.1	13.6
平庄能源	动力煤	-180.1	-1.0	27.9	15.8	17.7	12.9
靖远煤电	动力煤	17.7	14.4	20.3	9.4	13.1	11.0
开滦股份	炼焦煤	18.0	18.0	19.2	16.6	15.0	10.3
中煤能源	动力煤	9.5	16.4	12.1	9.2	9.2	9.5
大同煤业	动力煤	14.2	12.2	31.5	18.1	13.5	9.4
新大洲 A	动力煤	0.3	2.6	3.5	8.9	9.2	8.8
安源股份	动力煤	-7.0	0.1	-12.6	-1.8	4.8	5.7
郑州煤电	动力煤	10.9	13.3	8.1	7.7	7.5	3.5

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

三项费用率业内偏高, 且近两年快速上升

公司三项费用率在业内居前, 尤其是 10 年以来受整合矿并表影响, 管理费用率大幅跳升, 但我们判断, 随着整合矿陆续投产, 管理费用率 (三项费用率) 将逐渐回落至合理水平。

表格 21: 公司财务指标横向比较

全业务						
非煤炭单独项	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q3
销售毛利率	31.1	29.5	41.1	32.7	40.3	42.0
销售毛利率排名	15/25	15/25	12/25	14/25	11/25	8/25
销售净利率	10.6	10.0	18.3	11.9	15.6	17.0
销售净利率排名	15/25	18/25	9/25	15/25	12/25	11/25
三项费用率 (%)	15.6	14.2	15.7	15.3	19.8	18.3
三项费用率排名	9/25	13/25	8/25	9/25	4/25	3/25
营业费用率	3.6	2.6	1.6	1.4	1.2	1.3
营业费用率排名	11/25	13/25	15/25	16/25	17/25	13/25
管理费用率	12.0	11.8	13.2	13.3	17.1	15.8
管理费用率排名	5/25	8/25	3/25	5/25	2/25	1/25
财务费用率	-0.1	-0.2	0.9	0.6	1.6	1.1
财务费用率排名	21/25	23/25	14/25	14/25	7/25	11/25
归属于母公司股东						
净利润(扣除非经常性损益)增幅(%)	17.8	13.1	95.7	0.9	62.7	24.7
排名	7/25	12/25	12/25	11/25	9/25	8/25
过去 5 年净利润复	37.4%					

合年增长率

人均煤炭产量业内居前

表格 22：上市公司人均产量对比

公司	员工人数	煤炭产量（万吨）	人均煤炭产量（吨/人）
兰花科创	16531	601	364
盘江股份	27556	1140	414
潞安环能	28556	3350	1173
阳泉煤业	38137	2621	687
中国神华	65154	22480	3450
中煤能源	56013	12253	2188
神火股份	34020	711	209
西山煤电	28002	2579	921
兖州煤业	50909	4940	970
昊华能源	17525	705	403
平煤股份	79015	3981	504
开滦股份	12570	829	660
冀中能源	50980	3102	608
露天煤业	4416	4243	9608
平庄能源	11292	962.22	852
大同煤业	21736	2929	1348
恒源煤电	26041	1226	471
排名			5/17

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司在资本市场的融资与分红

融资：融资 1 次，共计 19.24 亿元

表格 23：公司历史融资情况

2006 年首次发行新股	
实际募资金额（亿元）	19.24

数据来源：wind，华泰联合证券研究所

历年分红：连续 5 年分红，共计 41 亿元，其中向中小股东分红 14.35 亿元

表格 24：公司历史分红情况

	2010	2009	2008	2007	2006	合计
分红	11.5	11.5	11.5	4.6	1.9	41.0
净利润	34.4	21.1	28.5	9.8	8.7	102.5
分红比例	33.4%	54.5%	40.4%	46.9%	21.8%	40%
中小股东分红	4.14	4.04	3.94	1.58	0.65	14.35

数据来源：wind，华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测假设

表格 25：上市公司产量预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量（万吨）	2671	2874	2873	3343	4023
其中：喷吹煤	800	1060	1063	1092	1149
精煤	200	200	201	201	201
混煤	1550	1500	1494	1465	1408
洗块煤	90	80	86	86	86
其他洗煤	30	30	29	29	29
气煤				205	535
肥煤				160	360
贫瘦煤				105	255

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

表格 26：上市公司煤炭价格预测

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
单位售价（元/吨）	541	633	714	724	752
单位价格变动（%）	-4.4%	17.0%	12.9%	1.4%	3.8%
其中：喷吹煤	715	825	970	999	1059
变动（%）	-14.5%	15.4%	17.6%	3.0%	6.0%
精煤	855	830	1050	1050	1113
变动（%）	-9.7%	-2.9%	26.5%	3.0%	6.0%
混煤	410	460	480	480	509
变动（%）	9.7%	12.2%	4.3%	4.0%	6.0%
洗块煤	830	820	1050	1050	1113
变动（%）	15.3%	-1.2%	28.0%	3.0%	6.0%
其他洗煤	80	80	80	80	80
变动（%）	0.0%	0.0%	12.2%	3.0%	6.0%
气煤				460	460
变动（%）					6.0%
肥煤				800	800

变动 (%)		6.0%
贫瘦煤	605	605
变动 (%)		6.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

表格 27：上市公司煤炭生产成本预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
单位成本 (元/吨)	289	323	337	389	412	437
成本变动 (%)	19.0%	11.8%	4.3%	15.5%	6.0%	6.0%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

表格 28：上市公司焦炭业务收入成本假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
焦炭产量 (万吨)	40.8	46.0	58.0	55.0	55.0	55.0
焦炭销量 (万吨)	40.8	46.0	59.0	55.0	55.0	55.0
焦炭单位售价 (元/吨)	2000	1576	1434	1521	1500	1550
焦炭单位成本 (元/吨)	1748	1459	1388	1510	1510	1530
焦炭总收入 (万元)	81600	72496	84606	83655	82500	85250
焦炭总成本 (万元)	71318	67114	81892	83050	83050	84150
毛利率 (%)	12.60%	7.42%	3.21%	0.72%	-0.67%	1.29%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

盈利预测与投资建议

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.68 元、1.85 元和 2.15 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍和 10 倍，继续给予公司“买入”评级。

风险提示

整合矿复产进度低于预期，新管理层上任后的前一两年，释放业绩的动力不足。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15818	18067	23527	29809	营业收入	21428	23661	27339	33391
现金	7213	9664	12981	17061	营业成本	12788	14300	16907	20716
应收账款	278	630	614	691	营业税金及附加	216	239	276	337
其他应收款	1789	1722	2246	2654	营业费用	258	285	330	403
预付账款	326	331	381	491	管理费用	3660	4041	4511	5343
存货	731	461	604	864	财务费用	334	133	72	-2
其他流动资产	5480	5259	6701	8048	资产减值损失	48	0	0	0
非流动资产	13546	12873	12167	11186	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	633	539	586	562	投资净收益	45	35	40	38
固定资产	7257	7074	6529	5710	营业利润	4169	4698	5284	6633
无形资产	3888	3820	3751	3683	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	1768	1440	1300	1231	营业外支出	45	37	41	39
资产总计	29364	30940	35694	40995	利润总额	4129	4664	5247	6598
流动负债	12648	11960	13941	15843	所得税	786	888	999	1256
短期借款	1130	1000	1000	1000	净利润	3343	3776	4248	5342
应付账款	3923	3985	4930	6056	少数股东损益	-94	-93	0	396
其他流动负债	7595	6975	8011	8787	归属于母公司净利润	3437	3870	4248	4946
非流动负债	3961	3600	3780	3690	EBITDA	6501	6360	7109	8589
长期借款	3097	3097	3097	3097	EPS (元)	2.99	1.68	1.85	2.15
其他非流动负债	865	503	684	594					
负债合计	16609	15560	17722	19533	主要财务比率				
少数股东权益	860	767	767	1163		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1151	2301	2301	2301	成长能力				
资本公积	1062	602	602	602	营业收入	17.3%	10.4%	15.5%	22.1%
留存收益	6364	11710	14302	17395	营业利润	40.8%	12.7%	12.5%	25.5%
归属母公司股东权益	11894	14613	17205	20299	归属于母公司净利润	63.0%	12.6%	9.8%	16.4%
负债和股东权益	29364	30940	35694	40995	获利能力				
					毛利率(N)	40.3%	39.6%	38.2%	38.0%
现金流量表					净利率(N)	16.0%	16.4%	15.5%	14.8%
					ROE(%)	28.9%	26.5%	24.7%	24.4%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	38.4%	40.1%	48.7%	64.1%
经营活动现金流	6053	4561	6114	6838	偿债能力				
净利润	3343	3776	4248	5342	资产负债率(N)	56.6%	50.3%	49.6%	47.6%
折旧摊销	1999	1530	1753	1958	净负债比率(N)	28.26%	30.12%	26.10%	23.84%
财务费用	334	133	72	-2	流动比率	1.25	1.51	1.69	1.88
投资损失	-45	-35	-40	-38	速动比率	1.19	1.47	1.64	1.83
营运资金变动	292	-930	46	-472	营运能力				
其他经营现金流	131	87	36	51	总资产周转率	0.84	0.78	0.82	0.87
投资活动现金流	-4746	-818	-1008	-939	应收账款周转率	43	41	35	40
资本支出	4556	1000	1000	1000	应付账款周转率	3.42	3.62	3.79	3.77
长期投资	-221	-95	47	-24					
其他投资现金流	-412	87	40	37	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-115	-1292	-1789	-1819	每股收益(最新摊薄)	1.49	1.68	1.85	2.15
短期借款	-60	-130	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	1.98	2.66	2.97
长期借款	1211	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.17	6.35	7.48	8.82
普通股增加	0	1151	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-460	0	0	P/E	15.07	13.38	12.19	10.47
其他筹资现金流	-1266	-1852	-1789	-1819	P/B	4.35	3.54	3.01	2.55
现金净增加额	1191	2451	3317	4080	EV/EBITDA	8	8	7	6

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。