

电解铝业务盈利能力回升

研究结论

- 2009 年上半年主营收入、营业利润、净利润分别为 41.2 亿元、2.64 亿元、2.2 亿元，分别同比下降 29%、75%、74%，每股收益 0.29 元，略高于预期。其中，第二季单季每股收益 0.25 元，环比第一季每股收益 0.04 元增长 525%，主要原因在于电解铝业务盈利能力在第二季得到明显提升。
- 从营业收入占比看，煤炭、电解铝业务占比分别为 40%、47%，分别较 2008 年全年上升 8 个百分点和下降 14 个百分点，从利润占比看，煤炭实现主营业务利润 7.7 亿元，而电解铝业务则亏损 1.5 亿元，显示煤炭仍然是公司利润主要来源，而电解铝业务亏损则是业绩同比降幅较大的主因。
- 上半年煤炭产销量分别为 286 万吨、265 万吨，分别同比增长 10%、1%，煤炭产量增长主要来自新建矿井投产。上半年综合销售价格为 624 元/吨，同比增加 72 元/吨，增长 13%，较 2009 年全年均价则下降 150 元/吨，降幅为 19%。上半年煤炭生产成本为 334 元/吨，较 2008 年全年下降 8 元/吨，降幅为 2%。受煤价下跌影响，煤炭业务毛利率为 46%，较 2008 年全年下降 10 个百分点。
- 上半年电解铝产销量分别为 12.7 万吨、13.5 万吨，分别同比下降 42%、35%，产销量下降主要受行业景气持续低迷影响；电解铝销售均价为 13290 元/吨，同比下降 2848 元/吨，降幅为 18%；电解铝生产成本为 14347 元/吨，同比增加 870 元/吨，增长 6%，较 2008 年全年下降 2663 元/吨，降幅为 16%。上半年电解铝业务总计亏损 2.16 亿元左右，其中，第一季亏损 1.5 亿左右，第二季亏损 6000 万元左右，显示随着铝价的上升，电解铝业务经营状况显著好转。考虑到未来一段时期铝价仍然有上涨空间，因此，公司下半年电解铝业务有望实现赢利，将显著提升公司总体盈利水平。
- 随着设计生产能力均为 120 万吨/年的薛湖矿和泉店矿的投产，公司 2009 年煤炭生产能力有望达到 750 万吨左右，产量则有望达到 600 万吨左右。公司持股 39%、设计能力 300 万吨的赵家寨煤矿在下半年的投产将增加公司投资收益。2010 年之后，郑州天宏、新龙矿技改以及山西左权高家庄煤矿将陆续投产，是未来主要增长点。
- 综合看，随着在建煤矿项目产能的逐步释放，预计 2009—2011 年煤炭产量为 600 万吨、750 万吨、900 万吨，呈现稳步增长态势，是业绩增长的主要推动因素。而随着电解铝业务盈利能力的逐步好转，公司总体盈利能力将得到提升。我们预计公司 2009 年—2011 年 EPS 分别为 1.08 元、1.51 元、1.88 元，基于成长性良好，我们给予“增持”投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王帅

煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 7 月 29 日) 29.55 元

目标价格 (12 个月) 33 元

总股本/A 股 (万股) 75000/75000

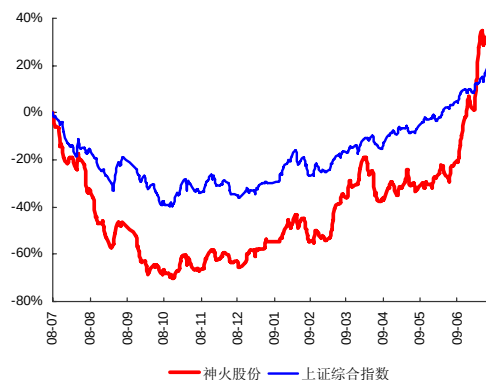
A 股市值 (亿元) 222 亿元

国家/地区 中国

行业 煤炭

报告日期 2009 年 7 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	48	85	20
相对表现 (%)	37	50	0

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	12006	9385	11040
营业利润 (百万)	1600	1128	1677
净利润 (百万)	1149	807	1136
每股收益 (元)	1.53	1.08	1.51
净资产收益率 (%)	31	21	24
市盈率(X)	19.3	27.5	19.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1:预测利润表 万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1200610	938500	1104000	1198500
营业总成本	1042847	834726	946252	1000206
营业成本	934976	730600	826700	874700
营业税金及附加	8565	7508	8832	9588
销售费用	13276	14078	16560	17978
管理费用	26632	37540	44160	47940
财务费用	40215	45000	50000	50000
资产减值损失	19183	(8000)	0	0
投资收益	2269.76	1000	10000	10000
营业利润(元)	160028.39	112775	167748	208295
营业外收入	1705.81	1500	1500	1500
营业外支出	985.32	1000	1000	1000
利润总额	160748.88	113275	168248	208795
所得税	45087.19	28319	42062	52199
净利润	115661.69	84956	126186	156596
少数股东损益	708.14	4248	12619	15660
归属母公司所有者净利润	114953.55	80708	113567	140936
基本每股收益(元)	1.53	1.08	1.51	1.88

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王帅：煤炭行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn