

买入

合理价值 32.49-37.28 元

业绩低于预期，期待来年增长

——神火股份（000933）2009 年报点评——

研究员

王剑辉

执业证书编号：S1250200010075

电话：010-88092288-3502

邮箱：wjhui@swsc.com.cn

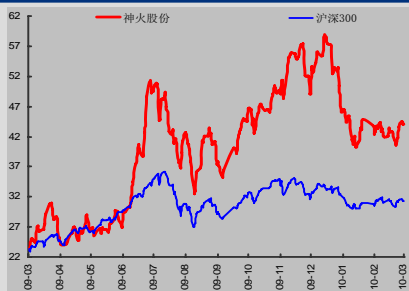
徐哲

执业证书编号：S1250108120860

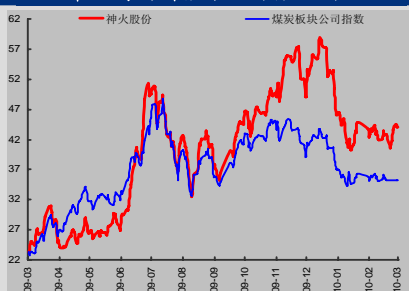
电话：010-88092288-3211

邮箱：xze@swsc.com.cn

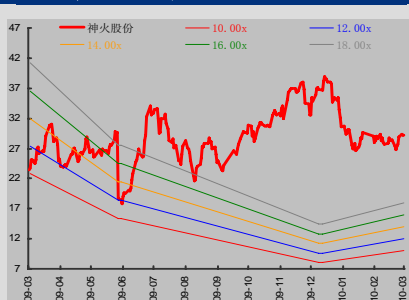
近一年公司股价与沪深 300 比较



近一年公司与煤炭板块指数比较



近一年估值水平变化



主要观点：

- 2009 年业绩低于我们前期报告，主要原因在于测算中对公司煤炭产销量判断过于乐观、公司期铝亏损造成的损益未能预计。故本次预测将从谨慎角度出发，参照公司 2010 年经营计划。
- **增持河南有色，加强氧化铝控制力** 同期，公司发布收购公告，拟受让神火集团所持河南有色 30.77% 的股权，转让价款约 2.02 亿元，收购完成后，公司对河南有色的控股比例将达到 98.93% 左右。总体来看，此次收购将提升公司对河南有色氧化铝的控制力，对延伸产业链起到一定帮助；但由于河南地区氧化铝资源几被中铝控制，故公司借助河南有色平台对氧化铝资源进行整合的难度依然较大。
- **业绩增长确定** 修正公司 2010 年-2012 年煤炭综合售价分别为 660.99 元/吨、697.04 元/吨、753.85 元/吨；铝业分部加权平均价格为 13675.21 元/吨、14102.56 元/吨、14529.91 元/吨；煤炭分部产量分别为 671.05 万吨、761.05 万吨、901.58 万吨，假定公司产销率为 100%；铝业分部销量为 58.6 万吨、65 万吨、80 万吨。综合来看，公司 2010 年较 2009 年业绩大幅增长较为确定。
- **高比例送股及现金分配** 根据年报披露，公司年报披露 2009 年度利润分配预案，拟以公司现有总股本 7.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发股票股利 4 股、现金股利 3.65 元（含税），现金分红比例达到基本每股收益的 45.68%，对于连续现金分红的企业应给予积极评价。
- **盈利预测** 修正后预计公司 2010 年-2012 年营业收入分别为；每股收益分别为 1.693 元、2.301 元、3.132 元，对应 2010 年 3 月 24 日收盘价元，动态市盈率水平分别为 17.23 (X)、12.68 (X)、9.32 (X)，目前估值较行业平均水平 16.4 (X) 存在一定溢价。
- **合理价值** 神火股份作为冶金用煤生产企业，同时又具备较强的金属属性，理应享有行业上限增长估值评价。按照行业盈利预测上限区间下沿 22.02%，PEG=1 条件下，预计公司 2010 年合理价值为 37.28 元，可作为估值上限；运用经济利润估值法，在无风险利率 2.25%、市场要求回报率 10%、β 系数 1.36、加权资金成本 8.97% 条件下，公司每股价值为 32.49 元/股，可作为公司估值下限。
- **风险提示** 市场系统性风险冲击；铝业资产业绩大幅波动；资源税改政策影响等。

一、基本分析

1、价格与成本

煤炭分部

根据公司 2009 年年报披露，经测算报告期内公司煤炭综合售价约 621.07 元/吨，煤炭综合成本 334.88 元/吨。按照我们对行业未来的发展判断，修正公司 2010 年-2012 年煤炭综合售价分别为 660.99 元/吨、697.04 元/吨、753.85 元/吨；煤炭综合成本分别为 351.62 元/吨、369.20 元/吨、387.66 元/吨。

表格 1: 煤炭价格分析表

单位: 元/吨、万元

煤种	永城矿区				
	销量	含税售价	含税收入	不含税价格	不含税收入
原煤	11.25	508.93	5725.46	434.98	4893.56
块煤	39.65	1028.77	40790.73	879.29	34863.87
洗精煤	231.21	836.19	193335.49	714.69	165244.01
洗末煤	93.64	435.52	40782.09	372.24	34856.49
洗粒煤	8.68	876.21	7605.50	748.90	6500.43
洗混煤	57.94	299.93	17377.94	256.35	14852.94
合计/平均	442.37	690.86	305617.22	590.48	261211.30
煤种	许昌矿区				
	销量	含税售价	含税收入	不含税价格	不含税收入
原煤	0.60	368.07	220.84	314.59	188.75
块煤					
洗精煤	86.62	1064.26	92186.20	909.62	78791.62
洗末煤	10.53	265.44	2795.08	226.87	2388.96
洗粒煤					
洗混煤	17.79	257.89	4587.86	220.42	3921.25
合计/平均	115.54	863.68	99789.99	738.19	85290.59

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

铝业分部

根据公司 2009 年年报披露，经测算公司铝业分部加权销售均价为 12120.34 元/吨，加权综合成本为 11963.50 元/吨。考虑到公司铝业资产逐步走出困境，修正公司 2010 年-2011 年铝业分部加权平均价格为 13675.21 元/吨、14102.56 元/吨、14529.91 元/吨；加权综合成本经测算分别为 12433.54 元/吨、12620.05 元/吨、13015.40 元/吨。

表格 2: 铝业分部价格分析表

科目名称	电解铝企业					铝加工企业	合计/均值
	铝锭	合金	液铝	铝母线	合计/均值	铝板材	
售价(含税, 元/吨)	13842.66	14854.09	14049.25	17065.00	14063.98	14978.50	14180.80
不含税价	11831.33	12695.80	12007.91	14585.47	12020.50	12802.14	12120.34
营业收入(万元)	312705.69	92243.90	54230.11	853.25	460032.94	71747.02	531779.96
营业收入(不含税)	267269.82	78840.94	46350.52	729.27	393190.55	61322.24	454512.78
单位成本(元/吨)	11767.84					13299.63	11963.50

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

2、产量与销量

根据公司年报披露, 2009 年公司生产煤炭 572.04 万吨(其中, 永城矿区 438.29 万吨, 许昌矿区 133.75 万吨), 销售 557.94 万吨(其中, 永城矿区 442.38 万吨, 许昌矿区 115.56 万吨); 生产铝产品 37.07 万吨(其中, 电解铝产品 32.20 万吨, 铝材产品 4.87 万吨), 销售 38.99 万吨(其中, 电解铝产品 34.20 万吨, 铝材产品 4.79 万吨)。

煤炭分部

按照公司实际披露情况, 我们修正了公司未来产量预测, 2010 年-2012 年公司煤炭分部产量分别为 671.05 万吨、761.05 万吨、901.58 万吨, 假定公司产销率为 100%。分煤种比例为洗精煤(56.97%)、块煤(7.11%)、洗混煤(13.57%)、洗末煤(18.67%)。

表格 3: 主要数据简表

项目名称	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产量	480.67	572.04	671.05	761.05	901.58
销量	498.15	557.94	671.05	761.05	901.58
洗精煤		56.97%	56.97%	56.97%	56.97%
块煤		7.11%	7.11%	7.11%	7.11%
洗混煤		13.57%	13.57%	13.57%	13.57%
洗末煤		18.67%	18.67%	18.67%	18.67%

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

铝业分部

按公司 2010 年生产计划, 修正铝业分部销量为 58.6 万吨、65 万吨、80 万吨。

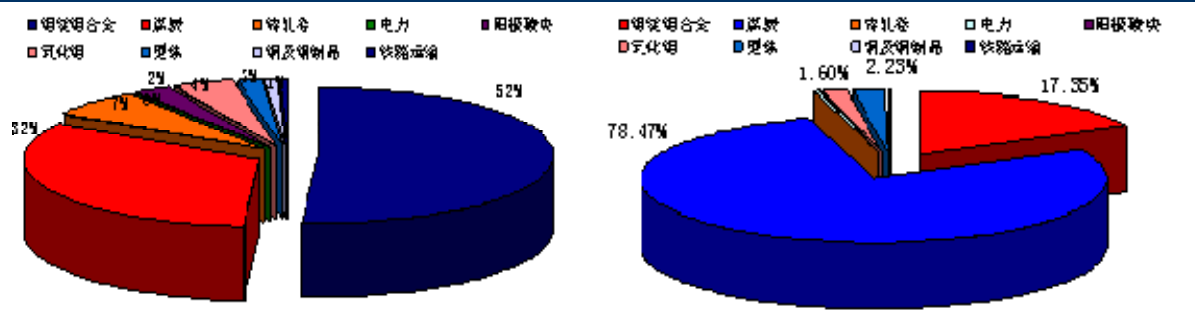
3、成本收入结构

从公司分部业务收入情况分析, 铝锭及铝合金收入占总收入的 51.18%, 成本占 58.65%; 煤炭收入占总收入 32.48%, 成本占 22.31%; 铸轧卷占总收入的 6.52%, 成本占 7.99%。毛利构成上, 煤炭分部占总毛利的 78.47%(毛利水平达到 43.74%), 铝锭及铝合金占总毛利的 17.35%(毛利水平为 6.14%), 铸轧卷亏损。预计随着铝资产效益的提升, 2010 年铝业分部毛利水平可恢复至 9.08%、10.51%、10.42%。

我们仍然认为，铝、铅、锌等有色金属金融属性极强，产能及库存等基本面因素虽然对其长期价值回归起到一定作用，但是市场炒作会放大其价格波动空间。从世界及中国经济复苏情况看，中国显然是快而急，传统发达国家则慢而缓，那么期间必然存在一个“时间差”的效应，这将会对基础原材料市场构成中短期强支撑。

图表 1 分部收入构成情况

图表 2 分部毛利构成情况



资料来源：公司公告、西南证券研发中心

二、盈利预测

表格 4：主要数据参数简表

分部资产情况	2010E	2010E	2012E
铝资产			
铝及铝制品销量(万吨)	58.6	65	80
加权销售价格(元)	13675.21	14102.56	14529.91
销售收入(万元)	801367.52	916666.67	1162393.16
加权销售成本(万元)	728605.71	820303.28	1041232.14
其中：氧化铝成本(万元)	309327.86	353833.33	461880.34
电能成本(万元)	295656.53	325653.33	400804.10
炭块成本(万元)	93597.22	107013.89	135641.03
其他成本(万元)	30024.09	33802.73	42906.67
吨铝成本(元)	12433.54	12620.05	13015.40
主营利润(万元)	72761.81	96363.39	121161.02
毛利率(%)	9.08%	10.51%	10.42%
煤炭资产			
煤炭销量(万吨)	671.05	761.05	901.58
煤炭价格(元)	660.99	697.04	753.85
销售收入(万元)	443559.13	530483.65	679654.93
销售成本(万元)	235954.23	280980.04	349507.45
吨煤成本(元)	351.62	369.20	387.66
主营利润(万元)	207604.90	249503.61	330147.48
毛利率(%)	46.80%	47.03%	48.58%

数据来源：公司公告、西南证券研发中心

修正后预计公司 2010 年-2012 年营业收入分别为；每股收益分别为 1.693 元、2.301 元、3.132 元，对应 2010 年 3 月 24 日收盘价元，动态市盈率水平分别为 17.23 (X)、12.68 (X)、9.32 (X)，目前估值较行业平均水平 16.4 (X) 存在一定溢价。

表格 5: 盈利预测简表

单位: 百万元

利润表				主要指标			
	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
营业收入	15047.86	17492.21	22265.48	三费/营收	22.52%	23.90%	24.50%
营业成本	11658.74	13311.33	16810.01	EBIT/营收	8.97%	8.20%	7.77%
税金及附加	126.12	146.61	186.62	EBITDA/营收	15.18%	16.56%	16.81%
营业费用	451.44	524.77	745.89	销售净利率	19.62%	20.38%	19.88%
管理费用	526.68	612.23	779.29				
财务费用	372.37	297.58	205.44	ROE	27.67%	28.63%	29.42%
利润总额	1912.52	2599.70	3538.22	ROIC	19.44%	14.58%	19.81%
所得税	631.13	857.90	1167.61				
净利润	1269.86	1726.12	2349.27	EBIT 增长	73.18%	26.80%	29.21%
资产负债表							
	2009E	2010E	2011E	EBITDA 增长	44.26%	20.75%	24.16%
货币资金	3009.57	3498.44	5039.26	净利润增长	116.95%	35.93%	36.10%
应收及预付	2673.86	2700.69	4108.59	总资产增长	6.16%	1.06%	15.76%
存货	1256.40	1319.22	1933.36	股东权益增长	29.96%	31.33%	32.47%
固产及在建	11411.38	11101.95	10777.52				
资产总计	19973.24	20184.85	23365.97	资产负债率	71.69%	64.78%	61.11%
短期借款	3044.16	741.37	0.00	投资/总资产	66.65%	62.74%	57.84%
应付及预收	5031.26	5891.80	7635.58	息债/总负债	53.33%	42.32%	34.96%
长期借款	4592.50	4792.50	4992.50	流动比率	0.73	0.93	1.22
其他负债	1650.89	1650.89	1650.89	速动比率	0.60	0.77	1.01
负债合计	14318.81	13076.56	14278.96				
股本	750.00	750.00	750.00	总资产周转率	0.75	0.87	0.95
资本公积	236.39	236.39	236.39	固产周转率	1.71	2.13	2.83
留存收益	3603.59	5041.77	6999.14	应收周转率	22.36	24.87	21.23
母公司股东权益	4589.98	6028.16	7985.53	存货周转率	9.28	10.09	8.69
股东权益	5654.44	7108.29	9087.00	PE	17.23	12.68	9.32
现金流量表							
	2009E	2010E	2011E	PB	4.77	3.63	2.74
经营现金流	1767.20	3477.19	2979.52	EV/EBIT	13.40	9.84	7.32
投资现金流量	-300.00	-300.00	-300.00	EV/EBITDA	10.37	8.00	6.19
筹资现金流量	-873.48	-2688.32	-1138.70	EV/NOPLAT	19.99	14.69	10.93
现金流量净额	593.72	488.87	1540.82	EV/IC	2.30	2.25	2.03

资料来源: 西南证券研发中心

三、估值

继续维持公司整体估值的基本逻辑判断：铝业资产业绩波动弹性较大，煤炭资产保持较高增长，出现正负反馈效应强化或者弱化企业整体业绩。两块业务对综合业绩的影响目前看来以下三种情况出现可能性较大：铝负反馈，煤正反馈，煤炭业绩受到铝业严重侵蚀；铝负反馈，煤负反馈，业绩下滑得到强化；铝正反馈，煤正反馈，业绩增长得到强化。我们更加倾向于当经济形势好转时，公司煤铝双主业同向正反馈，业绩出现超常规增长。

我们运用绝对估值和相对估值两种方法对公司价值进行评估。

相对估值 经测算，扣除资源税改影响后，煤炭板块整体增长下限区间为 15.23%-21.89%，上限区间为 22.02%-28.68%。神火股份作为冶金用煤生产企业，同时又具备较强的金属属性，理应享有行业上限增长估值评价。按照盈利预测上限区间下沿 22.02%，PEG=1 条件下，预计公司 2010 年合理价值为 37.28 元，可作为估值上限。

绝对估值 运用经济利润估值法，公司在无风险利率 2.25%、市场要求回报率 10%、 β 系数 1.36、加权资金成本 8.97% 条件下的每股价值为 32.49 元/股，可作为公司估值下限。

综上，公司 2010 年合理价值区间可维持在 32.49 元~37.28 元之间。

表格 6：绝对估值条件与基本假设

Rf	2.25%	永续增长率	3.00%
Rm	10.00%	预测期现值	2,686.82
β 系数	1.36	过渡期现值	
Ke	12.79%	永续期现值	18,414.14
Kd	3.91%	企业价值	28,977.60
税率	30.00%	股权价值	24,369.44
D/(D+E)	37.98%	总股本(万股)	75,000.00
WACC	8.97%	每股价值(元)	32.49

资料来源：西南证券研发中心

表格 7：敏感性分析

WACC	永续增长率(g)						
	2.59%	2.72%	2.86%	3.00%	3.15%	3.31%	3.47%
7.09%	42.15	43.20	44.38	45.70	47.19	48.89	50.82
7.44%	39.34	40.24	41.24	42.36	43.61	45.02	46.63
7.81%	36.81	37.58	38.44	39.38	40.44	41.62	42.96
8.21%	34.52	35.18	35.91	36.71	37.61	38.61	39.73
8.62%	32.43	33.00	33.62	34.31	35.07	35.92	36.87
8.97%	30.83	31.33	31.89	32.49	33.16	33.90	34.73
9.50%	28.77	29.20	29.66	30.17	30.73	31.35	32.03
9.97%	27.17	27.54	27.94	28.38	28.86	29.39	29.97
10.47%	25.69	26.02	26.36	26.75	27.16	27.61	28.11
11.00%	24.34	24.62	24.92	25.25	25.61	26.00	26.43
11.55%	23.08	23.32	23.59	23.87	24.19	24.52	24.89

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>