

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

现有煤矿 2011 年达产，增长还看梁北矿改扩建和资源整合。

现有煤矿 2011 年达产

预计薛湖矿和泉店矿 2011 年将达产，两矿产量将由 10 年的 185 万吨提升至 240 万吨，新增产量 55 万吨。

庇山矿 10 年产量 20 万吨，预计 11 年达产，新增产量 10 万吨。

新庄和刘河煤矿属于成熟矿井，产量基本稳定。

葛店矿进入资源衰竭期，预计未来三年产量维持 70 万吨。

梁北矿是重要利润增长点，改扩建正等待发改委批复。

梁北矿是公司主力盈利矿井之一，设计产能 90 万吨，10 年实现净利润 5 亿元，是上市公司净利润的 43%，规划改扩建至 240 万吨，我们测算届时将新增净利润 7.5 亿元，折合每股收益 0.41 元，目前改扩建正在等待发改委批复。

一月下旬以来，梁北矿因开采过程中遇到断层，产量出现明显下降，5 月份已恢复生产，鉴于梁北矿实际生产能力高于设计产能，我们判断全年仍可实现 90 万吨产量，与 10 年基本持平，预计 12-13 年产量分别为 100 万吨和 200 万吨。

定向增发整合小煤矿，权益产能增长 30%。

公司 7 月 11 日公告非公开发行股票预案，拟整合 28 家小煤矿，新增权益产能 252 万吨，增幅 30%，预计整合矿井 2011 年开始陆续投产，11-13 年产量分别为 100 万吨、200 万吨和 400 万吨。

表 1：定向增发整合煤矿情况

	股权比例	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	设计产能 (万吨)	剩余服务年限 (年)	煤种
神火隆祥	70%	696	382	21	12	无烟煤
神火隆兴	85%	573	232	15	11	无烟煤
神火隆源	85%	1696	776	21	28	无烟煤
神火双耀	51%	268	135	15	6	无烟煤
神火义隆	51%	226	84	15	4	贫煤
神火荣泰	51%	473	243	15	12	焦煤
神火永和	51%	593	325	15	15	无烟煤
神火昌平	51%	478	275	15	14	贫煤
神火文峪	51%	219	129	15	6	无烟煤
神火兄弟	51%	239	75	15	4	烟煤
神火冠源	51%	604	247	15	12	贫瘦煤
神火圃晟源	51%	167	115	15	6	贫瘦煤
神火九华山	51%	407	182	15	9	无烟煤
神火广鑫	51%	1241	205	15	9	无烟煤
神火正德	51%	314	222	15	11	无烟煤
神火金鹏	51%	489	130	15	6	贫瘦煤
神火润太	51%	209	118	15	6	无烟煤

神火宽发	51%	213	147	15	7	贫煤
神火隆庆	51%	786	484	15	23	无烟煤
神火春风	51%	175	73	15	3	无烟煤
神火隆瑞	51%	2063	728	30	17	无烟煤
神火金源	51%	272	124	30	3	无烟煤
神火李宅	51%	142	93	15	4	无烟煤
神火振兴	51%	338	179	15	9	无烟煤
神火兴盛	51%	391	173	15	8	无烟煤
神火昶达	51%	851	245	15	12	无烟煤
神火生达	51%	779	336	15	16	无烟煤
神火盛泰	51%	453	142	15	7	贫煤
合计		15355	6597	462		

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2013 年权益产量较 2010 年增长 48%

预计 11-13 年公司煤炭产量分别为 870 万吨、980 万吨和 1280 万吨，权益产量分别为 894 万吨、958 万吨和 1165 万吨，年增速分别为 13.3%、7.2%和 21.6%。

表 2：公司煤炭产量预测

	矿井名称	股权比例(%)	煤种	核定(规划)产能 (万吨)	2010	2011E	2012E	2013E
本部煤矿	新庄煤矿	100	无烟煤	240	265	265	265	265
	葛店煤矿	100	无烟煤	80	70	70	70	70
	刘河煤矿	100	贫煤、无烟煤	45	45	45	45	45
	薛湖煤矿	100	贫煤、无烟煤	120	95	120	120	120
	许昌新龙梁北矿	98	瘦煤	240	97	90	100	200
	神火兴隆泉店矿	82	贫瘦煤	120	90	120	120	120
控股煤矿	禹州诚德边沟煤矿	51	瘦煤	30	29	30	30	30
	汝州庇山煤矿	67	瘦煤	30	20	30	30	30
	天宏李岗矿	70	无烟煤	120	已开工，预计建设期 3-5 年			
	河南永昌石井矿	75		120	待建			
	左权高家庄煤矿	100	贫煤	800	待建			
	禹州煤田扒村井田		贫煤和瘦煤	120	待建			
整合煤矿		54.5	贫煤、瘦煤	462		100	200	400
参股煤矿	赵家寨煤矿	39	贫瘦煤、无烟煤	300	300	300	300	300
产量合计					711	870	980	1280
权益产量					784	894	958	1165
增速(%)						13.3%	7.2%	21.6%

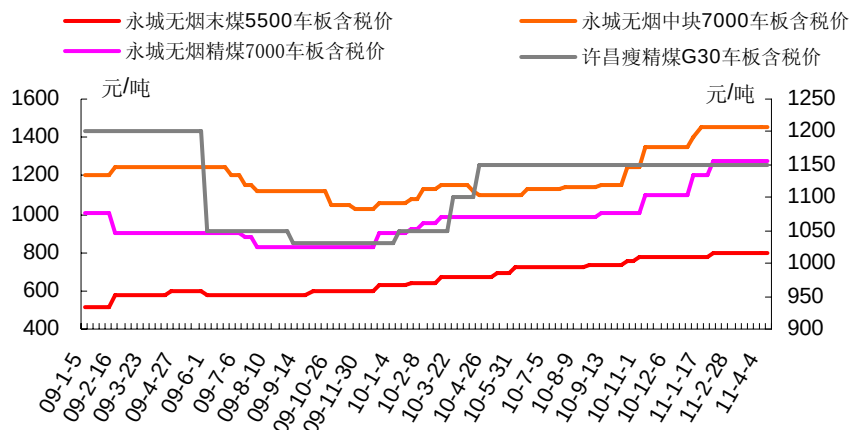
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

预计煤价全年涨幅在 20%以上

10 年公司煤炭产品销售结构中，精煤、块煤和混煤占比分别为 60%、8%和 32%，由于靠近消费市场且煤炭产量少、煤质好，公司全部煤炭产品按市价进行销售。公司精煤主要用于喷吹煤和炼焦配煤，主要客户包括宝钢、莱钢、马钢等大型钢厂。

上半年公司煤炭产品吨煤综合售价较去年均价上涨 140 元左右，我们预计后市煤价仍将维持高位，全年煤价涨幅在 20%以上。

图 1：神火股份所在地煤炭价格走势



资料来源：彭博，华泰联合证券研究所

后备资源丰富，“十二五”发展后劲十足

公司待建矿井包括李岗矿、石井矿、高家庄矿和扒村矿，合计产能 1160 万吨，权益产能 1094 万吨，加上梁北矿改扩建及整合煤矿复产，公司远期权益产能将达 2300 万吨，较目前一倍以上。

李岗矿目前已开始动工，但尚未拿到政府批文，预计建设期 3-5 年。

石井矿、高家庄矿和扒村矿仍处于勘探阶段。

电解铝生产成本有望下降，静待盈利改善

电力成本上升、生产线复产费用高导致一季度铝业亏损严重

公司现有电解铝业务 66 万吨，其中神火铝业 52 万吨，沁阳沁澳铝业（70%）14 万吨。

表 3：公司电解铝产能情况

	股权比例 (%)	核定产能 (万吨)
河南神火铝业	100	52
沁阳沁澳铝业	70	14

数据来源：华泰联合证券研究所

一季度，公司部分因节能减排而停产的电解铝生产线陆续重启，启动费用高，加上从去年二季度开始外购电价由 0.42 元升至 0.57 元，吨铝生产成本明显上升，双重因素作用下，电解铝 1-5 月份累计亏损 2.61 亿元。

随着电解铝生产线恢复正常生产及国内铝价上涨，电解铝亏损有所减轻。目前公司电解铝在产产能 52 万吨，约占公司总产能 79%，吨铝亏损约 300-400 元。

向上游拓展即将迎来“收获期”，静待电解铝盈利能力改善

电力和氧化铝约占电解铝生产成本的 80%以上，尽管目前电解铝产销两旺，但外购电价高企及氧化铝自给率较低导致电解铝业务仍然处于亏损的境地，随着公司 60 万千瓦机组年底投产及氧化铝自给率提升，公司电解铝盈利能力有望明显改善。

随着新机组投产，电力自给率将提升至 75%

公司目前装机 27 万千瓦，年发电量约为 22 亿千瓦时，按电解铝产能 66 万吨，吨铝耗电 13900 千瓦时测算，年电力需求量为 91.7 亿千瓦时，电力自给率仅为 24%。

公司 60 万千瓦机组预计将于今年 4 季度投产，年发电量约为 48 亿千瓦时，届时公司电力自给率将达到 75%，同时，新机组发电煤耗为 303 克标准煤/千瓦时，较目前 378 克下降 75 克，我们测算新机组单位发电成本约为 0.38 元，较外购电价节省 0.11 元，公司单位综合用电成本将由目前的 0.48 元降至 0.43 元，吨铝可节约成本 690 元。

氧化铝自给率将提升至 59%

公司目前电解铝产能 66 万吨，按照每吨电解铝消耗 1.92 吨氧化铝测算，氧化铝需求量约为 127 万吨，10 年公司氧化铝产量 33 万吨，自给率仅为 26%。

公司一条氧化铝生产线正处于改扩建之中，预计 2012 年达产，届时氧化铝产能将提升至 75 万吨，氧化铝自给率将由 26%提升至 59%。

一方面，短期来看，现货氧化铝价格较长单价低 150-200 元/吨，自给率提升将降低电解铝生产成本，另一方面，从长期来看，随着氧化铝自给率的提升，公司抵御电解铝价格周期波动的风险能力增强。

盈利预测与关键假设

关键假设

表 4：现有矿井产量及价格假设

	股权比例(%)	煤种	2011E	2012E	2013E
新庄煤矿	100	无烟煤	265	265	265
葛店煤矿	100	无烟煤	70	70	70
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	200
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
汝州底山煤矿	67	瘦煤	30	30	30

产量合计（万吨）	770	780	880
公司煤炭综合售价	879	949	1015
价格变动（%）	20%	8%	7%
公司煤炭综合成本	390	421	454
成本变动（%）	10%	8%	8%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 5：整合矿产量及吨煤净利假设

	股权比例 (%)	煤种	2011E	2012E	2013E
整合矿产量（万吨）	54.5	无烟煤、贫煤、贫瘦煤	100	200	400
吨煤净利（元/吨）			100	105	110

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 6：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

假设公司定向增发 2012 年完成，考虑增发对业绩的摊薄，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1 元、1.25 元和 1.62 元。考虑到公司估值处于行业较低水平，且公司煤炭业务高成长性及铝业盈利能力未来有望改善，继续给予公司“增持”评级。

- **风险提示**

A 股系统性风险;

政府强力推进节能减排、对“十二五”期间全国总用电量进行总量控制，并将用电量指标下放地方，计入政绩考核

煤炭行业研究团队简介

陈亮：煤炭行业首席分析师。2003年毕业于中国人民大学商学院。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索合成燃料公司北京代表处商务分析师。2008年进入证券研究领域，先后在平安证券、光大证券、广发证券从事煤炭行业研究，2011年加入华泰联合证券。2009年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第五名，2010年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第二名。

李洁：煤炭行业分析师。毕业于上海财经大学。2007年起在申银万国证券研究所从事煤炭行业研究，2011年加入华泰联合证券。2010年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第三名。

唐宗辰：煤炭行业分析师。北京科技大学热能与动力工程学学士，中央财经大学金融学硕士，CFA一级，2008年加入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	9817	13661	17344	营业收入	16903	19591	23252	27079
现金	3541	4690	7756	10444	营业成本	13949	15709	18255	20776
应收账款	70	397	266	319	营业税金及附加	121	140	166	194
其他应收款	249	372	400	480	营业费用	240	278	330	385
预付账款	1586	1988	2193	2563	管理费用	459	559	647	763
存货	2006	1746	2235	2614	财务费用	634	737	829	924
其他流动资产	604	624	812	925	资产减值损失	51	0	0	0
非流动资产	16611	18268	19818	21210	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	110	115
固定资产	12104	13799	15057	15997	营业利润	1557	2268	3134	4152
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	28085	33480	38555	利润总额	1521	2276	3139	4151
流动负债	11784	11784	13208	13941	所得税	490	569	785	1038
短期借款	3904	3500	3500	3500	净利润	1031	1707	2355	3114
应付账款	1715	1992	2280	2615	少数股东损益	-128	23	47	125
其他流动负债	6165	6292	7428	7826	归属母公司净利润	1159	1685	2307	2989
非流动负债	6922	8841	10835	12855	EBITDA	3250	4141	5328	6654
长期借款	6439	8439	10439	12439	EPS (元)	1.10	1.00	1.25	1.62
其他非流动负债	483	402	396	416					
负债合计	18705	20626	24043	26796	主要财务比率				
少数股东权益	1463	1486	1533	1657		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1050	1680	1840	1840	成长能力				
资本公积	246	246	246	86	营业收入	57.1%	15.9%	18.7%	16.5%
留存收益	3022	4048	5818	8175	营业利润	89.6%	45.6%	38.2%	32.5%
归属母公司股东权益	4500	5974	7904	10101	归属于母公司净利润	93.3%	45.4%	37.0%	29.5%
负债和股东权益	24668	28085	33480	38555	获利能力				
					毛利率 (%)	17.5%	19.8%	21.5%	23.3%
现金流量表					净利率 (%)	6.9%	8.6%	9.9%	11.0%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE (%)	25.8%	28.2%	29.2%	29.6%
经营活动现金流	1950	3480	4947	5251	ROIC (%)	10.8%	14.5%	17.9%	20.9%
净利润	1031	1707	2355	3114	偿债能力				
折旧摊销	1058	1136	1364	1579	资产负债率 (%)	75.8%	73.4%	71.8%	69.5%
财务费用	634	737	829	924	净负债比率 (%)	62.79%	63.87%	63.57%	64.43%
投资损失	-86	-100	-110	-115	流动比率	0.68	0.83	1.03	1.24
营运资金变动	-933	-107	510	-242	速动比率	0.51	0.68	0.87	1.06
其他经营现金流	246	106	-1	-8	营运能力				
投资活动现金流	-1828	-2814	-2784	-2829	总资产周转率	0.77	0.74	0.76	0.75
资本支出	1678	2450	2450	2450	应收账款周转率	162	74	62	80
长期投资	-177	-17	0	0	应付账款周转率	9.69	8.47	8.55	8.49
其他投资现金流	-327	-380	-334	-379	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	597	482	903	267	每股收益 (最新摊薄)	0.69	1.00	1.37	1.78
短期借款	370	-404	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.16	2.07	2.94	3.13
长期借款	2047	2000	2000	2000	每股净资产 (最新摊薄)	2.68	3.56	4.70	6.01
普通股增加	300	630	160	0	估值比率				
资本公积增加	10	0	0	-160	P/E	40.97	16.58	12.10	9.35
其他筹资现金流	-2130	-1744	-1257	-1573	P/B	10.55	7.95	6.01	4.70
现金净增加额	719	1149	3066	2688	EV/EBITDA	17	14	11	9



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