深度报告

能源

煤炭

神火股份（000933） 谨慎推荐

目标价: 元 昨收盘: 29.21 元 （首次）

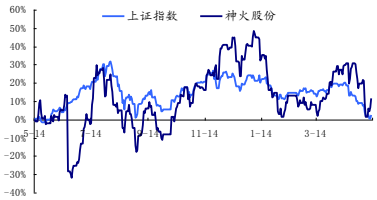
2010 年 05 月 14 日

本报告的独到之处

■

■

一年该股与上证综指走势比较



股票数据	
总股本/流通 A 股(百万股)	750/750
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	21908/21908
上证综指/深圳成指	2710.51/10417.81
12 个月最高/最低（元）	40.63/17.71

财务数据	
净资产值(百万元)	3532
每股净资产(元)	4.71
市净率	5.89
资产负债率	81%
息率	2.4%

相关研究报告:

煤炭行业研究小组

联系电话: 0755-82130681
010-66022025
021-60933144

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

首次覆盖

煤炭盈利增长 电解铝扭亏

●煤炭业务 10 年价涨量增，业绩将大幅增长

公司煤炭业务是利润的主要来源，10 年煤价缓步上涨，预计综合煤价比 09 年上涨 8%。同时，10 年薛湖、泉店、庇山和边沟的技改后的产能扩张，预计新增权益产量 103.4 万吨，较 09 年增长 18%。梁北矿实施扩建，预计 12 年下半年产能达到 240 万吨。09~12 年煤炭产量年均复合增长率 13.3%。12 年后还有超过千万吨的产能会逐步投产。

●电解铝业务将扭亏为盈

持股 69.38%的神火铝业电解铝产能 52 万吨，10 年后产能将逐渐释放，10~12 年预计产量 34、43 和 52 万吨。10 年以来由于下游需求复苏，平均铝价已经较 09 年平均铝价上涨了 17%。电解铝业务跨过盈亏平衡点，10 年将变拖累公司业绩为促进公司业绩增长。

●赵家寨煤矿投资收益贡献每股收益 0.16 元

公司持股 39%的赵家寨煤矿，10 年正式投产，可年产原煤 300 万吨。并且计划 2-3 年内开发出来一个新采区，产量达到 450-500 万吨。预计 10~12 年赵家寨矿每年为神火股份贡献投资收益 1.2 亿元，折合每股收益 0.16 元。

●风险提示

电力供应不足或者成本上涨影响电解铝正常生产或成本上升；房地产紧缩可能影响较大，导致煤炭、电解铝下游需求下降。

●合理价值在 32～36 元/股之间，给予“谨慎推荐”评级

预计公司 10~12 年 EPS 分别为 1.67、1.79 和 2.37 元，年均复合增长率为 43.5%。我们认为公司股票合理价值区间为 32～36 元，对应 10 年 PE 为 19.2~21.6 倍，11 年 PE 为 17.9~20.2 倍，12 年 PE 为 13.5~15.2 倍。鉴于公司 10 年煤炭产能扩张、价格回升、投资收益增加，电解铝业务扭亏，给予公司“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10,762	14,617	16,442	22,198
(+/-%)	-10.4%	35.8%	12.5%	35.0%
净利润(百万元)	599	1251	1340	1775
(+/-%)	-47.9%	108.7%	7.1%	32.5%
每股收益（元）	0.80	1.67	1.79	2.37
EBIT Margin	11.8%	15.2%	14.5%	13.1%
净资产收益率（ROE）	17.0%	28.4%	25.1%	26.9%
市盈率（PE）	36.55	17.51	16.35	12.35
EV/EBITDA	18.13	10.87	10.18	9.25
市净率（PB）	6.20	4.97	4.10	3.33

投资摘要

估值与投资建议

综合绝对估值和相对估值的结果，我们预计公司 10~12 年 EPS 分别为 1.67、1.79 和 2.37 元，年均复合增长率为 43.5%。我们认为公司股票合理价值区间为 32~36 元，对应 10 年 PE 为 19.2~21.6 倍，11 年 PE 为 17.9~20.2 倍，12 年 PE 为 13.5~15.2 倍。鉴于公司 10 年煤炭产能扩张、价格回升、投资收益增加，电解铝业务扭亏，给予公司“谨慎推荐”评级。

核心假设或逻辑

（1）煤炭业务：预计 10~12 年公司煤炭产量为 697、762 和 832 万吨。煤炭综合售价为 670.90、671.58 和 673.85 元/吨，10 年公司综合煤价上涨 8%左右。（2）电解铝业务：预计 10~12 年公司电解铝产量为 50、59 和 68 万吨。电解铝综合售价为 13823.57、14100.05 和 14100.05 元/吨，预计 10 年上涨 15%。

与市场预期的差异之处

在电解铝产量预测上，相对比较保守，主要考虑到公司电力供应和保障问题。同时在煤炭价格的预测上，通过对不同煤种价格的预测结合公司各煤种的预测产量进行加权平均得出综合煤炭售价，相对更为客观。同时，电解铝的价格预测也相对较为保守。

股价变化的催化因素

随着经济的复苏，煤炭价格自 09 年以来一直沿着上升通道稳步上涨，10 年公司综合煤价将保持高位，均价超越 09 年。同时，电解铝价格回升，公司电解铝业务开始扭亏为盈，同时产量逐步释放。参股公司下属赵家寨煤矿的投资收益 10 年开始贡献。

核心假设或逻辑的主要风险

1、对于高耗能的电解铝行业实施差别电价，导致公司电解铝成本上升。

2、网电供应不能满足公司电解铝产量释放的需要。

3、煤炭和电解铝由于房地产紧缩导致的需求下降，价格下滑。

内容目录

投资摘要 **2**
内容目录 **3**
图表目录 **4**
估值与投资建议 **5**
绝对估值法：31.23～36.83 元/股 5
相对估值法：30.06～33.4 元/股 6
估值结论：合理估值区间为 32～36 元/股 7
公司概况：打造煤-电-铝-材产业链 **8**
业务结构：煤炭和铝为主业 8
收入结构：煤炭是主要利润来源 8
煤炭：产能扩张确保业绩增长 **9**
煤炭探明地质储量 24 亿吨 9
10 年公司煤炭权益产量将增长 18% 10
12 年以后将有超过 1000 万吨新建产能陆续建成 11
煤炭价格回升提升公司业绩 11
10 年赵家寨矿投资收益将贡献 0.16 元的 EPS 11
电解铝：10 年将实现扭亏为盈 **12**
外部竞争环境改善 12
铝价缓慢回升 12
电解铝产量逐步释放 13
氧化铝自给率 10 年将达 49% 13
未来电力自给率提高将确保电解铝正常生产 14
财务分析 **15**
盈利能力分析 15
偿债能力分析 15
营运能力分析 16
盈利预测 **16**
煤炭业务假设 16
铝及铝制品业务假设 17
净利润年均复合增长 43.5% 17
核心判断的主要风险 **18**
附表 1：财务预测与估值 **19**
国信证券投资评级 **20**
免责条款 **20**

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设 5
表 2: 绝对估值的基本假设条件 5
表 3: FCFE 值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 （元/股） 5
表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 （元/股） 5
表 5: 神火股份与国内同业公司估值水平比较 6
表 6: 神火股份与国外同业公司估值水平比较 7
图 1: 神火股份股权结构 8
图 2: 神火股份业务结构 8
图 3: 神火股份收入及归属母公司净利润变化 （百万元） 9
图 4: 神火股份分产品收入结构和毛利率水平 （百万元） 9
图 5: 神火股份分产品毛利情况 （百万元） 9
图 6: 神火股份 09 年分煤种销量占比 10
表 7: 神火股份煤炭产量 （万吨） 10
图 7: 永城无烟煤价格变化 （元/吨） 11
图 8: 许昌瘦精煤价格变化（元/吨） 11
图 9: LME 铝价 （美元/吨） 12
图 10: SHFE 铝价（人民币元/吨） 12
表 8: SHFE 历年铝的均价变化 （人民币元/吨） 13
表 9: 神火股份铝及铝制品产量 (万吨) 13
表 10: 神火股份氧化铝产量及自给率 (万吨) 13
表 11: 神火股份电力产量及自给率 14
图 11: 神火股份与行业 ROE 和 ROA 比较 15
图 12: 神火股份与行业销售毛利率比较 15
图 13: 神火股份与行业流动比率比较 15
图 14: 神火股份与行业资产负债率比较 15
图 15: 神火股份与行业存货周转率比较 （次） 16
图 16: 神火股份与行业应收账款周转率比较（次） 16
表 12: 煤炭业务盈利预测 16
表 13: 电解铝业务盈利预测 17
表 14: 铝材业务盈利预测 17
表 15: 神火股份 10~12 年利润表预测 18

估值与投资建议

绝对估值法：31.23～36.83 元/股

我们采用三阶段模型，对神火股份的价值进行 DCF 折现。由于公司未来资产注入的预期时间不确定，暂未考虑资产注入对公司盈利的影响，未来资产注入确定以后将相应调整公司盈利预测。根据我们的假设得到神火股份绝对估值的合理区间在 31.23～36.83 元之间，价值中枢为 34.03 元。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	35.82%	12.49%	35.01%	17.50%	12.25%	8.58%	6.86%	6.72%	6.59%	6.46%
营业成本/营业收入	79.29%	80.05%	81.58%	80.77%	79.96%	79.16%	78.37%	77.59%	76.81%	76.04%
管理费用/营业收入	2.97%	2.94%	2.91%	2.85%	2.79%	2.74%	2.68%	2.63%	2.57%	2.52%
销售费用/销售收入	1.56%	1.55%	1.53%	1.50%	1.47%	1.44%	1.41%	1.38%	1.36%	1.33%
营业税及附加/营业收入	0.83%	0.82%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.22%	Ke	15.81%
行业平均 Beta	1.56	风险溢价	6.5%
公司市值（E）	21908	E/(D+E)	70.60%
债务总额(D)	9121	D/(D+E)	29.40%
Kd	5.3%	WACC	12.33%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：FCFE 值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 （元/股）

31.23	14.8%	15.3%	**15.81%**	16.3%	16.8%
3.5%	37.37	35.23	33.28	31.49	29.86
3.0%	36.43	34.40	32.54	30.84	29.27
2.5%	35.57	33.64	31.86	30.23	28.73
2.0%	34.77	32.93	**31.23**	29.67	28.22
1.5%	34.04	32.28	30.65	29.15	27.75

资料来源：国信证券经济研究所

表 4：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 （元/股）

36.83	11.3%	11.8%	**12.33%**	12.8%	13.3%
3.5%	50.34	45.78	41.77	38.21	35.02
3.0%	47.84	43.66	39.95	36.63	33.66
2.5%	45.63	41.76	38.31	35.21	32.42
2.0%	43.65	40.06	**36.83**	33.92	31.29
1.5%	41.88	38.52	35.49	32.75	30.26

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：30.06～33.4 元/股

我们预测神火股份10～12年每股盈利为1.67、1.79和2.37元，动态市盈率为17.51、16.35和12.35倍。我们结合相对估值方法，对公司的合理价值做出判断。

表 5：神火股份与国内同业公司估值水平比较

	股价	EPS				PE			PB	EPS 年均复合
国内煤炭公司	2010-05-13	2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010-05-10	增长率(09-12 年)
国投新集	12.70	0.45	0.78	1.08	1.14	16.22	11.79	11.14	3.83	36.34%
中煤能源	10.11	0.50	0.67	0.82	1.01	15.17	12.27	10.03	1.96	26.34%
潞安环能	35.46	1.83	2.43	2.90	3.38	14.57	12.22	10.50	4.52	22.57%
平煤股份	21.98	1.01	1.57	1.79	1.95	13.96	12.25	11.28	4.01	24.53%
昊华能源	37.26	1.37	1.76	2.19	2.57	21.17	16.98	14.52	10.13	23.26%
中国神华	24.51	1.52	1.85	2.06	2.26	13.28	11.91	10.84	2.88	14.10%
大同煤业	35.39	1.78	2.08	2.34	2.58	17.03	15.11	13.74	3.60	13.10%
开滦股份	18.05	0.67	0.90	1.10	1.35	20.12	16.44	13.33	4.46	26.43%
恒源煤电	28.43	1.41	0.80	0.97		35.40	29.39		3.68	
山煤国际	22.57	1.00	1.26	1.66	1.86	17.97	13.58	12.11	6.69	23.06%
上海能源	20.60	1.31	1.69	1.96	2.32	12.21	10.53	8.87	3.14	21.05%
盘江股份	21.73	1.01	1.42	1.89	2.43	15.26	11.53	8.92	4.49	34.00%
国阳新能	41.27	1.93	2.38	2.69	3.16	17.34	15.33	13.05	6.63	17.88%
兖州煤业	21.10	0.79	1.44	1.73	2.06	14.67	12.18	10.26	3.66	37.64%
兰花科创	31.31	2.22	2.75	3.20	3.64	11.37	9.80	8.61	3.37	17.82%
露天煤业	23.85	0.88	1.16	1.39	2.16	20.61	17.16	11.04	8.21	34.90%
西山煤电	30.08	0.92	1.83	2.36	2.96	16.43	12.72	10.18	7.25	47.56%
煤气化	16.62	0.74	1.00	1.55	1.81	16.66	10.73	9.16	3.06	34.91%
冀中能源	29.34	1.39	2.18	2.42	2.45	13.49	12.13	11.97	3.56	20.85%
平庄能源	10.82	0.46	0.79	1.00	1.26	13.63	10.77	8.61	3.70	39.77%
靖远煤电	14.02	0.30	0.67	0.84		20.78	16.75		6.10	
国内平均		1.12	1.50	1.81	2.23	17.02	13.88	10.96	4.71	27.16%
中位数		1.01	1.44	1.79	2.26	16.22	12.25	10.84	3.83	24.53%
神火股份	**29.21**	**0.80**	**1.67**	**1.79**	**2.37**	**17.51**	**16.35**	**12.35**	**6.20**	**43.54%**

资料来源：wind，国信证券经济研究所

根据最新的收盘价计算的10~12年国内煤炭公司动态PE均值为17.02、13.88和10.96倍，而我们预测的神火股份对应的PE要低于市场行业同类公司的PE水平。

09~12年国内同业公司预测的每股收益的年均复合增长率为27.16%，而神火股份为43.5%。公司业绩比行业增长更快的原因主要是10年预计增长较快，净利润预增达到108.7%。

考虑到经济复苏所带来的煤炭和电解铝行业的景气恢复，以及公司的快速增长，我们给予公司 10 年 18~20 倍市盈率，对应公司的股价范围为 30.06~33.4 元。

表 6：神火股份与国外同业公司估值水平比较

国外煤炭公司	所属国家	股价 2010-05-07	EPS 2010E	EPS 2011E	EPS 2012E	PE 2010E	PE 2011E	PE 2012E	EPS 年均复合增长率 (10-12 年)
PEABODY ENERGY	US	43.52	3.11	4.66	5.08	14.02	9.34	8.56	27.95%
CONSOL ENERGY	US	41.17	2.95	4.25	5.43	13.96	9.69	7.58	35.66%
COAL & ALLIED IN	AU	89.90	7.09	9.69	9.21	12.68	9.27	9.77	13.96%
ADARO ENERGY TBK	IJ	2000.00	124.91	170.47	205.63	16.01	11.73	9.73	28.30%
BANPU PUB CO LTD	TB	658.00	49.29	62.51	66.07	13.35	10.53	9.96	15.78%
ALPHA NATURAL RE	US	44.00	3.29	4.90	6.08	13.36	8.97	7.24	35.87%
RASPADSKAYA	RM	194.49	0.14	0.65	0.87	46.93	9.80	7.33	153.07%
BUMI RESOURCES	IJ	2350.00	0.02	0.03	0.03	12.64	9.36	8.15	24.50%
INDO TAMBANGRAYA	IJ	36000.00	0.28	0.38	0.46	13.78	10.25	8.40	28.08%
TAMBANG BATUBARA	IJ	17950.00	1165.93	1512.48	1628.29	15.40	11.87	11.02	18.18%
WALTER ENERGY	US	78.10	9.67	11.93	11.17	8.08	6.55	6.99	7.47%
ARCH COAL INC	US	24.98	1.16	2.42	2.98	21.57	10.34	8.38	60.45%
MASSEY ENERGY CO	US	34.97	2.13	5.10	6.11	16.39	6.86	5.72	69.23%
NEW HOPE CORP LT	AU	4.76	0.22	0.24	0.27	21.44	20.17	17.89	9.46%
NEW WORLD RESO-A	LN	805.50	0.87	1.11	1.11	10.93	8.61	8.58	12.88%
MACARTHUR COAL	AU	14.16	0.49	1.18	1.28	28.96	12.04	11.07	61.73%
BAYAN RESOURCES	IJ	5950.00	286.06	690.96	574.65	20.80	8.61	10.35	41.73%
WHITEHAVEN COAL	AU	5.01	0.14	0.26	0.42	35.03	19.05	11.82	72.19%
WESTERN COAL COR	CN	5.59	0.13	0.93	1.08	44.02	6.01	5.16	192.02%
ALLIANCE RESOURC	US	45.10	5.44	5.27	6.54	8.29	8.55	6.90	9.59%
STRAITS ASIA RES	SP	1.97	0.10	0.17	0.26	14.72	8.51	5.54	62.98%
INDIKA ENERGY	IJ	2725.00	207.03	270.15	320.25	13.16	10.09	8.51	24.37%
RIVERSDALE MININ	AU	8.64	0.00	0.08	0.34	2880.00	113.68	25.71	958.30%
CENTENNIAL COAL	AU	4.71	0.17	0.38	0.46	27.38	12.46	10.22	63.71%
BELON-CLS	RU	1.14	0.04	2.87	4.90	964.97	12.13	7.09	1066.67%
COAL OF AFRICA L	AU	2.03	0.00	0.28	0.63	1015.00	7.36	3.22	1674.82%
GLOUCESTER COAL	AU	11.83	0.54	1.05	1.29	21.91	11.29	9.20	54.32%
GUJARAT NRE COKE	IN	79.30	2.56	7.95	15.26	30.94	9.98	5.20	144.01%
BOGDANKA	PW	70.05	4.83	6.66	10.48	14.50	10.51	6.69	47.27%
DELTA DUNIA MAKM	IJ	990.00	143.29	177.99	195.81	6.91	5.56	5.06	16.90%
GRANDE CACHE COA	CN	6.46	0.21	1.44	1.52	30.33	4.48	4.24	167.49%
NIPPON COKE & EN	JP	163.00	10.40	14.20	15.30	15.67	11.48	10.65	21.29%
JAMES RIVER COAL	US	18.66	2.72	2.68	2.42	6.85	6.95	7.72	-5.79%
CLOUD PEAK ENERG	US	14.46	1.10	1.23	1.68	13.13	11.74	8.63	23.34%
SEDGMAN LTD	AU	1.52	0.12	0.15	0.17	12.67	9.87	8.94	19.02%
COCKATOO COAL	AU	0.42	0.00	0.02	0.00	415.00	23.06	138.33	73.21%
均值			56.57	82.69	86.21	163.08	13.24	12.38	148.06%
中位数			1.13	2.55	2.70	15.53	9.92	8.45	35.76%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

估值结论：合理估值区间为 32～36 元/股

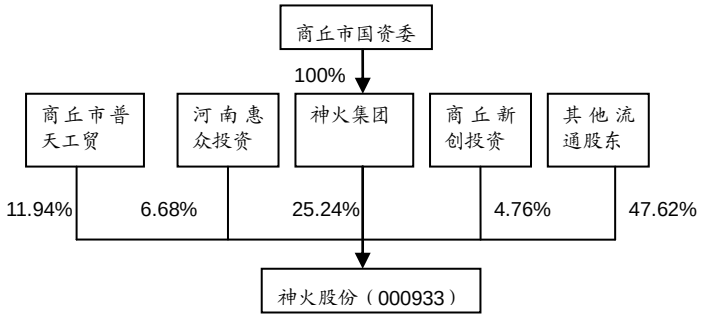
综合绝对估值和相对估值的结果，我们预计公司 10~12 年 EPS 分别为 1.67、1.79 和 2.37 元，年均复合增长率为 43.5%。我们认为公司股票合理价值区间为 32～36 元，对应 10 年 PE 为 19.2~21.6 倍，11 年 PE 为 17.9~20.2 倍，12 年 PE 为 13.5~15.2 倍。鉴于公司 10 年煤炭产能扩张、价格回升、投资收益增加，电解铝业务扭亏，给予公司“谨慎推荐”评级。

公司概况：打造煤-电-铝-材产业链

神火煤电股份有限公司位于苏、鲁、豫、皖交界处的河南省商丘市下辖的永城市。1999年公开发行7000万股，并于1999年8月31日在深交所上市。经过配送、转增之后，目前股本为7.5亿股，全部为流通股。

神火股份的母公司神火集团，拥有公司25.24%的股份，神火集团属于商丘市国资委全资附属的国有企业集团。

图 1：神火股份股权结构

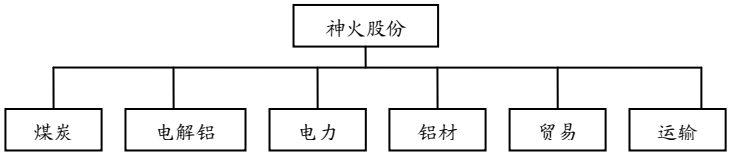


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

业务结构：煤炭和铝为主业

神火股份的业务主要包括煤炭采选、电解铝、电力、铝材、贸易和运输，其中主营业务为煤炭和电解铝。公司着力打造煤-电-铝-材的产业链，通过产业链上各环节的有效衔接，提高公司综合竞争力和资源综合利用率。

图 2：神火股份业务结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

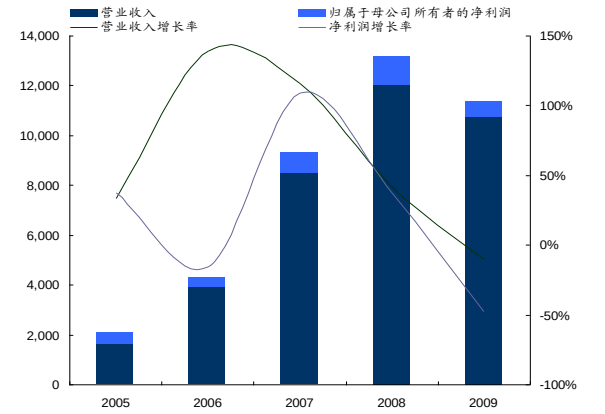
其中，电力主要是自用，给铝业分部、煤业分部；贸易分部是从煤炭、电解铝、铝材分部采购产品并对外销售，从外部采购材料物资并销售给其他分部及外部客户；运输分部是为其他分部及外部提供运输劳务。

收入结构：煤炭是主要利润来源

09年公司营业收入107.62亿元，归属于母公司的净利润6亿元。06~08年公司销售净利率在10%左右，09年由于受金融危机影响煤价和铝价下跌，销售净利率下降到5.57%。

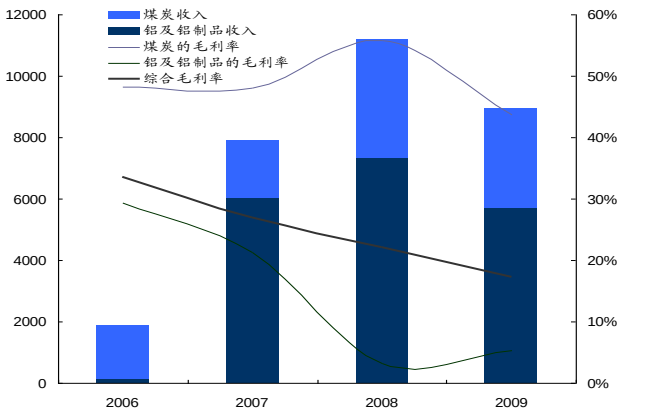
公司煤炭收入和铝业收入占绝对比重，07、08年占公司收入的93%，而09年下降到83%。而两项业务的毛利率差异较大：煤炭业务的毛利率较高，08年最高达到55%，09年依然达到43%的水平；而铝及铝制品的毛利率08年和09年大幅下滑到3.28%和5.4%。公司综合毛利率水平随着电解铝毛利率的大幅下降而不断走低，从06年的33.61%下降到09年的17.25%。

图 3：神火股份收入及归属母公司净利润变化 （百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

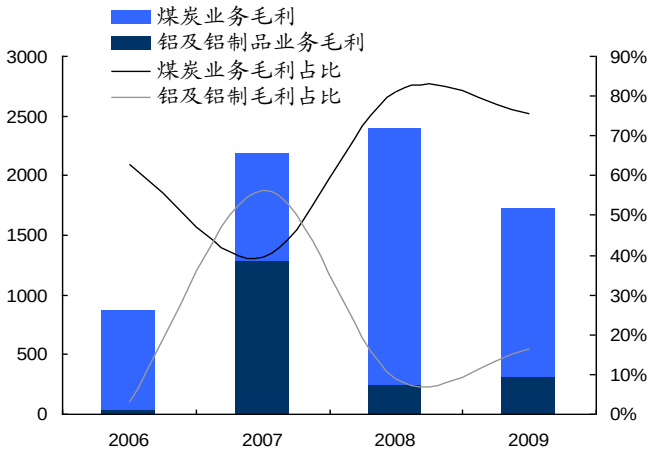
图 4：神火股份分产品收入结构和毛利率水平 （百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

虽然煤炭业务的收入没有铝业部分的收入高，但是由于煤炭的毛利率高，所以煤炭业务的毛利占比比较高，08年毛利占比最高时达到81%，09年为75%，是公司主要的利润来源。从营业利润来看，电解铝和铝材08年和09年分别为-1.5亿元和-0.5亿元，拖累公司盈利。

图 5：神火股份分产品毛利情况 （百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

但2010 年以来，受经济复苏的影响，公司煤炭和铝产品量价齐升，一季度业绩迅速提升，实现净利润4.1亿元，每股收益0.55元，今年业绩将实现大幅增长。

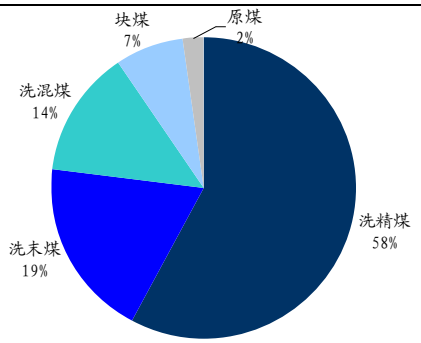
煤炭：产能扩张确保业绩增长

煤炭探明地质储量 24 亿吨

公司煤炭业务目前主要集中于永城矿区和许昌矿区，主要为无烟煤和贫煤，09年公司煤炭产量572万吨，其中无烟煤76.6％，贫瘦煤23.4％。09年煤炭销量558万吨，各煤种销量占比分别为洗精煤58%、洗末煤19%、洗混煤14%、块

煤7%、原煤2%。

图 6: 神火股份 09 年分煤种销量占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

公司生产的末精煤为冶金工业高炉喷吹的优质原料；块煤主要用于化肥、化工行业及民用；无烟末煤主要供电厂、水泥厂及民用。

目前公司已探明的煤炭地质储量24亿吨，其中权益地质储量为20.61亿吨。其中新庄、薛湖 、葛店 、刘河四个矿在永城本部，梁北和泉店两个矿在许昌，目前这六个矿是公司煤炭在产的主要矿井。

表 7: 神火股份煤炭产量 （万吨）

矿井名称	所处地区	状态	权益	地质储量	主要煤种	产能	产量		
							2010E	2011E	2012E
新庄	永城	在产	100%	9864	无烟煤	240	240	240	240
薛湖	永城	在产	100%	20210	贫煤	120	90	120	120
葛店	永城	在产	100%	7865	无烟煤	90	80	80	80
刘河	永城	在产	100%	2268	贫煤	45	42	42	42
梁北	许昌	在产	100%	25680	贫煤	300	95	100	170
泉店	许昌	投产验收	98%	13900	贫煤	120	100	120	120
庇山	许昌	技改	67%	460	贫煤	30	25	30	30
边沟	许昌	技改	51%	814	贫煤	30	25	30	30
李岗	郑州	筹建	70%	12641	贫煤	120	0	0	0
赵家寨矿	郑州	在产	39%	33738	贫煤	300	300	300	300
高家庄	山西左权	勘探	100%	99400	贫煤	800	0	0	0
石井煤矿	永昌	勘探	75%		贫瘦煤				
扒村井田	禹州	勘探		13000	贫瘦煤	90			
总计				239840			697	762	832
权益合计				206102			674.5	735	805

资料来源：公司公告，国信证券研究所

注：赵家寨矿作为长期股权投资计，其产量不计入公司总产量和权益产量。

10 年公司煤炭权益产量将增长 18%

10年新增产量主要来自于薛湖、泉店、庇山和边沟的技改后的产能扩张，预计10年新增煤炭产量125万吨，产量较09年增长21.85%；新增权益产量103.4万吨，权益产量较09年增长18%。梁北矿实施扩建，预计12年下半年产能达到

240万吨。

11年和12年公司产量将达到762和832万吨，09~12年年均复合增长率13.3%。

12 年以后将有超过 1000 万吨新建产能陆续建成

公司在郑州矿区的李岗煤矿郑州筹建中，设计产能120万吨，预计10年下半年开工建设，产量释放在12年以后。

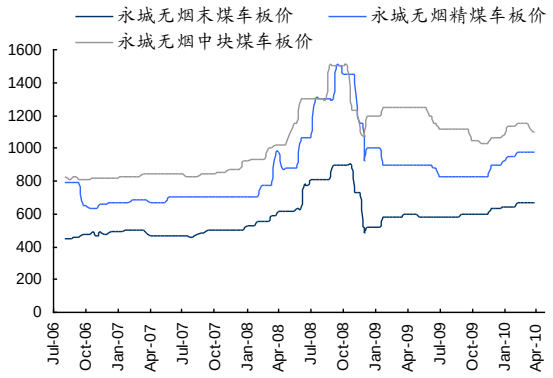
目前公司还有三个正在勘探的煤矿。山西左权高家庄矿，预计地质储量10亿吨，规划产能 800万吨；还有河南永昌的石井煤矿，禹州的扒村井田也在勘探之中，产能还未确定。这些煤矿将保证公司后续产能的增长空间。

母公司神火集团作为整合主体参与河南省煤炭资源的整合，已划定了永夏矿区、禹州矿区为整合范围，其中禹州矿区是与中平能化集团共同整合。整合工作主要由上市公司实施，重点在禹州矿区，估计有产能500万吨左右，公司正在积极推进。但考虑到整合之后的技改，估计产能短期内难以释放。

煤炭价格回升提升公司业绩

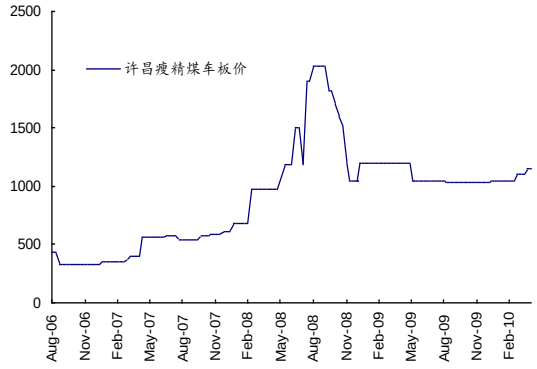
随着经济复苏，下游需求增长，永城和许昌地区的煤炭价格10年以来持续上涨。

图 7：永城无烟煤价格变化 （元/吨）



资料来源：sxcoal，国信证券经济研究所

图 8：许昌瘦精煤价格变化（元/吨）



资料来源：sxcoal，国信证券经济研究所

从一季度财务数据来看，煤炭价格的回升推动了公司业绩的增长。2010年5月3日，永城无烟末煤车板价由年初的630元/吨，上涨到670元，涨幅6.35%。永城无烟精煤车板价由年初的900元/吨，上涨到980元，涨幅8.89%。永城无烟中块煤车板价由年初的1060元/吨，上涨到1100元，涨幅3.77%。许昌瘦精煤车板价由年初的1030元/吨，上涨到1150元，涨幅11.65%。

10 年赵家寨矿投资收益将贡献 0.16 元的 EPS

赵家寨煤矿由郑煤集团、神火股份、河南省煤田地质局共同出资建设，由郑煤集团控股管理，神火股份通过新郑煤电持有39%的权益。矿井项目总投资19.98亿元，年设计生产能力300万吨，设备装备能力450万吨。

矿井位于河南省新郑市区西侧辛店镇境内，矿井工业广场位置东距新郑市区8公里，北距省会郑州市区40公里，矿井地理位置优越，交通运输十分方便。井田北侧有新密矿区铁路与京广铁路线连接，南有登（封）-杞（县）地方铁路和新（密）-新（郑）公路与省内外连接。赵家寨矿井是新郑井田勘探程度最高、

煤层赋存条件最好的井田，该井田东西走向长13.5里，南北倾斜宽3-4公里，面积约50平方公里。

井田煤质优良，属低中灰，特低硫、低磷、高热值、高熔灰分的贫煤、贫瘦煤和无烟煤，是优质的动力用煤和民用煤，可采储量2.24亿吨，服务年限可达53年。

2009年四季度赵家寨煤矿联合试运转，2010年正式投产以后，可年产原煤300万吨。并且计划2-3年内开发出来一个新采区，产量达到450-500万吨。

以吨煤售价480元（不含税）计算，每年可实现销售收入14.4亿元，实现利润3亿元。按照39%的权益，10~12年赵家寨矿每年为神火股份贡献投资收益1.2亿元，折合每股收益0.16元。

电解铝：10 年将实现扭亏为盈

外部竞争环境改善

2009年9月26日，国务院转批了发展改革委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》。《意见》要求“严格执行国家产业政策，今后三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目。现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到12500千瓦时以下，吨铝外排氟化物量大幅减少，到2010年底淘汰落后小预焙槽电解铝产能80万吨”，对抑制部分行业产能过剩和进一步节能降耗提出明确要求。

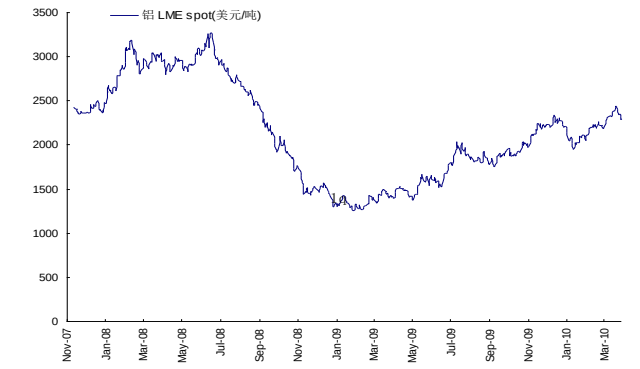
2010年4月7日，国务院发布《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》（国发（2010）7号）。7号文要求，2011年底前，淘汰100千安及以下电解铝小预焙槽。4月28日，国务院会议要求10年减少电解铝产能33万吨。

淘汰落后产能有利于缓解电解铝产能过剩的问题，对电解铝的价格有所支撑，同时也能督促企业降低能耗，有利于降低吨铝成本。神火股份也在积极通过技术改进降低能耗和单位成本。

铝价缓慢回升

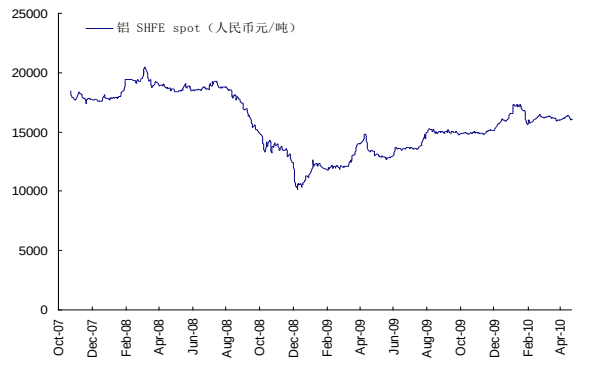
经历了08年下半年的大幅下跌之后，09年以来铝价缓慢震荡上升。从均价变化来看（表8），截止10年4月23日，10年上海期货交易所（SHFE）的铝价比09年的均价高出17%，达到14000元/吨（不含税）。铝价的回升，使得公司一季度铝及铝制品由亏转盈，对公司业绩增长起到明显的支撑作用。

图 9：LME 铝价 （美元/吨）



资料来源：sxcoal，国信证券经济研究所

图 10：SHFE 铝价（人民币元/吨）



资料来源：sxcoal，国信证券经济研究所

铝价的回升反映了经济复苏下下游行业对铝及铝制品的需求。我国大飞机制造和城际高速铁路、城市高架铁路、地铁、磁悬浮铁路等建设都将刺激工业铝型材发展。随着我国高速铁路的大规模投资建设，在2009-2013年形成用铝需求高峰期，强劲的消费需求将对铝价产生长期利好。

表 8: SHFE 历年铝的均价变化 （人民币元/吨）

	铝 SHFE spot 均价（含税）	铝 SHFE spot 均价（不含税）	均价增长率
2006 年	20364.77	17405.79	20.84%
2007 年	19478.48	16648.28	-4.35%
2008 年	16923.17	14464.25	-13.12%
2009 年	13973.71	11943.34	-17.43%
2010 年	16380.29	14000.24	17.22%

资料来源：国信证券经济研究所

电解铝产量逐步释放

公司持股69.38%的神火铝业电解铝产能52万吨，09年产量21万吨，10年后产能将逐渐释放，10~12年预计34、43和52万吨。公司持股70%的沁澳铝业，电解铝产能16万吨，10~12年预计14、16和16万吨。

公司下属神火铝材和阳光铝材产能分别为5万吨，合计10万吨。

表 9: 神火股份铝及铝制品产量 (万吨)

	权益	经营范围	产能	产量			
				2009	2010E	2011E	2012E
神火铝业	69.38%	电解铝	52	21.17	34	43	52
沁阳沁澳铝业	70%	电解铝	16	11.03	16	16	16
电解铝合计			68	32.2	50	59	68
神火铝材	100%	铝材	5	2.76	4	5	5
阳光铝材	60%	铝材	5	2.11	4	5	5
铝材合计			10	4.87	8	10	10

资料来源：公司公告，国信证券研究所

氧化铝自给率 10 年将达 49%

电解铝生产主要成本是电力和氧化铝，未来几年公司氧化铝和电力的自给率将会不断提高，从而有利于公司原料供应和成本控制。

神火股份收购河南有色股权后将持股从45.85%增加到98.93％，间接持有汇源铝业74%的股权。

汇源铝业一线年产16万吨氧化铝生产线于2008年10月停产，实施技术改造，工期为一年。改造完成后，一线将达到年产40万吨氧化铝的生产能力，汇源铝业总产能将达到75万吨/年。

表 10: 神火股份氧化铝产量及自给率 (万吨)

	权益	经营范围	产能	10 年预计产量	吨电解铝消耗氧化铝（吨）	公司和集团 10 年电解铝产量	氧化铝自给率
汇源铝业	74%	氧化铝	75	70	1.92	74	49.27%

资料来源：公司公告，国信证券研究所

公司吨电解铝消耗氧化铝1.92吨，以10年氧化铝产量70万吨计算，折合电解铝36.46万吨。按照神火股份10年电解铝产量50万吨，神火集团24万吨计算，氧化铝自给率达到49%。

未来电力自给率提高将确保电解铝正常生产

电力供应是电解铝生产中的关键因素，不仅占成本比重大，而且影响公司产能的释放和生产的安全。

目前公司拥有6台小火电机组，总装机容量约50万千瓦，但规模小、煤耗高。而且目前有两台6万千瓦时的小火电没有发电，其折旧也要计入成本，因此导致发电成本与网电价格0.4208元/KWH差不多，甚至略高。但公司通过洗选后的煤泥发电，提高了资源利用率，保持了煤炭的毛利率水平。

公司10年预计发电17.65亿度，吨铝耗电14200度计算，可满足12.43万吨电解铝的生产，按照10年电解铝产量74万吨（公司50万吨+集团24万吨），电力自给率为17.5%。

公司下属神火发电公司正在建设1台60万千瓦超临界燃煤发电机组，预计11年底建成，年发电量36亿千瓦时，届时小火电将进行改造。如加上小火电的电力产量，12年后公司发电将达到约55亿度，可满足39.28万吨电解铝的生产，按照12年电解铝产量92万吨（公司68万吨+集团24万吨），电力自给率为42.7%。

公司还在筹备申报建设另外1台60万千瓦时发电机组，未来加上改造的小火电，公司基本能满足电解铝的电力自我供给。

表 11: 神火股份电力产量及自给率

	装机容量（万千瓦时）	10E 产量	11E 产量	12E 产量
6 台小火电	50	17.65	19	19
1 台 600MW 机组	60	0	0	36
合计	110	17.65	19	55
可供电解铝产量（万吨）		12.43	13.38	38.73
预计电解铝产量（万吨）		74	83	92
电力自给率		24.86%	22.68%	56.96%

资料来源：公司公告，国信证券研究所

大火电在成本上也具有优势，假设600MW机组标准煤耗310g/kwh，135 MW机组标准煤耗370g/kwh，每度电节约60克标准煤。

10年4月28日，国务院会议要求压缩高耗能、高排放企业用电。取消一些地方对高耗能企业实行的电价优惠政策，严格执行高差别电价。未来电解铝用电成本必然会上涨。

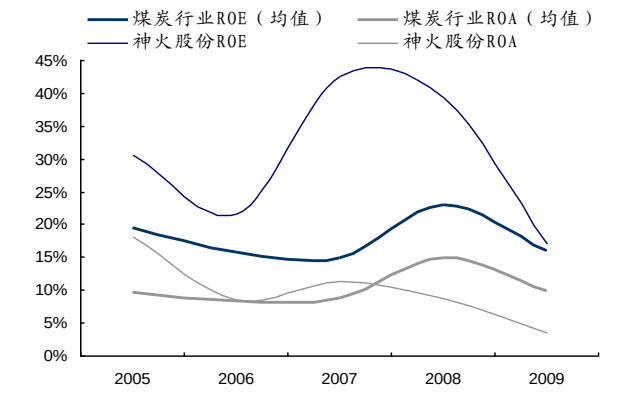
一方面，公司在积极进行技术改造，降低单位能耗。另一方面，神火股份自备电力的发展对公司保证未来电解铝正常生产，降低吨铝成本，提高竞争力有重要的意义。

财务分析

盈利能力分析

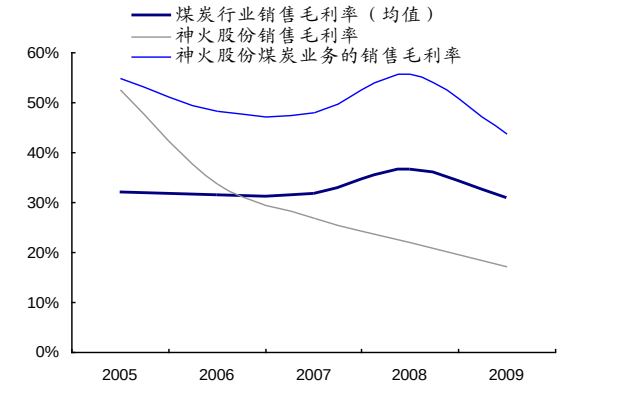
从盈利能力来看，神火股份的ROE水平07年和08年显著高于行业平均水平，09年迅速下降并与行业均值趋近。而ROA水平08年和09年也下滑，并低于行业平均水平。

图 11：神火股份与行业 ROE 和 ROA 比较



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 12：神火股份与行业销售毛利率比较



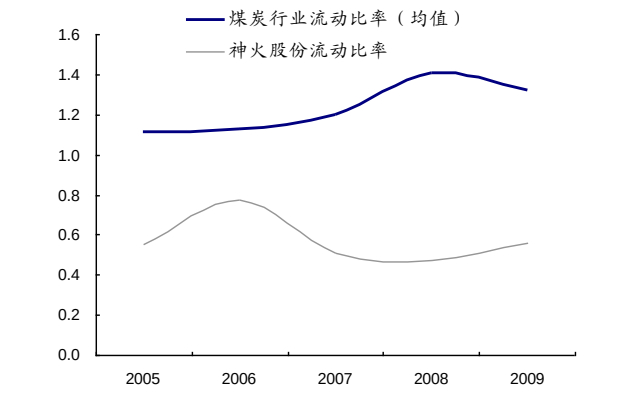
资料来源：wind，国信证券经济研究所

从销售毛利率水平来看，神火股份的毛利率水平持续下降，主要是由于电解铝业务毛利率很低，从而拖累了公司的综合毛利率水平。神火股份的煤炭业务毛利率水平要大大高于行业平均水平，09年为43.74%，而行业均值为30.91%。所以，一旦铝业的毛利率回升，必然会推高公司综合毛利率水平和盈利能力。

偿债能力分析

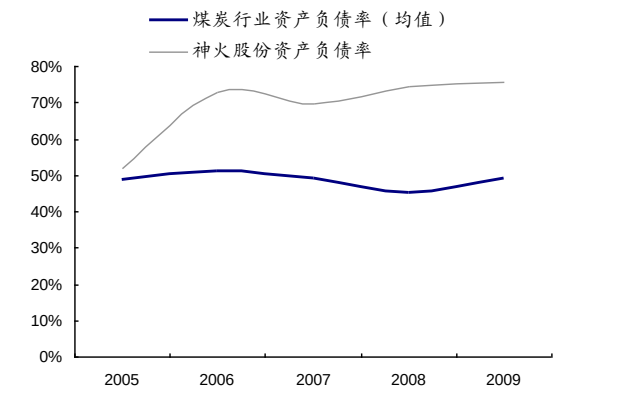
从流动比率和资产负债率的情况来看，公司短期偿债能力要弱于行业平均水平，总体债务负担也大大高于行业均值，公司资金面相对紧张。

图 13：神火股份与行业流动比率比较



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 14：神火股份与行业资产负债率比较



资料来源：wind，国信证券经济研究所

造成公司资金紧张的原因，一方面是固定资产投资和改造支出的增加，另一方面也是由于铝业亏损所导致的现金流回笼不足所致。公司未来资本支出和负债率还将保持较高水平，但随着公司10年盈利状况大幅提高，公司偿债能力

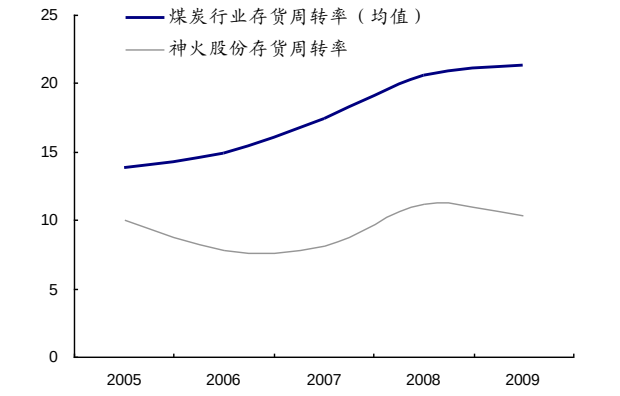
将会提高。

营运能力分析

从存货周转率来看，神火股份的存货周转次数要明显低于行业平均水平。说明公司的存货水平相对较高，营运效率有待提高。

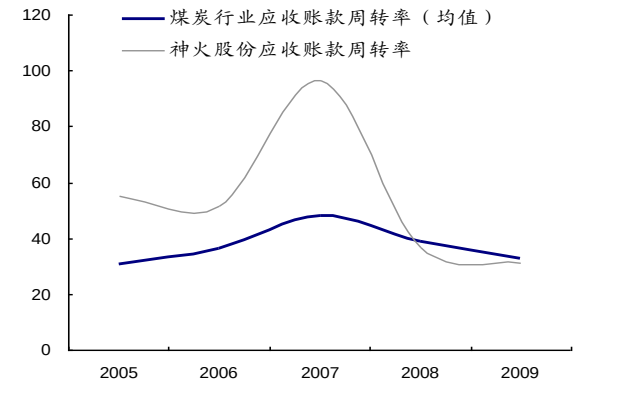
从应收账款周转率来看，神火股份的应收账款次数由07年大幅下降，09年已经略低于行业平均水平。

图 15：神火股份与行业存货周转率比较 （次）



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 16：神火股份与行业应收账款周转率比较（次）



资料来源：wind，国信证券经济研究所

盈利预测

煤炭业务假设

预计10~12年公司煤炭产量为697、762和832万吨（详见表7）。

煤炭综合售价为670.90、671.58和673.85元/吨。煤炭的综合售价是根据公司各煤种的比例加权平均而来，我们预计的各煤种在10年上涨的幅度不同，最后计算的10年公司综合煤价上涨8%左右。

表 12：煤炭业务盈利预测

煤炭业务	2009	2010E	2011E	2012E
产量（万吨）	572	697	762	832
销量（万吨）	557.91	697	762	832
煤炭综合售价（元/吨）不含税	621.06	670.90	671.58	673.85
收入（百万元）	3464.94	4676.15	5117.42	5606.43
吨煤成本（元/吨）	391.82	395.73	399.69	403.69
成本（百万元）	2185.98	2758.26	3045.64	3358.68
毛利（百万元）	1278.97	1917.89	2071.78	2247.75
毛利率	36.91%	41.01%	40.48%	40.09%

资料来源：公司公告，国信证券研究所

铝及铝制品业务假设

预计10~12年公司电解铝产量为50、59和68万吨（详见表9）。

电解铝综合售价为13823.57、14100.05和14100.05元/吨。电解铝的价格根据SHFE的铝价涨幅推断，预测10年上涨15%。

表 13: 电解铝业务盈利预测

电解铝	2009	2010E	2011E	2012E
产量（万吨）	32.25	50	59	68
销量（万吨）	32.71	50	59	68
价格（元/吨）（不含税）	12020.50	13823.57	14100.05	14100.05
收入（百万元）	3931.91	6911.79	8319.03	9588.03
单位成本（元/吨）	11767.84	12161.11	12506.98	12731.79
成本（百万元）	3849.26	6080.56	7379.12	8657.62
毛利（百万元）	82.65	831.23	939.91	930.41
毛利率	2.10%	12.03%	11.30%	9.70%

资料来源：公司公告，国信证券研究所

预计10~12年公司铝板材产量为8.6、10和10万吨。

铝板材综合售价为14082.35、14082.35和14082.35元/吨，预计10年价格上涨10%。

表 14: 铝材业务盈利预测

铝板材	2009	2010E	2011E	2012E
产量（万吨）	4.87	8.6	10	10
销量（万吨）	4.79	8.6	10	10
价格（元/吨）（不含税）	12802.14	14082.35	14082.35	14082.35
收入（百万元）	613.22	1211.08	1408.24	1408.24
单位成本（元/吨）	13299.63	13432.63	13432.63	13432.63
成本（百万元）	637.05	1155.21	1343.26	1343.26
毛利（百万元）	-23.83	55.88	64.97	64.97
毛利率	-3.89%	4.61%	4.61%	4.61%

资料来源：公司公告，国信证券研究所

净利润年均复合增长 43.5%

根据上述假设，加上公司赵家寨的投资收益，神火股份10~12年的收入分别为146、164和222亿元，净利润分别为12.5、13.4和17.75亿元，年均复合增长率分别为27.3%和43.5%。其中，10年收入和净利润分别增长35.8%和108.7%。

10~12年的每股收益分别为1.67、1.79和2.37元，根据最新收盘价计算的动态市盈率分别为17.51、16.35和12.35倍。

表 15: 神火股份 10~12 年利润表预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**10762**	**14617**	**16442**	**22198**
营业成本	8905	11590	13161	18110
营业税金及附加	90	121	135	181
销售费用	170	228	254	340
管理费用	322	455	504	667
财务费用	429	402	402	370
投资收益	(22)	121	121	122
资产减值及公允价值变动	(2)	(67)	(87)	(52)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	821	1874	2020	2601
营业外净收支	76	33	39	49
利润总额	**897**	**1907**	**2058**	**2650**
所得税费用	306	477	515	662
少数股东损益	(9)	179	204	213
归属于母公司净利润	**599**	**1251**	**1340**	**1775**
每股收益（元）	0.80	1.67	1.79	2.37

资料来源：公司公告，国信证券研究所

核心判断的主要风险

1、对于高耗能的电解铝行业实施差别电价，导致公司电解铝成本上升。

2、网电供应不能满足公司电解铝产量释放的需要。

3、煤炭和电解铝由于房地产紧缩导致的需求下降，价格下滑。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2455	1413	2456	4109
应收款项	757	1068	1307	1650
存货净额	999	1308	1310	1986
其他流动资产	1242	1397	1655	2306
流动资产合计	**5453**	**5186**	**6728**	**10050**
固定资产	11721	12527	13253	13676
无形资产及其他	1090	1070	1049	1028
投资性房地产	137	137	137	137
长期股权投资	554	686	850	1080
资产总计	**18955**	**19605**	**22016**	**25971**
短期借款及交易性金融负债	4931	4729	4926	4808
应付款项	3775	3122	4064	6125
其他流动负债	1034	1478	1595	2227
流动负债合计	**9740**	**9329**	**10584**	**13160**
长期借款及应付债券	4393	4393	4393	4393
其他长期负债	238	297	373	361
长期负债合计	**4630**	**4690**	**4766**	**4753**
负债合计	**14370**	**14019**	**15350**	**17913**
少数股东权益	1053	1178	1321	1470
股东权益	3532	4408	5346	6588
负债和股东权益总计	**18955**	**19605**	**22016**	**25971**

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.80	1.67	1.79	2.37
每股红利	0.70	0.50	0.54	0.71
每股净资产	4.71	5.88	7.13	8.78
ROIC	7%	12%	13%	16%
ROE	17%	28%	25%	27%
毛利率	17%	21%	20%	18%
EBIT Margin	12%	15%	15%	13%
EBITDA Margin	19%	23%	22%	19%
收入增长	-10%	36%	12%	35%
净利润增长率	-48%	109%	7%	32%
资产负债率	81%	78%	76%	75%
息率	2.5%	1.8%	1.9%	2.6%
P/E	34.7	16.6	15.5	11.7
P/B	5.9	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	17.6	10.5	9.9	9.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**10762**	**14617**	**16442**	**22198**
营业成本	8905	11590	13161	18110
营业税金及附加	90	121	135	181
销售费用	170	228	254	340
管理费用	322	455	504	667
财务费用	429	402	402	370
投资收益	(22)	121	121	122
资产减值及公允价值变动	(2)	(67)	(87)	(52)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	821	1874	2020	2601
营业外净收支	76	33	39	49
利润总额	**897**	**1907**	**2058**	**2650**
所得税费用	306	477	515	662
少数股东损益	(9)	179	204	213
归属于母公司净利润	**599**	**1251**	**1340**	**1775**

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	599	1251	1340	1775
资产减值准备	(212)	(5)	(1)	(1)
折旧摊销	727	1084	1274	1405
公允价值变动损失	2	67	87	52
财务费用	429	402	402	370
营运资本变动	977	(929)	634	1011
其它	211	131	144	150
经营活动现金流	**2304**	**1598**	**3477**	**4391**
资本开支	(2041)	(1931)	(2064)	(1858)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2434)**	**(2063)**	**(2229)**	**(2088)**
权益性融资	5	0	0	0
负债净变化	2041	0	0	0
支付股利、利息	(525)	(375)	(402)	(532)
其它融资现金流	**(1612)**	**(202)**	**197**	**(118)**
融资活动现金流	1425	(578)	(205)	(650)
现金净变动	1295	(1042)	1043	1653
货币资金的期初余额	1159	2455	1413	2456
货币资金的期末余额	2455	1413	2456	4109
企业自由现金流	502	(109)	1633	2733
权益自由现金流	931	(613)	1529	2338

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		**策略**		**交通运输**	
周炳林	0755-82133339	赵　谦	021-60933153	郑　武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔　嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖　喆	021-60933162	岳　鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高　健	0755-82130678
银行		**房地产**		**机械**	
邱志承	021-68864597	方　焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄　飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈　煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈　玲	0755-82133400
				杨　森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
汽车及零配件		**钢铁**		**商业贸易**	
李　君	021-60933156	郑　东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左　涛	021-60933164	秦　波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝　彬	0755-82131528
基础化工		**医药**		**石油与石化**	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李　晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁　丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱　斌	0755-82130532	陈　栋	021-60933147		
电力设备与新能源		**传媒**		**有色金属**	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭　波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		**非银行金融**		**通信**	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严　平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田　良	0755-82130513	程　峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		**家电**		**计算机**	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵　达	0755-82132098				
电子元器件		**纺织服装**		**农业**	
		方军平	021-60933158	张　如	021-60933151
旅游		**食品饮料**		**建材**	
廖绪发	021-60875168	黄　茂	0755-82133476	杨　昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		**建筑**		**固定收益**	
李　然	010-66026322	邱　波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高　宇	0755-82133528
陈　健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张　旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		**投资基金**		**数量化投资**	
焦　健	0755-82131822	杨　涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	戴　军	0755-82133129
阳　璀	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	秦国文	0755-82133528
周　琦	0755-82131822	康　亢	010-66026337	林晓明	021-60933154
赵学昂	0755-82131822			赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林　莉	0755- 82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦　戬	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123		