CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

*ST神火 000933.SZ

目标估值：
当前股价：6.94 元
2017 年 04 月 16 日

煤铝弹性共振，业绩有望大幅增长

公司煤电铝一体化运营，由于 2014 和 2015 年连续亏损而被*ST，2016 年净利 3-4 亿，即将摘帽。我们测算 2017 年煤炭板块可实现净利 10.8 亿，新疆电解铝净利 8.8 亿，本部电解铝亏损 3.5 亿，此外还有约 5 亿本部承担的财务费用（这部分财务费用无法分摊到各个业务板块），预计 2017 年可实现归母净利约 13 亿元，增长 300%以上，煤铝都是高弹性资产，近期电解铝行业在酝酿供改，相关政策预计会陆续出台，利好铝价，2017 年弹性共振将带来公司业绩的爆发。维持“强烈推荐-A”投资评级，继续推荐，目前股价 7.54，目标价 10-12 元，建议投资者重点关注。

- **煤炭板块：**公司目前煤炭产能 945 万吨，煤种为无烟和贫瘦，洗选出部分喷吹煤销售，预计 2017 年商品煤产销量为 800 万吨，假定 2017 年秦皇岛 Q5500 均价在 600，测算公司综合售价为 657 元/吨，完全成本假设在 460 元/吨，预计净利 148 元/吨，煤炭板块净利 11.8 亿，按照 92%的权益占比计算，可实现归母净利 10.8 亿元。
- **电解铝板块：**公司有 146 万吨的电解铝产能，预计 2017 年产销量为 113 万吨，假设 2017 年电解铝含税均价在 13600 元/吨，新疆电解铝 2017 年可实现利润 12 亿，净利润 9 亿，按照 98%的权益占比计算，可实现归母净利 8.8 亿，本部电解铝则由于电力成本较高而继续亏损，预计亏损 3-4 亿。
- **高家庄矿纠纷难解。**2016 年 3 月北京仲裁委判定此案神火胜诉，要求潞安集团支付矿权费及滞纳金合计 35 亿元，但潞安方面拒绝执行并向北京仲裁委重新递交了仲裁申请，要求神火方面赔偿违约金和其他损失 35 亿元，目前案件仍在审理中，结果存在很大不确定性。
- **盈利预测及评级：**预计年报之后公司将摘帽，2017 年 EPS 预估为 0.68，我们维持公司“强烈推荐-A”评级，继续推荐，目前股价 7.54，目标价 10-12 元，建议投资者重点关注。
- **风险提示：**诉讼结果不利于公司；铝价低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	17558	16902	20283	19877	20076
同比增长	-27%	-4%	20%	-2%	1%
营业利润(百万元)	(1851)	(664)	1507	1445	1475
同比增长	547%	-64%	-327%	-4%	2%
净利润(百万元)	(1673)	342	1297	1247	1271
同比增长	356%	-120%	279%	-4%	2%
每股收益(元)	(0.88)	0.18	0.68	0.66	0.67
PE	-7.9	38.6	10.2	10.6	10.4
PB	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5

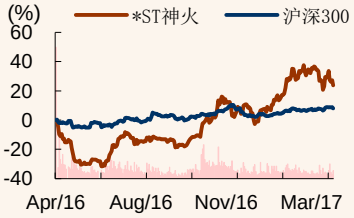
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3246
总股本（万股）	190050
已上市流通股（万股）	190042
总市值（亿元）	132
流通市值（亿元）	132
每股净资产（MRQ）	3.0
ROE（TTM）	6.0
资产负债率	85.2%
主要股东	河南神火集团有限公
主要股东持股比例	24.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	40	18
相对表现	-9	34	11



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《*ST 神火（000933）—煤铝弹性共振，扭亏为盈成功摘帽》2017-04-11
2、《*ST 神火（000933）—铝价煤价双反弹，公司业绩迎来反转》2016-08-02
3、《*ST 神火（000933）—煤铝价格持续回暖，公司业绩迎来反转》2016-07-14

卢平
021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

刘文平
liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理
刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

正文目录

一、煤炭板块轻装前行，业绩有望大幅增长 3
1、赋存以优质无烟煤和贫瘦煤为主，产量稳定 3
2、毗邻消费地，煤价优势显著 4
3、展望 2017，煤炭业绩有望爆发 7
二、新疆电解铝是我国最优质的电解铝生产线之一 9
1、电解铝产能 146 万吨，产量约 110 万吨 9
2、新疆电解铝电价优势突出，预计 17 年净利 9 亿 11
3、本部电解铝预计亏损 3-4 亿 13
三、高家庄矿纠纷难解 14
四、投资策略：煤铝弹性共振，业绩有望爆发 16

图表目录

表 1：神火煤矿明细 3
表 2：上市煤企历年销售均价 5
表 3：上市煤企历年完全成本 6
表 4：煤炭板块历史业绩测算 7
表 5：线性推算公司综合煤价 8
表 6：神火煤炭板块业绩弹性测算 8
表 7：公司电解铝产能跻身国内前十 9
表 8：铝业产量明细 9
表 9：神火新疆电解铝成本 12
表 10：新疆电解铝测算 12
表 11：本部电解铝成本测算 13
表 12：本部电解铝盈利测算 13
表 13：高家庄矿参数 14
表 14：高家庄矿付款明细 14
表 15：盈利弹性测算 16
表 16：行业估值比较表 17
附：财务预测表 19

图 1 历年商品煤产量 4
图 2 历年精煤产量 4
图 3 神火历年综合售价领先潞安 4
图 4 河南永城无烟煤价格高位运行 5
图 5 河南永城无烟煤年度均价走势 5
图 6 永城瘦煤车板价走势 6
图 7 河南贫瘦煤车板价走势 6
图 8 电解铝生产流程 10
图 9 新疆地区煤炭资源储备十分丰富 11
图 10 氧化铝冲高回落 12
图 11 新疆电煤价格指数 12

一、煤炭板块轻装前行，业绩有望大幅增长

1、赋存以优质无烟煤和贫瘦煤为主，产量稳定

神火集团是河南四大煤炭集团之一，前三分别是省属的河南能化集团（亿吨级）、平煤集团（4000 万吨级）、郑煤集团（2000 万吨级），神火集团是商丘市国资委所属企业，产量在千万吨级。神火集团是小集团大公司的组织架构，其他三个集团是大集团小公司的组织架构，神火集团主要资产都在上市公司神火股份里。

煤炭方面，公司目前拥有 7 对生产矿井，按照 330 天核定的产能为 945 万吨，其中权益产能 868 万吨，权益占比 92%。煤种主要为无烟煤和贫瘦煤，主要洗选出无烟喷吹和贫瘦喷吹出售。本部的新庄（240 万吨）、刘河（45 万吨）、薛湖（120 万吨）三矿都是无烟煤，洗出率 50%左右，满产的话可以洗选出约 200 万吨无烟喷吹煤。本部以外的梁北矿（240 万吨）、泉店矿（240 万吨）、庇山矿（30 万吨）都是贫瘦煤，洗出率在 70%-80%之间，其中庇山矿将于 2018 年底退出；此外，还有一个在产矿是超化矿（30 万吨），这是一个整合矿，煤种为贫煤，主要是当动力煤销售，预计将于 2018 年退出。

在建矿井方面，有一个 45 万吨的和成矿在建，无烟煤，权益占比只有 36%，还有一个 60 万吨的大磨岭矿，煤种为贫瘦煤，权益占比也只有 36%，两个在建矿投产正好对冲庇山矿和超化矿的退出。此外，还有 5 个规划矿井，375 万吨，短期内难以开工。

表 1：神火煤矿明细

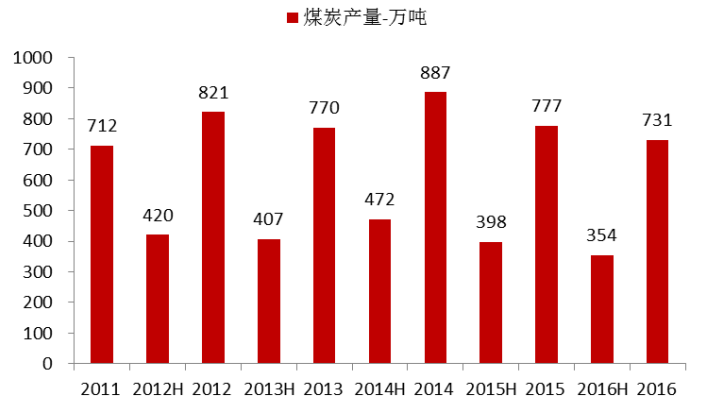
单位：万吨	煤种	权益占比	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
新庄煤矿	无烟煤	100%	13084	8000	240	240	在产
刘河煤矿	无烟煤	100%	2268	1121	45	45	在产
薛湖煤矿	无烟煤	100%	20210	9475	120	120	在产
梁北煤矿	贫瘦煤	98%	18600	6667	240	235	在产
泉店煤矿	贫瘦煤	82%	13900	8092	240	197	在产
庇山煤矿	贫瘦煤	67%	400	150	30	20	在产-2018 年底关
超化煤矿	贫煤	36%	224	83	30	11	在产-2018 年底关
和成煤矿	无烟煤	36%	8081	2680	45	16	在建
大磨岭煤矿	贫瘦煤	36%	8523	3567	60	21	在建
李沟井田	无烟煤	36%	10350	2872	90	32	规划
石井煤矿	贫瘦煤	75%	8000	4200	90	68	规划
崔岗井田	贫煤	36%	3666	2189	45	16	规划
窦沟煤矿	无烟煤	36%	11093	4739	90	32	规划
翟沟井田	无烟煤	36%	7923	3500	60	21	规划
在产		92%	68686	33588	945	868	
在建		36%	16604	6247	105	37	
规划		45%	41032	17500	375	169	
合计		**75%**	**126322**	**57335**	**1425**	**1075**	
赵家寨矿-参股	动力煤	39%	38800	18600	300	117	在产

资料来源：wind、招商证券

资源储备方面，公司保有储量 12.6 亿吨，可采储量 5.7 亿吨，以优质无烟煤和贫瘦煤为主，其中无烟煤储量 7.3 亿吨，贫瘦煤储量 4.9 亿吨，主要分布在永城矿区、许昌矿区、郑州矿区。属于低硫低磷高发热量优质环保煤种，是理想的冶金和化工原料。

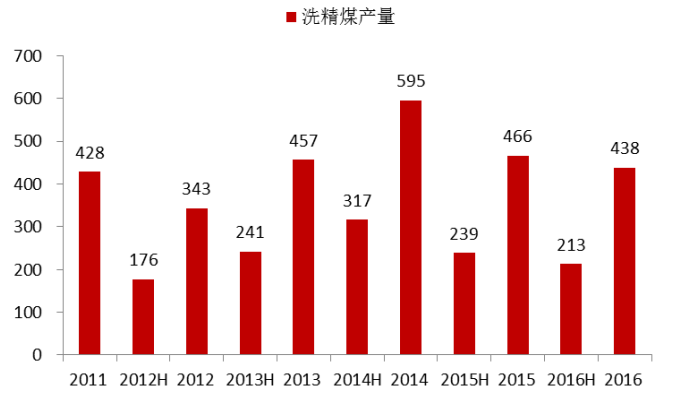
产量方面，公司近几年产量基本维持在 800 万吨的水平，其中精煤占比大致维持在 60%的水平，2016 年商品煤产量 731 万吨，下降 6%，主要是受 276 政策的影响，2017 年 276 政策放开之后，预计公司商品煤产销量 800 万吨。

图 1 历年商品煤产量



资料来源：wind、招商证券

图 2 历年精煤产量

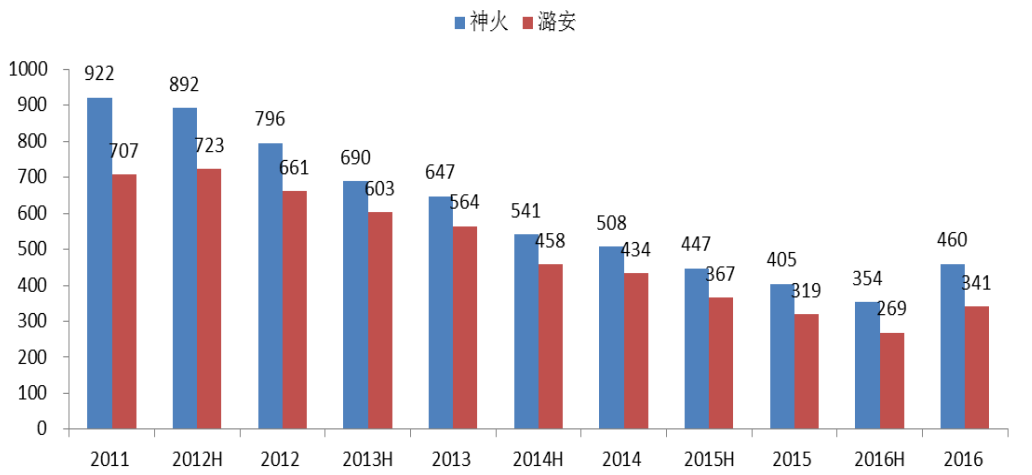


资料来源：wind、招商证券

2、毗邻消费地，煤价优势显著

公司地处河南，毗邻中国主要的钢铁产区，河南以及邻近的河北、山东、江苏四省生铁合计产量占到了全国的近一半，紧靠消费地，较其他地区喷吹煤企业具有运距优势，且煤种均为无烟和贫瘦，精煤比例高，综合售价在上市煤企中处于绝对的领先水平，多年来一直和盘江、开滦位于上市公司综合售价前三的水平，历年综合售价平均高出上市煤企均值 35%。即使和国内最纯的喷吹煤龙头潞安环能相比，神火历年的综合售价也均高于潞安，平均高出潞安 22%。

图 3 神火历年综合售价领先潞安



资料来源：wind、招商证券

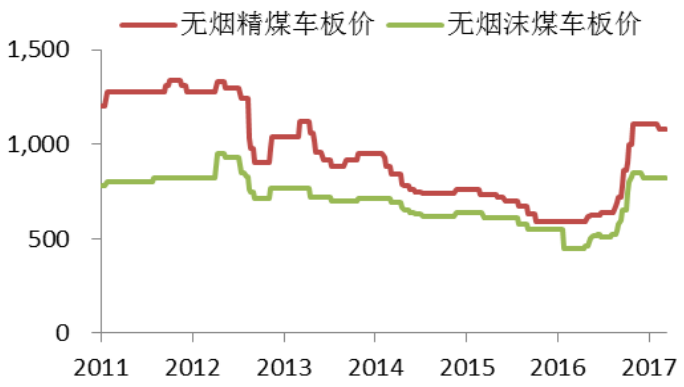
表 2：上市煤企历年销售均价

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
国投新集	534	547	510	450	424	390	375	339	315	296
中煤能源	535	517	479	444	426	390	370	316	303	287
潞安环能	707	723	661	603	564	458	434	367	319	269
平煤股份	550	584	532	508	486	455	429	353	312	298
陕西煤业	423	398	369	316	315	306	295	268	228	198
昊华能源	821	573	504	439	428	359	373	344	314	243
中国神华	530	447	445	430	445	441	426	350	328	284
大同煤业	513	495	480	428	407	368	357	312	295	301
恒源煤电	695	752	696	654	621	578	462	425	338	314
*st 山煤	745	754	664	486	594	306	366	300	214	223
大有能源	611	580	535	477	435	436	408	324	284	248
盘江股份	769	831	778	746	702	638	638	499	473	412
阳泉煤业	548	533	513	467	426	361	347	267	242	195
兖州煤业	708	645	599	543	524	505	476	383	377	326
永泰能源	648	627	504	564	550	578	528	483	445	333
兰花科创	832	818	740	656	591	505	463	421	390	321
郑州煤电	473	413	481	438	432	367	353	268	247	235
露天煤业	147	151	151	139	132	118	104	101	91	85
西山煤电	809	841	705	605	578	494	459	398	361	342
冀中能源	814	738	668	601	546	468	415	346	348	335
平庄能源	302	308	291	261	249	220	213	178	178	173
靖远煤电	392	392	395	359	339	310	375	226	231	202
开滦股份	861	917	884	765	696	664	533	534	435	435
*ST 神火	922	892	796	690	647	541	508	447	405	354
均价	620	603	557	503	482	427	404	344	311	280
神火高于均价	49%	48%	43%	37%	34%	27%	26%	30%	30%	27%

资料来源：wind、招商证券、2016 年报尚未完全公布

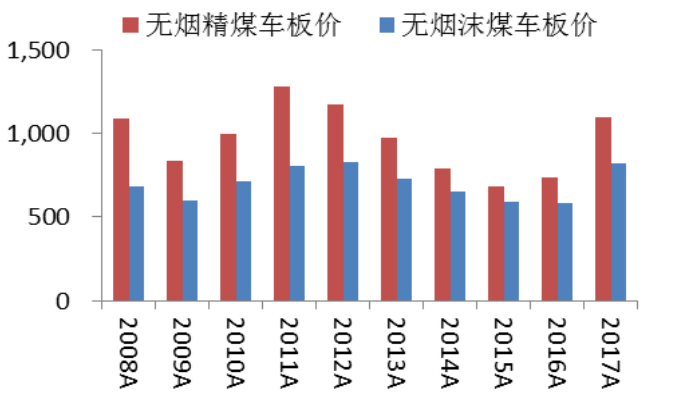
目前公司所处永城地区无烟精煤车板价在 1080 元/吨，无烟沫煤在 820 元/吨，较年初高点回撤了 30 元/吨，2016 年永城无烟精煤均价为 737 元/吨，较 2015 年 681 元/吨的均价增加 8%，今年初以来，无烟精煤均价 1095 元/吨，当前时点下无烟煤吨煤净利在 200 元以上。

图 4 河南永城无烟煤价格高位运行



资料来源：wind、招商证券

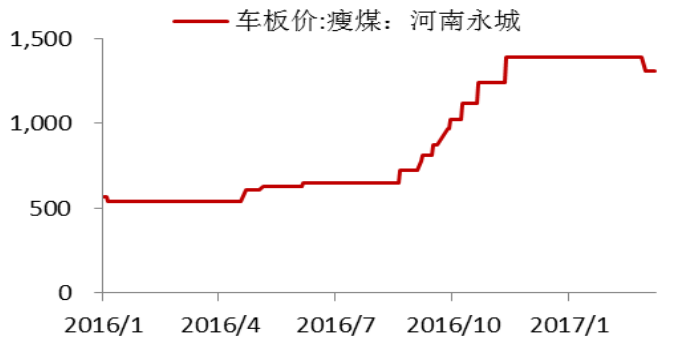
图 5 河南永城无烟煤年度均价走势



资料来源：wind、招商证券 注：2017 年为截止目前均值

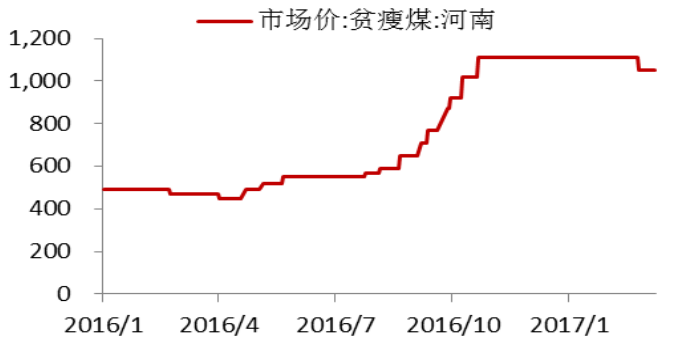
贫瘦煤方面，目前公司贫瘦喷吹车板价在 1300 元/吨，测算时点盈利也在 200 以上。

图 6 永城瘦煤车板价走势



资料来源：wind、招商证券

图 7 河南贫瘦煤车板价走势



资料来源：wind、招商证券

成本方面，神火的完全成本在上市公司中处于较高水平，前几年都在 500-600 的水平，2014 年来基本维持 500 以下，成本较高主要有两个因素：

- 河南地区水文地质条件复杂，自然灾害多，开采成本较高；
- 原煤需要入洗才能洗选出喷吹煤，吨煤有 50-100 的洗选费用，动煤企业很多不洗

表 3：上市煤企历年完全成本

单位：元/吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
国投新集	398	398	399	438	428	469	493	478	492	286
中煤能源	437	425	389	388	387	368	358	320	306	289
潞安环能	559	557	558	529	503	427	401	364	317	270
平煤股份	489	522	492	470	452	444	419	408	361	313
陕西煤业	269	398	270	234	264	275	273	270	239	191
昊华能源	610	433	414	384	388	345	362	341	314	263
中国神华	390	341	350	347	374	378	374	317	316	264
大同煤业	377	411	423	415	414	343	354	347	368	326
恒源煤电	571	639	617	627	588	568	460	528	470	302
*st 山煤	450	427	350	278	390	249	304	286	208	215
大有能源	481	449	427	375	365	414	399	364	385	415
盘江股份	564	607	602	674	644	578	585	480	460	412
阳泉煤业	472	471	458	436	402	348	332	259	241	196
兖州煤业	509	560	556	646	521	497	453	374	369	331
永泰能源	459	448	369	476	501	517	498	433	439	319
兰花科创	477	489	509	492	486	459	446	391	382	315
郑州煤电	431	392	396	384	377	347	348	327	310	273
露天煤业	103	113	111	116	109	104	95	86	84	73
西山煤电	595	600	574	499	525	466	451	376	352	333
冀中能源	711	635	588	542	506	466	425	358	405	326
平庄能源	203	217	241	249	240	223	206	191	220	233
靖远煤电	357	347	338	307	291	267	340	197	214	187
*ST 神火	655	656	627	578	528	493	468	487	496	437
平均值	451	449	429	423	416	389	381	341	330	279

资料来源：wind、招商证券

从历年经营数据来看，公司煤炭板块仅在 2015 年发生亏损，亏损额约 7 亿；历史业绩高点在 2011 年，12 亿净利，对应整个煤炭行业的高点。在煤价下跌周期之中，公司不断优化成本控制，煤炭完全成本从 2011 年的 695 元/吨下降到 2016 年上半年的 437 元/吨，降幅达到 40%；此外公司还处置了大量的整合矿井，2016 年一次性计提了 23 亿的减值损失，影响 2016 年归母净利约 10 亿，彻底摆脱了整合矿的困扰，轻装前行。就 2016 年而言，上半年煤炭板块亏损约 3 亿，但全年的利润总额高达 5.5 亿，也就是说下半年的煤炭板块利润总额是 8.5 亿。

表 4：煤炭板块历史业绩测算

单位：万吨	2011	2012H	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
综合售价	922	892	796	690	647	541	508	447	405	354	460
煤炭产量	712	420	821	407	770	472	887	398	777	354	731
精煤产量	428	176	343	241	457	317	526	215	452	204	438
销量	709	408	803	391	774	436	892	364	766	346	725
精煤产量占比	60%	42%	42%	59%	59%	67%	59%	59%	59%	59%	60%
成本测算：元/吨											
原材料	100	93	90	82	69	60	54	52	51	45	35
燃料及动力	42	35	33	34	34	31	31	25	25	25	31
职工酬薪	200	210	209	187	179	153	139	131	131	89	117
折旧摊销	72	62	64	65	66	58	57	70	52	52	52
维简及安全费用	26	33	35	36	38	34	34	30	30	25	42
其他	55	68	62	53	58	58	44	16	20	21	38
生产成本	495	501	492	458	444	395	359	324	309	257	314
三费及附加	200	180	160	120	84	99	109	162	187	180	70
完全成本	695	681	652	578	528	493	468	487	496	437	384
吨煤毛利	427	391	304	233	203	146	149	123	96	97	146
毛利率	46%	44%	38%	34%	31%	27%	29%	28%	24%	27%	32%
吨煤利润	227	211	144	113	119	48	40	(39)	(91)	(83)	76
所得税	57	53	36	28	30	5	18	20	5	2	15
吨煤净利	170	158	108	84	90	43	23	(59)	(96)	(85)	61
煤炭业务净利(亿)	12.1	6.5	8.6	3.3	6.9	1.9	2.0	(2.2)	(7.4)	(2.9)	4.4

资料来源：wind、招商证券

3、展望 2017，煤炭业绩有望爆发

我们可以从两个角度来预测公司 2017 年煤炭板块的业绩

第一、从边际变化的角度来看，2016 年下半年煤炭板块实现税前利润约 8.5 亿元，公司所产煤炭主要是用于冶金和燃料，2016 年下半年京唐港主焦煤均价是 1222 元/吨，秦皇岛港 Q5500 动力煤均价是 568 元/吨，当前时点京唐港主焦煤 1510 元/吨，年初以来的均价是 1669 元/吨；当前时点秦皇岛 Q5500 为 686 元/吨，年初以来均价 611 元/吨。我们预计京唐港主焦煤 2017 年的均价在 1300 左右，秦皇岛 Q5500 中枢在 550-570 之间，也就是说 2017 年全年煤价水平和 2016 年下半年接近，这样把 2016 年下半年的业绩年化之后就是 17 亿的税前利润，扣掉 25%的所得税之后还剩 12.75 亿元，再乘以 92%的权益占比得到 11.7 亿元的归母净利。当然这种方式没有考虑煤价复苏之后成本的反弹，大概率高估了一些。

第二，根据历史经验测算。公司商品煤以喷吹煤和动力煤为主，综合售价和行业走势基本一致，我们预计明年秦皇岛 Q5500 动力煤均价在 600 左右，长治喷吹煤均价在 820 左右，推算神火 2017 年煤炭均价 657 元/吨，接近 2012 年的水平。

表 5：线性推算公司综合煤价

单位：元/吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E
秦皇岛 Q5500 均价	819	701	589	517	449	411	380	475	650	600
长治喷吹煤车板价	1200	1068	815	643	573	547	418	561	880	820
神火喷吹煤占比	60%	42%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
神火动力煤占比	40%	58%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
加权价格	1048	855	723	592	522	491	402	526	650	730
公司售价	922	796	647	508	447	405	354	473	585	657
占比	88%	93%	90%	86%	86%	82%	88%	90%	90%	90%

资料来源：wind、招商证券　注：加权价格=喷吹占比*喷吹价格+动煤占比*秦港 Q5500 煤价；占比=公司售价/加权价格

成本方面，2016 年中期的完全成本是 437 元/吨，2016 年公司一次性处理了 23 个亿的整合矿减值损失，这块儿包袱彻底撇清，在煤价复苏的背景下预计完全成本不会大幅反弹，我们假设完全成本回升 23 元/吨到 460 元/吨的水平。

表 6：神火煤炭板块业绩弹性测算

单位：元/吨	弹性测算					
秦港 Q5500	550	570	600	620	640	660
长治喷吹煤	750	800	820	840	860	880
综合售价	601	635	657	675	693	711
完全成本	460	460	460	460	460	460
吨煤利润	141	175	197	215	233	251
所得税	35	44	49	54	58	63
吨煤净利	106	131	148	161	175	188
销量-万吨	796	796	796	796	796	796
煤炭净利	84296	104553	117502	128248	138994	149740
权益占比	92%	92%	92%	92%	92%	92%
权益净利	77411	96012	107904	117772	127640	137508

资料来源：wind、招商证券

销量方面，预计为 800 万吨，测算 2017 年吨煤净利 148 元，煤炭板块净利 11.7 亿，按照 92%的权益占比计算，可实现归母净利 10.8 亿元。

二、新疆电解铝是我国最优质的电解铝生产线之一

1、电解铝产能 146 万吨，产量约 110 万吨

公司从煤炭行业往外延伸的时候选择了煤电铝一体化的方向，现在铝业板块已经形成了从原材料生产到电解铝冶炼再到铝材深加工的完整产业链。目前已经形成 80 万吨氧化铝产能，56 万吨阳极碳块产能，146 万吨电解铝产能，15 万吨铝材深加工能力以及配套的 227 万千瓦的煤电装机。2015 年新疆神火 80 万吨煤电铝一体化项目完全投产，公司电解铝产能跃升至国内第六，仅次于魏桥、中铝、信发、中电投以及东方希望。

表 7：公司电解铝产能跻身国内前十

单位：万吨	权益占比	生产槽型	年产能	吨铝直流电耗	吨铝交流电耗	状态
本部	100%	200KA	6	12,500	12,800	停产
沁澳铝业	70%	290KA	14	12,485	13,340	停产
本部	100%	350KA	46	12,450	13,450	生产
新疆神火	98%	400KA	80	12,400	13,600	生产

资料来源：wind、招商证券

公司电解铝产能分布在河南永城本部（52 万吨）、焦作沁阳（14 万吨），新疆五彩湾（80 万吨）。本部一条生产线由于效益太差而停产，涉及产能 6 万吨，焦作沁澳铝业 14 万吨产能由于效益不佳也一直处于停产状态，公司目前实际开工的仅有本部 46 万吨产能和新疆 80 万吨产能，合计 126 万吨，新疆的电解铝生产线一直处于满产状态，本部的电解铝生产实施以电定铝的策略，即根据本部自备电厂的发电量决定产量。

2016 年公司电解铝产量 114 万吨，同比下降 3 万吨。

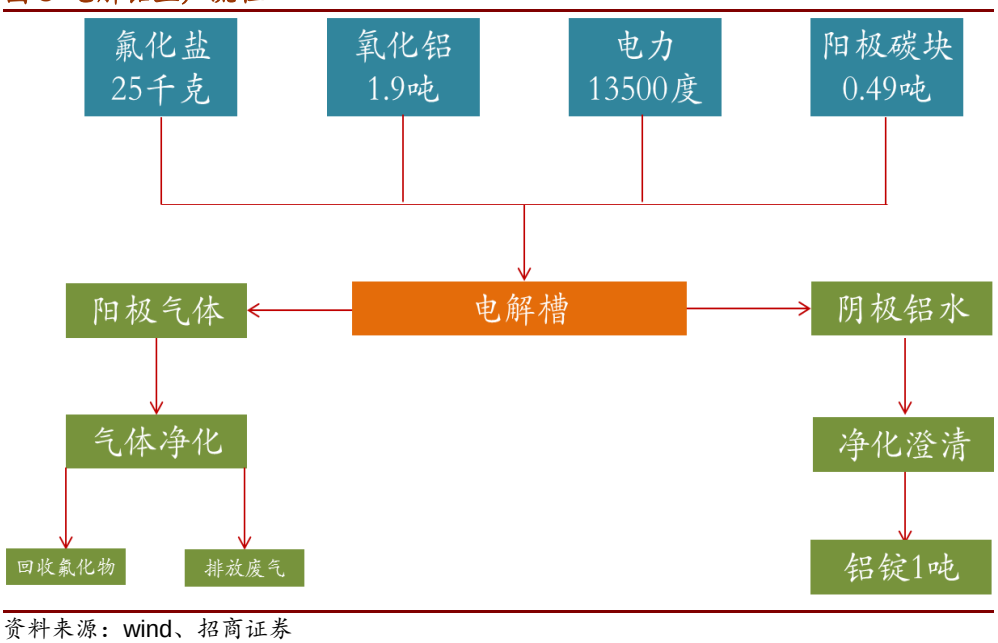
表 8：铝业产量明细

单位：万吨	2011	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016
电解铝产量	48	45	27	53	36	80	58	117	59	114
电解铝销量	48	45	25	52	34	76	56	117	61	114
氧化铝产量	60	83	42	84	41	78	37	76	26	47
氧化铝销量	59	82	40	83	52	79	35	77	26	47
铝材产量	10	7	2	4	2	5	3	5	3	6
铝材销量	10	7	3	5	2	5	3	5	3	6
供电量-亿度		5		48		87		140		127

资料来源：wind、招商证券

公司电解铝生产使用的是经典的冰晶石-氧化铝融盐电解法，熔融冰晶石是溶剂，氧化铝作为溶质，以碳素体作为阳极，铝液作为阴极，通电后在 950℃-970℃高温下下，电解槽内的两极上进行电化学反应。阳极产物主要是二氧化碳和一氧化碳气体，其中含有一定量的氟化氢等有害气体和固体粉尘；阴极产物是铝液，铝液通过真空抬包从槽内抽出，送往铸造车间，在保温炉内经净化澄清后，浇铸成铝锭。

图 8 电解铝生产流程



资料来源：wind、招商证券

从原料的角度来讲，公司阳极炭块实现完全自备，电力和氧化铝需要部分外购。

氧化铝：公司 120 万吨的产量需要约 230 万吨的氧化铝，子公司汇源铝业可以生产约 80 万吨，剩下的供应一半源于中铝，一半源于海外。

电力：新疆有 4*45 万千瓦的自备机组，可以供应 90 多亿度电，新疆地区 80 万吨的电解铝产量，按照 13600 度/吨的电耗来算，需要约 109 亿度电，不足部分从国网外购。河南本部基本上以发电量定电解铝产量。

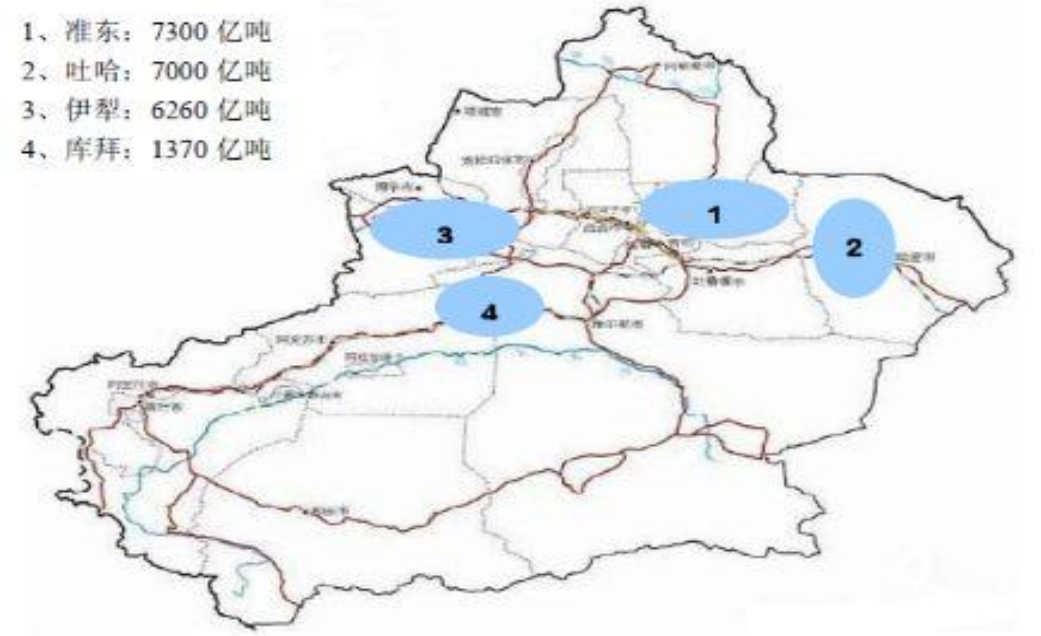
煤炭：新疆电厂煤炭全部外购，大致需要外购 400 万吨；本部电厂使用煤炭分部的 100 多万吨低热值洗沫煤、煤泥，同时外购 100 多万吨电煤掺烧。

2、新疆电解铝电价优势突出，预计 17 年净利 9 亿

新疆电解铝项目的优势在于电价，而电价的优势不仅仅在于自备电厂，更在于新疆地区极其丰富的煤炭资源和十分便利的开采条件，这是中国其他地方所难以比拟的优势。新疆的煤炭资源赋存广，埋藏浅，大部分以露天矿的形式开采，拨开土层之后就是煤层，后期规划的矿井也多是露天矿，原煤的开采成本大都不足 100 元/吨，多数在 70-80 元/吨的水平。而华北地区，即使是在煤炭主要产区的山西省，目前吨电煤的价格也在 300-400 元之间，吨煤开采成本也普遍在 200 以上，煤价差带来的电力成本差就是新疆地区电解铝产能跻身中国最先进电解铝产能的核心竞争优势。

而且这种核心竞争优势是长期存在的，未来中国整个煤炭产量还能有增长的地方主要就是蒙西、陕北、新疆，华北地区基本已经开发完毕，未来随着资源枯竭矿井的退出，产量会逐渐下滑，华南中南两淮地区的产量在供给侧改革之后也会逐渐下降，未来我国煤价的最低区域毫无疑问是在新疆。当前和未来最具成本优势的电解铝产能也会集中在新疆，可以预见的是，内陆地区高成本的生产线将被市场逐渐淘汰，在这个过程中，新疆地区电解铝企业享受低成本带来的超额利润。

图 9 新疆地区煤炭资源储备十分丰富



资料来源：wind、招商证券

具体来说，新疆原料煤全部外部采购，露天煤到厂价仅 89 元/吨，占比 87%，为了防止锅炉结焦，同时采购 13%的低钠井工煤掺烧，井工煤到场价 140 元/吨，平均下来燃煤成本 96 元/吨，度电发电成本仅 1 毛多一点；此外，新疆电厂需要给国家电网缴纳过网费（备用容量费），过网费与电解铝价格挂钩：13000 以上 0.028 元/度，12000 以下，0.018 元/度，12000-13000，0.023 元/度，现在已经恢复到 0.028，综合下来自备电厂的供电成本为 0.1368 元/度。

电耗方面，新疆地区生产线较本部略低一些，13600 度/吨；氧化铝单耗 1.89，阳极炭块单耗 0.47，电解铝的生产技术已经比较成熟，单耗水平基本维持稳定。

表 9：神火新疆电解铝成本

新疆成本测算：	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
氧化铝单耗	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89
氧化铝单价	2296	2257	2096	1590	1808	2517	2350
氧化炉成本	4345	4273	3967	3009	3422	4765	4449
电耗-度	13600	13600	13600	13600	13600	13600	13600
电力完全成本	0.1375	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368
电力成本-元/吨	1870	1860	1860	1860	1860	1860	1860
阳极碳块	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
单价	2551	2809	2800	2800	2750	2700	2700
碳块成本	1247	1376	1316	1316	1293	1269	1269
原材料成本小计	7462	7509	7143	6185	6574	7894	7577
其他费用	3333	2005	2985	1804	2600	2600	2600
完全成本	10795	9514	10128	7989	9174	10494	10177

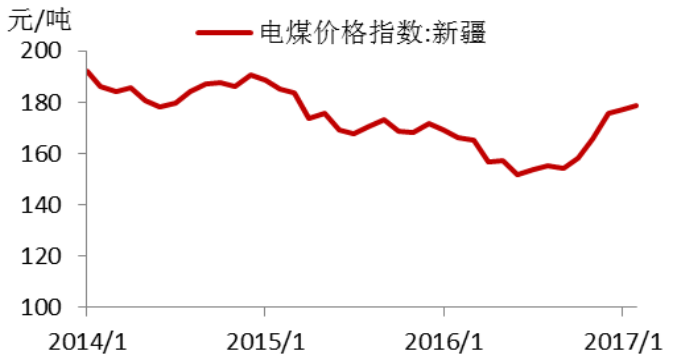
资料来源：wind、招商证券

对于神火在新疆的电解铝项目而言，成本端的变量主要是氧化铝价格，煤价占比不高且波动不大，今年煤价中枢预计整体比 2016 年低，阳极炭块则是完全自备。目前氧化铝市场含税价格大致在 2720 元/吨（不含税 2325），我们在测算 2017 年的成本时假设氧化铝年度均价就在这个位置。根据测算，2017 年神火新疆电解铝完全成本为 10177 元/吨，较 2016 年增加 11%，主要是由于假定氧化铝均价上涨 30%和过网费的提升。

图 10 氧化铝冲高回落

资料来源：wind、招商证券

图 11 新疆电煤价格指数



资料来源：wind、招商证券

铝价方面，我们假设 2017 年电解铝含税均价在 13600 元/吨，扣除 17%增值税后不含税售价 11624 元/吨；以此测算新疆电解铝 2017 年可实现利润 12 亿，净利润 9 亿，按照 98%的权益占比计算，可实现归母净利 8.8 亿。

表 10：新疆电解铝测算

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
综合售价	11268	10102	9948	9035	10912	11624	11624
完全成本	10934	9514	10128	7989	9174	10494	10177
吨铝利润	473	588	(180)	1046	1738	1130	1447
吨铝净利	355	441	-207	1024	1303	848	1085
销量-万吨	39	41	82	41	81	41	83
利润总额	18533	24111	(14786)	42900	140000	46340	120064
净利润	13900	18083	(17011)	41968	105000	34755	90048
权益占比	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
归母净利	13553	17631	(16586)	40918	102375	33886	87797

资料来源：wind、招商证券

3、本部电解铝预计亏损 3-4 亿

河南本部电解铝由于电力成本过高而无法盈利，一方面由于煤价较高，另一方面由于过网费较高（8 分/度）。我们测算本部电解铝 2017 年的完全成本在 12687 元/吨，较 2016 年增加 20%，主要是由于氧化铝和电煤价格中枢的大幅抬升。

表 11：本部电解铝成本测算

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
氧化铝单耗	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
氧化铝单价	2296	2257	2096	1590	1808	2517	2350
氧化炉成本	4408	4334	4024	3052	3471	4833	4512
电耗-度	13700	13700	13700	13700	13700	13700	13700
电力完全成本	0.44	0.42	0.40	0.29	0.30	0.38	0.38
电力成本-元/吨	6028	5754	5480	3973	4110	5206	5206
阳极碳块	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
单价	2551	2809	2800	2800	2750	2700	2700
碳块成本	1250	1376	1316	1316	1293	1269	1269
原材料成本小计	11685	11464	10820	8341	8873	11308	10987
其他费用	1383	1500	1465	1168	1703	1700	1700
完全成本	13068	12964	12285	9509	10577	13008	12687

资料来源：wind、招商证券

铝价我们同样假设在 13600 元/吨，产销量假设在 30 万吨，测算 2017 年本部电解铝亏损 3.2 亿元，由于本部煤炭盈利，可以按 25%抵减母公司企业所得税，实际对归母净利的影响在-2.4 亿（3.2*75%）。

表 12：本部电解铝盈利测算

单位：元/吨	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
电解铝均价	12383	11448	10102	9948	9035	10912	11624	11624
完全成本	14095	13068	12964	12285	9509	11274	13008	12687
吨铝利润额	(1712)	(1620)	(2862)	(2337)	(474)	(362)	(1384)	(1063)
吨铝净利	-1712	-1620	(2862)	(2337)	(474)	(326)	(1384)	(1063)
产量	41	45	17	36	18	33	17	30
销量	41	45	15	35	20	34	17	30
利润总额		(72500)	(42078)	(82414)	(9600)	(12200)	(23526)	(31892)
净利润	(69400)	(72500)	(42078)	(82414)	(9600)	(12200)	(23526)	(31892)

资料来源：wind、招商证券

总的来说，在铝价中枢稳定在 13600 元/吨的前提下，新疆地区预计可实现净利 8.8 亿，本部-2.4 亿，合计净利 6.4 亿。

三、高家庄矿纠纷难解

高家庄矿位于山西省左权县境内，勘查区 108 平方公里，地质储量 10.6 亿吨，煤种为优质贫煤和无烟煤，既可用作动力燃烧，也可洗选后用于冶金高炉喷吹，矿井可按 600 万吨产能设计。在 2012 年公司与潞安集团签订转让合同时，该矿账面价值 6.5 亿元。矿权持有主体为公司在山西设立的全资子公司左权晋源矿业投资有限公司。

- 2007 年 3 月，公司取得山西省左权县高家庄煤矿探矿权。
- 2008 年 2 月，公司向山西省财政厅全额缴纳了探矿权资源价款 51,569 万元。2008 年 10 月，公司委托中国煤炭地质总局一一九勘探队完成了地质勘查精查，并提交国土资源部矿产资源储量评审中心进行评审备案。
- 2009 年 2 月，国土资源部出具了山西省左权县高家庄煤矿勘探报告储量评审备案证明【国土资储量备字（2009）39 号】。

表 13：高家庄矿参数

项目	单位	参数
转让价款	亿元	47
煤种		贫煤、无烟煤
地质储量	亿吨	10.6
设计产能	万吨	600
账面价值	亿元	6.5
勘查区面积	平方公里	108

资料来源：招商证券

2012 年 6 月公司和潞安集团在郑州签订了《山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让合同》，交易总价款 47 亿元，分期支付。随后在 2012 年 12 月与左权县人民政府以及潞安集团签订了《关于山西高家庄煤矿探矿权转让涉及税费缴纳事项之协议书》，按照协议要求高家庄探矿权转让产生的全部税费在左权县税务征管机关缴纳，潞安集团在向神火支付该探矿权转让价款的同时，代扣代缴相关税费。根据协议，代扣代缴相关税费预估数为 12.01 亿元。

表 14：高家庄矿付款明细

支付笔数	支付时间	支付金额（万元）	已支付	占比	尚未支付的逾期价款
1	2012 年 7 月 9 日	93993	93993	20.0%	
2	2012 年 12 月 31 日	126007	136569	26.8%	-10561.86
3	2013 年 6 月 30 日	80000		17.0%	80000
4	2013 年 12 月 31 日	70000		14.9%	70000
5	2014 年 6 月 30 日	32492		6.9%	32491.5
6	2014 年 12 月 31 日	32492		6.9%	32491.5
7	2015 年 6 月 30 日	17492		3.7%	17491.5
8	2015 年 12 月 31 日	17492		3.7%	17491.5
合计		469966	230562	100%	239404

资料来源：wind、招商证券

目前潞安集团仅完成了两笔支付 93939 万元和 136569 万元，同时代扣代缴相关税费 56569 万元，神火实际收到 17.4 亿元，反映在预付款科目，其余款项潞安尚未支付。

公司于 2015 年 2 月 10 日向北京仲裁委员会提交了以山西潞安矿业（集团）有限责任

公司为被申请人的仲裁申请书，要求潞安集团支付 2015 年 2 月前尚未支付的价款 26 亿元，同时主张滞纳金 24 亿元，合计 50 亿元，2015 年 6 月和 12 月到期的两笔合计 3.5 亿价款由于提起仲裁时未到期所以并未主张。

北京仲裁委于 2016 年 3 月 7 日作出裁决书《(2016）京仲裁字第 0289 号》，裁决潞安集团应向公司支付《山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让合同》约定的前六笔转让价款中尚未支付的转让价款 24 亿元，截至 2015 年 2 月 10 日的滞纳金 11 亿元，仲裁请求与反请求相抵后的仲裁费 1210 万元，合计 35 亿元，要求潞安集团自裁决书送达之日起七日内支付完毕。

由于潞安集团七日内未支付相关款项，神火向上海第二中级人民法院提出申请执行，二中院于 2016 年 3 月 7 日向中证登上海分公司和上海市杨浦区房地产交易中心分别出具了协助执行通知书，冻结潞安集团持有的潞安环能（601699）股票 6.28 亿股以及潞安集团位于杨浦区宁国路 438 弄 2 号的全幢房产，潞安环能于 3 月 18 日申请停牌。

潞安集团随后向北京仲裁委提出了仲裁申请，申请神火股份支付潞安集团违约金 18.8 亿元，其他损失赔偿 16.4 亿元，并承担仲裁费用。理由是神火股份怠于履行其合同义务，不仅未在合同签订后二个月内完成探矿权的变更手续，合同签订至今已经将近四年之久，被申请人既未完成案涉探矿权转让的报批手续，更未完成案涉探矿权的变更登记，而潞安方面已经支付了定金和部分转让款，却至今未能取得案涉探矿权，构成严重违约。

目前仲裁仍在进行中，此案牵涉的利益面太广，结果存在很大不确定性。就神火而言，目前矿权还在公司手里，10.6 亿吨的贫瘦煤，按照目前贫瘦喷吹吨煤净利 200 以上的市场行情来看，价值远不止 47 亿，但由于矿区在山西省境内，公司也很难去开发。从现金流的角度来讲，公司为这块资源累计投入约 10 亿，潞安集团预付了 17 亿，神火方面反映在预收款里。

四、投资策略：煤铝弹性共振，业绩有望爆发

根据前文的测算，煤炭板块可实现净利 10.8 亿，新疆电解铝净利 8.8 亿，本部电解铝亏损 2.4 亿，此外还有约 5 亿本部承担的财务费用（这部分财务费用无法分摊到各个业务板块），预计 2017 年可实现归母净利约 13 亿元，而公司 2016 年业绩预告的归母净利是 3-4 亿，也就是说 2017 年业绩将增长 300%以上，煤铝都是高弹性资产，近期国家层面又在酝酿电解铝行业的供给侧改革，相关政策预计会陆续出台，利好电解铝价格，2017 年公司煤铝资产弹性共振将带来业绩的爆发。

表 15：盈利弹性测算

	2017 预测值	变动	影响利润
铝价-含税	13600 元/吨	100 元/吨	9600 万
氧化铝-含税	2750 元/吨	50 元/吨	6220 万
煤价-含税	746 元/吨	10 元/吨	6500 万

资料来源：招商证券

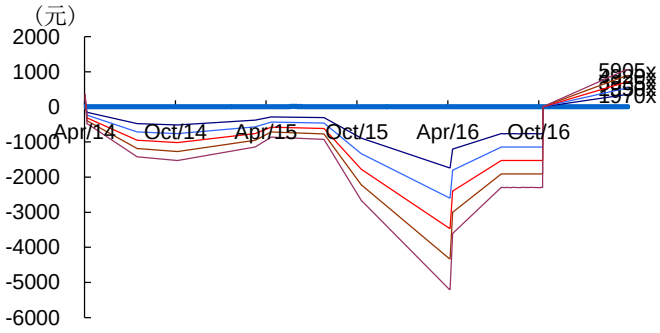
盈利预测与投资评级。预计年报之后公司将摘帽，2017 年 EPS 预估 0.68，我们维持公司“强烈推荐-A”评级，继续推荐，目前股价 7.54，目标价 10-12 元，建议投资者重点配置。

表 16：行业估值比较表

	股价	EPS-15A	EPS-16E	EPS-17E	PE-16E	PE-17E	每股净资产	P/B
炼焦煤								
西山煤电	9.9	0.04	0.13	0.76	76	13	5.2	1.9
盘江股份	7.8	0.01	0.10	0.26	78	30	3.5	2.3
冀中能源	8.0	0.10	0.10	0.50	80	16	5.3	1.5
平煤股份	5.6	-0.91	0.30	0.46	19	12	4.4	1.3
永泰能源	4.1	0.06	0.07	0.07	59	59	1.9	2.2
平均	7.1	-0.14	0.14	0.41	62	26	4.0	1.8
喷吹煤								
阳泉煤业	7.1	0.03	0.13	0.57	54	12	5.6	1.3
潞安环能	8.6	0.03	0.27	0.78	32	11	6.1	1.4
平均	7.8	0.03	0.20	0.68	43	12	5.9	1.3
动力煤								
中国神华	19.2	0.81	1.14	1.71	17	11	15.7	1.2
中煤能源	6.1	-0.19	0.15	0.46	41	13	6.5	0.9
陕西煤业	6.1	-0.30	0.28	0.60	22	10	3.3	1.9
新集能源	4.8	-0.99	0.10	0.40	48	12	1.7	2.8
兖州煤业	11.7	0.17	0.23	1.00	51	12	8.6	1.4
山煤国际	4.9	-1.20	0.13	0.45	38	11	2.0	2.4
平庄能源	5.4	-0.39	-0.31	0.25	-17	22	3.9	1.4
恒源煤电	7.9	-1.38	0.03	0.43	262	18	5.7	1.4
大同煤业	6.1	-1.08	0.11	0.35	56	17	3.1	2.0
昊华能源	7.4	0.05	0.01	0.30	736	25	5.4	1.4
*st 大有	5.1	-0.54	-0.76	0.15	-7	34	2.8	1.8
靖远煤电	4.0	0.16	0.09	0.21	45	19	2.7	1.4
露天煤业	9.0	0.33	0.51	0.78	18	12	5.8	1.5
郑州煤电	5.0	-0.54	-0.59	0.39	-9	13	3.4	1.5
安源煤业	5.4	0.03	-2.02	0.15	-3	36	2.8	1.9
平均	7.3	-0.36	0.08	0.53	93	16	5.0	1.6
一体化								
*st 神火	6.9	-0.88	0.18	0.68	39	10	3.0	2.3
兰花科创	8.1	0.01	-0.64	0.72	-13	11	7.8	1.04
开滦股份	7.3	-0.34	0.36	0.30	20	24	5.5	1.3
上海能源	11.5	0.02	0.61	0.23	19	50	11.8	1.0
平均	8.5	-0.30	0.13	0.47	16	24	7.0	1.4
总平均	7.5	-0.28	0.11	0.51	71	19	5.2	1.6
中值	7.1	0.01	0.13	0.45	39	13	5.2	1.4

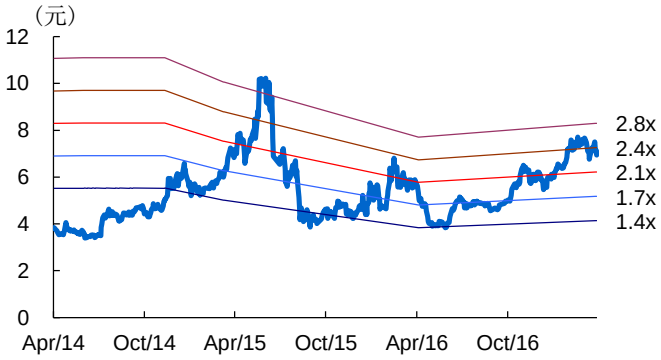
资料来源：招商证券

图 11：*ST 神火历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12：*ST 神火历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

供给侧改革系列

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升——供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
2. 《十三五煤炭消费持续负增长成为常态——供给侧改革系列报告之二》2016/2/2
3. 《1998-2000 年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
4. 《供给侧改革 1.0 侧重全面，去产能效果一般—供给侧改革系列报告之四》2016/2/29
5. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度—供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
6. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
7. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍—供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
8. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你—供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
9. 《回到 276，行业大逆转—供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
10. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中—供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
11. 《从供给拉动切换到需求推动—煤炭行业 2016 年中期策略报告》2016/5/30
12. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨—供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
13. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
14. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
15. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
16. 《目前的煤炭，年初的钢铁—供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
17. 《低库存降无可降，维持股票 50%空间判断—供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
18. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡—供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
19. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
20. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
21. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？——供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/27
22. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/6
23. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
24. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27
25. 《煤价上涨带动煤企业绩大幅改善——供给侧改革系列报告之二十五》2016/10/10
26. 《三类释产保供，急涨煤价承压——供给侧改革系列报告之二十六》2016/10/13
27. 《股价煤价错配调整：最后一定一致——供给侧改革系列报告之二十七》2016/10/19
28. 《供改政策转向，煤价面临压力—煤炭行业 2017 年度投资策略》2016/11/30
29. 《动力煤未来供求及价格走势—供给侧改革系列报告之三十》2017/2/6
30. 《炼焦煤未来供求及价格走势—供给侧改革系列报告之三十一》2017/2/8
31. 《别了，276！—供给侧改革系列报告之三十二》2017/3/6
32. 《煤炭企业 2017 年业绩展望—供给侧改革系列报告之三十三》2017/3/17

公司深度系列

1. 《永泰能源深度报告—持续借力资本市场，助推三大产业转型》2016/3/13
2. 《山煤国际深度报告—扭亏为盈打开新纪元，转型电商提升估值》2016/3/17
3. 《阳泉煤业深度报告—供给侧改革演绎下的高弹性机会》2016/4/6
4. 《神火股份深度报告—受益供给侧改革，积极运作扭亏保壳》2016/4/13
5. 《冀中能源深度报告—高弹性低估值，供给侧行情优选标的》2016/5/1
6. 《潞安环能深度报告—喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
7. 《西山煤电深度报告—供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
8. 《盘江股份深度报告—打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
9. 《*ST 山煤深度报告—扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1
10. 《兰花科创深度报告—煤炭化工双双反弹，估值处于底部区间》2016/12/23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14627	16082	16580	15888	14282
现金	6031	7973	7000	6500	4800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	869	967	1160	1137	1148
应收款项	413	290	326	320	323
其它应收款	478	1071	1285	1259	1272
存货	4251	4570	5363	5256	5309
其他	2585	1211	1445	1416	1431
非流动资产	35810	35679	34491	33403	32381
长期股权投资	800	2913	2913	2913	2913
固定资产	22081	20469	19504	18628	17807
无形资产	5296	5008	4841	4679	4523
其他	7634	7290	7233	7183	7137
资产总计	**50437**	**51762**	**51071**	**49291**	**46663**
流动负债	31486	34165	32868	31258	28539
短期借款	17238	20671	20450	19142	16566
应付账款	2522	2374	2811	2755	2782
预收账款	2242	2411	2855	2797	2825
其他	9484	8708	6753	6563	6365
长期负债	10343	9943	9203	8111	7237
长期借款	7079	6201	5461	4369	3495
其他	3264	3742	3742	3742	3742
负债合计	**41829**	**44108**	**42071**	**39369**	**35777**
股本	1901	1901	1901	1901	1901
资本公积金	1949	1951	1951	1951	1951
留存收益	1415	1815	3092	3950	4847
少数股东权益	3345	1987	2056	2121	2188
归属于母公司所	5264	5666	6943	7801	8698
负债及权益合计	**50437**	**51762**	**51071**	**49291**	**46663**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(736)	611	4158	4335	4241
净利润	(1673)	342	1297	1247	1271
折旧摊销	1500	1543	1510	1438	1372
财务费用	1553	1712	1600	1600	1600
投资收益	32	(857)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(1974)	(811)	(275)	38	(19)
其它	(175)	(1318)	76	63	67
投资活动现金流	(1473)	(2165)	(320)	(349)	(349)
资本支出	(1500)	(637)	(320)	(349)	(349)
其他投资	28	(1528)	0	0	0
筹资活动现金流	2728	1162	(4811)	(4486)	(5592)
借款变动	4416	1543	(3242)	(2547)	(3668)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	2	0	0	0
股利分配	(57)	0	(19)	(389)	(374)
其他	(1640)	(383)	(1550)	(1550)	(1550)
现金净增加额	520	(392)	(973)	(500)	(1700)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17558	16902	20283	19877	20076
营业成本	16334	13107	15516	15206	15358
营业税金及附	116	310	372	364	368
营业费用	563	507	629	616	622
管理费用	618	739	669	656	663
财务费用	1541	1718	1600	1600	1600
资产减值损失	204	2043	40	40	40
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	(32)	857	50	50	50
营业利润	(1851)	(664)	1507	1445	1475
营业外收入	124	78	120	120	120
营业外支出	31	24	30	30	30
利润总额	(1758)	(609)	1597	1535	1565
所得税	81	415	232	223	227
净利润	(1840)	(1025)	1365	1312	1338
少数股东损益	(167)	(1367)	68	66	67
归属于母公司	(1673)	342	1297	1247	1271
EPS（元）	(0.88)	0.18	0.68	0.66	0.67

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-27%	-4%	20%	-2%	1%
营业利润	547%	-64%	-327%	-4%	2%
净利润	356%	-120%	279%	-4%	2%
获利能力					
毛利率	7.0%	22.5%	23.5%	23.5%	23.5%
净利率	-9.5%	2.0%	6.4%	6.3%	6.3%
ROE	-31.8%	6.0%	18.7%	16.0%	14.6%
ROIC	-0.9%	3.6%	7.3%	7.5%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	85.2%	82.4%	79.9%	76.7%
净负债比率	55.0%	58.7%	53.2%	49.9%	44.9%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.7	3.0	3.1	2.9	2.9
应收帐款周转率	36.2	48.0	65.8	61.6	62.5
应付帐款周转率	6.3	5.4	6.0	5.5	5.5
每股资料（元）					
每股收益	-0.88	0.18	0.68	0.66	0.67
每股经营现金	-0.39	0.32	2.19	2.28	2.23
每股净资产	2.77	2.98	3.65	4.10	4.58
每股股利	0.00	0.01	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	-7.9	38.6	10.2	10.6	10.4
PB	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	49.9	21.0	10.9	11.2	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

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。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。
刘文平：中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。
刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015 年 7 月加入招商证券。
招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获 2007~2015 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

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。