神火股份（000933）

增持/维持评级

股价：RMB8.8

分析师
唐宗辰
SAC 执业证书编号:s1000510120047
(0755)8236 4432
tangzc@mail.htlhsc.com.cn

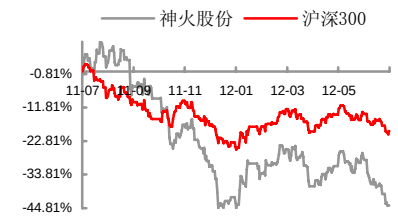
陈亮
SAC 执业证书编号:S1000511030003
(021) 5010 6012
chenliang@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	1,680
流通 A 股（百万股）	1,680
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	14,784

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

矿权转让，意在增发

- 公司 6 月 28 日公告：拟将山西左权高家庄煤矿探矿权转让给潞安集团，交易总价款 47 亿元。左权高家庄煤矿地质储量 10.63 亿吨（包括高速公路压覆煤炭资源 3,597 万吨），煤种以贫煤为主，部分为无烟煤，矿井建设规模可以按照 600 万吨建设。
- **我们认为此次出售的意义有三点：**1、有利于盘活存量资产，优化资产结构，降低公司资产负债率；2、降低财务成本，提升公司的盈利能力；3、为增发顺利进行保驾护航。
- **盘活存量资产，降低资产负债率。**左权高家庄煤矿目前仍处于探矿权阶段，未来建设矿井将面临巨大的资金压力以及来自当地的政策压力，因此选择在行业景气高点时退出无疑是明智之举，一方面，可以获得较高的售价（吨资源价款 4.42 元）；另一方面，可以盘活存量资产，降低资产负债率，缓解公司财务压力，目前公司资产负债率高达 77%，在煤炭上市公司中处于较高的水平，出售完成后公司的资产负债率将下降 6.7 个百分点，资产结构明显优化。
- **降低财务成本，提升公司盈利能力。**一方面，公司将获得 28.66 亿的投资收益（税后），折合每股收益 1.71 元；另一方面，将降低公司的财务成本。我们测算，交易完成后公司将新增现金约 37 亿元，按年利率 6%测算，年可节约财务费用 2.2 亿元，增厚 EPS 约 0.1 元，但由于转让价价款是分期付款，我们保守测算对 12-13 年 EPS 影响是 0.012 元和 0.054 元。
- **下半年最大看点：1*60 万千瓦机组投产。**公司正在就并网费与电网谈判，下半年投产可期，我们测算电厂投产后，每度电可节约成本约 0.1 元，按下半年发电 20 亿度测算，可节约成本 2 亿元，影响 EPS 约 0.09 元。
- **维持“增持”评级。**预计 12-14 年 EPS 分别为 2.39 元、0.84 元和 0.98 元，对应 PE 为 3.7 倍、10.5 倍和 9 倍，考虑到公司融资需求，我们判断公司未来成本控制及业绩释放动力较强，继续给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**电解铝价格及煤炭价格超预期下降。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	30699	31822	33900	36258
(+/-%)	82%	4%	7%	7%
归属母公司净利润(百万元)	1151	4016	1406	1653
(+/-%)	-1%	249%	-65%	18%
EPS(元)	0.68	2.39	0.84	0.98
P/E(倍)	12.85	3.68	10.51	8.95

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

关键假设

表 1：在产煤矿产量及价格假设

	2011	2012E	2013E	2014E
新庄煤矿	265	265	265	265
葛店煤矿	65	50	40	30
刘河煤矿	45	45	45	45
薛湖煤矿	100	110	120	120
梁北矿	75	90	90	90
泉店矿	100	110	120	120
边沟煤矿	32	30	30	30
庇山煤矿	30	30	30	30
煤炭产量（万吨）	712	730	740	730
煤炭销量（万吨）	709	730	740	730
煤炭价格（元/吨）	917	881	881	925
煤炭价格变动（%）	25.3%	-4%	0%	5.0%
煤炭成本（元/吨）	474	498	523	549
煤炭成本变动（%）	33.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	48.28%	41.25%	36.72%	35.22%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

表 2：整合矿产量及价格假设

	2012E	2013E	2014E
产量（万吨）	130	300	462
煤炭价格（元/吨）	600	600	630
煤炭价格变动（%）		0.00%	5.00%
煤炭成本（元/吨）	460	483	507
煤炭成本变动（%）		5.00%	5.00%
毛利率（%）	23.33%	19.50%	19.50%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

表 3：电解铝产量及价格假设

	2011	2012E	2013E	2014E
产量（万吨）	48	50	50	50
销量（万吨）	48	50	50	50
单位售价（元/吨）	16800	16000	16640	17306
单位售价变动（%）	6.33%	-4.76%	4.00%	4.00%
单位售价不含税(元/吨)	14359	13675	14222	14791
单位成本（元/吨）	14525	13891	13959	14421
氧化铝价格（长单）	2441	2325	2418	2514

吨铝用氧化铝成本	4687	4464	4642	4828
自有电价 1（27 万千瓦）	0.51	0.51	0.51	0.53
占比	35.00%	20.00%	20.00%	20.00%
自有电价 2（60 万千瓦）	0.00	0.46	0.46	0.48
占比	0.00%	40.00%	50.00%	50.00%
外购电价	0.51	0.54	0.54	0.56
占比	65.00%	40.00%	30.00%	30.00%
综合电价	0.51	0.50	0.49	0.51
吨铝用电成本	7038	6928	6817	7093
其他成本	2500	2500	2500	2500
启动成本(按产量分摊)	300	0	0	0
吨铝毛利（元/吨）	-166	-216	263	370

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 单位:百万元

	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	9729	13002	11231	12266
现金	3443	5088	3109	3769
应收账款	142	204	172	196
其他应收款	462	479	490	550
预付账款	2280	2826	2773	3077
存货	2231	3227	3434	3320
其他流动资产	1171	1178	1253	1355
非流动资产	20348	21808	23208	24256
长期投资	754	754	754	754
固定资产	11952	15030	16867	17983
无形资产	1923	2283	2666	2998
其他非流动资产	5719	3741	2921	2521
资产总计	30077	34810	34439	36523
流动负债	16880	15789	15310	15913
短期借款	7208	3500	3500	3500
应付账款	2132	2881	2719	3079
其他流动负债	7539	9408	9091	9334
非流动负债	6269	8077	7132	7162
长期借款	5583	7583	6583	6583
其他非流动负债	686	494	549	579
负债合计	23149	23866	22443	23075
少数股东权益	1467	1467	1476	1499
股本	1680	1680	1680	1680
资本公积	365	365	365	205
留存收益	3223	7433	8475	10064
归属母公司股东权益	5461	9478	10520	11949
负债和股东权益	30077	34810	34439	36523

现金流量表 单位:百万元

	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3246	3760	2615	3981
净利润	1111	4016	1416	1675
折旧摊销	1187	1190	1509	1768
财务费用	835	835	763	743
投资损失	41	-4000	-260	-280
营运资金变动	78	1490	-750	104
其他经营现金流	-7	229	-63	-29
投资活动现金流	-4878	1189	-2594	-2523
资本支出	4165	2450	2450	2450
长期投资	-786	-16	0	0
其他投资现金流	-1499	3623	-144	-73
筹资活动现金流	1048	-3304	-1999	-798
短期借款	3304	-3708	0	0
长期借款	-856	2000	-1000	0
普通股增加	630	0	0	0
资本公积增加	119	0	0	-160
其他筹资现金流	-2149	-1595	-999	-638
现金净增加额	-585	1645	-1979	660

利润表 单位:百万元

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30699	31822	33900	36258
营业成本	27346	28675	30482	32467
营业税金及附加	148	153	163	174
营业费用	251	260	277	297
管理费用	516	535	570	609
财务费用	835	835	763	743
资产减值损失	124	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-41	4000	260	280
营业利润	1439	5364	1905	2248
营业外收入	57	81	79	76
营业外支出	77	90	96	91
利润总额	1419	5355	1888	2233
所得税	308	1339	472	558
净利润	1111	4016	1416	1675
少数股东损益	-40	0	9	22
归属母公司净利润	1151	4016	1406	1653
EBITDA	3461	7389	4177	4759
EPS（元）	0.68	2.39	0.84	0.98

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	81.6%	3.7%	6.5%	7.0%
营业利润	-7.6%	272.9%	-64.5%	18.0%
归属于母公司净利润	-0.7%	249.1%	-65.0%	17.5%
获利能力				
毛利率(%)	10.9%	9.9%	10.1%	10.5%
净利率(%)	3.7%	12.6%	4.1%	4.6%
ROE(%)	21.1%	42.4%	13.4%	13.8%
ROIC(%)	10.0%	26.1%	10.0%	10.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.0%	68.6%	65.2%	63.2%
净负债比率(%)	66.23%	53.90%	53.43%	52.69%
流动比率	0.58	0.82	0.73	0.77
速动比率	0.44	0.62	0.51	0.56
营运能力				
总资产周转率	1.12	0.98	0.98	1.02
应收账款周转率	272	174	164	183
应付账款周转率	14.22	11.44	10.89	11.20
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.68	2.39	0.84	0.98
每股经营现金流(最新摊	1.93	2.24	1.56	2.37
每股净资产(最新摊薄)	3.25	5.64	6.26	7.11
估值比率				
P/E	12.85	3.68	10.51	8.95
P/B	2.71	1.56	1.41	1.24
EV/EBITDA	8	4	7	6

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 ± 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

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

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门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，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司