

买入 维持

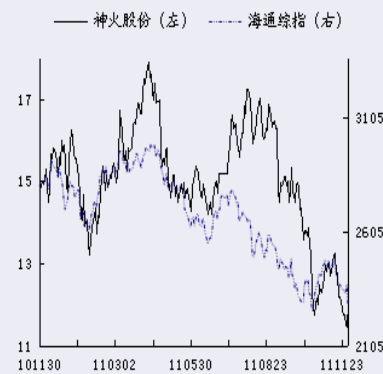
股票价格

201101130 收盘价	11.20 元
12 个月内目标价	16.05 元

	2010	2011E	2012E
市盈率	17.28	10.46	8.17
市净率	4.18	3.26	2.55
EV/EBITDA	8.65	7.59	6.20

股本结构

总股本 (万股)	168000
流通 A 股 (万股)	168000



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《矿井恢复正常 电解铝亏损将缓解》2011 年 5 月
《中报符合预期 全年电解铝减亏可待》2011 年 8 月

海通证券研究所

煤炭行业分析师

煤炭行业：朱洪波

SAC 执业证书编号：S0850511040007

Zhb6065@htsec.com

021-23219438

煤炭行业：刘惠莹

SAC 执业证书编号：S0850511010006

liuhyy@htsec.com

021-23219441

神火股份 (000933)

2011 年 12 月 1 日

柳暗花明 预计明年净利高增长 65%

2011 流年不利，一次性事项多发，如电解槽重启，地质断层等遭受损失，我们预计净利 YOY 下降 6%。2012 年重回高速增长轨道，三大增长点保证净利 YOY 增长 65%。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率 (%)	-11.66	59.36	85.00	15.00	15.00
毛利率 (%)	17.50	17.48	10.10	11.00	12.50
每股收益 (元)	0.36	0.69	0.65	1.07	1.37

资料来源：公司 2009-2010 年报，海通证券研究所

- **梁北矿和整合矿井贡献新增净利 5.46 亿元。**2011 年主力矿井梁北矿遇地质断层，遭受产量低于预期和成本大幅上涨双重打击，预计净利 2.14 亿元，2012 年产量恢复正常，预计贡献净利 6.03 亿元，新增净利 3.89 亿元，归属母公司 3.81 亿元；整合矿井复产进程低于预期，预计产出在 30-50 万吨之间，整体盈亏平衡，2012 年产量 200 万吨，权益产量 110 万吨，吨煤净利 150 元，贡献净利 1.65 亿元；
- **电解铝亏损 3 年有余，自备电厂和开工率提升，贡献新增净利 3-4 亿元。**因 2011 年重启电解槽和开工率不足，上半年亏损 2.68 亿元，我们预计电解铝第 3 季度亏损 2000 多万元，预计 2011 年正常经营亏损 3.2 亿元左右。2011 年 12 月 600MW 机组预计投产，电源保证率提升，同时自备电厂机组利用小时数较高，电解铝产能利用率提升，均将减少电解铝生产成本，我们预测电解铝和电厂合计，将比 2011 年增加 3-4 亿元净利。
- **累计亏损可抵税额近 10 亿元，未来几年将有 2.5 亿元所得税抵免。**截至 2010 年底神火铝业累计可抵扣亏损约 4 亿，加上今年我们预计神火铝业全年正常经营亏损 3.2 亿元，再加上其它可抵扣亏损，总量接近 10 亿元，合计公司在未来可以少缴纳所得税 $0.25 \times 10 = 2.5$ 亿元，以公司当前股本 16.8 亿计算，对应 EPS0.15 元。
- **高资本开支年约 22 亿元，但财务杠杆率下降，拟增发募资缓解短期压力。**因神火股份仍处于高成长阶段，故大额资本开支无可避免。公司净负债率呈现逐步递减过程，2011-2013 年 122%、86%和 49%。因经营现金流强劲，可以覆盖部分资本开支。估算募集资金额度 21.5 亿元，以年利率 6%计算，可以节省 1.29 亿元财务费用，降低公司杠杆率。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测 2011-2013 年归属母公司净利润 10.89 亿元、17.99 亿元和 23.04 亿元。YOY 增长率-6%、65%和 28%，对应 2011-2013 年 EPS0.65 元、1.07 元和 1.37 元。结合 DCF 绝对估值和行业相对估值，给予 12 个月目标价 16.05 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 25X、15X 和 12X，维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤炭产量低于预期风险，电解铝价格大幅下跌风险，资源税影响，安全生产风险。

目 录

1. 估值分析	4
2. 神火系河南第五大煤炭企业，重点电解铝企业	5
3. 煤炭业务高价格、高毛利、高成长	7
3.1 消费地内供不应求	7
3.2 煤炭产品高价格、高毛利率	9
3.3 高成长、矿井建设进度	10
4. 电解铝处低谷 3 年有余，未来将改善	11
4.1 产能过剩程度缓解，行业景气逐渐回升	11
4.2 电解铝直接原料生产成本	13
4.3 比拼成本，自有原料保障率提升，增加公司优势	13
4.4 电解铝流年不利，当前或已是最差之时，累计亏损抵税值得关注	14
5. 资本开支较大，但杠杆率下降	14
6. 神火的比较优势	15
6.1 接近消费地、地理位置优越	15
6.2 管理层激励较充分，主动进取	16
6.2 劣势：资源储备量较小，主力矿井可采年限短	16
7. 盈利预测与财务说明	17
7.1 煤炭销售价格、生产成本和销售量预测	17
7.2 铝业板块预测说明	17
7.3 低毛利率贸易拖累整体毛利率，明年影响减弱，整体毛利率续升	17
8. 整个市场与煤炭板块讨论	18
9. 投资风险提示	19
附表：财务报表分析和预测	20

表目录

表 1 DCF关键条件假设	4
表 2 DCF折现价值（百万元）	4
表 3 同业公司估值比较	5
表 4 公司煤炭资产	6
表 5 电解铝及铝材加工	6
表 6 神火销售半径内煤炭供需缺口（万吨）	7
表 7 区域内合成氨原煤需求量（万吨）	8
表 8 钢铁喷吹原煤需求量（万吨）	8
表 9 同业公司毛利率对比	10
表 10 增产矿井名录	11
表 11 中国电解铝表观需求（百万吨）	13
表 12 神火煤炭产品主要竞争对手	16
表 13 煤炭板块内在PE	19

图目录

图 1 公司煤炭平均销售价格（元，不含税）	9
图 2 公司煤炭毛利率	9
图 3 公司煤炭产量增长	10
图 4 电解铝下游需求分解	12
图 5 消费增速与 GDP 增速	12
图 6 中国电解铝产能利用率	12
图 7 沪铝期货价格（元 / 吨）	12
图 8 电解铝生产工艺	13
图 9 电解铝成本结构	13
图 10 公司资本开支（百万元）	15
图 11 净负债率	15
图 12 整体毛利率(%)	18
图 13 平均 ROE 和 ROA 回报率(%)	18
图 14 上证 A 股指数权益风险溢价	19
图 15 上证 A 股 PE(倍)	19

1. 估值分析

神火股份是一间煤电铝一体化企业，煤炭是其根基，产量居河南省第五位，2010年产量711万吨，占河南省4%，品种为优质无烟煤和贫瘦煤，主要用于化工，冶金和发电，具有高煤价（2011年贫瘦煤不含税价格872元），高毛利（52%）特点。同时神火股份又是重要的电解铝生产企业，产能66万吨，氧化铝80万吨，铝材加工能力22万吨，自备电厂总装机87万千瓦，阳极炭块24.5万吨。随60万千瓦机组投产，神火股份将展示其成本优势，电解铝减亏将是明年一个增长点。

在经历一次性损失事件如电解槽重启、煤矿地质断层后，公司将再次进入增长快车道。四个主要利润增长点：1、60万千瓦自备机组2011年12月预计投产，和电解铝一并考虑，2012年贡献净利增量3-4个亿。而2011年预计电解铝经营性亏损3.2亿元左右。2、梁北矿地质断层损失产量20万吨，同时成本快速上升，预计2011年净利2.14亿元。2012年产量预测120万吨，净利润6亿元，贡献净利增量3.86亿元。3、整合矿井复产进度低于预期，预计2011年盈亏平衡，2012年产量200万吨，吨煤净利150元/吨，贡献净利增量1.5亿元。4、神火铝业已变更为分公司，税前可抵免额接近10亿元，对应所得税减免额2.5亿元，将有望于随后几年逐步实现。

公司具有较高财务杠杆，2006-2010年间净负债率150%左右波动，原因是公司正处于高增长阶段，资本开支较大，对应财务费用也较高。2011年前三季度财务成本6.29亿元，YOY增长35%。展望未来，公司依然处于高增长状态，资本支出未来三年每年22亿元，但因前期项目投产后产生大量现金流，对应净负债率在逐步下降，预计2011-2013年分别为122%、86%和49%。

综合公司收入增长、现金流和资产状况，我们预测2011-2013年归属母公司净利润10.89亿元、17.99亿元和23.04亿元。YOY增长率-6%、65%和28%，对应2011-2013年EPS0.65元、1.07元和1.37元。结合DCF绝对估值和行业相对估值，给予12个月目标价16.05元，对应2011-2013年PE分别为25X、15X和12X，维持“买入”评级。

表1 DCF 关键条件假设

无风险利率	3.50%
权益资本溢价	6.50%
贝塔值	1.10
权益成本	10.65%
税后债务成本	6.50%
债务/总资本	20%
WACC	9.82%

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

表2 DCF 折现价值（百万元）

	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
FCFF	1,378	1,584	1,822	2,095	2,305	2,535	2,789	3,067	1,378
FCFF 折现	1,378	1,443	1,511	1,582	1,584	1,587	1,590	1,592	1,378
2020 之前折现合计	12,266								
永续终值@3%	24,047								
企业价值	36,313								
净现金	-8,806								
权益价值	27,508								
每股价值(元)	16.37								

资料来源：公司2010年报，海通证券研究所

WIND 上对各煤炭公司一致估计如下表所示，行业2012年平均PE约13.5X，WIND

上神火股份 2012 年 PE 约 9.1 倍。

表 3 同业公司估值比较

代码	股票名称	PE(TTM)	PE(NTM)	PB(LATEST)	A股总市值(亿元)
601898.SH	中煤能源	14.7	11.4	1.6	861
600508.SH	上海能源	10.8	10.3	2.2	153
601088.SH	中国神华	11.9	10.0	2.4	4256
601001.SH	大同煤业	17.2	16.1	2.4	249
600971.SH	恒源煤电	16.6	12.7	2.5	161
601666.SH	平煤股份	15.7	12.2	2.7	299
600997.SH	开滦股份	19.3	16.1	2.7	170
000968.SZ	煤气化	48.5	16.2	2.8	89
600123.SH	兰花科创	15.4	10.8	3.1	234
000780.SZ	平庄能源	19.6	16.0	3.1	131
601918.SH	国投新集	18.4	14.7	3.1	238
000937.SZ	冀中能源	14.6	10.7	3.1	428
600157.SH	永泰能源	38.3	15.8	3.4	92
600188.SH	兖州煤业	14.8	12.2	3.3	784
601101.SH	昊华能源	17.0	12.7	3.4	213
600395.SH	盘江股份	16.3	12.7	3.8	269
601699.SH	潞安环能	13.7	12.0	3.8	549
000983.SZ	西山煤电	20.6	12.4	4.0	582
000571.SZ	新大洲 A	33.8	18.5	4.0	50
600348.SH	阳泉煤业	17.1	13.0	4.0	452
600546.SH	山煤国际	15.8	12.6	4.6	189
600403.SH	大有能源	20.8	19.3	4.7	242
002128.SZ	露天煤业	14.7	12.8	5.0	207
600397.SH	安源股份	60.7	12.7	5.2	39
平均		21.2	13.5	3.4	456
000933.SZ	神火股份	19.5	9.1	3.8	193

资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.神火系河南第五大煤炭企业，重点电解铝企业

公司是河南省第五大煤炭生产商，2010 年煤炭总产量 711 万吨，占全省 4%。其产品是无烟煤和贫瘦煤，在省内拥有最高售价（2011 年贫瘦煤 872 元/吨，不含税价格）和毛利率 52%。公司矿井主要分布在永夏煤田和禹州煤田，永夏出产优质无烟煤，禹州煤田出产贫瘦煤，无烟煤 2010 年吨煤税后净利 172 元，贫瘦煤吨煤税后净利 322 元。

除却煤炭产品外，公司亦是重要的铝产品生产商。拥有电解铝产能 66 万吨，氧化

铝产能 80 万吨，铝材加工能力 22 万吨。公司自备电厂装机 87 万千瓦，阳极炭块 24.5 万吨。

公司生产的无烟煤属于高变质煤种，特低硫、特低磷，主要用于高炉喷吹，合成氨、水泥和火力发电。公司在许昌、禹州矿井生产的贫瘦煤，主要作为炼焦配煤、高炉喷吹和动力煤。公司煤炭主要销售地华东地区安徽、江苏、上海、华中地区湖北和河南当地。主要客户为宝钢、沙钢、马钢、武钢和南钢等企业。煤炭洗选后副产品做动力煤销售，主要客户是华电江苏分公司、大唐安徽分公司、国电安徽分公司等。

表 4 公司煤炭资产

矿井名称	地点	核定产能(万吨)	权益	状态	煤炭种类	归属法人
新庄	商丘永城	240	100%	在产	无烟煤	神火股份
葛店	商丘永城	90	100%	在产	无烟煤	神火股份
刘河	商丘永城	45	100%	在产	无烟煤	神火股份
薛湖煤矿	商丘永城	120	100%	在产	无烟煤	神火股份
梁北	禹州	9	98%	扩产至 240 万吨	贫瘦煤	许昌新龙
泉店煤矿	许昌县	120	82%	投产验收	贫瘦煤	兴隆矿业
赵家寨煤矿	新郑	300	39%	参股、在产	贫瘦煤	新郑煤电
边沟煤矿	禹州	30	51%	在产	贫瘦煤	诚德矿业
庇山煤矿	汝州	30	67%	在产	贫瘦煤	神火庇山
在产矿井产量		1065	权益产量			
			834			
整合矿井	禹州/郑州	462	54.5%	技改	贫瘦煤	许昌和郑州神火
李岗煤矿	郑州	120	70%	筹建	贫瘦煤	郑州天宏
高家庄煤矿	山西	600	100%	勘探	贫瘦煤	左权晋源
石井煤矿	巩义	90	75%	勘探	贫瘦煤	河南永昌

资料来源：公司 2010 年报，海通证券研究所

子公司神火铝业（已变更为分公司）和沁澳铝业从事电解铝生产，总产能 66 万吨。神火铝材和阳光铝材产能 22 万吨，从事后续加工业务。汇源铝业氧化铝产能 80 万吨。

表 5 电解铝及铝材加工（万吨）

企业名称	厂址	产能	权益	产品
神火铝业	永城	52	100%	电解铝
沁澳铝业	沁阳	14	70%	电解铝
神火铝材	永城	10	□00%	铝材
阳光铝材	商丘	12	60%	铝材
汇源铝业	鲁山	80	99%	氧化铝

资料来源：公司 2010 年报，海通证券研究所

3.煤炭业务高价格、高毛利、高成长

3.1 消费地内供不应求

对于煤炭行业我们认为 2011 年供求基本平衡,煤炭价格仍有小幅上涨,行业政策对业内既有大型公司日趋有益。请参见我们以往报告(《开滦股份(600997):看焦化业绩改善待集团资产注入》,盘江股份(600395):《增长受益规划盘踞西南禀赋佳》)中关于行业部分论述。

本报告期内我们采用另外一种方法,将神火股份销售半径作为研究对象,即将河南、湖北、安徽、江苏和上海五地方作为一个整体,去研究区域内的供求关系,暂不考虑山西、内蒙等外部煤炭产量影响。一个常识是该区域属煤炭调入区,内部产出无法满足需求,我们要做的是简单测算一下缺口有多大?第二,对于特殊煤种的需求多大?下面是我们分析区域内四大行业对煤炭的需求预测,结论是区域煤炭需求旺盛,神火煤炭产品不存在滞销风险,因其是无烟煤和贫瘦煤,是区域内钢铁和化肥企业重要原料,更凸显其价值。

我们预测区域内主要的耗煤行业电力、钢铁、合成氨和水泥的消费量,大致推算区域内的供求缺口。测算主要前提如下电力耗煤按每千瓦时 342 克标煤计算,水泥按照熟料 125kg/吨标煤计算,合成氨仅计算原料煤消费,不包含燃料消费,按 1150kg/吨标煤计算,钢铁仅计算生铁高炉环节投放喷吹煤用量,不包含焦炭,按 145KG/吨计算。最后将其全部折算为原煤。

表 6 神火销售半径内煤炭供需缺口(万吨)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
上海	4046	4162	4507	4772	4915
江苏	15660	16174	173□3	18980	19895
河南	11658	12906	12663	14971	16380
安徽	8306	9043	8937	11263	12726
湖北	4462	5456	5213	5892	6337
消费合计	44133	47741	48673	55878	60253
五省市煤炭产量	39683	34653	37□25	40419	43653
消费-产量	-4450	-13088	-11248	-15458	-16600□

资料来源: SXCOAL, 海通证券研究所

从上表中可以看出上述地区存在 1 亿多吨的缺口,依赖该区域以外地方调入。我们测算仅是该区域煤炭消费的主要部分,实际缺口应更大。河南省 2011 年第一批重点服务建设项目中,可以从侧面反映区域内煤炭的旺盛消费。电力项目 2112 万千瓦,其中竣工项目 520 万千瓦(含 30 万千瓦水电,余下为火电),续建项目 480 万千瓦,新开工项目 612 万千瓦(含 120 万千瓦水电)。其中的 1962 万千瓦火电机组年消耗原煤约 4725 万吨。

上述是在原煤口径下的统计,掩盖了公司煤种的特殊优势,公司产品是无烟煤和贫瘦煤,其中无烟煤占 67%,贫瘦煤占 33%。

公司的无烟煤具有较高的成块率提升了价值,产品可以分为末煤(电厂、水泥厂使用,颗粒 0-25mm 灰分大)、末精煤(高炉喷吹煤、颗粒 0-25mm,灰分小)、洗小块(13-25mm)、洗中块(25-50mm)和洗大块(50-100mm)(主要用于化肥、化工生产),以

新庄矿为例，成块率达到 40%。

无烟煤块煤是生产合成氨的主要原料，合成氨耗煤来源于两块：做为原料（无烟块煤，制造半水煤气，1 吨氨耗煤 1,150kg 标煤），另外需要燃料动力煤，烧锅炉制造水蒸气。除了用无烟块煤做原料，还可以用烟煤，褐煤、天然气等做原料。据统计以无烟煤为原料的合成氨约占 70%，其余用焦炉气、油等。安徽、河南、湖北和江苏均是粮食主产区，是化肥主要生产地和消费地。合成氨是生产化肥所需的上游产品，以 09 年产量计算上述四个省份合成氨产量 1421.24 万吨，占全国 27.67%。

表 7 区域内合成氨原煤需求量（万吨）

折合成普通原煤	2009	2010	2011E	2012E	2013E
上海	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
江苏	385.91	388.05	395.00	402.90	410.96
安徽	303.69	324.66	342.99	349.85	356.84
河南	591.99	512.16	565.68	577.00	588.54
湖北	451.11	484.49	435.64	444.35	453.24
合计	1732.69	1709.36	1739.31	1774.10	1809.58

资料来源：SXCOAL，海通证券研究所

神火的无烟喷吹煤具有特低磷、特低硫、耐磨等特征，是生铁高炉喷吹的优质原料，可以替代一部分焦炭，节省成本。最早仅有无烟煤做喷吹煤，随着技术发展和无烟煤更加稀缺，贫瘦煤和烟煤也被用于高炉喷吹，和这些煤种相比无烟煤具有不会发生粉尘爆炸，热值更高等不可替代的优点。目前高炉喷吹采用混煤喷吹，由无烟煤（42%）、贫瘦煤（39%）、其它占 19%。采用高炉喷吹技术，具有节能环保，低成本等优势，随着我国炼钢技术提升，喷煤比（kg/t，即生产 1 吨生铁需要多少公斤喷煤）不断提升，我们估计 2009 年全国喷煤比 145kg/t，世界先进水平 266kg/t，还有较大提升空间。华东地区钢铁厂喷煤比要高于全国平均水平，例如宝钢喷煤比 200kg/t。

公司在许昌矿区生产的贫瘦煤价值更高，销售均价较无烟煤高 100 元左右，除却做普通电煤用以外，它可以作为炼焦配煤和喷吹煤，同样和下游钢铁行业联系紧密，多用途提升了其价值。

表 8 钢铁喷吹原煤需求量（万吨）

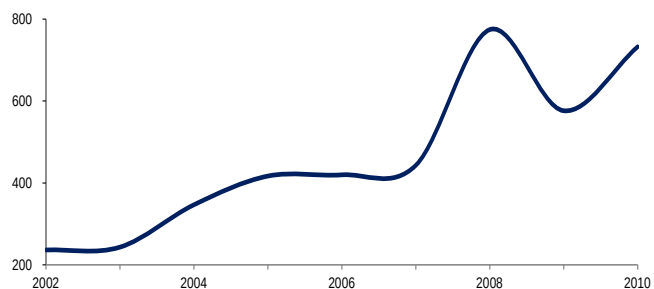
折合成普通原煤	2009	2010	2011E	2012E	2013E
上海	323.98	344.63	353.75	366.23	377.22
江苏	831.97	944.55	983.22	1054.34	1120.14
安徽	301.17	334.39	326.85	360.66	378.70
河南	352.46	375.89	404.70	459.31	496.06
湖北	354.65	418.87	447.93	412.69	429.20
合计	2164.23	2418.33	2516.45	2653.24	2809.32

资料来源：SXCOAL，海通证券研究所

3.2 煤炭产品高价格、高毛利率

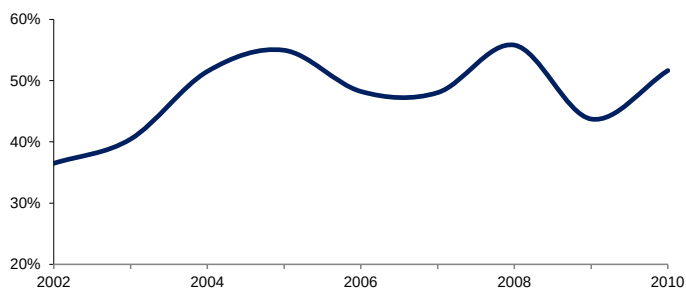
基于前面供求分析,公司产品在区域内不存在滞销风险,更因其产品是无烟煤和贫瘦煤,具有特殊用途,提升产品价值,具有较高销售价格。公司煤炭产品综合平均不含税销售价格从2002年236元/吨逐步提升至2010年732元/吨,8年来复合增长率15.2%。

图 1 公司煤炭平均销售价格(元,不含税)



资料来源:公司2002-2010年报,海通证券研究所

图 2 公司煤炭毛利率



资料来源:公司2002-2010,海通证券研究所

高毛利除了与高煤价有关外,还与低开采成本相关,而两者都与公司资源禀赋相关,同时也与公司管理密不可分。公司在永夏矿区生产优质无烟煤,但埋藏深度较深,新庄、葛店、刘河地质条件较佳,而薛湖煤矿属于高瓦斯矿井。公司在永城地区的无烟煤开采成本较高以2010年披露数据看,吨煤成本483元/吨,毛利率36%;公司在许昌矿区自然禀赋更佳,吨煤成本391元,毛利率55%。而公司以后矿井增产主要来自于许昌矿区。与行业内主要公司相比,神火毛利率处于较高水平,较平均42%高出约10个点,

表 9 行业内主要公司毛利率对比

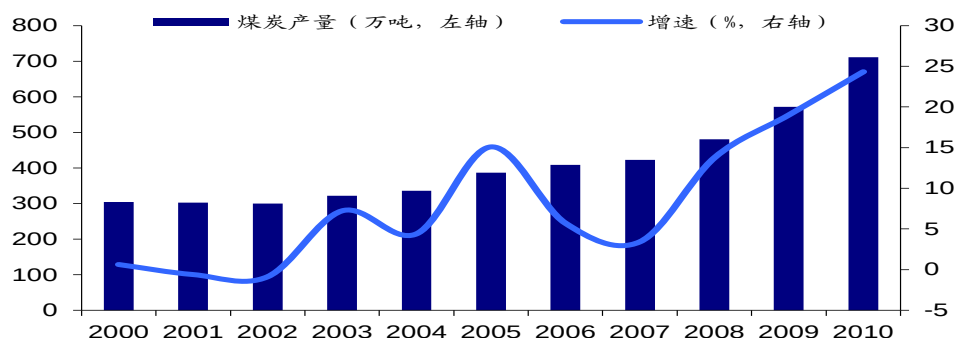
600123.SH	兰花科创	68%
600157.SH	永泰能源	62%
000571.SZ	新大洲A	61%
600381.SH	ST贤成	□59%
000983.SZ	西山煤电	54%
600188.SH	兖州煤业	49%
601101.SH	昊华能源	48%
601001.SH	大同煤业	47%
601699.SH	潞安环能	45%
600395.SH	盘江股份	43%
601898.SH	中煤能源	40%
000780.SZ	平庄能源	40%
600508.SH	上海能源	□39%
600397.SH	安源股份	38%
002128.SZ	露天煤业	38%
000968.SZ	煤气化	35%
600997.SH	开滦股份	35%
601088.SH	中国神华	34%
601918.SH	国投新集	31%
000937.SZ	冀中能源	30%
000552.SZ	靖远煤电	28%
600971.SH	恒源煤电	27%
601666.SH	平煤股份	26%
600348.SH	阳泉煤业	24%
	平均	42%
000933.SZ	神火股份	52%

资料来源：WIND，海通证券研究所

3.3 高成长、矿井建设进度

从历史数据看公司产量从 1999 年 302 万吨升至 2004 年 335 万吨，5 年时间升幅 11%。2010 年产量 711 万吨，较 2004 年提高 112%，耗时 6 年。按公司的发展规划和矿井建设进度，下一个 5 年仍然是高增长阶段。

图 3 公司煤炭产量增长



资料来源：公司 2000-2010 年报，海通证券研究所

小矿整合，既有矿扩产、新矿井建设

通过旗下两家实质 100%控制子公司许昌神火和郑州神火，合计整合 28 家煤矿，总产能 462 万吨，权益产能 252 万吨。据 2011 年中报披露，神火隆祥矿业已于 2011 年 5 月进入矿井复工接吨，2011 年预计产量 30-50 万吨，因前期投入较大，产量规模较小，预计 2011 年旗下两家子公司盈亏平衡。预计明年产量 200 万吨，权益产量 110 万吨，吨煤净利 150 元，全年贡献净利 1.65 亿元。

既有矿井改扩建是另外一个增长点，梁北矿（90 万吨，98%控股权），2007 年投产，拟通过技改提高至 240 万吨，已经报请国家发改委待批复，据 2011 年中报披露，该矿井技改已累计投入 3.4 亿元，属于 2011 年河南省重点建设项目

泉店煤矿设计 120 万吨，2010 年核定 90 万吨，30 万吨待验收。预计产量在 90-110 万吨之间。

潜在技改提升矿井，薛湖煤矿，设计 120 万吨，核定 90 万吨，神火实际按照 180 万吨装备矿井，该矿井属高瓦斯矿井，正式生产已经满 3 年，未来可以申请技改提升产能。

在建项目郑州李岗煤矿 120 万吨，石井煤矿 90 万吨。其中李岗煤矿项目属于河南省 2011 年重点建设项目。因政府规划和资金原因，两矿井建设进展缓慢。

前期项目左权高家庄 600 万吨，禹州扒村煤田勘测项目

表 10 增产矿井名录（万吨）

矿井名	新增	权益	权益新增	煤种	备注
梁北	150	98%	147	贫瘦煤	在产、技改提升
泉店	30	82%	24.6	无烟煤	在产、待验收
薛湖	90	100%	90	无烟煤	在产、推测拟技改提升
整合矿井	462	55%	252	贫瘦煤	复产进来中
李岗	120	70%	84	无烟煤	筹建
石井	90	75%	67.5	贫瘦煤	筹建
高家庄	600	100□	600	贫瘦煤	拟建
扒村	120	100%	120	贫瘦煤	拟建、产能系推测

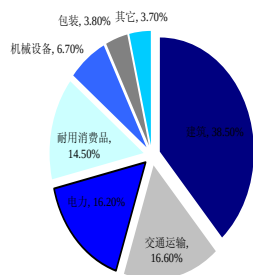
资料来源：公司 2010 年报，海通证券研究所

4. 电解铝处低谷 3 年有余，未来将改善

4.1 产能过剩程度缓解，行业景气逐渐回升

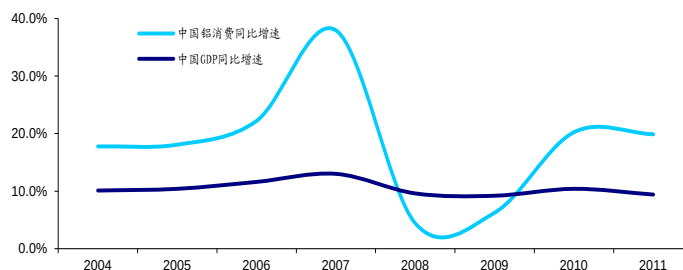
电解铝应用广泛，其消费与宏观经济增长联系紧密。同时电解铝属大宗商品，全球定价。与世界主要的电解铝生产商力拓、俄铝、美铝等相比，中国电解铝成本显著偏高，主要原因是氧化铝和电力成本高。中国电解铝的需求占全球 45%，对整个行业景气有重大影响。国际生产商主要通过计算中国供需状况，预测自身盈利前景。中国的旺盛需求主要是城市化进程中，建筑、交通等行业增长所带来的电解铝消费。

图 4 电解铝下游需求分解



资料来源：安泰科，海通证券研究所

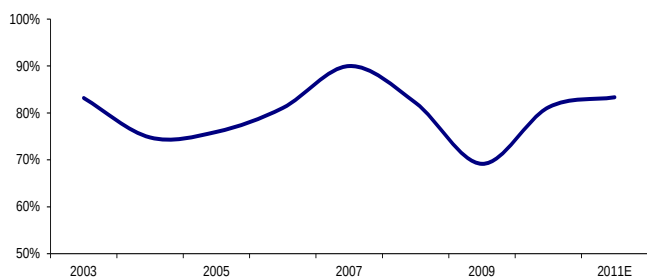
图 5 消费增速与 GDP 增速



资料来源：安泰科，海通证券研究所

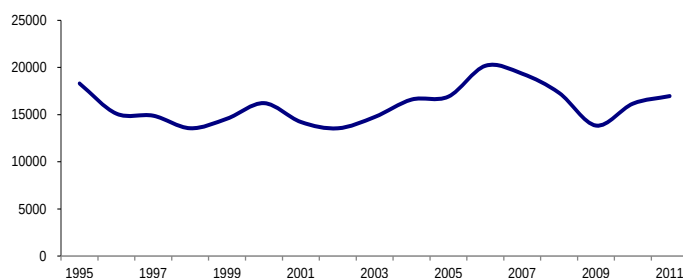
回到中国国内，电解铝生产商经历 2009 年行业低谷后，景气已经显著回升。产能利用率从 2009 年 69% 升至 2011 年 83%。从电解铝期货价格中我们也可以看到这一点，从沪铝期货年平均交易价格看，平均价格从 2006 年高点 20170 元/吨，逐年下跌至 2009 年最低点 13833 元/吨，2010 年平均价格 16160 元/吨，YOY 上涨 17%，2011 年截至当前平均价格 16961 元/吨，YOY 上涨 5%。近年来随电力等投入要素成本的不断上升，行业内没有自备电厂和原料优势的企业多处于亏损状态，铝价未来下跌空间将受到成本制约，预计空间有限。

图 6 中国电解铝产能利用率



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 7 沪铝期货价格（元/吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

从中国电解铝表观需求增长看，在经历黯淡 2008 年后，近三年均处于恢复性增长过程中，年增长率保持在 12% 以上，未来经济展望并不乐观，但在中国经济不出现大衰退背景下，需求增长仍将可能保持 10% 以上增速。

表 11 中国电解铝表观需求(百万吨)

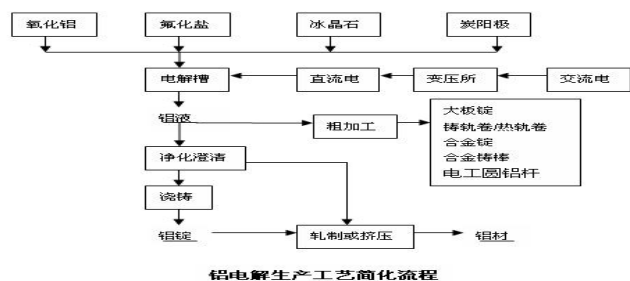
百万吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
电解铝产量	9.35	12.56	13.18	12.98	16.10	18.00
电解铝进口	0.29	0.11	0.12	2	0.23	0.2
电解铝出口	0.84	0.16	0.11	0.5	0.19	0.08
库存变化	0.13	0.07	0.69	0.3	0.2	0.2
表观消费	8.67	12.44	12.5	14.18	15.93	17.92
增长率	22.63%	43.48%	0.48%	13.44%	12.36%	12.48%
电解铝产能	12	14.5	18	19.5	20.88	21.60
产能利用率	77.92%	86.62%	73.22%	66.56%	77.07%	83.33%

资料来源:国家统计局,海通证券研究所

4.2 电解铝直接原料生产成本

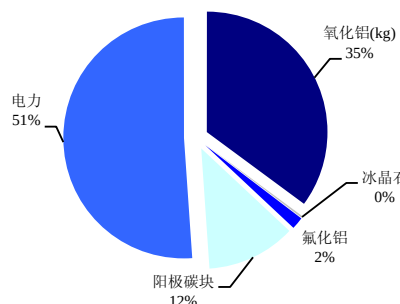
电解铝生产的直接材料成本(不含人工及设备折旧摊销):氧化铝 1930KG,冰晶石 5KG,氟化盐 27KG,阳极碳块 500KG,综合电耗 14177 千瓦时。计算投入价格分别是氧化铝 2980 元/吨,冰晶石 7500 元/吨,氟化盐 9800 元/吨,阳极炭块 3900 元/吨,电力 0.59 元/度,以上均是含税价格。上述计算仅对所有原料均需要外购,同时各要素之间价格相对固定的理想厂商。实际生产过程中,各生产商禀赋迥异,因此成本结构各有不同。

图 8 电解铝生产工艺



资料来源:百川资讯,海通证券研究所

图 9 电解铝成本结构



资料来源:百川资讯,海通证券研究所

4.3 比拼成本,自有原料保障率提升,增加公司优势

电解铝作为大宗商品,生产商多是接受既定价格,盈利核心是成本比拼。在国内主要是看电力成本,谁的电力成本最低,谁就最赚钱。河南当地拥有自备电厂和没有自备电厂的电力成本相差 700 多元,西部地区电力成本与没有自备电厂的成本相差近 2000 元,可见行业内成本差异巨大。

神火现有 2X135MW(权益 49%),预计 2011 年 12 月投产 1X600MW 机组(权益 100%),共计权益装机 73 万千瓦,按全年 6500 小时计算,约生产 47 亿千瓦时,公司 66 万吨电解铝产能,年耗电 92 亿千瓦时,自供电比例提升至 51%。600MW 机组投产后,预计年净利润 2-2.5 亿元,年贡献 EPS0.12-0.14 元。考虑到自备电厂服务于电解铝生产,减少因电力供应动荡带来的不利影响,实际经济利益可能大于此。

累计投入 5 亿多元改造的氧化铝生产开始正式投产生产,产能 80 万吨,预计今年

产量 50 万吨，全部达产后折合电解铝 42 万吨，公司总产能 66 万吨，自足率 64%。未来随产量增长，氧化铝成本将下降，减亏潜力较大。

同时公司生产制备电解铝另外一种原材料：阳极碳块，它以无烟煤、冶金焦为主要原料，煤沥青为粘结剂制备。阳极碳块在电解铝生产中属于消耗品，每吨电解铝消耗 0.5 吨阳极碳块。公司具有年产 24 万吨阳极碳块能力，对应 66 万吨总电解铝产能，自足率 18%。

公司铝产业链继续下沉，具有铝材加工能力 22 万吨，当前铝材加工基本上处于盈亏平衡。

4.4 电解铝流年不利，当前或已是最差之时，累计亏损抵税值得关注

2010 年我们基于行业复苏判断公司电解铝处于扭亏阶段，但因国家节能减排政策和限电措施，使得公司开工率不足，减亏过程后延。2011 年重启电解槽，电价上调等影响，使得公司本年度亏损加剧。神火电解铝生意由两块组成，沁澳铝业（70%权益）和神火铝业（最近已变更为分公司），沁澳铝业盈利能力优于神火铝业，主要因为神火铝业电解槽多为新建，成本高，折旧大，财务费用高，人员多，开工率低。2008 年沁澳铝业净利 7527 万元，神火铝业亏损 2.17 亿元。2009 年沁澳铝业净利 4465 万元，神火铝业亏损 1.3 亿元。2010 年沁澳铝业亏损 6852 万，神火铝业亏损 3.05 亿元，上述均是归属母公司口径。从时间跨度上看，神火铝业已经连续三年亏损，既有行业景气下滑原因，亦有前三年处于高资本投入阶段，同时和阶段性的限电导致开工不足有关。

从行业角度看，景气继续下滑可能性较小，经历三年连续亏损，相信一些高成本厂商已淡出该行业，供需经历再平衡过程。结合当前宏观经济形势，我们不敢断定景气会持续上升，但未来行业前景却未必变得更坏。

神火铝业已经过了高资本投入阶段，未来将进入收获期。1X600MW 机组年底投产后，将有力缓解电力供应波动带来的开工不足影响，同时自备电源在电力成本和机组小时利用上也具有优势。

赚钱的煤炭行业缴纳所得税，亏损电解铝行业无需缴纳所得税。合并报表计入后，最后的直观体现是公司有效所得税率畸高 35%，因此公司将神火铝业收购为全资子公司，然后注销其法人主体，变更为分公司与赚钱的煤炭合并产生递延所得税的效果。截至 2010 年底神火铝业累计可抵扣亏损约 4 亿，加上今年我们预计神火铝业全年正常经营亏损 3.2 亿元，在加上其它可抵扣亏损，总量接近 10 亿元，合计公司在未来可以少缴纳所得税 $0.25 \times 10 = 2.5$ 亿元，以公司当前股本 16.8 亿计算，对应 EPS0.15 元。

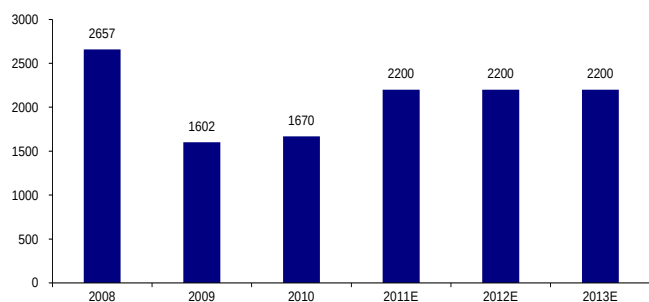
抵税减免需要与税务部门协商解决，期间需要一个过程，我们预计明年开始减税影响开始在报表中体现，但不排除今年第四季就可能体现。由于涉及减税额较大，税务部门未必会同意一次性全部抵减，同时公司从业绩平稳角度出发，亦可能会逐年部分抵扣。

5. 资本开支较大，但杠杆率下降

因神火股份仍处于高成长阶段，故大额资本开支无可避免。商丘 2X300MW 机组，梁北矿改扩建工程，郑州地区李岗和石井煤矿筹建，远期高家庄和扒村煤炭项目，新疆电解铝项目这些都需要较大投入，从绝对额上看，公司净负债是增长的，对应是财务费用同比增长，但从净负债率角度看（（现金-长短债）/权益），公司负债率呈现逐步递减过程，因公司业务扩大经营现金流强劲，可以覆盖部分资本开支，股东权益增加，对应净负债率逐渐下降。

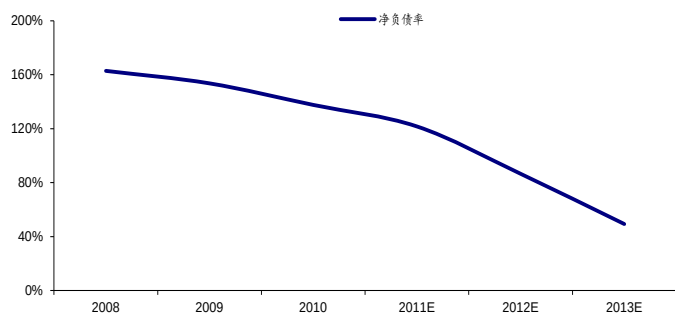
对比同行业煤炭公司，公司净负债率明显偏高。公司通过整合小矿项目，拟向市场非定向增发股票不超过 16000 万股，增发价格不低于 13.46 元/股，估算募集资金额度 21.5 亿元。用于支付收购小煤矿价款，购买安全设备和补充流动资金。从机会成本讲，21.5 亿元权益资金，以年利率 6% 计算，可以节省 1.29 亿元财务费用，降低公司杠杆率。考虑到发行股本摊薄，但因财务费用节省明显，摊薄效应有限。

图 10 公司资本开支(百万元)



资料来源：公司 2008-2010 年报，海通证券研究所

图 11 净负债率



资料来源：公司 2008-2010 年报，海通证券研究所

6. 神火的比较优势

6.1 接近消费地、地理位置优越

神火股份最直接的竞争对手就是一街之隔的永煤集团。两者在永夏煤田的矿井产品完全相同，永煤集团拥有 85,552 万吨可采储量，08 年永煤永城矿区产量 1131.1 万吨，神火股份拥有 32,327 万吨开采储量，09 年永城矿区生产 442.38 万吨。

阳泉煤业集团是中国无烟煤产量最大企业，煤质优良，广泛用于冶金、化工、电力、建材等行业，主要销往华北地区、部分销往东北、华东和中南地区，对华东无烟煤市场有一定影响，但不是神火的主要竞争对手。

晋城煤业集团年产 5,000 万吨，生产固定碳含量高、灰熔性高和产气量高“三高”无烟块煤，最受合成氨化肥企业欢迎，块煤销量占其总销量 37% 左右，是晋城煤业主打产品。晋城煤业集团产品主要销往华东地区，对华东无烟煤市场影响很大，是神火集团的最大竞争对手。

焦作矿区也是著名的优质无烟煤矿区，现在已进入衰退期，产能 380 万吨。焦煤煤业集团交通方便，洗精煤主要销往华东大钢厂和武钢，是神火重要的竞争对手。

晋城煤业集团根据其煤炭资源的特点，着重发展洗块煤、主要用于煤化工。焦煤煤业集团和永城煤业集团根据其煤炭资源的特点，着重发展洗精煤，主要用于冶金行业的高炉喷吹；神火的主打产品也是洗精煤。晋城煤业集团、焦煤煤业集团、永城煤业集团 3 个集团和神火的产品线相似，都是以洗块煤、洗精煤和末煤为主。

而皖煤集团的无烟洗精煤绝大部分也进入华东市场且地理位置较神火优先，从目前来看永煤集团和皖煤集团对神火的市场威胁最大，晋煤集团、阳煤集团、焦煤集团属于次等级威胁。

京煤集团和宁夏煤业集团也是我国重要的无烟煤生产基地。京煤集团 2009 年生产无烟煤 513 万吨，增产能力较小，其国内市场主要在华北地区和辽宁省，与神火直接竞争不大。宁夏煤业集团中的太西集团生产的无烟煤，煤质特别优良，因运到华东运费太高，

与神火竞争不大。

表 12 神火煤炭产品主要竞争对手

最直接竞争对手	对手特征及影响	地理优越性
永煤集团	矿井同处永城, 产品完全相同, 永煤产量和可采储量更大, 产量和可采储量是神火的 2.6 倍。	相同
皖煤集团	无烟洗精煤主要销往华东地区, 较神火地理位置更加。主要生产贫瘦煤和无烟煤、1/3 焦煤。旗下上市公司恒源煤电 10 年计划产量 1280 万吨。	较神火更优
次级竞争对手		
阳煤集团	拥有可采储量 79.68 亿吨, 10 个在产矿、7 个兼并矿、1 个基建矿。主要销往华北地区、部分销往东北、华东和中南地区, 对华东无烟煤市场有一定影响, 但不是神火的主要竞争对手。	较神火差, 运费较高
晋城煤业	生产固定碳含量高、灰熔性高和产气量高“三高”无烟块煤, 最受合成氨化肥企业迎, 块煤销量占其总销量的 37% 左右, 5000 万吨产能	较神火差, 运费 50 元/吨
焦作煤业	进入资源枯竭期, 产量较小 380 万吨/年	较神火差, 运费 50 元/吨

资料来源: SXCOAL, 海通证券研究所

6.2 管理层激励较充分, 主动进取

公司管理层 168 人设立的商丘天翔投资股份公司, 持有新创投资 99.97% 股权, 新创投资持有 4.76% 股权, 以神火 200 亿市值计算, 价值 9.52 亿元。同时薪酬具有吸引力, 除去独立董事 (12.65 万/年) 包括董事、管理层在内 16 人, 薪酬共计 1298.1 万元, 平均 81.13 万元, 尽管是国有控股企业, 相对于其它煤炭公司, 公司机制更灵活, 激励更充分, 管理层也更有动力做好业绩。这从公司上市后快速增长的业绩可以看到。更详尽分析请参考我们 2011 年 5 月 30 日报告《财报五指标对煤炭公司的另类检验》。

2003 年以来公司进行了多项收购, 有力扩充了公司煤炭储量和生产量。2003 年重组许昌梁北煤矿, 2005 年以后神火又先后收购控股了汝州市庇山矿、禹州市边沟煤矿、新密市李岗煤矿、许昌市泉店煤炭, 投资参股了年产 300 万吨的新郑赵家寨煤矿, 2009 年获得山西左权高家庄煤矿, 2009 年 12 月获得禹州扒村 1.3 亿吨资源量。2010 年公司通过收购母公司神火集团和汇源投资股权, 控股河南有色, 获得 80 万吨氧化铝产能。2011 年通过河南省内资源整合获得产能 462 万吨, 可采储量 6600 万吨。2011 年公司全资子公司新疆神火投资和新疆神火煤电已经开始招募人手开工建设, 据媒体报道总建设规模高精度铝合金及铝板带 160 万吨/年, 配套 80 万吨/年预焙阳极炭素, 配套 3500MW 热动力系统以及配套建设 3000 万吨/年煤矿。

6.2 劣势: 资源储备量较小, 主力矿井可采年限短

神火拥有剩余可采储量较小, 矿井合计剩余可采储量 128,633 万吨, 在产矿井剩余可采储量 59,186 万吨, 其中包含参股矿井赵家寨 (权益 39%) 的剩余可采储量 18,406 万吨, 若减去该储量则仅有 40,780 万吨, 按年产 700 万吨计算, 平均可采年限 58 年。公司在永城地区的无烟煤主力矿井新庄煤矿、葛店煤矿、刘河煤矿剩余可采年限 23、32 和 25 年, 随着矿井进入深部开采区, 生产成本将持续上升。

尽管公司近年通过收购扒村探权, 获得 1.3 亿吨资源量, 通过整合资源获得 6600 万吨可采储量。整体资源量有所上升, 但相比行业内企业资源储量仍然偏小, 因此获取保障未来发展的新煤炭资源将是公司重点目标。

7. 盈利预测与财务说明

7.1 煤炭销售价格、生产成本和销售量预测

公司的煤炭生意分为两块：直接归属股份公司的永城地区矿井和归于各子公司许昌和郑州地区矿井。我们预测 2011 年-2012 年永城矿区煤炭产量分别为 495 万吨、515 万吨和 515 万吨，YOY 增长分别为 4%、4%和 0%。销售价格分别为 951 元/吨、1094 元/吨和 1203 元/吨（不含税价格），YOY 增长 25%、15%和 10%。单位成本 543、612 和 677 元，YOY 增长 12%、13%和 11%，主要反映人工成本上升和开采深度与巷道延伸所带来的成本增长。综合销售价格与成本，预计毛利率 2011 年-2013 年分别为 43%、44%和 44%。

子公司控制的矿井分别有梁北煤矿、泉店煤矿、边沟煤矿、庇山煤矿和整合矿井，其中最重要的莫过于梁北煤炭（权益 98%），梁北煤矿年产 120 万吨，贫瘦煤质，2010 年实现归属股份净利 5 亿元，吨煤净利 450 元左右。但因 2011 年遭遇地质断层，遭受产量损失和成本上涨双重压力，盈利贡献骤降，我们预测 2011 年梁北矿产量仅为 78 万吨，净利润 2.14 亿元，吨煤净利 274 元。

梁北矿贡献净利下降是公司在 2011 年经营不达预期的一个重要原因，然展望未来，地质断层一章业已翻过，2012 年公司产量将恢复到正常 120 万吨水平，成本将恢复至正常 463 元/吨，公司高煤价依然有望持续，我们预测 2011 年吨煤不含税均价 1108 元/吨。因此梁北矿恢复正常盈利将是明年公司业绩增长的一个重要动力，我们预测 2012 年吨煤不含税销售价格 1219 元/吨，YOY 增长 10%，产量 120 万吨，净利润 6 亿元。当前梁北矿改扩建工程亦为未来业绩增长奠定基础，由 90 万吨提升至 240 万吨。

整合矿井在 2011 年复产进度低于预期，我们预计全年产出 30-50 万吨。预计明年产量 200 万吨，权益产量 110 万吨，吨煤净利 150 元，全年贡献净利 1.65 亿元。

7.2 铝业板块预测说明

电解铝因 2011 年重启电解槽和开工率不足，上半年亏损 2.68 亿元，我们预计电解铝第 3 季度亏损 2000 多万元，预计 2011 年正常经营亏损 3.2 亿元左右。

电解铝 2011 年平均期货价格 16847 元/吨（含税），因对 2012 年经济增长预期较差，影响电解铝终端需求，我们预计 2012 年全年平均价格 16300 元/吨，YOY 下降 3%。2011 年 12 月 600MW 机组预计投产，电源保证率提升，同时自备电厂机组利用小时数较高，同时电解铝产能利用率提升，均将减少电解铝生产成本，我们预测电解铝和电厂合计，将比 2011 年增加 3-4 亿元净利。

公司铝材加工能力 22 万吨，预计 2012 年处于微利状态。随着永城地区电解铝下游行业铝材深加工产业链不断扩展延伸，更多下游企业布局在永城地区，也将提升公司铝业盈利能力。

7.3 低毛利率贸易拖累整体毛利率，明年影响减弱，整体毛利率续升

2010 年公司整体毛利率 17%，我们计算预计 2011 年毛利率 10%，大幅下降 7 个百分点，主要因低毛利率贸易收入比重增加。我们预计 2011 年公司贸易收入约 300 亿元，大幅增长约 60%，贸易毛利率上半年仅 1%，而去年同期毛利率 8%，因其在收入结构中比重上升，故拖累整体毛利率。

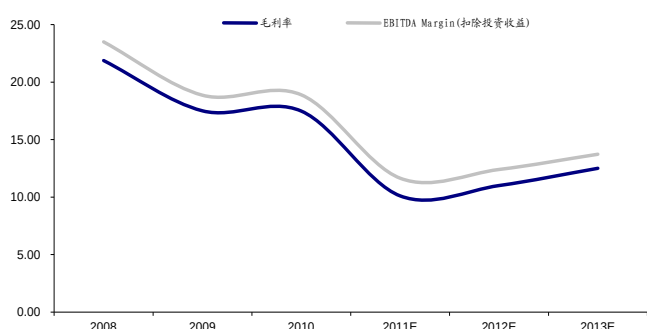
煤炭因上半年梁北煤矿地质断层影响，尽管煤炭价格整体上升，但成本上升更快，

2011 年上半年毛利率 51%，YOY 下降 3 个点。下半年不利影响消除，我们预计煤炭板块全年毛利率同比持平。

展望未来，我们预计低毛利贸易收入增速将低于其他板块，意味其在收入结构中比例将下降，从而提升整体毛利率。再有煤炭板块毛利率仍然将维持在较高水平，铝业板块毛利率持续改善，三者因素综合，我们预计公司整体毛利率将保持持续上升，我们计算 2012 年毛利率 11%，YOY 增长 1 个点，2013 年毛利率 13%，YOY 增长 2 个点。

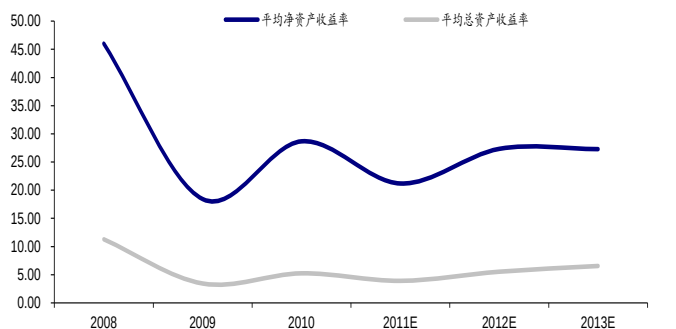
随未来盈利能力不断恢复，公司平均净资产回报率和总资产回报率在未来两年将持续上升，我们预计 2011 年平均净资产回报率和总资产回报率分别为 21%和 4%。

图 12 整体毛利率(%)



资料来源：公司 2008-2010 年报，海通证券研究所

图 13 平均 ROE 和 ROA 回报率(%)



资料来源：公司 2008-2010 年报，海通证券研究所

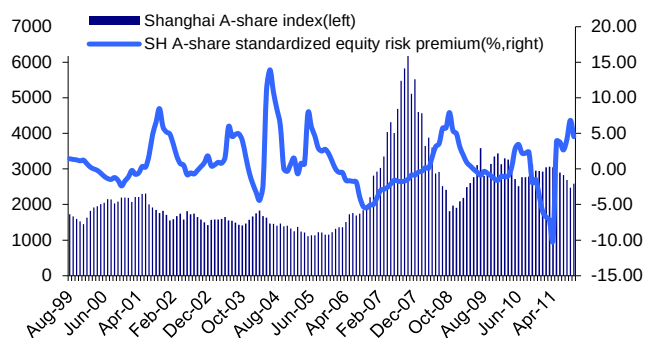
8. 整个市场与煤炭板块讨论

我们的结论是煤炭板块从 PE 估值上讲，2012 年 13.6 倍左右（剔除靖远煤业和郑州煤电极端影响），处于合理水平，未有高估。随未来市场估值提升，煤炭板块有望获得超额收益。

首先从标准化的权益风险溢价上看，我们认为当前的市场整体趋势依然向上。从图形中我们可以看出在 05 年启动到 08 年结束的一轮中，05 年 5 月权益风险 7.86，当月上证 A 股指数收于 1113，处于谷底位置；随后股指恢复性上涨，风险权益由正转负，06 年 10 月份权益风险溢价达到最小，-5.47，指数收于 1931，股市处于快速上涨前夜。随后股市快速上涨，对应的权益风险溢价也随之上涨，07 年 10 月溢价-1.45，股指收于 6252。接着股市下跌，权益溢价由负转正，08 年 10 月，风险溢价 7.92 达到最大，股市达到底部，股指收于 1816。当前风险溢价 5.68，市场是否已经到达底部很难判断，但无疑已具有较高投资价值。

从上证 A 股对应 PE 来讲，当前 14 倍左右，以 30 个月移动平均数据看，估值水平处于 22 倍左右，从下述图形中我们可以看到市场估值水平处于历史相对低位状态。

图 14 上证 A 股指数权益风险溢价



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 15 上证 A 股 PE(倍)



资料来源：WIND，海通证券研究所

另外将煤炭板块作为整体，直接采用两阶段方法进行预测。假设 2012 年净利增长 18%，短期盈利增长率 15%，年限 20 年，股息分配率 25%。计算出的 Leading PE 如下：

表 13 煤炭板块内在 PE

板块 PE(X)		实际权益折现率						
		6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
永续增长率	2%	17.11	15.21	13.69	12.44	11.41	10.53	9.78
	3%	21.93	18.80	16.45	14.62	13.16	11.96	10.96
	4%	31.57	25.25	21.04	18.04	15.78	14.03	12.63

资料来源：WIND，海通证券研究所

9.投资风险提示

煤炭产量低于预期风险，电解铝价格大幅下跌风险，资源税影响，安全生产风险。

附表：财务报表分析和预测

现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1521	1673	2412	3553
所得税支出	-490	-586	-478	-763
折旧与摊销	1058	1294	1438	1581
营运资本减(增)	93	-448	206	218
其它调整	-233	0	0	0
经营现金流	1950	1933	3578	4589
资本支出	-1670	-2200	-2200	-2200
净投资	-158	0	0	0
投资现金流	-1828	-2200	-2200	-2200
负债增长(减少)	2094	1256	-300	-1800
权益增长(减少)	47	0	0	0
股利支出	-1544	-336	-336	-336
财务现金流	597	920	-636	-2136
自由现金流	281	-267	1378	2389
现金增加(减少)	719	653	742	253

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
同比(%)				
毛利	59	7	25	31
EBITDA(扣除投资收益)	60	14	23	27
EBIT(扣除投资收益)	68	10	29	36
利润率(%)				
毛利	17.48	10.10	11.00	12.50
EBITDA(扣除投资收益)	19	12	12	14
EBIT(扣除投资收益)	13	8	8	10
其它(%)				
有效税率	32	35	20	21
派息率	18	20	20	20
平均净资产收益率	29	21	27	27
平均总资产收益率	5	4	6	7
利息覆盖倍数(倍)	3	3	4	6

主要财务数据及预测	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	16903	31270	35960	41354
变化(%)	59.36	85.00	15.00	15.00
净利润(百万元)	1159	1089	1799	2304
变化(%)	93	-6	65	28
EPS(元)	0.69	0.65	1.07	1.37
变化(%)	93	-6	65	28
PER(倍)	16.24	17.28	10.46	8
CFO(PS)	1.16	1.15	2.13	2.73
PBR(倍)	4	3	3	2
EV/EBITDA	9	8	6	5
每股红利(元)	0.13	0.20	0.20	0.20

利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16903	31270	35960	41354
营业成本	-13949	-28112	-32005	-36185
运营成本	-820	-813	-935	-1075
营业税金及附加	-121	-128	-147	-170
销售费用	-240	-225	-259	-298
管理费用	-459	-460	-529	-608
联营合营投资收益	86	30	117	117
非营运利润	-65	0	0	0
财务费用	-634	-702	-726	-658
税前利润	1521	1673	2412	3553
所得税	-490	-586	-478	-763
少数股东权益	128	1	-135	-485
净利润	1159	1089	1799	2304
EBITDA(扣除投资收益)	3193	3639	4458	5675
EBIT(扣除投资收益)	2134	2345	3021	4094

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	3541	4194	4936	5189
存货	2006	3936	4481	5066
应收票据	604	1124	1280	1447
应收账款	70	141	160	181
预付账款	1586	3092	3521	3980
其它流动资产	249	313	360	414
固定资产	14147	14975	15673	16241
无形资产	1648	1726	1790	1840
长期投资	343	625	719	827
其它长期资产	473	938	1079	1241
资产合计	24668	31064	33998	36426
流动负债				
银行借款	5305	7500	7000	5500
应付账款	1715	3373	3841	4342
应付票据	2647	5341	6081	6875
预收账款	472	843	960	1086
其它流动负债	1645	562	640	724
长期借款	6439	5500	5700	5400
其它长期负债	483	703	800	905
负债合计	18705	23823	25022	24831
股本	1050	1680	1680	1680
储备	3450	4100	5699	7833
股东权益	4500	5780	7379	9513
少数股东权益	1463	1461	1597	2082
合计	5962	7241	8976	11595
营运资金	-1963	-1515	-1721	-1938
净现金(负债)	-8203	-8806	-7764	-5711
净负债率	138%	122%	86%	49%

资料来源：公司 2010 年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱洪波：煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：郑州煤电、神火股份、兰花科创、潞安环能、西山煤电、盘江股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com
汤慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com
李珂 (021) 23219396 lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
罗震 (021) 23219326 luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com

联系人

陈瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com
伍彦妮 (021) 23219774 wyn6254@htsec.com
桑柳玉 (021) 23219686 sly6635@htsec.com
曾逸名 (021) 23219773 zym6586@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com
张欣慰 (021) 23219370 zwxw6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
徐莹莹 (021) 23219885 xyy7285@htsec.com

联系人

武亮 (021) 23219883 wl7222@htsec.com
黄轩 (021) 23219886 hx7252@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com
蒋科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com
李宏科 (021) 23219671 lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com
张显宁 (021) 23219813 zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com
王曉林 (021) 23219812 wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411 longh@htsec.com
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
夏木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com
黄媚 (021) 23219638 hm6139@htsec.com
汤婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

白洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com
薛婷婷 (021) 23219775 xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
虞楠 (021) 23219382 yun@htsec.com
李晨 (021) 23219817 lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com
齐莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

有色金属行业

刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com
张瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 臻 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 ji wj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com 朱 昂 (021) 23219397 za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com