

煤炭稳定增长，电解铝由亏转盈

神火股份 (000933)

评级: 买入 (维持)

股价: 35.40 元

调研报告

2010 年 1 月 19 日 星期二

采掘

谷三剑

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

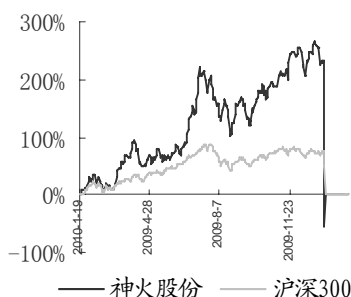
重要数据

总股本(亿股)	7.50
流通股本(亿股)	7.49
总市值(亿元)	265.50
流通市值(亿元)	265.33
一年内最高价(元)	40.63
一年内最低价(元)	15.76
上证 A 股指数	3404.91

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.61	-0.81
3 个月	18.91	13.55
6 个月	9.94	10.29

个股相对沪深 300 走势图



相关报告:

1. 《神火调研报告: 关注铝价上涨带动的业绩快速提升, 静待煤电铝协同效应发挥》 2009.9.8

投资要点

近日, 我们走访了神火股份, 与公司管理层就煤炭、铝产品价格上调、产能投放以及公司运营和未来发展等问题进行了交流。

2010 年煤炭业务将实现产量、价格齐涨的良好局面

2009 年公司煤炭产量预计 570 万吨, 其中, 薛湖矿生产近 36 万吨, 泉店矿约生产 30 万吨。2010 年公司煤炭并表产量将有望增加 180 万吨以上, 同比增长超过 30%。

□ 2010 年煤炭增量主要来自于薛湖和泉店矿

◆ 2010 年薛湖、泉店两矿将由试生产转为正式投产, 公司原煤产量增长主要来自于两矿达产。薛湖和泉店矿分别于 09 年 9 月、11 月通过竣工验收, 预计 2010 年合计增加煤炭生产 130-140 万吨。

◆ 边沟矿和庇山矿 09 年底基本建成, 2010 年可以达产。两矿合计可以贡献增量近 50 万吨。

□ 筹建、在建、技改矿井有条不紊, 后续资源梯次进行

◆ 梁北矿正从目前 90 万吨扩建至 240 万吨, 改扩建部分关键设备按年产 300 万吨规模预装, 为未来进一步提升生产能力留有空间。该矿技改尚有部分相关证照未拿到, 目前看 2010 年暂无新增产能安排, 预计在 11 年释放。梁北矿主产瘦精煤, 质优价高, 是公司盈利能力最高的煤矿。目前公司瘦精煤含税售价每吨 1310 元。

◆ 李岗矿正积极筹建和申报, 计划规模 120 万吨, 公司将争取在 2010 年开工, 工期计划 45 个月。

◆ 左权高家庄矿是公司未来煤炭业务持续发展的重要接替项目, 地质储量 10.6 亿吨, 可采储量 6 亿吨, 有建成大矿的条件, 先期计划按 800 万吨产能规模申报, 最终产能规划可达到 1000 万吨。公司计划在此建成循环经济园的发展模式, 目前已获该矿探矿权, 正申请采矿权。

◆ 从河南国土资源厅获得河南禹州扒村矿井探矿权, 扒村井田资源量约 1.3 亿吨, 可采储量 6100 万吨, 公司按每吨 4 元的价款获的探矿权, 总价款约 5.2

亿元。扒村井田主要为贫瘦煤和瘦煤，可作炼焦配煤和动力煤，从资源情况来看可建成 90 万吨/年规模矿井。

□ 参股 39% 的赵家寨煤矿 10 年起开始提供收益

参股 39% 的赵家寨煤矿（300 万吨）09 年 10 月建成投产，预计 10 年产量 120 万吨，2011 年可达产。按每吨 70-80 元净利估算，10-11 年可为公司带来 0.35-0.87 亿元投资收益。

煤炭价格上调，2010 年商品煤口径综合售价预计上涨 8%

◆ 精煤洗出率：公司无烟煤洗出率一般为喷吹煤 50%，块煤 8-10%，其余为混煤和煤泥。公司瘦精煤洗出率可达 70%-75%。

◆ 公司在去年 11 月到 12 月间曾上调煤价，无烟精煤（喷吹煤）含税价由 10 月前的 850 元上调至 950 元/吨，无烟块煤由 1100 元上调至 1200 元/吨，瘦精煤由 1050 元上调至 1310 元/吨。从下游钢铁和化肥行业盈利能力和产量变化来看，我们认为目前价格基本合理，2010 年全年均价有望保持在当前价位。

◆ 洗混煤（动力煤）由于 09 年河南、山东、黑龙江等省合同煤价涨幅较小，今年涨幅会相对较大。此外，2010 年河南等产煤大省有望跟进山西的行业整合行动，以及 2010 年经济转好带动火电增速恢复至 15% 左右的历史平均水平，使得供需对比有利于煤价上行，我们预计公司混煤价格有望增长 40-50 元。

◆ 依照商品煤价格口径，公司吨煤综合售价（不含税）有望从 09 年的 625 元/吨上涨至 675 元/吨，增长 8% 左右。在煤炭上市公司中，公司由于精细化管理和煤质优，距离华中和华东市场近，综合煤价处于领先地位。

电解铝和铝产品业务：2010 年从 -0.06 到 0.51

产能和产量增长，成本结构较稳定

公司电解铝业务收入占总收入超过 60%，铝业务对公司盈利影响很大。从 2010 年中国经济形势来看，2010 年总体将好于 09 年：外部需求好转，出口将有望恢复至两位数的增长，内需由政府支持下将持续增长。在此情况下，铝价和铝产品的需求将有望实现增长，目前电解铝价格已到 17000 元/吨以上，电解铝行业整体开工率恢复到 90% 以上，公司则实现 100% 开工。

◆ 公司现有电解铝及铝产品总产能 83 万吨，权益产能 56.3 万吨。其中：神火铝业（69.38%）原有 27 万吨，现新建 25 万吨高精铝生产线，部分已投产，共计 52 万吨；沁阳沁澳（70%）16 万吨；商丘阳光（100%）15 万吨。

◆ 受上半年限产影响，09 年公司电解铝产量预计为 37 万吨左右，低于原定生产计划。预计 2010 年电解铝及铝产品产量可增长到 50 万吨。

◆ 电解铝成本结构较为稳定，公司吨电解铝约耗电 14300 度左右，消耗氧化铝 1.95 吨，炭素 0.5 吨。从比例上看，电力成本约占 42-43%，氧化铝约占 40%，炭素约占 3.5%，人工约占 4-5%。

公司目前用电中，自发电部分约占 1/3，其余采购网电。公司 6 台自备机组，2*13.5 万千瓦，2*6 万千瓦，2*5.5 万千瓦，共计装机容量 50 万千瓦。公司自备机组规模小，发电与否主要取决于经济效益，由于当前自发电成本与网电相当，因此目前较多的使用网电，主要是 2 台 13.5 万千瓦机组在发电。2010 年电价将有可能上涨 2 分钱以上，未来若网电价格持续提高，预计公司将提高自备机组所发电量比例以控制成本。

总的来说，待公司 2011 年首台 60 万千瓦超临界燃煤机组完工投产后，电力自给和单位用电成本问题都将得到有效控制。按规划，公司将总共修建两台 60 万千瓦机组，实现对现有 6 台小机组的替换。届时，公司将更好的显示出在煤电铝一体化方面的优势。

电解铝产业布局逐步完善

◆ 控股河南有色，优先保障供应氧化铝

公司在电解铝和铝产品业务链上，积极向上下游拓展，除煤炭和电力外，还积极获取氧化铝等原材料供应。公司目前氧化铝供应体系中，国外长单大致 50%，国内长单 30%，其余基本为现货。

为应对未来铝产业的发展，公司与集团已控股河南有色超过 76% 的股权。河南有色现有 50 万吨氧化铝产能，未来可进一步扩展至 80-100 万吨，从而在供应紧张时，能优先保障公司氧化铝的供给。

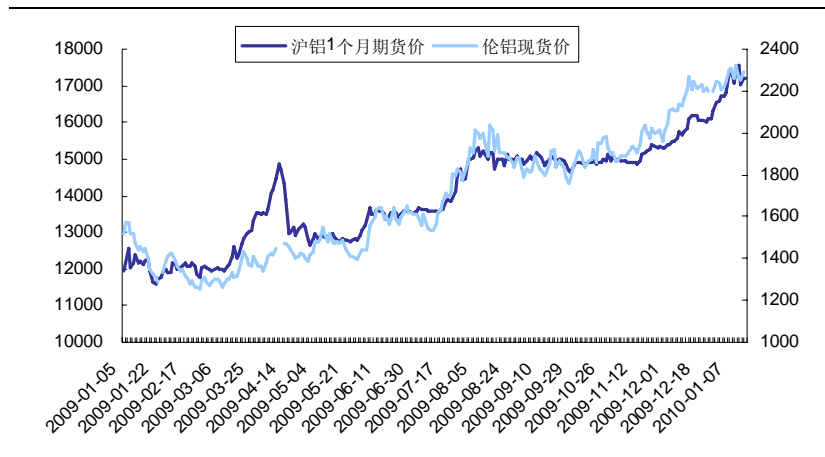
◆ 公司董事会 1 月 15 日表决通过成立商丘民生热电有限公司，开展 2*30 万千瓦热电联产发电机组项目前期筹备工作。此热电联产项目为公司商丘阳光铝材 15 万吨高精宽幅铝板材项目的配套项目，未来建成投产后，将利于公司提高煤电铝的协同效益。

铝价恢复将带动盈利快速回升：2010 年从 -0.06 到 0.51

公司铝价基本实行市场定价，09 上半年铝产品销售均价不含税 13290 元。由于公司铝产品除铝锭外，还有部分铝板材、铝箔和铝合金等产品，价格高出电解铝锭数百至上千元，因此公司铝产品综合价格平均要高于铝锭 300-400 元左右。

◆ 公司在去年 9 月市场铝价恢复到 15000 元/吨时，已能够实现盈利。当前电解铝市场含税价格上涨至 17200 元/吨，长期来看，该价位处于历史平均水平，距历史高点尚有 25% 的空间。考虑到公司铝产品价格要高于电解铝，结合经济形势和大宗商品价格可能的走势，我们预计公司 2010 年铝产品销售平均含税价格可达到 17300-17800 元，每吨高出去年平均售价 1500-2000 元。预计此项可增加公司归属股东净利润 3.2-4.5 亿元。

图 1: 09 年以来电解铝价格走势



资料来源: CEIC, 东海证券

图 2: 截至 10 年 1 月 15 日, 市场电解铝价格 17200 元/吨, 接近 04 年 9 月以来历史均价, 距历史高点尚有 25 % 的价差



资料来源: CEIC, 东海证券研究所

公司与集团未来发展

神火集团是河南现保留下来的五家大型煤炭企业集团之一, 但规模最小, 目前上市公司拥有集团近 90 % 的资产和业务, 集团目前尚有少量建筑安装、房地产和铝箔等业务。公司目前托管集团下的商丘铝业分公司, 商丘铝业拥有 24 万吨电解铝产能, 由于其从事业务与公司铝产品业务构成同业竞争, 因此, 未来时机成熟时, 公司将通过收购等方式解决此问题。

由于煤炭资产规模小, 面临较强压力, 因此公司在河南和省外煤炭资源获取中, 重视程度和投入精力更大。省外公司已在山西左权进行高家庄矿项目。省内, 公司/集团积极与许昌市和河南省政府等相关部门建立良好关系, 新近

获得禹州扒村井田项目资源。目前河南在省内煤炭资源整合中，允许跨区交叉整合，不指定主体、不限制主体，这从某种意义上有利于公司。目前，公司根据自身情况，更倾向于关注豫西如许昌、平顶山等地区小煤矿潜在的整合。

公司在未来两年资本开支不大，目前在建、改扩建煤矿和铝产品生产线后续建设资金需求不大，主要开支在于神火发电首台 60 万千瓦机组。按目前已知项目情况来看，我们判断未来两年公司尚无强烈融资需求。但另一方面，公司资产负债率超过 70%，已较高，有完善资本结构和降低负债的必要。

投资建议

◆ 公司未来两年煤炭和铝产品业务产量均快速增长，煤炭并表权益产量 10-11 年同比增长 28% 和 25%，其中 10 年并表产量可增长 180 万吨。

电解铝和铝产品业务产能扩张至 83 万吨，权益产能增加至 63.9 万吨。10 年铝产品产量可达 50 万吨，同比增长 35%。

◆ 2010 年煤价、铝价上涨超过成本上涨，毛利率和资本收益率都将提升。

◆ “煤炭稳定增长” + “铝产品业绩弹性”

公司煤炭业务稳定增长，铝产品业务盈利波动强、业绩弹性大。在 2010 年世界和中国经济转好大背景下，市场普遍对铝价有向上预期，2010 年铝业务将从 09 年的亏损走向盈利，极大改善公司业绩。

我们对煤炭和铝业务分别测算业绩，在前述分析和假定下，预计 09-11 年煤炭业务每股收益 0.96、1.32、1.63 元。铝产品业务 09-11 年每股收益 -0.06、0.51、0.74 元。

综合两项业务，公司 09-11 年每股收益为 0.90、1.83、2.37 元。给予 46 元的目标价，维持买入评级。

表 1: 三张报表

损益表 (人民币, 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,484	12,006	9,228	13,135	15,959
营业成本	6,197	9,350	7,666	9,878	11,743
销售费用	78	133	120	131	192
管理费用	248	266	203	276	351
财务费用	278	402	390	370	324
投资收益	8	23	5	47	99
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,606	1,600	902	1,993	2,741
营业外净收支	16	7	0	0	0
息税前利润	1,884	2,002	1,292	2,363	3,065
利润总额	1,622	1,607	902	1,993	2,741
所得税	492	451	225	498	685
净利润	835	1,150	676	1,360	1,768

资产负债表 (人民币, 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2,716	4,117	4,879	5,747	7,073
现金及等价物	625	1,159	1,752	1,970	2,394
应收款项	457	1,141	954	1,215	1,692
存货净额	954	724	1,003	1,293	1,601
其他流动资产	680	1,094	1,170	1,269	1,386
长期投资	191	161	170	170	170
固定资产	8,079	10,186	10,716	10,630	10,278
无形资产及其他	354	980	965	965	965
资产总计	11,339	15,444	16,730	17,512	18,486
流动负债	5,322	8,733	7,975	7,319	6,542
短期借款	3,490	5,279	5,628	4,364	2,937
应付款项	1,238	3,120	2,121	2,598	3,088
其它流动负债	594	334	226	357	517
长期负债	2,590	2,763	4,117	4,537	4,851
负债合计	7,912	11,496	12,092	11,856	11,393
股东权益	1,980	2,928	3,618	4,502	5,651
股本	500	500	750	750	750
资本公积	308	198	198	198	198
盈余公积	297	402	402	402	402
未分配利润	875	1,829	2,268	3,152	4,301
负债股东权益合计	11,339	15,444	16,730	17,512	18,486

现金流量表 (人民币, 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1130	1157	676	1494	2055
折旧摊销	511	678	902	1113	1285
财务费用	282	406	390	370	324
营运资本变动	-576	89	-916	-15	-235
经营活动现金流	1315	2196	908	3058	3625
投资活动现金流	-1513	-2978	-1405	-954	-802
融资活动现金流	314	1282	1371	-1710	-2070
净现金流	116	500	875	394	753
企业自由现金流	-565	-54	-2260	1249	1989
权益自由现金流	-59	1164	-805	-27	331

重要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.53	0.90	1.82	2.36
每股经营现金流	1.75	2.93	1.21	4.08	4.83
每股净资产	4.60	5.26	6.18	7.54	9.46
盈利能力(%)					
ROIC	20.77	17.64	9.30	12.98	16.22
ROE	33.24	29.29	14.58	26.42	28.98
毛利率	26.95	22.12	16.93	24.79	26.42
EBITDA Margin	28.12	22.27	23.78	26.46	27.26
EBIT Margin	22.21	16.68	14.00	17.99	19.20
成长能力(%)					
收入同比增长	116.04	41.51	-23.14	42.33	21.50
净利润同比增长	109.33	37.62	-41.18	101.11	29.99
偿债能力(%)					
资产负债率	69.78	74.43	72.28	67.70	61.63
流动比率	0.51	0.47	0.61	0.79	1.08
速动比率	0.33	0.37	0.49	0.61	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.90	0.57	0.77	0.89
应收帐款周转率	93.56	36.68	17.77	26.41	24.88
存货周转率	46.12	46.12	46.12	46.12	46.12
估值指标(倍)					
P/E	31.78	23.10	39.26	19.52	15.02
P/B	7.70	6.72	5.72	4.69	3.74
EV/Sale	2.89	2.10	3.96	2.76	2.22
EV/EBITDA	10.29	9.42	16.67	10.42	8.13

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122