

# 盈利现拐点，明年看高一线

买入维持

目标价格：20元

## 投资要点：

- 下半年梁北矿恢复生产，明年可与整合煤矿合计增产超200万吨
- 参与小煤矿整合具备比较优势，后期仍有想象空间
- 电解铝盈利好转明确，强化成本掌控力降低经营波动

## 报告摘要：

- 梁北矿和整合小煤矿是增产主力。**梁北矿断层影响消除，下半年恢复生产，预计贡献利润约3.4亿元，且改扩建完成后，明年产量有望提升至240万吨，相当于目前的2.7倍，而整合小煤矿实际产量预计在500-600万吨之间，部分矿复工验收后即可量产，我们调整未来3年公司产量为875万吨、1085万吨和1185万吨，年复合增长18.5%，贡献EPS为1.1元、1.31元和1.46元。
- 受益省内资源整合，具备比较优势。**公司在参与小煤矿整合过程中具备一定优势，主要体现在对整合煤矿的生产经营效率较高，不排除后期受益其他煤企方案的调整，以及在禹州地区新增后续储备。
- 铝价有支撑，电解铝有起色。**6月以来电解铝业务减亏显著，神火铝业和沁澳铝业均已在盈亏平衡点之上，后期铝价仍具备较强支撑，复产费用减少，业绩超预期概率加大，预计未来3年贡献EPS为-0.11元、0.16元和0.21元。
- 强化成本掌控力以减少盈利波动。**60万千瓦时的大机组有望年内试产，年发电量升至约48亿千瓦时，自供比例也将超过75%，明年神火铝业吨成本可下降540元，节省总成本2.5亿元，对应EPS0.15元。此外，氧化铝第二条线改建后产能提至48万吨，明年合计产量升至90万吨，自供比例升至50%以上，进一步减少对外部的依赖。
- 维持“买入”评级。**不考虑增发，上调未来3年公司EPS为0.99元、1.46元和1.67元，对应明年PE仅为11倍，6个月目标价20元。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	16902.63	22521.90	26469.86	28295.31
YOY	57.06%	33.24%	17.53%	6.90%
归属母公司净利润	1158.84	1662.30	2445.58	2803.58
YOY	74.57%	65.35%	50.99%	16.48%
EPS(元)	0.69	0.99	1.46	1.67
PE	24	16	11	10

## 分析师：

闵丹(S1180511010010)

电话：010-88085977

Email: [mindan@hysec.com](mailto:mindan@hysec.com)

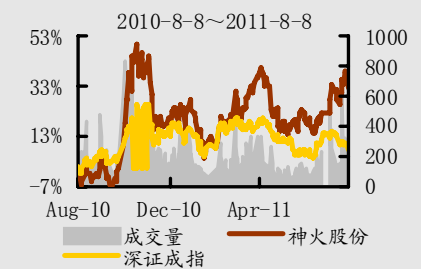
## 联系人：

王京乐

电话：010-88085230

Email: [wangjingle@hysec.com](mailto:wangjingle@hysec.com)

## 市场表现



## 相关研究

- 《宏源证券\*公司研究\*神火股份：煤炭强支撑，电解铝有起色\*000933\*煤炭行业\*王京乐》，2011.8

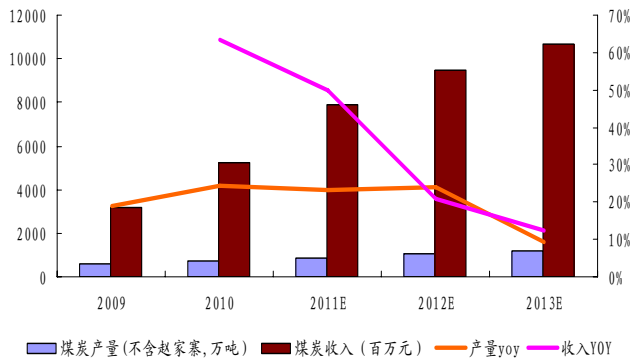
## 一、煤炭业务：成长无忧，整合尚有想象空间

### （一）产量持续增长，梁北矿和整合小煤矿是亮点

梁北矿是公司盈利能力较强的煤矿之一，经测算去年贡献利润接近 5 亿元。今年上半年，梁北矿在经营过程中遇到断层，导致 1-4 月份产出减少，影响全年净利润超过 8000 万元，但下半年将恢复生产，预计可实现净利润 3.4 亿元左右，提升煤炭业务的业绩贡献度。此外，梁北矿在改扩建完成后，明年产量有望提升至 240 万吨，相当于目前的 2.7 倍，而在考虑改扩建时间安排的情况下，我们保守按 180 万吨计算，可较今年增厚 EPS 约 0.27 元-0.3 元。

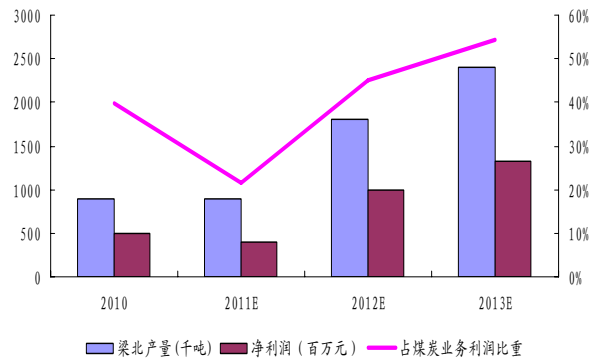
关于各矿的情况，我们还了解到：1) 葛店由于是老矿，未来几年产量略有下降，可维持在 60 万吨/年；2) 薛湖为新矿，明后两年产量略有上升，但初始成本偏高；3) 新庄、泉店、梁北盈利较好；4) 参股的赵家寨主要是电煤，预计吨净利仅为 100 元，全年收益约 3 亿元；5) 预计庇山吨净利约 200 元；6) 全年 800-880 万吨的产量目标仍有望实现。

图 1：公司煤炭产量及收入预测



资料来源：宏源证券

图 2：梁北矿业绩贡献提升

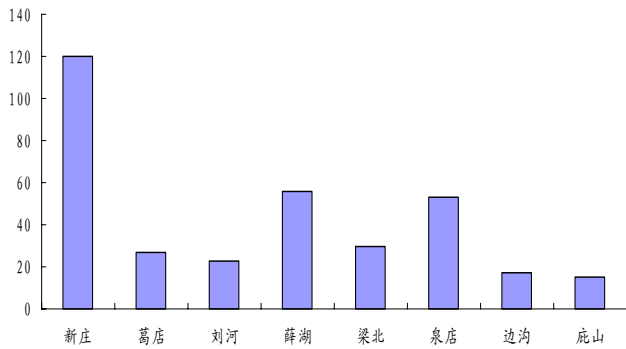


资料来源：宏源证券

公司产量增加还来自整合的小煤矿，合计产能在 700 万吨以上，实际产量预计在 500-600 万吨之间，目前部分矿在做复工验收，很快就可量产，未来三年权益产量预计分别为 150 万吨、260 万吨和 300 万吨。

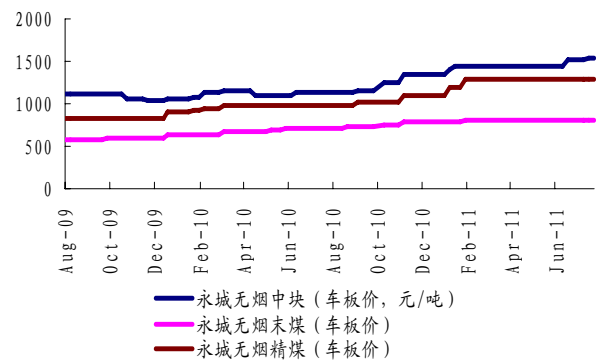
综上所述，我们调整未来 3 年公司产量为 875 万吨、1085 万吨和 1185 万吨，年复合增长 18.5%，对应 EPS 为 1.1 元、1.31 元和 1.46 元。

图 3: 上半年各煤矿产量预测



资料来源: 宏源证券

图 4: 公司煤价保持稳中有升



资料来源: 宏源证券

表 1: 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	875	1085	1185
yoy	19.0%	24.3%	23.1%	24.0%	9.2%
权益产量(含赵家寨)	568	790	872	1027	1106
YOY	19.0%	39.1%	10.4%	17.7%	7.7%
煤炭销量	557.94	718	875	1074	1173
煤炭业务收入(百万元)	3214	5258	7875	9506	10694
煤炭业务成本(百万元)	1803	2545	3792	4732	5358
吨煤成本	323	354	433	441	457
吨煤毛利	252.9	377.9	467	444	455
毛利率	43.9%	51.60%	51.8%	50.2%	49.9%
吨煤净利	128	202	243	248	252
净利率	22.2%	27.6%	27.0%	28.0%	27.6%
煤炭净利润(百万元)	714	1450	2126	2664	2956
归属于母公司股东净利润	621	1262	1850	2211	2454
贡献 EPS		1.20	1.10	1.31	1.46

资料来源: 宏源证券

## (二) 受益省内资源整合, 具备比较优势

2010年3月出台的《河南省煤炭企业兼并实施意见》曾指出政府将大力支持神火集团等六大煤炭企业为主体, 兼并重组 15-30 万吨的中小煤矿, 力争建成 3 个年产 5000 万吨的特大型煤炭企业; 省骨干煤炭企业控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量的 85% 以上, 产量占全省总产量的 75% 以上; 单个矿井生产规模不低于 15 万吨/年。

**表 2：河南主要煤炭企业基本情况**

集团	10 年产量 (万吨)	10 年收入 (亿元)	涉及上市 公司	公司产量 (万吨)	整合区域
中平能化集团	4900	1001	平煤股份	3800	平顶山矿区、韩梁矿区、临汝矿区、禹州矿区、郟县矿区；
河南煤化集团	7401	1400	-	-	永夏矿区、鹤壁矿区、安阳矿区、焦作矿区、济源矿区、新乡矿区； 义煤集团：义马矿区、陕澠矿区、新安矿区、偃龙矿区、宜洛矿区、汝阳矿区
郑煤集团	2202	203	郑州煤电	489	新密矿区、登封矿区、荥巩矿区、新郑矿区、三李矿区
神火集团	1200	300	神火股份	875	永夏矿区、禹州矿区
煤层气开发有限公司	-	-	-	-	利用自身技术力量优势，兼并重组中小煤矿
义煤集团	3100	220	欣网视讯	-	义马矿区、新安矿区、偃龙矿区等

资料来源：宏源证券

我们认为，公司在参与小煤矿整合过程中具备一定优势，且后续仍具备想象空间，主要体现在：

- 人员结构完备，生产、开发能力强，承接煤炭资源后可马上启动计划，投入生产，而相比之下部分煤企则推动速度缓慢，整合方案面临调整，公司有望受益。
- 政府掌握较多优质资源，公司仍有继续在禹州地区扩充储备的预期。

此外，目前公司启动增发也将推动小煤矿整合的步伐，进一步缓解资金和财务压力。

## 二、电解铝业务：产能重启迎合铝价上行

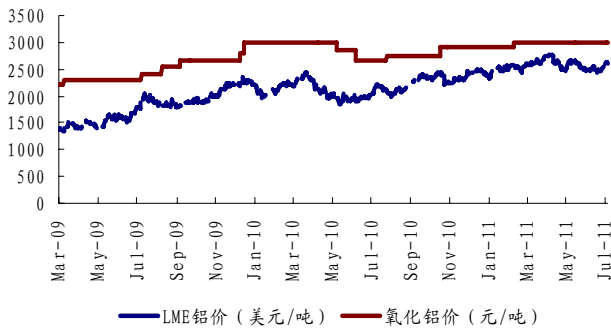
### （一）铝价有支撑，经营有起色

公司上半年铝业务整体经营不佳，主要是因为行业不景气，且 2 月份以来产能重启（神火 38 万吨，沁澳 10 万吨）费用增加，但进入 6 月份以来减亏显著，体现在：1）下游需求上升，成本走高，美债提高上限推动铝价，神火铝业和沁澳铝业分别在 17500 元/吨和 17000 元/吨以上开始盈利；2）近期产能虽还有 9 万吨重启，但费用上较上半年明显减少，因此随着电解铝业务对公司业绩的拖累减少，下半年具备整体超预期的可能。

此外，由于前期神火铝业产能利用率不足，吨折旧成本偏高，且财务费用上升，因此亏损幅度较沁澳铝业更多，下半年再启 9 万吨产能，有助于降低折旧，但同时也会增加费用，对业绩的影响形成对冲。

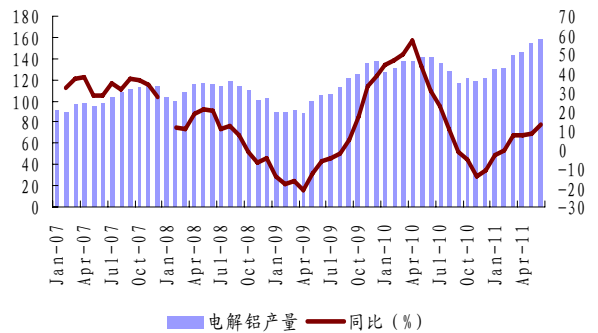
目前公司铝材基本保持盈亏平衡，因此我们重点对电解铝业务进行了测算，预计在明年有望迎来业绩拐点，未来 3 年贡献 EPS 为 -0.11 元、0.16 元和 0.21 元。

图 5: 上半年铝价不断攀升



资料来源：宏源证券

图 6: 电解铝产量月度变化



资料来源：宏源证券

表 3: 公司电解铝业务盈利预测

单位: 万吨	2010	2011E	2012E	2013E
产量	40.5	47	60	60
销量	39.63	43.7	55.8	55.8
价格(不含税, 元/吨)	13821	14620	14850	15215
业务收入(百万)	5477	6383	8286	8490
吨铝成本	14002	14348	14074	14305
营业成本(百万元)	5549	6264	7853	7982
期间费用(百万元)	468	475	490	510
净利润(百万元)	-539	-203	285	400
归属于母公司净利润(百万元)	-380	-191	268	376
贡献 EPS	-0.36	-0.11	0.16	0.21
<b>其中: 神火铝业(100%)</b>				
销量	29	33	46	46
业务收入(百万)	4077	4825	6831	6999
吨铝成本	14372	14413	14239	14507
营业成本(百万元)	4139	4756	6550	6673
期间费用(百万元)	378	390	400	405
净利润(百万元)	-440	-183	210	303
归属于母公司净利润(百万元)	-305	-183	210	303
<b>沁澳铝业(70%)</b>				
销量	11	14	14	14
业务收入(百万)	1520	2047	2079	2130
吨铝成本	13829	14156	14685	15013
营业成本(百万元)	1507	1982	2056	2102
期间费用(百万元)	90	85	90	105
净利润(百万元)	-98	-20	75	97
归属于母公司净利润(百万元)	-69	-14	58	73

资料来源：宏源证券

## (二) 强化成本掌控力以减少盈利波动

电力成本一般在电解铝营业成本中占比 45%-50%之间，公司目前具有 27 万千瓦时（2\*135 机组）的装机容量，年发电量约 22 亿千瓦时，自供比例约为 35%，3 季度以来自供电价接近 0.5 元/度，外购电价已经升至约 0.6 元/度，即内外电价相差 0.1 元/度。为了提高电解铝业务盈利的稳定性，另有 60 万千瓦时的大机组可能年内试产，年发电量升至约 48 亿千瓦时，自供比例也将超过 75%。

假设内外电价差始终为 0.1 元/度，以中值计算，若明年自供比例提升至 75%，神火铝业吨铝成本可降低 540 元，节省总成本 2.5 亿元，对应 EPS0.15 元。

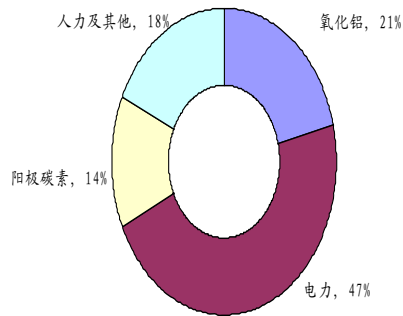
**表 4：自供电价与吨铝成本敏感性分析（神火铝业）**

吨铝成本降幅		自供电价（元/度）				
		0.45	0.47	0.49	0.51	0.53
自供比例	65%	945	675	405	135	-135
	70%	1012	742	472	202	-68
	75%	1080	810	540	270	0
	80%	1147	877	607	337	67
	85%	1215	945	675	405	135

资料来源：宏源证券

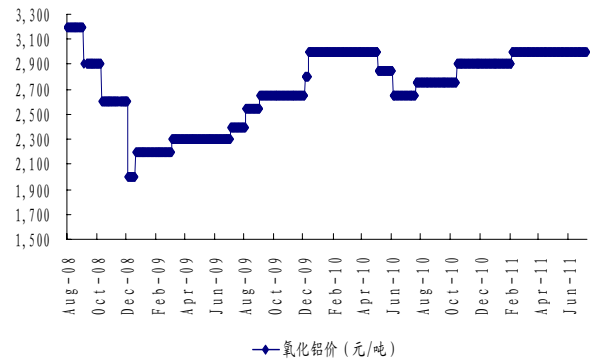
此外，氧化铝在电解铝营业成本中占比 20%-30%之间，公司目前有两条生产线，分别为 32 万吨和 48 万吨，今年计划生产 70 万吨，明年升至 90 万吨（包括 10 万吨氢氧化铝），自供比例升至 50%以上，可见公司煤电铝产业链配套能力不断提高，来降低对外的依赖程度。

图 7: 公司电解铝成本结构



资料来源: 宏源证券

图 8: 氧化铝价格走势



资料来源: 宏源证券

## 四、盈利预测

估值上, 假设未考虑增发, 我们调整未来 3 年公司 EPS 分别为 0.99 元、1.46 元和 1.67 元, 其中煤炭业务贡献 EPS1.1 元、1.31 元和 1.46 元, 电解铝业务贡献 EPS-0.11 元、0.16 元和 0.21 元, 对应 PE 为 17 倍、11 倍和 10 倍, 鉴于公司未来亮点较多, 明年业绩存在超预期可能, 维持“买入”评级, 6 个月目标价为 20 元。

## 五、风险提示

- 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	22521.90	26469.86	28295.31
减: 营业成本	13948.65	18296.20	21237.83	22425.19
营业税金及附加	120.97	162.16	190.58	203.73
营业费用	240.10	304.05	291.17	325.40
管理费用	458.60	585.57	582.34	622.50
财务费用	634.32	535.34	499.27	426.03
资产减值损失	51.15	50.00	30.00	30.00
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
<b>营业利润</b>	1557.03	2688.59	3738.67	4362.47
加: 其他非经营损益	-35.56	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1521.47	2688.59	3738.67	4362.47
减: 所得税	490.38	983.66	1164.38	1363.99
<b>净利润</b>	1031.09	1704.92	2574.30	2998.48
减: 少数股东损益	-127.75	42.62	128.71	194.90
归属母公司股东净利润	1158.84	1662.30	2445.58	2803.58
<b>EPS</b>	0.69	0.99	1.46	1.67
<b>PE</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>10</b>

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	4053.94	4764.57	5157.32
应收和预付款项	2509.56	3938.94	3806.54	4604.86
存货	2006.33	2456.16	2426.10	2789.06
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	13749.12	13582.95
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
<b>资产总计</b>	24370.94	26599.49	27281.06	28812.24
短期借款	3903.86	3372.02	2077.30	0.00
应付和预收款项	6181.68	6680.48	5734.37	6112.79
长期借款	6439.06	6939.06	7439.06	7939.06
其他负债	1883.90	2163.89	2340.55	2448.79
<b>负债合计</b>	18408.50	19155.46	17591.28	16500.64
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	4642.71	6759.73	9186.66
<b>归属母公司股东权益</b>	4499.63	5938.61	8055.63	10482.56



---

少数股东权益	1462.81	1505.43	1634.14	1829.04
<b>股东权益合计</b>	<b>5962.44</b>	<b>7444.04</b>	<b>9689.78</b>	<b>12311.60</b>
负债和股东权益合计	24370.94	26599.49	27281.06	28812.24
<b>现金流量表</b>				
经营性现金净流量	1975.88	2626.14	4297.52	4858.93
投资性现金净流量	-1827.95	-1352.86	-2071.05	-2139.20
筹资性现金净流量	596.88	-602.57	-1515.84	-2326.98
<b>现金流量净额</b>	<b>744.82</b>	<b>670.71</b>	<b>710.63</b>	<b>392.75</b>

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
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 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。