



# 13年四项减亏助盈利恢复正常

——神火股份（000933）2012 年报点评

2013 年 3 月 25 日

中性/维持

神火股份

年报点评

王明德	煤炭行业分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 刘斐	<a href="mailto:liu_fei@dxzq.net.cn">liu_fei@dxzq.net.cn</a>	010-66554104

## 事件:

公司年报披露: 12 年实现营业收入 279.8 亿元, 同比下降 8.84%; 归属母公司净利 2.12 亿元, EPS 0.11 元, YOY82%, 业绩低于预期; 拟每十股派现 0.3 元。

## 公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入 (百万元)	9,272.2	8,725.5	6,919.6	7,158.7	7,653.6	7,399.3	5,773.4
增长率 (%)	69.8	111.3	104.5	23.8	-17.5	-15.2	-16.6
毛利率 (%)	10.3	9.2	12.7	11.2	11.4	5.4	3.3
期间费用率 (%)	5.2%	4.8%	5.2%	6.1%	6.3%	6.2%	6.5%
营业利润率 (%)	4.0%	3.4%	3.6%	3.8%	3.4%	1.8%	0.4%
净利润 (百万元)	367.7	194.3	314.4	274.3	235.5	-107.6	-282.9
增长率 (%)	25.5	-9.0	275.6	16.9	-36.0	-155.4	-190.0
每股盈利 (季度, 元)	0.23	0.11	0.19	0.17	0.15	-0.05	-0.13
资产负债率 (%)	77.5%	78.2%	77.0%	77.3%	75.8%	72.3%	74.4%
净资产收益率 (%)	7.93	3.72	6.13	5.03	4.24	-1.26	-3.16
总资产收益率 (%)	1.38	0.68	1.05	0.89	0.69	-0.28	-0.72

## 观点:

### 1. 煤炭产、销量符合预期, 煤价跌幅超预期

2012 年公司实现原煤产量 821 万吨、销量 803 万吨, 存煤 39 万吨; 产销量同比增长 15%和 13%, 这主要是泉店矿产能扩张所致。但受市场煤价下跌影响, 公司销售均价同比下跌 12%, 至 812 元/吨。同时梁北矿由于采矿证过期, 影响全年产量, 并且煤价较上年下跌 223 元/吨, 仅获得净利 4451 万元, 吨煤净利仅为 64 元/吨, 较去年的 156 元/吨下跌 59%, 低于此前预期。兴隆公司 (泉店矿) 获得净利 3.5 亿元, 同比增长 29%, 吨煤净利 233 元/吨, 同比下滑 15%。

公司新收购和在郑州整合的煤矿均处于技改期, 有少量产能释放, 12 年分别亏损 2048 万元和 3123 万元, 13 年仍处于技改期, 预计仍将小幅亏损。

13年永城本部煤矿产量变化不大，许昌矿区梁北矿产能将恢复正常（95万吨），泉店矿产能将由120万吨扩至245万吨，主力煤矿产能增加将支撑公司煤炭业务盈利能力恢复。与永城铝厂业绩合并后，煤炭+电解铝将为公司贡献净利8.8亿元，EPS0.46元，较12年的0.3元增加50%。

## 2. 电解铝业务大幅亏损，13年电厂投产后可大幅减亏

12年公司电解铝实现产量45万吨，销量45万吨（合并报表）。公司5月份处置沁澳铝厂，该厂12年亏损净利9980万元；11年将永城铝厂由子公司变更成分公司，我们测算该厂12年亏损近10亿元，与永城煤矿业务合并后，可少上缴所得税2.5亿元。

13年装机总量60万千瓦的神火发电将投产，单位电价将由0.57元/度降至0.4元/度的成本价，每吨亏损额将由2000元下降至1200元左右，总亏损额将由10亿元下降至6亿元左右。

## 3. 氧化铝高费用率有改善的空间

12年公司氧化铝实现产量83万吨，销量82万吨（合并报表），同比增加39%；氢氧化铝产销量8.23万吨和8万吨，同比增长49%和70%。生产氧化铝和氢氧化铝的河南有色12年实现净利-2.8亿元，较上年大幅下跌250%。除氧化铝价格下跌、销量增加外，该公司三项费用和计提资产减值准备合计超1亿元，导致盈利低于预期。

13年氧化铝价格有所回调，另外公司也将加强管理，缩减管理费用率和财务费用率，预计将减亏1亿元，为公司贡献EPS-0.08元，较上年的-0.15元增加87%。

## 4. 铝板材业务仍将亏损

12年公司铝板材实现产量6.73万吨，销量6.56万吨，同比下滑34%和36%。受需求不振、价格下跌的影响，两个铝板材生产子公司商丘阳光铝业和神火铝材分别亏损2481万元和3371万元，EPS-0.01元和-0.02元，预计13年该业务扭亏为盈的可能性不大，将为公司贡献EPS-0.02元和0.01元。

## 5. 13年公司4方面盈利改善，预计净利增加5-6亿元。

13年主力矿井梁北、泉店矿产量由70万吨、120万吨增加至95万吨和245万吨，这两个矿吨煤净利均在200元/吨以上，假设均价下跌3%，扩产后可为公司新增净利2亿元。

12年公司留存煤炭存货39万吨，以吨煤净利150元/吨计算，可为公司贡献净利5850万元。

60万千瓦时的自备电厂已经开始正式投产，以2013年度标煤市场价945元/吨(含税)、供电标煤耗318克/度和供电量39.80亿度测算，该项目投产后，预计完全成本为0.4370元/度，相比现行网电价格0.6014元/度(含税)，将降低公司铝生产成本3.06亿元。

氧化铝和氢氧化铝的生产商河南有色12年亏损2.8亿元，其中1亿元是管理费用、财务费用、计提资产减值损失所致，13年氧化铝价格上涨，加之公司对其管理改善后可减亏1亿元。

该四项可为公司减亏5-6亿元，预计13年公司可实现EPS0.34元，较12年的0.11元增加2倍。

表1：神火股份分部门盈利预测表

	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>煤炭业务</b>				
永城煤矿+铝厂	0.37	0.10	0.18	0.18

许昌矿区	0.29	0.16	0.24	0.22
裕中	-	0	0	-
郑州	-	-0.01	0	0
新郑煤电	0.06	0.05	0.04	0.03
<b>煤炭业务小计</b>	<b>1.22</b>	<b>0.3</b>	<b>0.46</b>	<b>0.44</b>
<b>铝板块</b>				
铝材	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03
电解铝(沁澳)	-0.03	-0.04	-	-
氧化铝(河南有色)	-0.05	-0.15	-0.08	-0.09
新疆电解铝	-	-	-0.03	0.19
<b>其他业务</b>				
贸易	0.04	0.04	0.04	0.04
铁路	0.01	0.01	0.01	0.01
其他	-0.05	-0.03	-0.04	-0.05
<b>合计:</b>	<b>0.68</b>	<b>0.11</b>	<b>0.34</b>	<b>0.51</b>

资料来源: 东兴证券

### 结论:

预计公司 13、14 年公司可实现 EPS0.34 元、0.51 元, PE19 倍、13 倍。公司准备将电解铝业务重心转移到新疆, 新疆 80 万吨电解铝项目将于年内开始逐步投产, 根据公司测算待自备电厂投产后每吨电解铝可实现盈利 1000 元左右, 电解铝业务长期拖累公司盈利的局面将可以得到缓解。目前估值较高, 暂时维持“中性”的评级。

**表 2: 盈利预测和估值**

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入(百万元)	16,902.6	30,699.1	27,985.0	28,221.2	28,783.2
主营收入增长率	0.00%	-8.84%	0.84%	1.99%	15.94%
EBITDA(百万元)	2,134.3	2,438.5	1,261.2	3,164.9	3,094.3
EBITDA 增长率	0.00%	14.3%	-48.3%	150.9%	-2.2%
净利润(百万元)	-26.9	1,111.0	119.3	668.0	990.4
净利润增长率	0.00%	-4225.6%	-89.3%	459.7%	48.3%
ROE		16.0%	2.2%	10.0%	12.5%
EPS(元)	1.10	0.68	0.11	0.34	0.51
P/E	6	10	65	19	13
P/B	1.2	1.7	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.1	5.3	10.2	4.1	4.2

资料来源: 东兴证券

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 刘斐

产业经济学硕士、应用化学学士，2012年加盟东兴证券研究所，从事煤炭行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。