

煤炭强支撑，电解铝有起色

买入首次

目标价格：20元

投资要点：

- 📖 煤炭业务综合售价提升，未来3年产量年复合增长超20%
- 📖 电解铝业务阶段性供需失衡，未来强化成本掌控力有望实现扭亏
- 📖 启动非公开增发，扩充资源储备，改善财务结构

报告摘要：

- **业绩释放受制于成本高企。**上半年公司收入及净利润分别同比增长60.3%和-13%，对应EPS0.38元，收入大幅增长源于煤炭综合售价的提升，成本增速快于收入，但整体业绩呈逐季改善态势。
- **煤炭价升量跌，突发事件影响消除。**公司煤炭产销略有下降，部分是受到梁北煤矿遇断层的影响，上半年合计实现收入32.4亿元，同比增长26.6%，综合售价同比增加202元/吨，但毛利率下降2.8个百分点，吨煤毛利同比减少83元/吨。此外，预计公司未来3年产量年复合增长率超过20%，亮点来自梁北煤矿技改、资源整合等。
- **电解铝业务有起色，成本掌控力提升。**上半年铝产品产销分别同比下降17.3%和14.7%，预计净利润较去年同期多亏损2-3亿元，源于国家取消优惠电价推高电力成本，且复产后相关费用增加，但3季度行业出现阶段性供需失衡情况，经营扭亏，公司业绩存在超预期可能。此外，公司将强化成本掌控力以降低经营风险，预计12-13年可实现EPS0.12元和0.2元。
- **增发增添成长动力。**公司近期启动定增，用于煤炭资源整合、紧急避险项目和补充流动资金，有助于增加资源储备，防范安全性风险，改善财务状况，成为股价上行的动力之一。
- **首次给予“买入”评级。**不考虑增发，预计3年公司EPS为0.97元、1.35元和1.64元，对应PE为17倍、13倍和10倍，鉴于未来亮点较多，电解铝业务阶段性好转，明后两年业绩存在超预期可能，6个月目标价为20元。

分析师：

闵丹 (S1180511010010)

电话：010-88085977

 Email: mindan@hysec.com

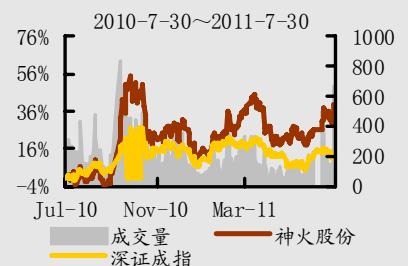
联系人：

王京乐

电话：010-88085230

 Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



数据来源：港澳资讯

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	16902.63	21755.45	26602.48	29262.06
YOY	57.06%	28.71%	22.28%	10.00%
归属母公司净利润	1158.84	1636.37	2262.25	2756.90
YOY	93.31%	41.21%	38.25%	21.87%
EPS(元)	0.69	0.97	1.35	1.64
PE	24	17	13	10

目录

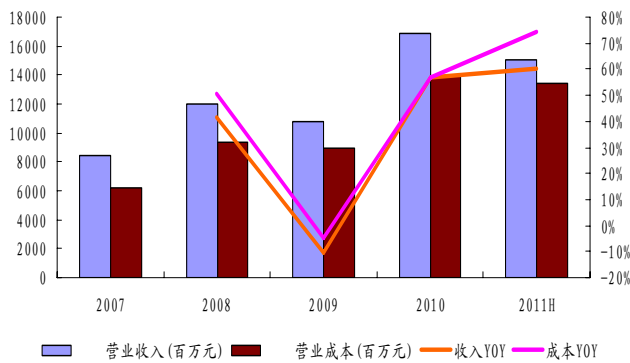
一、业绩释放受制于成本高企.....	错误！未定义书签。
二、煤炭业务：价升量跌，突发事件影响消除.....	错误！未定义书签。
三、电解铝业务：具备改善预期，成本掌控力提升.....	6
四、增发增添成长动力.....	8
五、盈利预测与投资建议.....	8
六、投资风险.....	8

一、业绩释放受制于成本高企

上半年公司累计实现营业收入 150.5 亿元，同比增长 60.3%；实现归属于母公司净利润 6.41 亿元，同比下降 13%，对应 EPS0.38 元。收入大幅增长源于煤炭综合售价的提升，但成本增长超过 70%，导致业绩不尽人意。值得注意的是，2 季度公司收入和净利润分别同比增长 70%和 25.5%，环比增长 60.4%和 54.8%，业绩呈逐季改善态势。

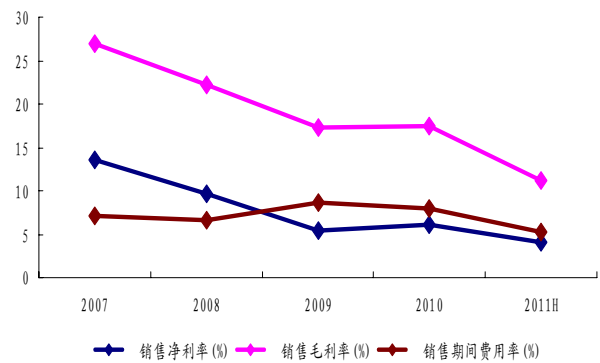
成本上升也使得综合毛利率下降近 7%，影响净利率下降 3.8%，而期间费用率同时下调 1.6%。此外，由于沁澳铝业固定资产处置实现收益 1500 多万，公司营业外收入增长 62%，而资产减值准备大幅下降则得益于电解铝价上涨，存货跌价准备减少 6860 万元。

图 1：公司收入及成本变化



资料来源：宏源证券

图 1：公司相关经营指标变化



资料来源：宏源证券

二、煤炭业务：价升量跌，突发事件影响消除

上半年煤炭行业整体呈现产销两旺态势，公司合计生产煤炭 357.56 万吨，同比略降 1.12%，部分是受到 1-4 月梁北煤矿采掘遇断层的影响，目前已经恢复生产，并布置了备用作业面，全年 90 万吨的目标仍有望实现，而煤炭销量为 355.78 万吨，同比下降 1.5%。

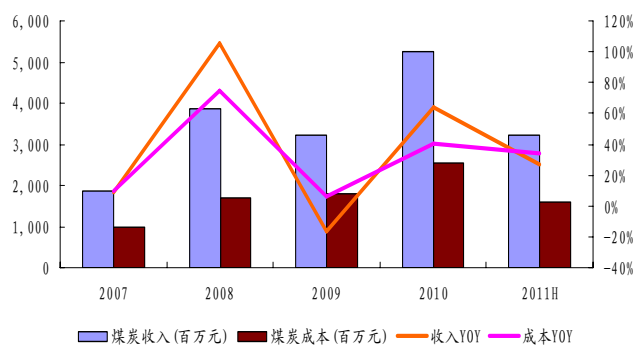
表 1：煤炭业务历史情况

项目	2008	2009	2010	2010H	2011H
煤炭产量	480.06	672.04	711.16	361.62	357.56
煤炭销量	498.15	557.94	718.08	361.1	355.78
综合售价	774.08	576.11	732.26	708.12	910.7
吨煤成本	341.21	323.14	354.14	327.35	446.9
吨煤毛利	432.87	252.98	378.12	380.77	463.8
毛利率	55.79%	43.47%	51.64%	53.63%	50.84%

资料来源：公司公告、宏源证券

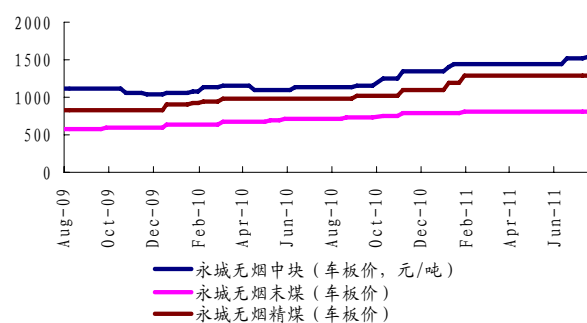
在此基础上，公司煤炭业务实现收入 32.4 亿元，同比增长 26.6%，源于主要产煤地永城、许昌坑口价上涨，综合售价较去年同期增加 202 元/吨，但成本上涨超过收入，毛利率下降 2.8 个百分点至 50.84%，吨煤毛利同比减少 83 元/吨。

图 3: 煤炭业务收入及成本变化



资料来源: 宏源证券

图 4: 永城无烟煤价稳中有升



资料来源: 宏源证券

根据我们的测算，未来 3 年公司煤炭产量分别为 892 万吨、1132 万吨和 1352 万吨，年复合增长率超过 20%，权益产量为 896 万吨、1050 万吨和 1225 万吨，复合增长率接近 15%，贡献 EPS 为 1.1 元、1.19 元和 1.4 元。

未来几年公司煤炭业务的亮点主要包括：1) 盈利能力较强的梁北矿经过技改后产量将升至 240 万吨/年，较目前实现翻番，按照吨净利 250 元/吨计算，新增净利润 3 亿元，对应 EPS0.175 元；2) 整合小煤矿新增产能 462 万吨/年，预计 11-13 年陆续释放产量 150 万吨、350 万吨和 450 万吨，按照吨净利 180 元/吨计算，可增厚 EPS0.12 元、0.28 元和 0.36 元；3) 公司作为河南地区的煤炭资源平台，不排除仍有整合空间；4) 石井、李岗、扒村等煤矿也将陆续形成增量。

表 2: 公司煤炭业务盈利预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量(不含赵家寨)	572.04	711	892	1132	1352
yoy	19.0%	24.3%	25.5%	26.9%	19.4%
权益产量(含赵家寨)	568	790	896	1050	1225
YOY	19.0%	39.1%	13.5%	17.1%	16.6%
其中 永城地区	438.3	474	462	482	482
新庄	274	254	250	250	250
葛店	78	78	70	70	70
刘河	42	42	42	42	42
薛湖	44	100	100	120	120
许昌地区	133.75	237	280	300	420
梁北(98%)	67	97	100	120	240
泉店(82%)	37	100	120	120	120
昆山(67%)	15	20	30	30	30
边沟(51%)	15	20	30	30	30
石井(75%)	0	0	0	0	0
扒村	0	0	0	0	0
郑州地区					
李岗(70%)	0	0	0	0	0
赵家寨(39%)	100	300	300	300	300
山西地区					
高家庄	0	0	0	0	0
郑州、许昌整合煤(57%)	0	0	150	350	450
煤炭销量	557.94	718	892	1121	1338
产销比	98%	101%	100%	99%	99%
公司煤炭综合价格(元/吨)	576	732.3	837	866	875
煤炭业务收入(百万元)	3214	5258	7466	9705	11712
煤炭业务成本(百万元)	1803	2545	3625	4673	5715
吨煤成本	323	354	406	417	427
吨煤毛利	252.9	377.9	431	449	448
毛利率	43.9%	51.60%	51.4%	51.8%	51.2%
吨煤净利	128	202	230	225	220
净利率	22.2%	27.6%	27.5%	26.0%	25.1%
煤炭净利润(百万元)	714	1450	2052	2522	2945
归属于母公司股东净利润	621	1262	1846	1992	2356
贡献 EPS		1.20	1.10	1.19	1.40

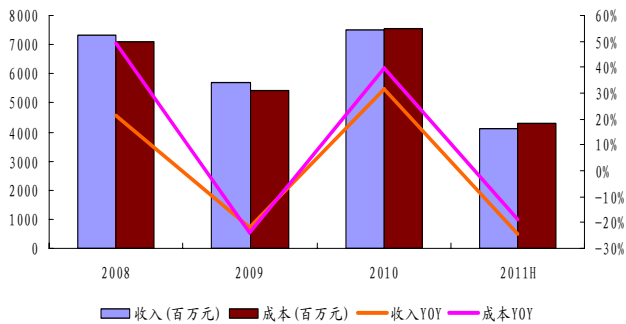
资料来源: 宏源证券

三、电解铝业务：具备改善预期，成本掌控力提升

由于产能过剩，成本上升，电解铝业务经营波动大，对公司业绩形成较大拖累。上半年，公司生产电解铝及铝材产品 24.3 万吨，销售 24.6 万吨，分别同比下降 17.3% 和 14.7%；铝业务整体实现收入 41.2 亿元，同比下降 24.3%，毛利率下降 6.8% 至 -3.8%，营业利润为 -2.68 亿元，预计净利润较去年同期多亏损 2-3 亿元，主要源于国家取消优惠电价推高电力成本，且复产后相关费用增加。

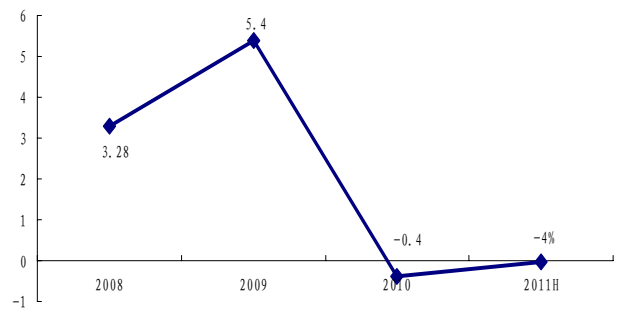
然而，进入 3 季度，下游需求释放、国家限制电解铝产能使行业出现阶段性供不应求的局面，产能利用率接近 2007 年的峰值，铝价持续上行，在 18000 元/吨的现货价格下，具备电力和氧化铝产业链优势的企业可实现较好的盈利水平，因此我们判断公司 3 季度电解铝业务将有明显改善，带动业绩超预期。

图 5：公司电解铝及铝材业务收入及成本变化



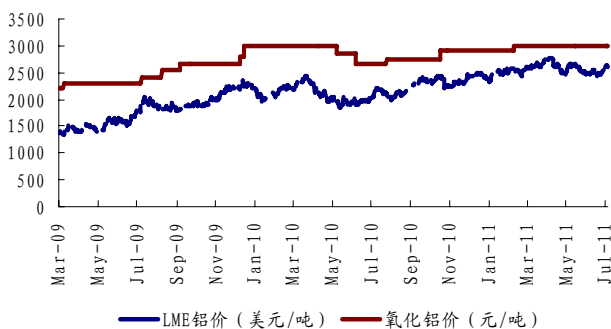
资料来源：宏源证券

图 6：公司电解铝及铝材业务毛利率变化



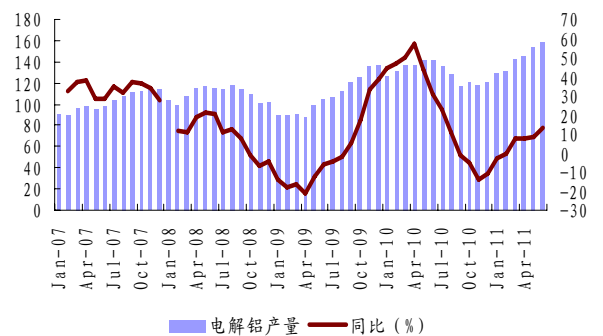
资料来源：宏源证券

图 7：上半年铝价不断攀升



资料来源：宏源证券

图 8：电解铝产量月度变化



资料来源：宏源证券

在假设今年铝价为 17500 元/吨的情况下，我们预计公司电解铝业务仍将出现小幅亏损，贡献 EPS-0.11 元，随后两年将不再对业绩形成拖累，贡献 EPS 为 0.12 元和 0.2 元。

后期公司计划提升对电解铝业务成本的掌控力以应对经营风险，具体措施包括：1) 近期收购神火铝业 30.62% 股权实现绝对控股，完善对氧化铝的布局；2) 今年 10 月份神

火发电 600MW 大机组投产，将电力自供比例由 30%提升至 75%，可节省吨铝成本 700 元/吨，对业绩拉动效应显著。

表 3：公司电解铝业务盈利预测

单位：万吨	2010	2011E	2012E	2013E
神火铝业（100%）	29.5	33	48	48
沁澳铝业（70%）	11	13	14	14
电解铝产量	40.5	46	62	62
权益产量	37.2	42.1	57.8	57.8
电解铝销量	39.63	44.2	57.8	57.8
产销比	107%	105%	100%	100%
电解铝价格 （不含税，元/吨）	14570	14525	14940	15355
电解铝业务收入	5773	6421	8635	8875
吨铝成本	14002	14014	13957	14187
其中 氧化铝价格	4756	4741	4876	5012
占比	34%	34%	35%	35%
电力成本	6837.3	6810.32	6461	6496.5
占比	49%	49%	46%	46%
用电量（度/吨）	14200	14200	14200	14200
自供电力占比	35%	42%	75%	75%
自供电力价格	0.41	0.41	0.42	0.42
自供电成本	2037.7	2445.24	4473	4473
外购电占比	65%	58%	25%	25%
外购电价格	0.52	0.53	0.56	0.57
外购电成本	4799.6	4365.08	1988	2023.5
阳极碳素材料	1334	1334	1434	1434
占比	10%	10%	10%	10%
人工及其他	1075	1128.8	1185.2	1244.5
占比	8%	8%	9%	9%
电解铝营业成本	5549	6195	8067	8200
铝业务费用	718	734	750	770
吨铝净利润	-13.6	-5.0	4.0	6.9
电解铝业务净利润	-539	-223.1	233.3	398.1
归属于母公司净利润	-380	-190	198	338
贡献 EPS	-0.36	-0.11	0.12	0.20

资料来源：宏源证券

四、增发增添成长动力

近期，公司启动非公开增发，计划募资不超过 19.35 亿元用于煤炭资源整合、紧急避险项目和补充流动资金。我们认为，此次增发虽在短期内摊薄业绩，但能够增加公司后期资源储备，防范经营安全性风险，并缓解资金压力，改善财务结构，是刺激股价上涨的动力之一。

表 4：神火股份募投项目情况

项目名称	拟投资资金（万元）
一、煤炭资源整合项目	65279.65
其中：1、向子公司许昌神火矿业集团有限公司增资，用于： （1）向郑州神火矿业投资有限公司增资；（2）收购许昌地区 21 家小煤矿经营性资产（含采矿权）的部分份额	56,020.42
2、向控股子公司郑州神火矿业投资有限公司增资，用于收购郑州地区 7 家小煤矿经营性资产（含采矿权）的部分份额	9,259.23
二、购置井下紧急避险设备（可移动式救生舱）项目	68,800.00
三、补充流动资金	55,000.00
合计	189,079.65

资料来源：宏源证券

五、盈利预测与投资建议

估值上，我们预计未来 3 年公司 EPS 分别为 0.99 元、1.35 元和 1.64 元，对应 PE 为 17 倍、13 倍和 10 倍，假设增发 1.5 亿股，摊薄后 EPS 为 0.89 元、1.24 元和 1.51 元，对应今年 PE 为 19 倍。鉴于公司未来亮点较多，电解铝业务阶段性好转，明后两年业绩存在超预期可能，首次给予“买入”评级，6 个月目标价为 20 元，短期中报业绩不佳提供介入良机。

六、投资风险

- 1) 铝价后期回调，电解铝业务再度亏损
- 2) 整合煤矿达产时间后延
- 3) 后续新增资源储备不足
- 4) 煤炭需求疲弱，涨价乏力

财务报表

利润表(单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	16902.63	21755.45	26602.48	29262.06
减: 营业成本	13948.65	17665.48	20977.93	22564.95
营业税金及附加	120.97	156.64	191.54	210.69
营业费用	240.10	261.07	399.04	438.93
管理费用	458.60	587.40	798.07	877.86
财务费用	634.32	529.58	516.35	459.86
资产减值损失	51.15	50.00	40.00	40.00
加: 投资收益	86.39	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	21.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1557.03	2605.28	3779.55	4769.77
加: 其他非经营损益	-35.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	1521.47	2605.28	3779.55	4769.77
减: 所得税	490.38	926.96	1398.23	1821.21
净利润	1031.09	1678.33	2381.32	2948.56
减: 少数股东损益	-127.75	41.96	119.07	191.66
归属母公司股东净利润	1158.84	1636.37	2262.25	2756.90
EPS	0.69	0.97	1.35	1.64
PE	24	17	13	10

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3383.23	3915.98	4788.45	5267.17
应收和预付款项	2509.56	3717.72	3982.36	4567.27
存货	2006.33	2302.33	2520.18	2727.48
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	343.23	443.23	543.23	643.23
投资性房地产	16.55	17.68	17.20	17.42
固定资产和在建工程	14180.63	13739.69	13739.12	13562.95
无形资产和开发支出	1750.51	1769.41	1794.30	1837.39
其他非流动资产	180.89	180.45	180.00	180.00
资产总计	24370.94	26086.47	27564.84	28802.92
短期借款	3903.86	3230.80	2305.20	390.44
应付和预收款项	6181.68	6331.80	5981.71	5948.14
长期借款	6439.06	6939.06	7439.06	7939.06
其他负债	1883.90	2163.89	2340.55	2448.79
负债合计	18408.50	18665.55	18066.52	16726.42
股本	1050.00	1050.00	1050.00	1050.00
资本公积	245.90	245.90	245.90	245.90
留存收益	3203.73	4620.26	6578.59	8965.11
归属母公司股东权益	4499.63	5916.16	7874.49	10261.01

少数股东权益	1462.81	1504.76	1623.83	1815.49
股东权益合计	5962.44	7420.93	9498.32	12076.49
负债和股东权益合计	24370.94	26086.47	27564.84	28802.92
现金流量表				
经营性现金净流量	2200.97	1327.23	1975.88	2623.72
投资性现金净流量	-2978.13	-2244.07	-1827.95	-1352.86
筹资性现金净流量	1281.99	918.65	596.88	-738.11
现金流量净额	504.82	1.81	744.82	532.75

资料来源：宏源证券

分析师简介:

王京乐: 宏源证券煤炭行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 2 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀中能源、盘江股份、潞安环能、西山煤电、中国神华、神火股份、阳泉煤业、中煤能源、山煤国际等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。