

煤炭

神火股份 (000933): 未来产能增长较快

—深度分析报告

2012 年 8 月 6 日

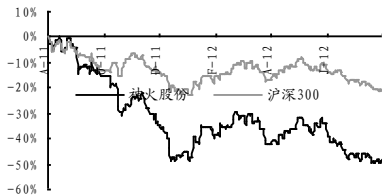
评级: 增持

市场数据	2012 年 8 月 3 日
当前价格 (元)	8.82
52 周价格区间 (元)	8.5
总市值 (百万)	16762
流通市值 (百万)	14817
总股本 (百万股)	190050
流通股 (百万股)	167990.055
日均成交额 (百万)	13541
近一月换手 (%)	16.2
第一大股东	河南神火集团
公司网址	www.shenhuo.com

预测指标	2011	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	30699	33920	37040
净利润 (百万元)	1151	3997	1566
每股收益 (元)	0.61	2.10	0.82
净利润增长率 %	-1%	247%	-61%
市盈率	14.35	4.13	10.55

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
神火股份	-2.6	-23.9	-47.9
沪深 300	-4.7	-13.3	-20.5

分析师: 陆勤

执业证书号: s1030200010028

(010) 65019198

luqin@cscsco.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 陆勤, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司的营业收入主要来自贸易、电解铝深加工和煤炭采掘业。2011 年, 贸易、电解铝深加工和煤炭采掘业行业分别占营业收入的 37.61%、33.64%和 21.2%。因为煤炭产品的毛利率为 48.28%, 而电解铝深加工亏损, 贸易行业微利。所以, 利润构成中, 煤炭行业是公司利润的主要来源, 占营业利润的 93.68%。
- 公司拥有和控制的在产煤矿现有产能 765 万吨。在建和待建矿井包括李岗矿、石井矿和扒村矿, 规划产能 330 万吨。公司通过全资子公司许昌神火和郑州神火, 整合 28 家煤矿。整合后, 新增的煤炭保有储量 15,354.54 万吨, 可采储量 6,597.05 万吨, 总产能 462 万吨。新收购的裕中煤业中生产矿井一对 (30 万吨), 在建矿井两对 (105 万吨), 筹建矿井三对和勘探矿井一对 (255 万吨)。
- 预计公司 12-14 年产能增长主要来自许昌矿区梁北矿、泉店矿的改扩建、整合小煤矿产能的释放、裕中煤业的在产矿以及在在建矿的投产、李岗煤矿和石井煤矿在 2014 年的投产。未来产能将由 765 万吨增长至 1947 万吨, 增长率为 154.5%。产能增长速度较快。
- 投资建议。预计 12-14 年原煤产量分别为 837 万吨、967 万吨和 1122 万吨。2012、2013、2014 年公司分别实现净利润增长 247%、-61%和 26%, 分别实现每股收益 (全面摊薄后) 2.10 元、0.82 元和 1.04 元。考虑公司未来煤炭产量增长较快, 新电厂的投产将使电解铝减亏, 给予公司“增持”的投资评级。
- 风险提示。煤炭价格低于预期以及煤炭安全生产的风险。

公司简介

河南神火煤电股份有限公司是经河南省人民政府豫股批字[1998]第28号文批准，由河南神火集团有限公司和永城市化学工业公司、永城市铝厂、永城市纸业公司、永城市皇沟酒业集团总公司5家单位共同发起设立，于1998年8月31日在河南省工商行政管理局依法登记注册的股份有限公司。1999年8月31日，公司公开发行的股票在深圳证券交易所上市交易。

神火煤电主营业务是煤炭、发电（自发自用）、铝产品的生产、加工、销售。公司利用原煤开发加工的煤炭产品多达十余个品种，无烟煤、洗精煤和洗精块为河南省重点保护产品。

公司构建了完整的煤-电-铝-材产业链。用低热值的混煤矸石及洗选出来的煤泥、洗中煤等劣质煤发电，把廉价的劣质煤炭资源转化为电能；所发电能用于电解铝生产，再通过对电解铝的深加工生产铝硅钛合金等产品，实现资源共享、优势互补。煤电铝一体化经营可以有效降低主导产品的生产成本。

Figure 1 截至2012年3月31日股东结构表

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
河南神火集团有限公司	265,060,400	25.24	A股流通股
商丘市普天工贸有限公司	125,420,494	11.94	A股流通股
河南惠众投资有限公司	69,463,666	6.62	A股流通股
商丘新创投资管理有限公司	49,939,735	4.76	A股流通股
易方达价值成长混合型证券投资基金	35,550,000	3.39	A股流通股
易方达深证100交易型开放式指数证券投资基金	10,609,183	1.01	A股流通股
诺安股票证券投资基金	8,632,060	0.82	A股流通股
广发稳健增长证券投资基金	8,019,668	0.76	A股流通股
全国社保基金一零一组合	8,000,000	0.76	A股流通股
南方成份精选股票型证券投资基金	7,186,168	0.68	A股流通股
合计	587,881,374	55.98	

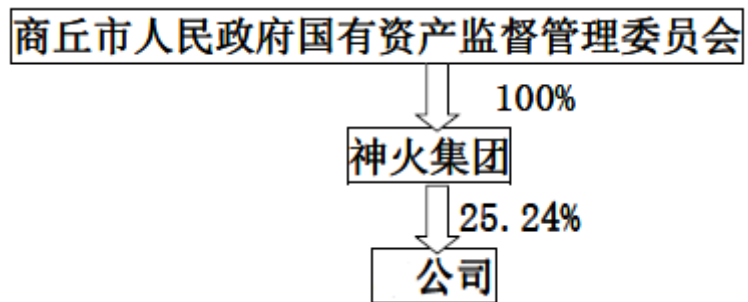
资料来源：公司年报 世纪证券研究所

控股股东河南神火集团有限公司的前身永城矿务局成立于1990年，为国家大型一类企业。1994年9月经河南省计经委批准，以永城矿务局为核心，组建成立河南神火集团有限公司。

神火集团是以煤炭、发电、电解铝生产及产品深加工为主的国家大型企业集团。现有总资产300亿元，员工36000余人，下辖子、分公司20余个，系中国企业500强，河南省重点扶持的煤炭骨干企业和铝加工企业，河南省第一批循环经济试点企业。

2010年，集团实现销售收入230亿元，实现利税28亿元，实现利润16亿元。位居河南工业100强第11位。

Figure 2 公司控股股东及实际控制人产权及控制关系



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

集团的发展战略是到“十二五”末，神火集团煤炭产能将达到5000万吨，电解铝产能达到180万吨，原铝转换率达到60%，氧化铝产能达到200万吨，电厂装机容量4000MW，房地产开发规模120万平方米；实现销售收入1000亿元以上，利税总额240亿元以上，利润总额150亿元以上，企业总资产达到1000亿元以上。

盈利主要依靠煤炭

公司的营业收入主要来自贸易、电解铝深加工和煤炭采掘业。2011年，贸易、电解铝深加工和煤炭采掘业行业分别占营业收入的37.61%、

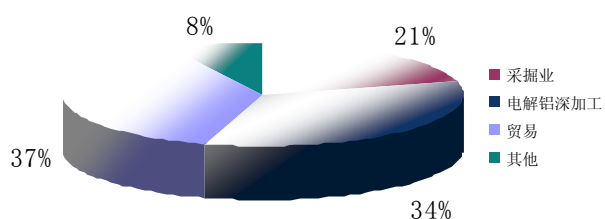
33.64%和21.2%。因为煤炭产品的毛利率为48.28%，而电解铝深加工亏损，贸易行业微利。所以，利润构成中，煤炭行业是公司利润的主要来源，占营业利润的93.68%。

Figure 3 2011年公司各行业收入构成、利润构成、毛利率

	营业收入	营业成本	营业利润	毛利率%
采掘业	21.20%	12.31%	93.68%	48.28
电解铝深加工	33.64%	38.50%	-6.02%	-1.96
贸易	37.61%	41.95%	2.24%	0.65
其他	7.56%	7.24%	10.11%	

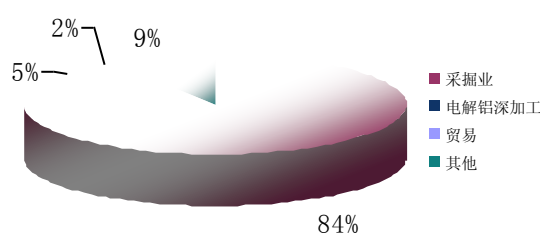
资料来源:公司年报 世纪证券研究所

Figure 4 2011年营业收入构成



资料来源:公司年报 世纪证券研究所

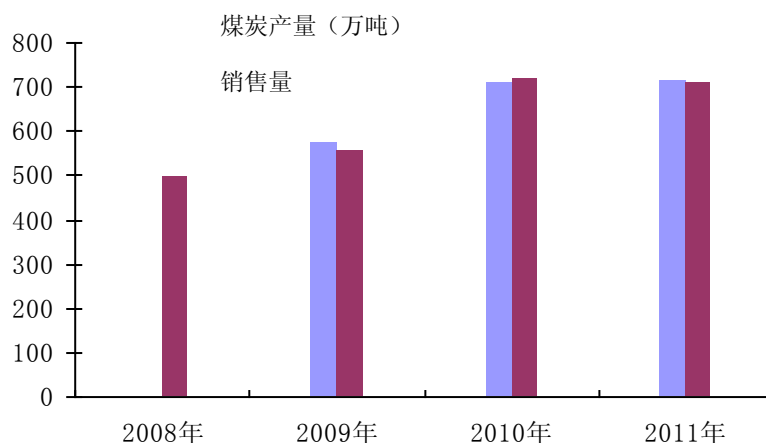
Figure 5 2011年营业利润构成



资料来源:公司年报 世纪证券研究所

公司煤炭产量呈现稳步上涨的趋势。由2007-2011年产量分别增长到480.67万吨、572.04万吨、711.16万吨、711.96万吨。产量的年复合增长率为10.32%。

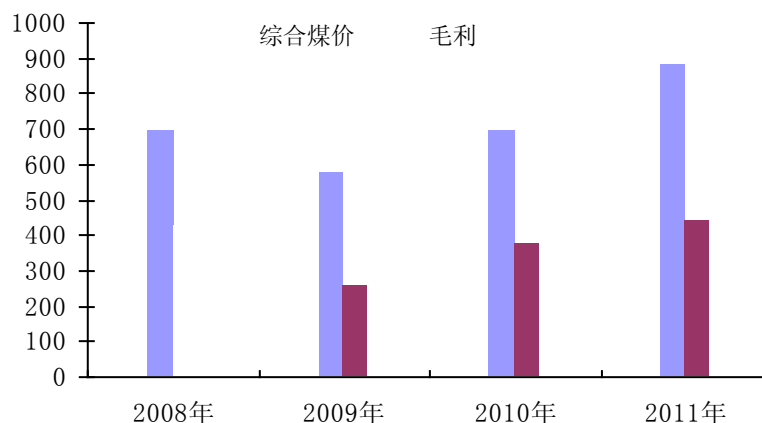
Figure 6 历年煤炭产销量 万吨



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

2007-2011年煤炭销售平均价格分别774元/吨、576元/吨、728元/吨和882元/吨。2008-2011年煤炭的营业收入分别增长-16.6%、70.8%和22.8%。

Figure 7 煤炭销售价格和毛利 元/吨

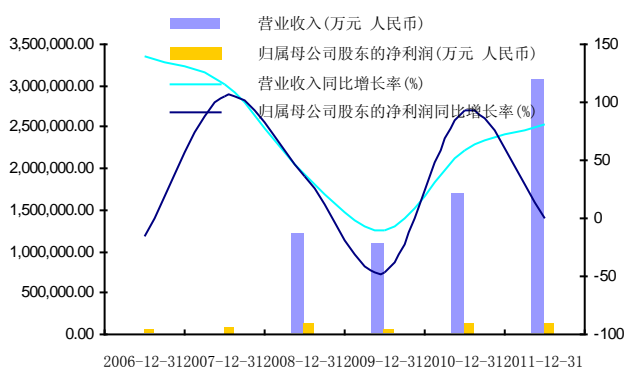


资料来源：公司年报 世纪证券研究所

近几年，公司的营业收入和净利润均保持稳定增长。2007-2011年，公司营业收入的复合增长率为29.33%，净利润的复合增长率为6.61%。净利润复合增长率低于营业收入的符合增长率主要是因为盈利能力的下降。2007-2011年公司的毛利率分别为26.95%、22.12%、17.25%、17.48%和10.92%。

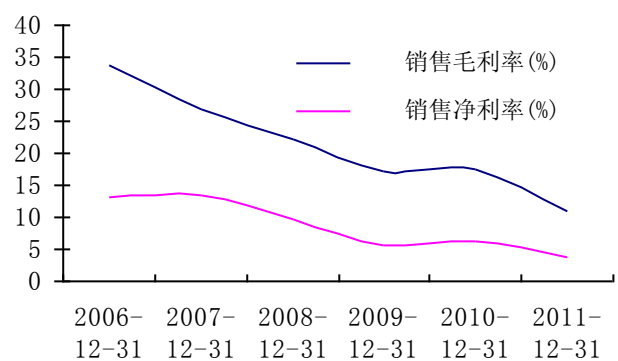
2011年公司实现主营业务收入307亿元，同比增长81.6%，主营业务利润14.4亿元，同比下滑7.6%，公司实现利润总额14.2亿，同比下降6.8%；归属母公司净利润为11.5亿元，环比下降0.71%；实现EPS为0.685元。2011年公司煤炭产量711.96万吨，同比基本持平。吨煤价格上涨188元/吨，幅度为25.82%。铝业资产整体继续大幅亏损。电解铝行业不景气导致公司的电解铝毛利率从-0.4%下降至-1.96%，全年亏损5.4亿元左右。

Figure 8 营业收入、净利润和成长性



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

Figure 9 近5年销售毛利率和净利率



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

公司一季度实现营业收入71.6亿元，同比增长23.8%，归属于上市公司股东净利润2.79亿元，同比增长7.7%。一季度，公司煤炭产量217万吨，同比增加44万吨，增量主要来自于梁北矿和整合矿井。2012年第一季度电解铝业务亏损2.4亿元。

未来煤炭产量增长较快

公司拥有和控制的在产煤矿为薛湖煤矿、新庄煤矿、刘河煤矿、葛店煤矿、鹿山煤业、兴隆矿业（泉店煤矿）、诚德矿业（边沟煤矿）、新龙矿业（梁北煤矿）8个主要煤矿和开采公司。现有产能765万吨。煤质较为优良，煤种主要包括无烟煤和贫煤。

一、永城地区四矿的煤炭产能合计 495 万吨

公司永城地区四矿的煤炭产能合计 495 万吨左右。预计近期永城矿区产量比较稳定。未来永城地区产量增长依靠薛湖煤矿，将扩产至 240 万吨左右。

Figure 10 永成地区煤矿 万吨

煤矿	权益 (%)	煤种	地质储量	可采储量	产能	地区
新庄煤矿	100%	无烟煤	9864	6677	240	永城
葛店煤矿	100%	无烟煤	7865	3322	90	永城
刘河煤矿	100%	贫煤	2268	1101	45	永城
薛湖煤矿	100%	无烟煤、贫煤	20210	9475	120	永城
合计			40,207	20,575	495	

资料来源: 08 神火 CP02 世纪证券研究所

新庄煤矿

新庄煤矿于 1985 年建井，1995 年 12 月正式投产。新庄煤矿位于河南省最东端，与安徽接壤，井田东西宽 3 公里，南北长 7.5 公里，面积约为 22.5 平方公里。煤层倾角 $4^{\circ} \sim 14^{\circ}$ ，可采煤层为二 2 煤层和三 2 煤层，核定矿井年生产能力为 240 万吨。地质储量为 9864 万吨，可采储量为 6677 万吨。煤炭属特低磷、特低硫、高发热量优质无烟煤，是高炉冶炼、水泥化工等工业和民用优质燃料。

新庄煤矿西至永城市 24 公里，东距安徽省淮北市 19 公里，西傍京九铁路，西北 120 公里可达京九、陇海两主干铁路的交通枢纽——商丘车站，东北 94 公里至津浦、陇海两铁路之枢纽——徐州车站，矿区内部有专用运煤铁路与陇海铁路相接。其间均有公路连通。

葛店煤矿

葛店煤矿位于河南省永城市东南部，行政区划属永城市高庄、苗桥两乡。井田东以王庄断层 (F21) 与新庄煤矿毗邻，南与安徽省为界，西至 F4 大断层，北以 F203 断层及二 2 煤-1000m 等高线为界，南北长约 7.5 公里，东西宽 3.6 公里，面积 18.01 平方公里。主要煤种是无烟煤。地质储量为 7865 万吨，可采储量为 3322 万吨。

矿井始建于 1958 年，于 1975 年简易投产，原设计能力为 21 万吨/年。经过 89、95 年两次改扩建，设计能力达到 75 万吨，核定生产能力为 90 万吨。近几年年产量在 70 万吨左右。

刘河煤矿

刘河煤矿位于永城市东北 21km 的刘河乡，井田面积 6.5km²。矿井地质储量 2268 万吨，可采储量 1101 万吨。主采煤层二 2 煤，平均厚度 2.67m，属低灰、特低硫、低磷、高发热量、高灰熔点、易磨碎、极易选的粉状贫煤。设计生产能力为 30 万吨/年，主要生产系统能力 45 万吨/年。

薛湖煤矿

薛湖煤矿位于永城市北部 23km 的薛湖镇，面积 81km²。矿井地质储量 20210 万吨，可采储量 9457 万吨，主采煤层二 2 煤，煤层平均厚度 2.29m，属低灰、特低硫、低磷、高发热量、高灰熔点、易磨碎、易选的无烟煤、贫煤。矿井设计生产能力 120 万吨/年，服务年限 55.1 年，井筒落底标高-780 米，矿井已于 2004 年 12 月开工建设，2009 年建成投产。

二、许昌矿区：产能 270 万吨

公司的许昌矿区包括梁北煤矿、泉店煤矿、边沟煤矿和庇山煤矿。

Figure 11 许昌矿区煤矿 万吨

煤矿	权益 (%)	煤种	地质储量	可采储量	产能	地区
梁北煤矿	98%	瘦煤	25680	13345	90	许昌
泉店煤矿	82%	贫煤	13900	8115	120	许昌
边沟煤矿	51%	贫煤	814	537	30	许昌
庇山煤矿	67%	贫煤	460	320	30	许昌
合计			40854	22317	270	

资料来源: 08 神火 CP02 世纪证券研究所

梁北煤矿

梁北煤矿位于禹州市城南 6 km，井田走向长(东西)10~13 km，倾斜宽(南北)4 km，矿井井田面积 44.8 平方公里。地质储量 25680 万吨，可采储量 13345 万吨。设计生产能力为 90 万吨。该矿开采二叠纪山西组底部二-1 煤层，煤种为瘦煤，煤尘具有爆炸危险性，属煤与瓦斯突出矿井。

泉店煤矿

位于灵井镇西部兴源铺村，煤炭探明储量 1.39 亿吨，可采储量 8115 万吨。煤种为贫煤，具有高燃烧值、低硫、低灰等优点，是工业企业优质能源。年设计开采能力 120 万吨。

庇山煤矿

庇山煤矿位于河南省汝州市朝川矿区中部，井田面积约 9.9 km²。可采煤层二 1 煤层，地质储量 460 万吨，可采储量 320 万吨。煤种为贫煤。地质构造、水文地质条件中等。

边沟煤矿

禹州市边沟煤矿，位于神垕镇北 2 公里边沟村，交通便利。煤种为贫煤。地质储量 814 万吨，可采储量 537 万吨。设计年生产能力 30 万吨。

许昌矿区未来产能和产量增长将依靠梁北矿、泉店矿的改扩建。梁北矿计划由目前的产能 90 万吨改扩建为产能 240 万吨，泉店矿产能 120 万吨改扩建 180 万吨。预计改扩建工程将于 2013 年开始陆续投产。

三、在建矿

公司在建和待建矿井包括李岗矿、石井矿和扒村矿，规划产能 330 万吨。其中，李岗煤矿和石井煤矿均在 2014 年以后陆续投产，扒井井田还在规划中。

Figure 12 在建矿的生产情况 万吨

在建煤矿	权益 (%)	煤种	地质储量	可采储量	产能	地区	投产时间
李岗煤矿	70%	无烟煤	12,641	7,745	120	郑州	14 年以后投产
石井煤矿	75%	无烟煤	9,746	6,342	120	永州	14 年以后投产
扒村井田	100%	贫煤		6,100	90	禹州	规划
合计			22,387	20,187	330		

资料来源:10 神火 CP01 世纪证券研究所

四、参股煤矿：赵家寨煤矿产能 300 万吨

赵家寨煤矿是由郑煤集团控股，省地方国有煤矿排头兵神火集团和省煤田地质局参股进行联合开发建设，三方的股本分别占 51%、39% 和 10%。煤田位于新郑市西部的辛店镇，面积 49 平方公里，煤田地质储量 3.3738 亿吨，可采储量 18556 万吨，年生产能力 300 万吨。该矿每年为公司贡献 1 亿元以上的投资收益。

五、整合矿：产能 462 万吨

公司通过全资子公司许昌神火和郑州神火，整合 28 家煤矿。整合后，新增的煤炭保有储量 15,354.54 万吨，可采储量 6,597.05 万吨，总产能 462 万吨；煤炭权益地质储量 0.87 亿吨，权益可采储量 0.38 亿吨，权益产能 252 万吨。整合矿将于 12 月开始陆续复产，预计 12 年产量在 60 万吨左右。

Figure 13 被兼并重组小煤矿煤炭资源情况

序号	合资公司名称	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	生产规模 (万吨/ 年)	服务年限 (年)	矿区面积 (平方公里)	煤种
1	神火隆祥	696.01	381.66	21	12.12	3.694	无烟煤
2	神火隆兴	573.1	232.47	15	11.07	1.1134	无烟煤
3	神火隆源	1,696.33	776.26	21	28.43	6.0565	无烟煤
4	神火双耀	268.49	134.79	15	6.42	1.2365	无烟煤
5	神火义隆	226.21	83.87	15	4.3	1.1528	贫煤
6	神火荣泰	473.07	243.41	15	11.59	1.9149	焦煤
7	神火永和	593.3	324.55	15	15.45	1.7	无烟煤
8	神火昌平	478.19	274.63	15	14.08	0.8149	贫煤
9	神火文峪	218.62	129.43	15	6.16	1.4661	无烟煤
10	神火兄弟	239.29	75.29	15	3.86	1.2559	烟煤
11	神火冠源	604.09	246.61	15	11.74	1.4389	贫瘦煤
12	神火圃晟源	166.53	115.45	15	5.5	1.0987	贫瘦煤
13	神火九华山	406.86	181.69	15	8.65	1.1486	无烟煤
14	神火广鑫	1241	204.5	15	9.09	1.9319	无烟煤
15	神火正德	313.5	221.96	15	11.38	3.8174	无烟煤
16	神火金鹏	489	129.62	15	6.17	2.535	贫瘦煤
17	神火润太	209.49	117.71	15	6.04	0.4849	无烟煤
18	神火宽发	213	146.57	15	6.98	0.9242	贫煤
19	神火隆庆	786.3	484.28	15	23.06	2.2726	无烟煤
20	神火春风	175.02	72.81	15	3.47	0.7642	无烟煤
21	神火隆瑞 (筹)	2,063.00	728.08	30	17.34	4.5516	无烟煤
22	神火金源	271.62	123.62	30	2.94	1.4504	无烟煤
23	神火李宅	141.58	93.1	15	4.43	0.478	无烟煤
24	神火振兴	337.83	178.7	15	8.51	0.5444	无烟煤
25	神火兴盛	391.04	172.52	15	8.22	1.066	无烟煤
26	神火昶达	850.65	245.08	15	11.67	1.932	无烟煤
27	神火生达	778.75	336.3	15	16.01	2.4301	无烟煤
28	神火盛泰	452.67	142.09	15	6.77	1.0696	贫煤

资料来源：三吉利能源拟转让裕中煤业股权项目资产评估报告书 世纪证券研究所

六、裕中煤业：未来合计产能 390 万吨

2月，公司公告了以6.1亿元收购裕中煤业51%的股权。裕中煤业现有四家控股子公司，分别是新密市超化煤矿有限公司、新密市恒业有限公司、郑州丰祥贸易有限公司、河南省恒福商贸有限公司。裕中煤业通过四家子公司共控制七对矿井，其中生产矿井一对（30万吨），在建

矿井两对（105万吨），筹建矿井三对和勘探矿井一对（255万吨），总资源储量4.88亿吨，可采储量2.03亿吨。煤种为贫瘦煤和无烟煤为主。在建矿井在14年和15年投产，未来合计产能390万吨，权益产能139万吨。

Figure 14 裕中煤业产能情况 万吨

下属公司(70%)	矿井名称	剩余储量	可采储量	生产能力	剩余年限	煤种	状态
	超化	224	83	30	1.98	贫煤	在产
超化公司	大磨岭	8523	3567	60	42.26	贫瘦煤	在建, 剩余工期 28 个月
	崔岗	3666	2189	45	34.75	贫瘦煤	筹建
恒业公司	和成	8081	2680	45	42.54	无烟煤	在建, 剩余工期 20 个月
	李沟	10350	2872	60	/	无烟煤	勘探, 铁矿权
丰祥公司	窦沟	11093	4739	90	37.61	无烟煤	筹建
恒福公司	翟沟井	7923	4170	60	50.68	无烟煤	筹建
合计		49860	20300	390			
权益合计		17800	7247	139			

资料来源：收购郑州裕中煤业公告 世纪证券研究所

预计公司12-14年产能增长主要来自许昌矿区梁北矿、泉店矿的改扩建、整合小煤矿产能的释放、裕中煤业的在产矿以及在建矿的投产、李岗煤矿和石井煤矿在2014年的投产。公司的中期产能将由765万吨增长至1947万吨，增长率为154.5%。产能增长速度较快。

新电厂投产电解铝有望减亏

公司的电解铝产品包括电解铝、铝合金及型材、高精度双零铝箔等。主要产品的年产能分别为电解铝66万吨/年，铝合金及型材22万吨/年，氧化铝80万吨/年。河南神火铝业股份有限公司、沁阳沁澳铝业有限公司主要生产电解铝；河南有色汇源铝业有限公司主要经营氧化铝；河南神火铝材有限公司、商丘阳光铝材有限公司主要经营铝合金及型材。

Figure 15 公司铝产品产能情况 万吨

企业名称	权益	产能	产品	地区
河南神火铝业	100%	52	电解铝	永城
沁阳沁澳铝业	70%	14	电解铝	沁阳
河南神火铝材	100%	10	铝材	沁阳
商丘阳光铝材	60%	12	铝材	商丘
河南汇源铝业	98.93%*75%	80	氧化铝	鲁山

资料来源: 10 神火 CP01 世纪证券研究所

电解铝生产的电力成本约占总生产成本的 44.70%。目前国内吨电解铝电耗在 14,200 千瓦时。自备电厂的运营将使公司具备较强的竞争优势。

公司现有电厂装机容量 27 万千瓦,公司新建 60 万千瓦装机的火电机组将在今年投产。预计新电厂完全投产后将新增 48 万千瓦时的发电量。按照全年 58.5 万千瓦时的发电量,公司的电力自给率接近 80%。如果以目前的 0.49 元/度的上网电价和 0.64 元/度的外购电价进行计算,新电厂将使公司年成本下降 7.2 亿元。2011 年电解铝亏损约 5.4 亿元。2012 年第一季度电解铝业务亏损 2.4 亿元。新电厂的投产将降低公司电解铝的亏损额。

2012 年转让高家庄探矿权获投资收益 26 亿元

为调整、优化资产结构,盘活存量资产,购买和开发省内优质煤炭资源,公司与潞安集团于 2012 年 6 月 27 日在河南省郑州市签订了《山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让合同》,就高家庄煤矿探矿权转让事宜达成一致意见,双方确认交易总价款为 46.9966 亿元。

2007 年 3 月 3 日,公司依法取得山西省左权县高家庄煤矿探矿权。2008 年 2 月 15 日,公司向山西省财政厅全额缴纳了探矿权资源价款 51,568.53 万元。截至转让前,公司累计投入 64,845.19 万元。

公司自从获取高家庄煤矿探矿权后,一直未获得其采矿权。公司转让山西省左权县高家庄煤矿探矿权的主要目的是为了调整、优化资产结构,盘活存量资产。公司将获得投资收益 28.66 亿元(税后),按公司未摊薄前的股本计算,将增加每股收益 1.718 元/股。公司通过盘活存量资产将获得较为充沛的资金,这将为公司进一步收购、开发省内优质煤炭资源创造有利条件。

投资评级

预计公司 12-14 年产能增长主要来自许昌矿区梁北矿、泉店矿的改扩建、整合小煤矿产能的释放、裕中煤业的在产矿以及在建矿的投产、李岗煤矿和石井煤矿在 2014 年的投产。预计 12-14 年原煤产量分别为 837 万吨、967 万吨和 1122 万吨。

Figure 16 原煤产量、销售量、价格等预测 万吨 元/吨

产量	2011	2012E	2013E	2014E
永城矿区	477.21	477	477	477
许昌矿区	234.75	270	310	320
重组小煤矿	0	60	150	250
在建煤矿	0	0	0	30
裕中煤业	0	30	30	45
产量合计	711.96	837	967	1122
销售量	709.34	835	965	1120
煤炭综合价格	882	875	880	900
煤炭成本	443	462	510	536

资料来源：公司年报 世纪证券研究所

Figure 17 铝产品销售量预测 万吨

	2011年	2012E	2013E	2014E
铝产品销售量	58.52	72.00	78.00	82.00
其中 电解铝	48.18	52	58	62
铝材产品	10.34	20	20	20
氧化铝	59.22	70	80	80

资料来源：公司年报 世纪证券研究所

预计 2012、2013、2014 年公司分别实现净利润增长 247%、-61% 和 26%，分别实现每股收益（全面摊薄后）2.10 元、0.82 元和 1.04 元。

目前公司 2012 年-2014 年的动态市盈率分别为 4.13 倍、10.55 倍和 8.39 倍。同期 A 股的煤炭行业 2012-2014 年平均动态市盈率分别为

12.3倍、9.9倍和8.83倍。因为2012年的低市盈率来自投资收益，不具有可比性，而2013-2014年，公司与行业的动态市盈率基本相当，并不具有估值优势。

Figure 18 公司动态市盈率明显高于行业均值

	2012E	2013E	2014E
公司	12.3	9.9	8.83
煤炭采选业	4.1	10.5	8.4
公司高出行业%	-66.4%	6.5%	-5.0%

资料来源：WIND 世纪证券研究所

用DDM估值方法进行估值，得出公司的合理价值为9.7元，具有一定的上涨空间。

Figure 19 DDM 预测参数 1

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.776	1.100
无风险利率	4.00%	4.00%
市场的预期收益率	9.00%	8.00%
股权资本成本 (K_e)	12.88%	8.40%

资料来源：天软 世纪证券研究所

Figure 20 DDM 预测

1、高速增长阶段折现系数	2012E	2013E	2014E
高速增长阶段 K_e	12.88%	12.88%	12.88%
高速增长阶段折现系数	0.8859	0.8859	0.8859
2、永续增长阶段折现系数			
永续增长阶段 K_e	8.40%		
永续增长阶段折现系数	0.8859		
3、折现			
高速增长阶段折现	0.133	0.133	0.133
永续增长阶段折现	6.514		

资料来源：天软 世纪证券研究所

Figure 21 DDM 预测

公司价值	9.70
其中：高速增长阶段现值	3.189
其中：永续增长阶段现值	6.514

资料来源：天软 世纪证券研究所

考虑公司未来煤炭产量增长较快，新电厂的投产将使电解铝减亏，维持公司“增持”的投资评级。

Figure 22 财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	9729	11153	13799	16328	营业收入	30699	33920	37040	40041
现金	3443	4109	6139	8088	营业成本	27346	30573	33277	35694
应收账款	142	157	171	185	营业税金及附加	148	190	198	217
其他应收款	462	518	563	610	营业费用	251	277	303	327
预付账款	2280	2550	2775	2977	管理费用	516	570	623	673
存货	2231	2526	2738	2941	财务费用	835	817	554	544
其他流动资产	1171	1294	1413	1528	资产减值损失	124	20	10	10
非流动资产	20348	18259	17630	17049	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	754	617	663	647	投资净收益	-41	4000	40	40
固定资产	11952	10074	9477	9106	营业利润	1439	5472	2116	2614
无形资产	1923	2176	2429	2682	营业外收入	57	0	0	0
其他非流动资产	5719	5391	5061	4613	营业外支出	77	0	0	0
资产总计	30077	29412	31429	33377	利润总额	1419	5472	2116	2614
流动负债	16880	10666	11470	11821	所得税	308	1586	618	733
短期借款	7208	500	800	500	净利润	1111	3886	1498	1882
应付账款	2132	2842	2927	3199	少数股东损益	-40	-111	-68	-88
其他流动负债	7539	7324	7743	8122	归属母公司净利润	1151	3997	1566	1969
非流动负债	6269	6269	6269	6269	EBITDA	3461	7320	3722	4249
长期借款	5583	5583	5583	5583	EPS (元)	0.68	2.10	0.82	1.04
其他非流动负债	686	686	686	686					
负债合计	23149	16935	17739	18090	现金流量表				
少数股东权益	1467	1356	1288	1200	单位:百万元				
股本	1680	1901	1901	1901	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	365	1941	1941	1941	经营活动现金流	3246	3240	2759	3254
留存收益	3223	7086	8367	10051	净利润	1111	3886	1498	1882
归属母公司股东权益	5461	11121	12402	14087	折旧摊销	1187	1030	1051	1090
负债和股东权益	30077	29412	31429	33377	财务费用	835	817	554	544
					投资损失	41	-4000	-40	-40
					营运资金变动	78	318	-230	15
					其他经营现金流	-7	1189	-75	-237
重要财务指标					投资活动现金流	-4878	3858	-284	-223
单位:百万元					资本支出	4165	0	0	0
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	长期投资	-786	-137	46	-15
营业收入	30699	33920	37040	40041	其他投资现金流	-1499	3721	-239	-239
收入同比(%)	82%	10%	9%	8%	筹资活动现金流	1048	-6432	-445	-1082
归属母公司净利润	1151	3997	1566	1969	短期借款	3304	-6708	300	-300
净利润同比(%)	-1%	247%	-61%	26%	长期借款	-856	0	0	0
毛利率(%)	10.9%	9.9%	10.2%	10.9%	普通股增加	630	221	0	0
ROE(%)	21.1%	35.9%	12.6%	14.0%	资本公积增加	119	1577	0	0
每股收益(元)	0.61	2.10	0.82	1.04	其他筹资现金流	-2149	-1520	-745	-782
P/E	14.35	4.13	10.55	8.39	现金净增加额	-585	666	2030	1949
P/B	3.02	1.48	1.33	1.17					
EV/EBITDA	8	4	8	7					

资料来源:天软 世纪证券研究所

风险提示

煤炭价格低于预期、煤炭安全生产的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.