

吸收合并铝业子公司有利发展

买入维持

目标价格： 20 元

投资要点:

- 📖 合并全资子公司神火铝业，有助于提高经营效率，降低成本
- 📖 下半年电解铝业务经营改善，业绩拖累减少
- 📖 在一定程度上享有税收实惠，对全年业绩影响有限

报告摘要:

- **吸收合并神火铝业，子公司变身分公司。**公司公告，拟吸收合并全资子公司神火铝业，并注销其法人资格，使之成为公司的分公司。
- **电解铝业务下半年减亏明显。**上半年神火铝业实现收入 45.6 亿元，实现归属于母公司净利润-2.9 亿元，业绩不佳源于行业产能过剩，成本高企以及公司产能闲置，但 7 月份以来随着铝价走高，公司重启产能后盈利已有所改善，预计下半年铝价支撑力较强，有望维持在盈亏平衡点（17500 元/吨）之上，可减少业绩拖累程度，且未来 60 万千瓦大机组投产后，公司对电解铝业务波动风险的控制力还会提升。
- **可享受税收实惠，全年业绩影响有限。**公司吸收合并亏损子公司将确认一定的损失，但被合并方亏损额也可一定程度抵扣应纳税所得，因此综合作用下，假设神火铝业今年减亏至 1.5 亿元，预计新确认损失近 1000 万元，影响 EPS 不足 0.01 元，且减亏越多影响越小。
- **后期看点颇多，股价动力充足。**我们认为，公司未来看点包括：1) 梁北矿改扩建以及整合煤矿验收后产能释放；2) 电解铝业务节约成本效果显现；3) 增发顺利推进；4) 河南省内扩充资源储备具备空间。
- **维持公司“买入”评级。**鉴于公司业绩拐点已现，利好有望逐一兑现，明年业绩具备超预期可能，继续看好其发展前景。估值方面，假设不考虑增发，维持未来 3 年公司 EPS 为 0.99 元、1.46 元和 1.67 元，对应明年 PE 仅为 12 倍，6 个月目标价 20 元。

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

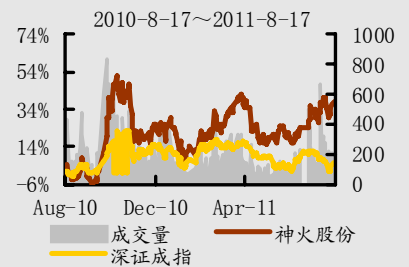
联系人:

王京乐

电话: 010-88085230

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司研究 * 神火股份调研报告: 盈利现拐点, 明年看高一线 * 0 0 0 9 3 3 * 煤炭行业 * 王京乐》, 2011.8
- 2 《宏源证券 * 公司研究 * 神火股份: 煤炭强支撑, 电解铝有起色 * 0 0 0 9 3 3 * 煤炭行业 * 王京乐》, 2011.8

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	17	12	10

表 1: 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
其中: 神火铝业(100%)				
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

资料来源: 宏源证券

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
营业利润	1557.03	2688.59	3738.67	4362.47
加: 其他非经营损益	-35.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	1521.47	2688.59	3738.67	4362.47
减: 所得税	490.38	983.66	1164.38	1363.99
净利润	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
EPS	0.69	0.99	1.46	1.67
PE	24	17	12	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	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
资产总计	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
负债合计	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
归属母公司股东权益	4499.63	5938.61	8055.63	10482.56
少数股东权益	1462.81	1505.43	1634.14	1829.04
股东权益合计	5962.44	7444.04	9689.78	12311.60
负债和股东权益合计	24370.94	26599.49	27281.06	28812.24
现金流量表				
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
现金流量净额	744.82	670.71	710.63	392.75

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。