

神火股份 (000933)

电解铝拖累业绩，煤炭增量源自整合矿

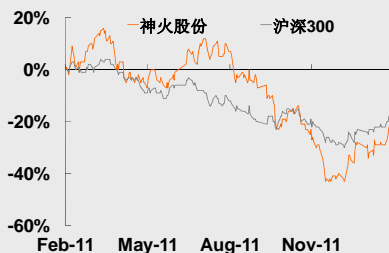
推荐 (维持)

现价：11.86 元

主要数据

| | |
|---------------|-------------------------------|
| 行业 | 煤炭开采 |
| 公司网址 | www.shenhuo.com |
| 大股东/持股 | 河南神火集团有限公司 /25.24% |
| 实际控制人/持股 | 商丘市人民政府国有资产监督管理委员会 /25.24% |
| 总股本(百万股) | 1,680 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,680 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 199.25 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 199.23 |
| 每股净资产(元) | 3.04 |
| 资产负债率(%) | 78.2 |

行情走势图



相关研究报告

2011.10.24 季报点评-神火股份 (000933) :
业绩低于预期，未来经营“轻装”上阵 (推荐)

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

证券分析师

张顺 投资咨询资格编号
S1150209110154
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司发布 2011 年报，实现营业收入 307.0 亿元，较上年同期增长 81.6%；归属于上市公司股东的净利润 11.5 亿元，同比减少 0.71%，实现每股收益 0.685 元，分红方面，每 10 股派发现金股利 0.8 元，业绩低于我们此前预期的 0.75 元/股，也低于市场一致预期 0.72 元/股。

平安观点:

■ 梁北矿断层影响，煤炭产量不及预期

全年煤炭产量 712 万吨，基本与上年持平，一方面，受安全压力大等原因，小煤矿一直未能释放产能；另一方面，一方面，梁北矿产量不到 70 万吨，由于产量未能达成使得吨煤生产成本大幅增长，盈利能力也降低，全年净利润为 1.5 亿元，吨煤净利润约 220 元/吨。

■ 电解铝亏损拖累业绩。累计亏损约 4 亿元

全年电解铝产量 47.7 万吨，综合售价为 14376 元/吨 (不含税)，生产成本为 14844 元/吨，累计亏损约 4 亿元。一季度电解槽启动费造成一次性亏损，电解铝业务仍面临成本上升 (当地电价上升为 0.63 元/KWH，同比上涨 7%) 与铝价低迷的双层压力。目前沁澳铝业一条 7 万吨、神火铝业一条 6 万吨的生产线均处于停产状态。

■ 2012 年业绩增长主要来自煤炭产量小幅增加及新建电厂的投产

从煤价来看，冶金煤 (贫瘦煤)、无烟煤走势平稳为主，若维持现价平稳运行，2012 年煤价同比涨幅在 5%，成本总体上涨 6% 的水平。产量贡献来自整合小煤矿，预计产量为 130 万吨 (权益产量 70 万吨)，此外梁北矿、泉店矿预计产量共增加 20 万吨。

60 万千瓦新建电厂预计将在一季度末正式运营。目前电厂已竣工验收，正与电厂就过网费谈判协商；新建电厂规划年发电量在 40 亿千瓦时，预计年贡献净利润为 1.5 亿元左右。

| | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 10,761.9 | 16,902.6 | 30,699.1 | 31,761.5 | 34,436.0 |
| YoY(%) | -10.4% | 57.1% | 81.6% | 3.5% | 8.4% |
| 净利润(百万元) | 599.5 | 1,158.8 | 1,150.6 | 1,516.2 | 2,060.6 |
| YoY(%) | -47.9% | 93.3% | -0.7% | 31.8% | 35.9% |
| 毛利率(%) | 17.3% | 17.5% | 10.9% | 11.9% | 13.4% |
| 净利率(%) | 5.6% | 6.9% | 3.7% | 4.8% | 6.0% |
| ROE(%) | 13.1% | 19.4% | 17.0% | 19.2% | 21.7% |
| EPS(摊薄/元) | 0.80 | 1.10 | 0.68 | 0.90 | 1.23 |
| P/E(倍) | 14.8 | 10.7 | 17.3 | 13.1 | 9.7 |
| P/B(倍) | 1.9 | 2.1 | 2.9 | 2.5 | 2.1 |

■ **从未来两年看，梁北矿、泉店矿的改扩建是业绩增长主动力**

梁北矿、泉店矿煤质以贫瘦煤为主，盈利能力强，吨煤净利均 300 元/吨以上，故产能提升可大幅提升盈利。其中梁北矿计划 90 万吨改扩建 240 万吨，预计 2012 年动工，预计 2013 年可增加 50 万吨产量；泉店矿核定 120 万吨，计划改扩建 180 万吨，预计 2013 年可逐步开始改造、投产。此外，整合小煤矿产量预计可达到 400 万吨（权益 210 万吨），产量增长 2 倍。

■ **关注大股东增持意向的实施**

河南省国资委支持大股东神火集团通过二级市场增持、土地作价等方式，保持增大国有股比例，确保控股地位，当前大股东神火集团资金相对紧缺，未来不排除国有注资或担保融资的方式进行二级市场增持。

■ **公司积极向外资源扩张，收购整合煤矿**

公司参与河南省煤炭资源整合，收购兼并 40 多个小煤矿，增加了储量和产能，并奠定了未来省内扩张的基础。公司仍在不断进行对外资源扩张，近期 6.1 亿元收购北京三吉能源公司全资子公司郑州裕中煤业 51% 股权，价格相对公允，收购完成后，按照权益比例计算，增加煤炭资源量 1.74 亿吨，可采储量 0.72 亿吨，若相关煤矿全部投产后，公司控制的煤炭产能将新增加 390 万吨/年，为未来的发展成长奠定基础。

■ **盈利预测及评级：小幅下调业绩，“推荐”评级**

公司已将增发价由 13.46 元/股下调至 8.32 元/股，股本由 16000 万股扩大至 23300 万股，将对 2012 年 EPS 进一步摊薄，预计摊薄比例约为 12%。

考虑电解铝的弱势下调盈利预测，不考虑增发，将 2012 年、2013 年 EPS 为 1.00 元、1.32 元下调为 0.9 元、1.23 元，对应估值为 13.1 倍、9.7 倍，考虑大股东增持意向及公司增发收购煤矿以扩产规模，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：宏观经济回落幅度超出预期；电厂运营持续低于预期**

图表1 公司煤炭产量预测

| 单位：万吨/年 | 股权 | 主要煤种 | 设计产能 | 可采储量 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------------|------|--------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 永城矿区（原有煤矿） | | | | | | | | | |
| 新庄煤矿 | 100% | 无烟煤 | 180（240） | 8000 | 240 | 270 | 257 | 260 | 270 |
| 葛店煤矿 | 100% | 无烟煤 | 75（90） | 4378 | 90 | 50 | 50 | 45 | 30 |
| 刘河煤矿 | 100% | 无烟煤、贫煤 | 45 | 1121 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 兴隆矿业-薛湖煤矿 | 100% | 无烟煤、贫煤 | 120 | 9475 | 30 | 90 | 120 | 120 | 120 |
| 小计 | | | 390 | 30166 | 405 | 455 | 472 | 470 | 465 |
| 许昌矿区（新投产煤矿） | | | | | | | | | |
| 新龙矿业-梁北煤矿 | 98% | 贫瘦煤 | 90 | 13345 | 90 | 90 | 70 | 80 | 130 |
| 泉店煤矿 | 82% | 烟煤 | 120 | 8092 | 50 | 70 | 107 | 120 | 140 |
| 庇山煤矿 | 67% | 贫瘦煤 | 30 | 320 | | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 边沟煤矿 | 51% | 贫煤 | 30 | 537 | | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 昌隆煤矿 | | 贫煤 | 45 | 1191 | | | | 0 | 0 |
| 小计 | | | 315 | 23485 | 140 | 220 | 237 | 260 | 330 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 煤炭价格分煤种预测

| 单位：元/吨 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 煤炭综合售价 | 621 | 798 | 938 | 918 | 933 |
| 永城矿区煤种销售价格 | 590 | 758 | 933 | 913 | 931 |
| 精煤价格 | 715 | 912 | 1113 | 1100 | 1120 |
| 块煤价格 | 879 | 992 | 1312 | 1300 | 1320 |
| 洗混煤价格 | 351 | 361 | 324 | 340 | 350 |
| 许昌矿区煤种销售价格 | 738 | 872 | 949 | 927 | 937 |
| 精煤价格 | 910 | 1188 | 1361 | 1350 | 1360 |
| 洗混煤价格 | 223 | 357 | 432 | 410 | 420 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司新收购煤矿资源状况

| 单位：万吨 | 保有资源储量 | 可采储量 | 设计产能（万吨/年） | 剩余服务年限 | 发热量（MJ/kg） | 煤种 | 状态 |
|-------------------------|---------------|---------------|------------|--------|------------|-----|----|
| 新密市超化煤矿有限公司（70%） | | | | | | | |
| 超化煤矿 | 224 | 83.19 | 30 | 1.98 | 29.27 | 贫煤 | 生产 |
| 大磨岭煤矿 | 8,523 | 3,566.70 | 60 | 42.46 | 29.66 | 贫瘦煤 | 在建 |
| 崔岗煤矿 | 3,666 | 2,189.20 | 45 | 34.75 | 25.29 | 贫瘦煤 | 筹建 |
| 新密市恒业有限公司（70%） | | | | | | | |
| 和成煤矿 | 8,081 | 2,679.90 | 45 | | 28.23 | 无烟煤 | 在建 |
| 李沟井田 | 10,350 | 2,871.65 | 60 | | 29.01 | 无烟煤 | 勘探 |
| 郑州丰祥贸易有限公司（70%） | | | | | | | |
| 窦沟煤矿 | 11,093 | 4739.33 | 90 | 37.61 | 30.05 | 无烟煤 | 筹建 |
| 河南省恒福商贸有限公司（70%） | | | | | | | |
| 翟沟井田 | 7,923 | | 60 | 50.68 | 27.58 | 无烟煤 | 筹建 |
| 合计 | 49,860 | 16,130 | 390 | | | | |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 流动资产 | 8057.1 | 12335.9 | 13331.0 | 17219.9 | |
| 现金 | 3541.2 | 6139.8 | 6997.3 | 10529.9 | |
| 应收账款 | 69.7 | 126.6 | 131.0 | 142.0 | |
| 其他应收款 | 249.2 | 452.7 | 468.3 | 507.8 | |
| 预付账款 | 1586.2 | 1599.8 | 1613.8 | 1628.7 | |
| 存货 | 2006.3 | 3039.6 | 3109.4 | 3315.2 | |
| 其他流动资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 非流动资产 | 16610.6 | 16911.7 | 16866.4 | 16068.3 | |
| 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 | 6.9 | 7.4 | 8.8 | |
| 资产总计 | 24667.7 | 29247.7 | 30197.4 | 33288.2 | |
| 流动负债 | 11783.6 | 13358.7 | 12141.3 | 12813.1 | |
| 短期借款 | 3903.9 | 1511.4 | 0.0 | 0.0 | |
| 应付账款 | 1715.0 | 3032.1 | 3101.6 | 3307.0 | |
| 其他流动负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| 非流动负债 | 6921.7 | 9130.6 | 10146.7 | 10987.2 | |
| 长期借款 | 8439.1 | 9439.1 | 10239.1 | 11039.1 | |
| 其他非流动负债 | 212.0 | 421.0 | 437.1 | 477.6 | |
| 负债合计 | 18705.3 | 22489.4 | 22288.1 | 23800.3 | |
| 少数股东 权益 | 1462.8 | 1423.1 | 1403.1 | 1376.0 | |
| 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 | 3227.4 | 4398.4 | 6004.2 | |
| 归属母公司股东权益 | 4499.6 | 5335.2 | 6506.2 | 8111.9 | |
| 负债和股东权益 | 24667.7 | 29247.7 | 30197.4 | 33288.2 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|--|
| 会计年度 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 经营活动现金流 | 1950.1 | 5828.8 | 3807.8 | 4607.7 | |
| 净利润 | 1031.1 | 1110.8 | 1496.2 | 2033.5 | |
| 折旧摊销 | 1058.5 | 1217.0 | 1295.9 | 1349.5 | |
| 财务费用 | 678.9 | 832.1 | 843.7 | 870.2 | |
| 投资损失 | -86.4 | 40.8 | 0.0 | 0.0 | |
| 营运资金变动 | 174.2 | 2287.4 | 156.4 | 315.4 | |
| 其他经营现金流 | -9.1 | 3.4 | 0.2 | 0.4 | |
| 投资活动现金流 | -1827.9 | -1690.8 | -1250.0 | -550.0 | |
| 资本支出 | -2459.8 | -1650.0 | -1250.0 | -550.0 | |
| 长期投资 | 86.4 | -40.8 | 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 | -1539.5 | -1700.3 | -525.1 | |
| 短期借款 | 3903.9 | 1511.4 | 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 | -12120.0 | -11139.3 | -10764.1 | |
| 现金净增加额 | 719.0 | 2598.6 | 857.5 | 3532.6 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 营业收入 | 16902.6 | 30699.1 | 31761.5 | 34436.0 | |
| 营业成本 | 13948.7 | 27345.8 | 27973.2 | 29824.9 | |
| 营业税金及附加 | 121.0 | 147.4 | 152.5 | 165.3 | |
| 营业费用 | 240.1 | 251.7 | 260.4 | 282.4 | |
| 管理费用 | 458.6 | 518.8 | 536.8 | 582.0 | |
| 财务费用 | 634.3 | 832.1 | 843.7 | 870.2 | |
| 资产减值损失 | 51.1 | 123.8 | 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 | 1438.7 | 1995.0 | 2711.3 | |
| 营业外收入 | 114.3 | 57.1 | 0.0 | 0.0 | |
| 营业外支出 | 149.8 | 77.1 | 0.0 | 0.0 | |
| 利润总额 | 1521.5 | 1418.7 | 1995.0 | 2711.3 | |
| 所得税 | 490.4 | 307.9 | 498.7 | 677.8 | |
| 净利润 | 1031.1 | 1110.8 | 1496.2 | 2033.5 | |
| 少数股东损益 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 1158.8 | 1150.6 | 1516.2 | 2060.6 | |
| EBITDA | 3192.8 | 3652.4 | 4134.5 | 4931.0 | |
| EPS (元) | 1.10 | 0.68 | 0.90 | 1.23 | |

| 主要财务比率 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 57.1% | 81.6% | 3.5% | 8.4% | |
| 营业利润 | 89.6% | -7.6% | 38.7% | 35.9% | |
| 归属母公司股东权益 | 27.4% | 18.6% | 21.9% | 24.7% | |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 17.3% | 17.5% | 10.9% | 11.9% | |
| 净利率(%) | 5.6% | 6.9% | 3.7% | 4.8% | |
| ROE(%) | 13.1% | 19.4% | 17.0% | 19.2% | |
| ROIC(%) | 6.0% | 8.0% | 10.4% | 11.2% | |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 75.8% | 76.9% | 73.8% | 71.5% | |
| 净负债比率(%) | 114.1% | 56.4% | 30.9% | -3.1% | |
| 流动比率 | 68.4% | 92.3% | 109.8% | 134.4% | |
| 速动比率 | 51.3% | 69.6% | 84.2% | 108.5% | |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | |
| 应收账款周转率 | 186.5 | 312.8 | 246.6 | 252.3 | |
| 应付账款周转率 | 9.7 | 11.5 | 9.1 | 9.3 | |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.10 | 0.68 | 0.90 | 1.23 | |
| 每股经营现金流 | 1.9 | 3.5 | 2.3 | 2.7 | |
| 每股净资产 | 6.1 | 5.7 | 4.0 | 4.7 | |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 10.7 | 17.3 | 13.1 | 9.7 | |
| P/B | 2.1 | 2.9 | 2.5 | 2.1 | |
| EV/EBITDA | 6.9 | 7.3 | 6.1 | 4.5 | |

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）

公司声明及风险提示：

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 2012 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