

表 1、煤炭业务假设

	股权比例(%)	煤种	2011E	2012E	2013E
新庄煤矿	100	无烟煤	260	260	260
葛店煤矿	100	无烟煤	70	60	60
刘河煤矿	100	贫煤、无烟煤	45	45	45
薛湖煤矿	100	贫煤、无烟煤	120	120	120
许昌新龙梁北矿	98	瘦煤	90	100	240
神火兴隆泉店矿	82	贫瘦煤	120	120	120
禹州诚德边沟煤矿	51	瘦煤	30	30	30
汝州庇山煤矿	67	瘦煤	30	30	30
整合煤矿	75	贫煤、瘦煤	50	200	470
产量合计(万吨)			815	965	1375
权益产量(万吨)			755	867	1207
公司煤炭综合售价			879	923	969
价格变动(%)			20%	5%	5%
公司煤炭综合成本			390	429	463
成本变动(%)			10%	10%	8%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2：电解铝业务假设

	2011E	2012E	2013E
电解铝产量(万吨)	44	59	64
电解铝价格(元/吨)	16500	16995	17505
电解铝不含税价格(元/吨)	14353	14776	15211
氧化铝价格(元/吨)	2349	2427	2501
吨铝氧化铝成本	4510	4659	4802
自有电价(27 万千瓦)	0.47	0.47	0.47
占比(%)	35%	20%	20%
自有电价(60 万千瓦)		0.38	0.38
占比(%)		55%	55%
外购电价	0.51	0.51	0.51
占比(%)	65%	25%	25%
综合电价(元/千瓦时)	0.50	0.43	0.43
吨铝用电成本(元/吨)	6894	5984	5984
阳极碳素	1194	1250	1300
人工	380	400	430
其他制造费用	765	830	900
折旧	800	800	800
吨铝综合成本(元/吨)	14543	13923	14216
吨铝毛利(元/吨)	(190)	852	995

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8057	9734	13595	17956	营业收入	16903	19487	23674	28518
现金	3541	4519	7544	10656	营业成本	13949	15534	18352	21508
应收账款	70	396	272	337	营业税金及附加	121	139	169	204
其他应收款	249	374	409	509	营业费用	240	277	336	405
预付账款	1586	1986	2216	2673	管理费用	459	561	662	809
存货	2006	1836	2321	2803	财务费用	634	738	832	924
其他流动资产	604	624	832	978	资产减值损失	51	0	0	0
非流动资产	16611	18270	19820	21212	公允价值变动收益	22	0	0	0
长期投资	343	343	343	343	投资净收益	86	100	100	100
固定资产	12104	13802	15059	15999	营业利润	1557	2338	3422	4768
无形资产	1648	2118	2551	3032	营业外收入	114	89	97	97
其他非流动资产	2515	2007	1867	1838	营业外支出	150	80	92	98
资产总计	24668	28004	33415	39169	利润总额	1521	2346	3427	4768
流动负债	11784	11768	13309	14279	所得税	490	704	1028	1430
短期借款	3904	3500	3500	3500	净利润	1031	1642	2399	3337
应付账款	1715	1988	2303	2726	少数股东损益	-128	0	103	381
其他流动负债	6165	6280	7506	8053	归属母公司净利润	1159	1642	2296	2956
非流动负债	6922	8841	10835	12855	EBITDA	3250	4213	5618	7271
长期借款	6439	8439	10439	12439	EPS (元)	1.10	0.98	1.37	1.76
其他非流动负债	483	402	396	416					
负债合计	18705	20609	24144	27134	主要财务比率				
少数股东权益	1463	1463	1566	1947		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1050	1680	1680	1680	成长能力				
资本公积	246	246	246	246	营业收入	59.4%	15.3%	21.5%	20.5%
留存收益	3022	3824	5598	7980	营业利润	89.8%	50.1%	46.4%	39.3%
归属母公司股东权益	4500	5932	7705	10088	归属于母公司净利润	92.9%	41.7%	39.8%	28.7%
负债和股东权益	24668	28004	33415	39169	获利能力				
					毛利率 (%)	17.5%	20.3%	22.5%	24.6%
现金流量表					净利率 (%)	6.9%	8.4%	9.7%	10.4%
					ROE (%)	25.8%	27.7%	29.8%	29.3%
					ROIC (%)	10.8%	13.7%	17.9%	21.8%
经营活动现金流	1950	3310	5064	5471	偿债能力				
净利润	1031	1642	2399	3337	资产负债率 (%)	75.8%	73.6%	72.3%	69.3%
折旧摊销	1058	1137	1364	1579	净负债比率 (%)	62.79%	63.92%	63.30%	63.63%
财务费用	634	738	832	924	流动比率	0.68	0.83	1.02	1.26
投资损失	-86	-100	-100	-100	速动比率	0.51	0.67	0.85	1.06
营运资金变动	-933	-175	568	-265	营运能力				
其他经营现金流	246	68	1	-4	总资产周转率	0.77	0.74	0.77	0.79
投资活动现金流	-1828	-2814	-2794	-2844	应收账款周转率	162	73	62	81
资本支出	1678	2450	2450	2450	应付账款周转率	9.69	8.39	8.55	8.55
长期投资	-177	-17	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-327	-380	-344	-394	每股收益 (最新摊薄)	0.69	0.98	1.37	1.76
筹资活动现金流	597	481	755	485	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.16	1.97	3.01	3.26
短期借款	370	-404	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.68	3.53	4.59	6.00
长期借款	2047	2000	2000	2000	估值比率				
普通股增加	300	630	0	0	P/E	21.02	14.83	10.61	8.24
资本公积增加	10	0	0	0	P/B	5.41	4.11	3.16	2.41
其他筹资现金流	-2130	-1745	-1245	-1515	EV/EBITDA	10	8	6	5
现金净增加额	719	977	3025	3112					



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn