

神火股份 (000933)

业绩低于预期，未来经营“轻装”上阵

推荐 (下调)

现价: 16.42 元

主要数据

行业	采掘业
公司网址	shgf.com.cn
大股东/持股	河南神火集团有限公司/25.24%
实际控制人/持股	商丘市国资委/25.2%
总股本(百万股)	1680.0
流通 A 股(百万股)	1680.0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	287.3
流通 A 股市值(亿元)	287.0
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	77.1

行情走势图



相关研究报告

2011.07.11 事项点评-神火股份 (000933): 改善经营结构, 打开未来成长空间 (强烈推荐)

2011.08.31 深度报告-神火股份 (000933): 未来增长在于小煤矿及新建电厂投产 (强烈推荐)

研究员

张顺 S1060210050003
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业绩大幅低于预期

公司发布三季报, 报告期内实现营业收入 237.8 亿元, 同比增长 75.9%, 归属于母公司的净利润 8.27 亿元, 同比减少 16.8%, 实现每股收益 0.49 元, 其中第三季度每股收益为 0.11 元, 环比二季度减少 51%, 大幅低于预期。

■ 原因在于煤炭产量减少、处置资产损失及财务费用增加

- ✓ 河南省对安全生产加强监管, 制约了梁北矿、泉店矿的产量释放, 产量同比减少约 40 万吨, 其中梁北矿断层技改, 自 5 月份恢复生产, 产量未能如期大幅放产, 月均产量在 6-7 万吨, 预计难以完成 90 万吨的年度计划。
- ✓ 处置神火发电公司旗下的永城市示范电站有限公司 (2*12.5 万 KW 装机电厂) 51% 的股权, 导致 1.04 亿元投资损失, 该小火电机组本属于淘汰落后产能范畴, 在公司资产内不符合政策规定, 转让后可改善资产结构。
- ✓ 此外, 资金成本上浮, 财务费用大幅增加。公司资产负债率已高达 78.2%, 前三季度财务费用为 6.3 亿元, 较同期增长 1.6 亿元。定向增发推进可有助于改善资本结构, 降低财务压力, 目前股价已跌破公司定向增发预案价 13.46 元, 未来定向增发不确定性增强。

■ 经济回落风险加大, 未来电解铝业务经营不乐观

第三季度来看, 电解铝价格冲高回落, 神火铝业 400 千安 9 万吨的生产线已于 9 月份重启, 单季度来看, 电解铝小幅亏损约 1000 万元, 其中, 氧化铝亏损约 4000 万元。价格的快速回落已使得电解铝业务重回亏损, 未来经营不乐观。

■ 盈利预测: 下调盈利预测及评级

将全年煤炭产量由 800 万吨下调为 720 万吨及考虑电解铝价格的下降, 下调盈利预测, 将 2011 年、2012 年盈利预测由 1.09 元、1.50 元下调为 0.80 元、1.32 元, 对应市盈率为 14.9 倍、9.1 倍, 下调投资评级至“推荐”。

建议积极的看待未来公司经营, 市场行情不景气, 公司借此卸下“包袱”, 利于在行情迎来转机时“轻装”上阵, 未来的经营仍值得期待。

■ 风险提示: 宏观经济回落程度超出预期。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,761.9	16,902.6	33,180.6	38,489.1	39,992.6
YoY(%)	-10.4%	57.1%	96.3%	16.0%	3.9%
净利润(百万元)	599.5	1,158.8	1,347.3	2,223.1	2,673.3
YoY(%)	-47.9%	93.3%	16.3%	65.0%	20.2%
毛利率(%)	17.3%	17.5%	11.0%	12.4%	13.5%
净利率(%)	5.6%	6.9%	4.1%	5.8%	6.7%
ROE(%)	13.1%	19.4%	19.3%	25.4%	24.9%
EPS(摊薄/元)	0.80	1.10	0.80	1.32	1.59
P/E(倍)	15.0	10.9	14.9	9.1	7.5
P/B(倍)	2.0	2.1	2.9	2.3	1.9

图表1 电解铝业务关键假设预测

单位：万吨、元/吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
神火铝业销量	-	-	28.8	38.0	50.0	52.0
沁澳铝业销量	-	-	10.8	12.0	13.0	13.0
销量(万吨)	41.7	34.2	39.6	50.0	63.0	65.0
电解铝售价(含税)	20576.4	16380.0	15660.1	16965.0	17550.0	18369.0
电解铝售价(不含税)	17586.7	14000.0	13384.7	14500.0	15000.0	15700.0
吨铝成本合计(元/吨)	17010.1	11767.8	13331.7	14239.3	14077.8	14178.2
氧化铝	-	4015.2	4512.0	4902.6	5311.1	5311.1
电耗	-	5849.1	6771.8	7336.8	6653.0	6653.0
阳极碳素	-	1500.0	1709.4	1623.9	1709.4	1794.9
氟化盐	-	189.0	184.6	230.8	253.8	265.4
冰晶石	-	160.0	153.8	145.3	150.4	153.8
单耗品种价格(含税)						
氧化铝	2900	2100	2761.0	3000.0	3250.0	3250.0
电耗	0.57	0.42	0.57	0.58	0.56	0.56
阳极碳素	4000	3000	4000.0	3800.0	4000.0	4200.0
氟化铝	10000	7000	8000.0	10000.0	11000.0	11500.0
冰晶石	10000	8000	9000.0	8500.0	8800.0	9000.0

资料来源：平安证券研究所

图表2 煤炭业务关键假设预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量	572.0	711.2	720.0	760.0	755.0
煤炭销量	557.3	718.1	720.0	760.0	755.0
其中：永城矿区产量	438.3	474.3	460.0	470.0	465.0
煤炭销量	442.4	467.2	460.0	470.0	465.0
原煤	11.3				
精煤	231.2	275.8	276.0	282.0	279.0
块煤	39.7	53.7	46.0	47.0	46.5
洗混煤	160.3	137.8	138.0	141.0	139.5
许昌矿区产量	133.8	236.9	260.0	290.0	290.0
煤炭销量	114.9	250.9	260.0	290.0	290.0
原煤		21.3			
精煤	86.6	142.3	180.0	186.0	186.0
洗混煤	28.3	87.3	120.0	124.0	124.0
煤炭综合售价	620.93	798.21	908.1	922.0	941.3
永城矿区煤炭售价	590.48	758.38	880.3	887.5	906.0
精煤价格	714.69	911.69	1094.0	1100.0	1120.0
块煤价格	879.29	991.51	1111.1	1120.0	1140.0
洗混煤价格	350.74	360.60	376.1	385.0	400.0
许昌矿区煤炭售价	738.14	872.40	957.3	978.0	998.0
精煤价格	909.62	1188.44	1350.4	1370.0	1390.0
洗混煤价格	222.82	356.98	367.5	390.0	410.0
吨煤炭成本	345.0	354.1	450.0	470.0	490.0

资料来源：平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	8057.1	13202.0	16049.6	20028.7
现金	3541.2	6636.1	8730.7	12522.1
应收账款	69.7	136.8	158.7	164.9
其他应收款	249.2	489.2	567.5	589.7
预付账款	1586.2	1600.9	1617.8	1635.1
存货	2006.3	3282.5	3749.5	3843.6
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	16610.6	16913.0	16869.8	16071.1
长期投资	343.2	343.2	343.2	343.2
固定资产	12104.4	12821.8	13153.1	12928.9
无形资产	1647.8	1584.6	1518.1	1448.2
其他非流动资产	0.0	8.1	10.8	11.5
资产总计	24667.7	30115.0	32919.4	36099.8
流动负债	11783.6	13971.3	13906.4	14293.8
短期借款	3903.9	1457.7	0.0	0.0
应付账款	1715.0	3274.3	3740.2	3834.1
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债	6921.7	9168.2	10248.6	11071.4
长期借款	8439.1	9439.1	10239.1	11039.1
其他非流动负债	212.0	458.6	539.0	561.7
负债合计	18705.3	23139.5	24155.0	25365.2
少数股东 权益	1462.8	1443.6	1413.5	1377.4
股本	1050.0	1680.0	1680.0	1680.0
资本公积	245.9	245.9	245.9	245.9
留存收益	3021.9	3424.2	5243.1	7249.4
归属母公司股东权益	4499.6	5531.9	7350.9	9357.2
负债和股东权益	24667.7	30115.0	32919.4	36099.8

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1950.1	6272.3	4847.1	4853.8
净利润	1031.1	1328.0	2193.1	2637.1
折旧摊销	1058.5	1217.0	1295.9	1349.5
财务费用	678.9	666.3	640.7	645.4
投资损失	-86.4	100.0	0.0	0.0
营运资金变动	174.2	2583.9	639.7	199.8
其他经营现金流	-9.1	3.8	0.8	0.2
投资活动现金流	-1827.9	-1750.0	-1250.0	-550.0
资本支出	-2459.8	-1650.0	-1250.0	-550.0
长期投资	86.4	-100.0	0.0	0.0
其他投资现金流	545.5	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	596.9	-1427.5	-1502.6	-512.4
短期借款	3903.9	1457.7	0.0	0.0
长期借款	6439.1	8439.1	9439.1	10239.1
普通股增加	300.0	630.0	0.0	0.0
资本公积增加	9.5	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-10055.5	-11954.2	-10941.6	-10751.4
现金净增加额	719.0	3094.9	2094.6	3791.4

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	16902.6	33180.6	38489.1	39992.6
营业成本	13948.7	29530.7	33731.8	34578.9
营业税金及附加	121.0	139.4	161.7	168.0
营业费用	240.1	272.1	315.6	327.9
管理费用	458.6	547.5	635.1	659.9
财务费用	634.3	666.3	640.7	645.4
资产减值损失	51.1	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	21.8	0.0	0.0	0.0
投资净收益	86.4		0.0	0.0
营业利润	1557.0	1924.7	3004.3	3612.5
营业外收入	114.3	0.0	0.0	0.0
营业外支出	149.8	0.0	0.0	0.0
利润总额	1521.5	1924.7	3004.3	3612.5
所得税	490.4	596.7	811.1	975.4
净利润	1031.1	1328.0	2193.1	2637.1
少数股东损益				
归属母公司净利润	1158.8	1347.3	2223.1	2673.3
EBITDA	3192.8	3907.9	4940.8	5607.4
EPS (元)	1.10	0.80	1.32	1.59

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	57.1%	96.3%	16.0%	3.9%
营业利润	89.6%	23.6%	56.1%	20.2%
归属母公司股东权益	27.4%	22.9%	32.9%	27.3%
获利能力				
毛利率(%)	17.3%	17.5%	11.0%	12.4%
净利率(%)	5.6%	6.9%	4.1%	5.8%
ROE(%)	13.1%	19.4%	19.3%	25.4%
ROIC(%)	6.0%	8.0%	10.0%	13.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.8%	76.8%	73.4%	70.3%
净负债比率(%)	114.1%	46.7%	8.1%	-21.3%
流动比率	68.4%	94.5%	115.4%	140.1%
速动比率	51.3%	71.0%	88.4%	113.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	186.5	321.3	260.5	247.2
应付账款周转率	9.7	11.8	9.6	9.1
每股指标(元)				
每股收益	1.10	0.80	1.32	1.59
每股经营现金流	1.9	3.7	2.9	2.9
每股净资产	6.1	5.7	4.2	5.2
估值比率				
P/E	10.9	14.9	9.1	7.5
P/B	2.1	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.0	6.7	4.8	3.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN
平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257