国海证券 SEALAND SECURITIES

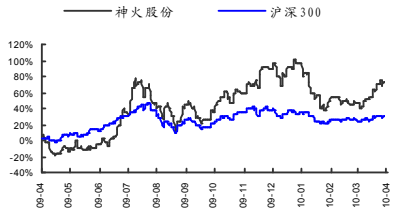
神火股份（000933）：

煤铝业务齐飞 业绩将出现拐点式增长

采掘及有色金属冶炼

首次评级：买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
xx 股票	19.4	-10.2	75.6
沪深 300	4.9	-4.1	30.7

市场数据	2010.4.13
当前价格 （元）	33.86
52 周价格区间（元）	17.71-40.63
总市值 （百万）	25395.00
流通市值 （百万）	25392.30
总股本 （万股）	75000.00
流通股 （万股）	74992.02
日均成交额（百万）	367.87
近一月换手 （%）	30.61

分析师

张晓霞 苏丹

电话：0755-83706210

邮件：sud@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

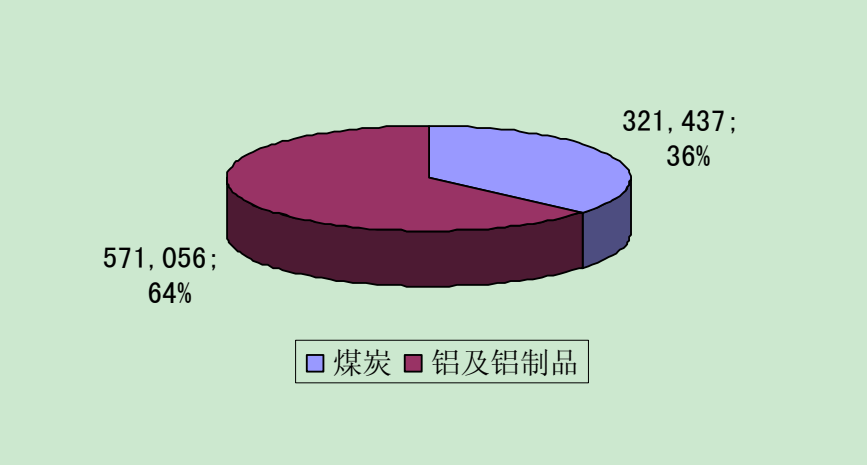
- **煤炭产量在未来有稳步增长：**在不考虑新收购煤炭产能的情况下，2012 年，公司的权益煤炭产能将达到 1100 万吨，较 2009 年几近翻番。其中，2010 年、2012 年公司的煤炭产量增加较多。
- **地理位置和煤质决定了公司煤炭价格较高：**公司的大部分煤矿位于苏、鲁、豫、皖交界处，煤炭产品距用户较近，较山西、内蒙等地的同类产品具有一定的地理位置优势。另外，公司的煤质优良易于洗选。无烟煤、洗精煤和洗精块为河南省重点保护产品。凭借优良的地理位置和煤质优势，公司的煤炭价格一直较高。
- **煤炭价格 2010 年将有大幅上涨：**目前，受西南地区干旱影响，西南方向煤炭需求有所增加，作为靠近西南地区的主要煤炭产区，河南煤价有所上涨。公司的煤炭销售又出现了预付款排队购煤的状况。我们预计，随着今后用煤高峰的到来，煤价仍有上涨的空间。总体判断，公司 2010 年煤炭均价上涨幅度约在 30%以上。
- 2010-2013 年的煤炭板块每股收益分别为 1.6 元、1.7 元、2.1 元和 2.5 元。
- 铝行业景气回升。我们预计 2010 年沪铝价格将在 16000-19000 元/吨间箱体震荡，2011 年后稳定在 18000 元/吨以上。
- 神火股份电解铝产能迅速扩大，2010 年权益产能 27 万吨，2011 年将达到 36 万吨。另外公司将加强电力自给和扩大氧化铝产能，电解铝成本有进一步降低的潜力。2010 和 2011 年铝板块的每股收益分别为 0.4 及 0.8 元。
- 2010 年公司煤铝业务综合每股收益将达到 2 元，按照保守 20 倍的估值计算，则合理股价应为 40 元，予以“买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E
主营收入 （百万元）	10761.91	8333.00	10263.46
营业利润 （百万元）	821.03	1407.75	1999.32
净利润 （百万元）	590.64	1501.35	2098.77
摊薄每股收益 （元）	0.799	2.032	2.840
摊薄每股净资产（元）	7.19	5.11	3.64
加权平均 ROE （%）	16.97%	30.65%	30.51%

公司概况

神火股份是以产销煤炭、电解铝为主，经营电厂为辅的煤电铝一体化企业。2009 年度，公司煤炭产量 558 万吨，铝产品产量 37 万吨，其中铝板块收入超过主营收入的 60%。

图 1：神火股份煤炭、电解铝主营业务收入及比例（万元）



资料来源：09 年度报告

神火股份煤炭未来有稳步增长

2009 年，神火股份煤炭产量 572 万吨。过去 8 年间，神火股份的煤炭产 量由 2000 年度的 304 万吨，逐年增加至 572 万吨。近几年公司加大了资源储备和开发力度，公司 2010 年煤炭权益产量可达到 800 万吨 。 2012 年 ，在现有在建矿井全部达产后， 煤炭产能将突破 1100 万吨。另外，公司目前处在规划中的产能也达到了 1120 万吨，预计在 4-5 年后可投产。

公司在产、在建、规划中产能见下表:

1、 老矿部分：新庄、葛店、刘河、新龙（梁北煤矿）四个已产煤矿的核定产能为 390 万吨， 2009 年的产量为 480 万吨。其中，新龙（梁北煤矿）已在扩建中，拟由原来的 90 万吨扩建至 2012 年的 240 万吨。

2、 新矿部分：薛湖矿、泉店煤矿，2009 年分别产煤分别为 46、38 万吨左右，2010 年预期生产 90、100 万吨，收购的煤矿边沟矿、庇山矿预计 2010 年可分别达产，均达 30 万吨。

3、 筹备部分，李岗矿设计产能为 120 万吨，已拿到采矿权，预计 2010 年可开工建设，但建设周期较长，预计 2014 年左右投产。另有左

权高家庄矿，包含自建及收购的产能，筹建的产能约为 1000 万吨。永昌的石井矿，也在筹划中。

煤炭产量在未来有稳步增长:

在不考虑新收购煤炭产能的情况下， 2012 年，公司的权益煤炭产能将达到 1100 万吨，较 2009 年几近翻番。 其中，2010 年、2012 年公司的煤炭产量增加较多。

2010 年，公司煤炭权益产量预计为 800 万吨，同比增长 38%，增量主要来自薛湖矿、泉店煤矿的部分达产 。收购的煤矿边沟矿、庇山矿达产、以及参股的赵家寨（39%股权）煤矿的达产。

2011 年，公司煤炭产量增长有限，主要来自薛湖矿、泉店煤矿的全部达产，增量约 50 万吨。增长幅度约 7%。

2012 年，煤炭权益产能预计为 1100 万吨，同比增长 25%，主要来自改建的新龙（梁北矿）的投产，以及前两年达产的煤矿的适度扩产。

2012 年后的三年内，有大约 1200 万吨的已规划产能有望陆续投产，全部达产后，公司的煤炭产能有望再翻番。

表 1　神火股份煤炭产能表

（万吨）		股权比例	设计产能	2009 年	2010 年	2011 年
老矿	新庄煤矿	100%	180			
	葛店煤矿	100%	75			
	刘河煤矿	100%	45			
	新龙（梁北煤矿）	98%	90			
			390	480	480	480
新矿	薛湖煤矿	100%	120	46	90	120
	泉店煤矿	82%	120	38	100	120
	新龙（梁北煤矿）	98%	90			240
	赵家寨煤矿	39%	300	40（权益）	117（权益）	117（权益）
改建矿	边沟矿	52%	30	0	15	30
	庇山矿	67%	30	0	15	30
合计				600	800	1100
筹备	李岗	70%	120			
	左权高家庄	100%	1000			
	永昌石井矿	筹划				

资料来源：　公司公告　国海证券研究所

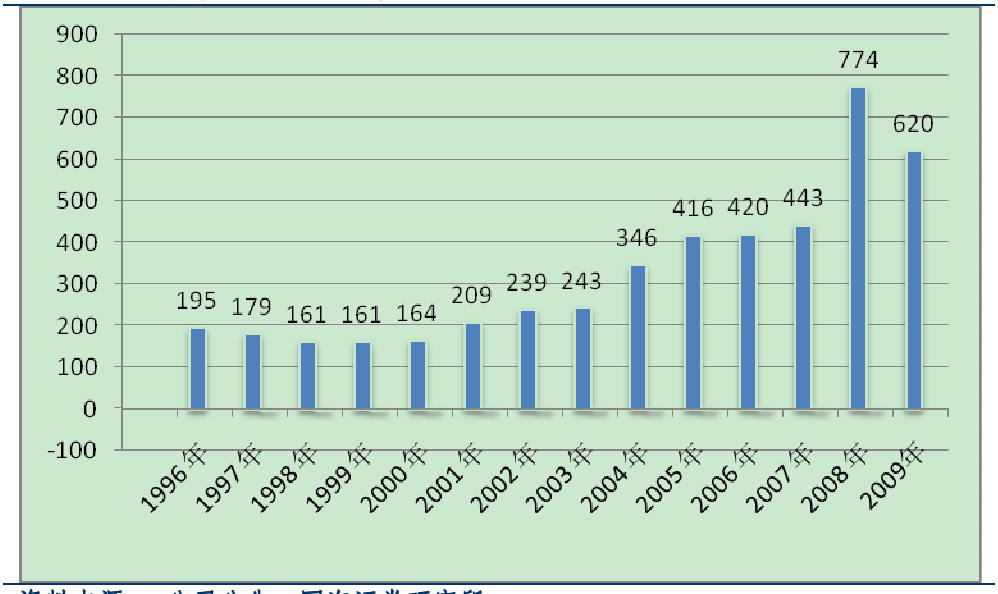
地理位置和煤质决定了公司煤炭价格较高

公司的大部分煤矿位于苏、鲁、豫、皖交界处，煤炭产品距用户较近，较山西、内蒙等地的同类产品具有一定的地理位置优势。另外，公司的煤炭生产开采条件好、机械化程度高，煤质优良、易于洗选。公司注重产品结构调整，利用原煤开发加工的煤炭产品多达十余个品种，无烟煤、洗精煤和洗精块为河南省重点保护产品。 已注册的“永成“牌煤炭产品在苏、鲁、豫、皖、浙、闽、沪有广阔市场，并远销日本、韩国、西班牙等国家。凭借优良的地理位置和煤质优势，公司的煤炭价格一直较高。

近 10 年来，公司的煤炭综合售价如下图，2008 年，公司的煤炭综合售价达到历史高位 774 元/吨，2009 年，公司的煤价有所回落，其中，永城地区的综合煤价为 691 元/吨，许昌矿区地综合煤价为 864 元/吨。

目前，受西南地区干旱影响，西南方向煤炭需求有所增加，作为靠近西南地区的主要煤炭产区，河南煤价有所上涨。公司的煤炭销售又出现了预付款排队购煤的状况。3 月，公司的永城、许昌矿区地煤价基本稳定，售价（含税）分别为：无烟精煤 1030 元、瘦精煤 1430 元、洗中块 1150 元、洗混煤 400 元、洗末煤 650 元。而神火股份 2009 年的含税平均煤炭价格分别为：无烟精煤 836 元、瘦精煤 1028 元、洗中块 876 元、洗混煤 300 元、洗末煤 436 元。各种煤价出现了 100——400 元不同程度的上涨，上涨幅度平均达到 30%以上。我们预计，随着今后用煤高峰的到来，煤价仍有上涨的空间。总体判断，公司 2010 年煤炭均价上涨幅度约在 30%以上。

图 2　近 10 年神火股份的综合售价



资料来源：　公司公告　国海证券研究所

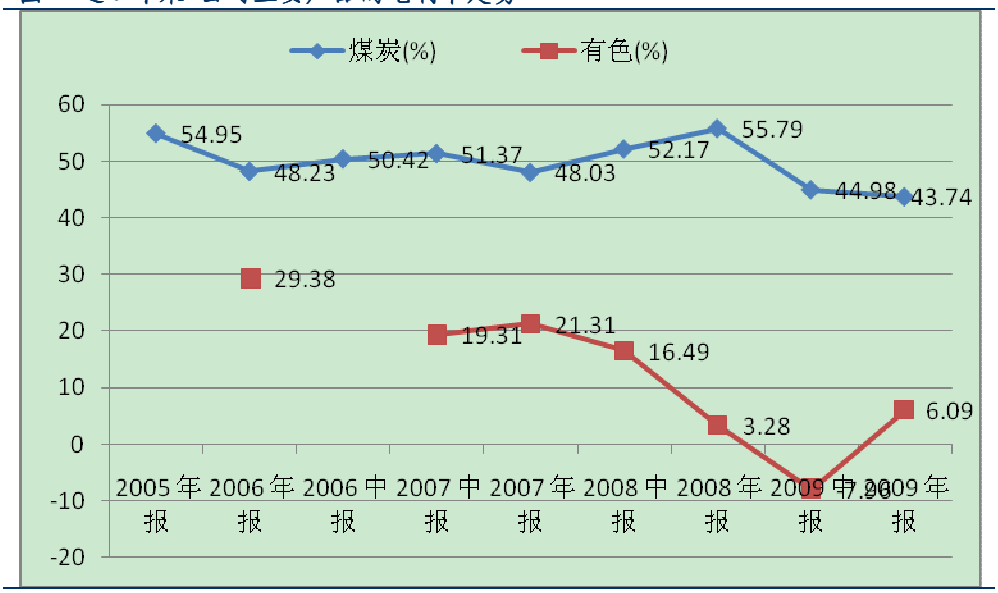
公司煤炭盈利能力一直较强，仍有提升空间

公司的成本控制能力一直较同类企业较强，煤炭产品的毛利率即使在价格低达 209 元/吨的 2001 年，仍能保持 33%的毛利率。随着煤炭价格的逐渐升高，煤炭产品的毛利率也一度在 2008 年高达 56%。2009 年，受煤价回落影响，毛利率下降到 44%左右。我们预计公司的煤炭价格在 2010 年有较大幅度上涨，毛利率将有所提升。同时，公司泉店煤矿的全面达产以及梁北煤矿的扩产将进一步提高公司煤炭业务的利润率水平。

公司梁北矿一直是公司煤炭业务的盈利大户，2009 年，梁北矿煤炭产量近 90 万吨，但归属母公司的净利润就达 2.59 亿元，占全公司全年净利润 5.99 亿的 43%，占公司煤炭业务净利润 7.02 亿的 37%。2008 年，梁北矿在煤炭需求旺盛、质优价高的背景下，净利润达到 5.27 亿元，占 2008 年公司净利润 11.5 亿的 46%，占公司煤炭业务净利润 41%左右。梁北矿正在筹划将现有的 90 万吨的产能扩建到 240 万吨，随着高盈利煤炭产量的增加，公司的煤炭利润率将有进一步提高。

公司泉店煤矿 2009 年刚投产，仅产煤 38 万吨，销煤 27 万吨，但泉店煤矿综合售价高达 738 元/吨，其中主要煤炭品种洗精煤价格更是高达 1095 元/吨，由于刚投产，煤炭综合成本还略高，2010 年泉店煤矿预计可产煤 100 万吨，随着泉店煤矿煤炭产量的逐渐增加，预计煤炭成本将有所下降，盈利空间十分可观，是公司煤炭板块的另一个创利大户。

图 4 近 5 年来 公司主要产品的毛利率走势



资料来源： 公司公告 国海证券研究所

煤炭分部盈利预测并估值

2010 年，煤炭权益产量增加约 220 万吨，同比增长 38%，预计煤炭综合售价预计增长 30%以上，煤炭业务的净利润约 12 亿左右（含赵家寨投资收益），接近 2008 年煤炭业务的全部净利润。按目前 7.5 亿总股本，煤炭板块每股收益可达 1.6 元左右。2011 年公司煤炭产量增加有限，煤炭板块每股收益可达 1.7 元左右。2012 年，盈利能力较强的梁北矿扩建投产，假设改年煤炭产量增加 70 万吨（为拟增加 150 万吨的一半），公司的煤炭净利润可增加 3 亿元左右，每股收益增加 0.4 元，煤炭板块每股收益可达 2.1 元。2013 年，梁北矿全部达产后，公司的煤炭板块每股收益可达 2.5 元。

我们保守给予 2010 年煤炭每股收益 20 倍的估值，公司煤炭业务的价值为 32 元/股。

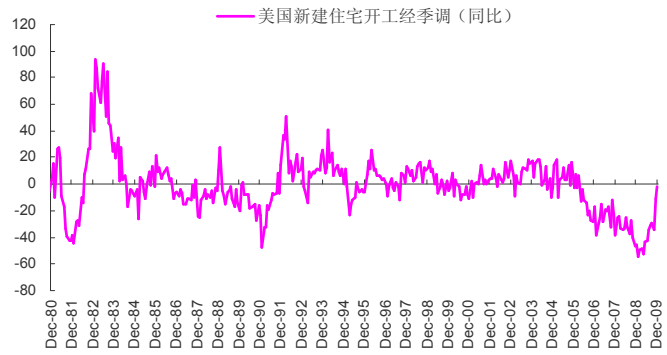
如果考虑到未来梁北矿的全部达产对公司带来的利润的巨大贡献，可以适度乐观地给予 2010 年煤炭每股收益 23 倍估值，则煤炭价值为 37 元/股。

电解铝业务：行业景气上升 电解铝价格走高

铝下游两大消费行业汽车及房地产行业景气回升

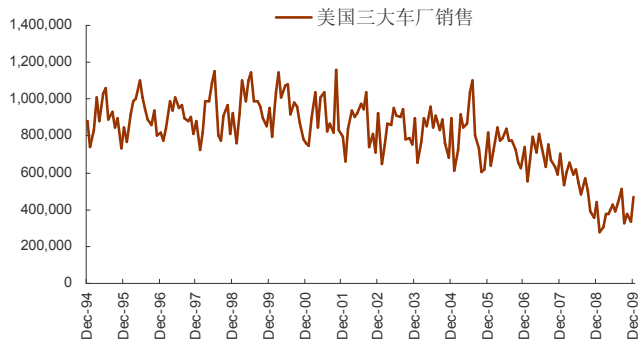
西方经济恢复快于市场预期，美国 09 年底新房开工数据已经呈探底回升状态，汽车销售数据也逐渐好转。西方两大下游消费行业景气回升将驱动伦铝市价上涨，从而带动沪铝上涨。我们预计 2010 年沪铝价格将在 16000-19000 元/吨间箱体震荡，2011 年后稳定在 18000 元/吨以上。

图 4：美国新房开工触底回升



资料来源：Wind 资讯，国海研究所

图 5：美国汽车销售有所恢复



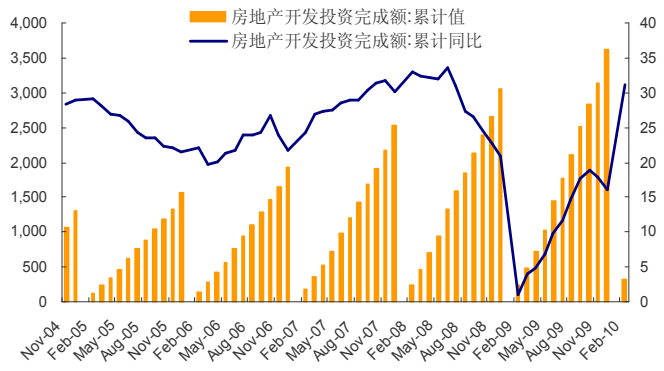
资料来源：Wind 资讯，国海研究所

另一方面，金融危机后，中国铝消费量已占到全球总消费的 36%以上，成为世界最大的铝消费国，对铝需求的影响力已经超越西方国家及日本。

目前，作为中国铝消费主要下游的房地产和汽车市场运行良好，汽车产销量屡创新高（图 7），而房地产开发也已从 08 年的低谷走出（图 6）。

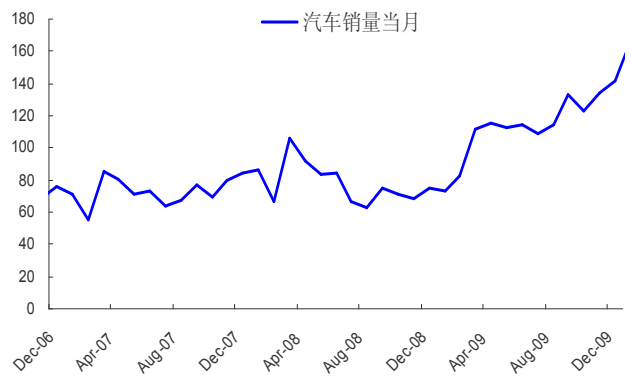
虽然 2010 年国家对房地产行业采取了多项调控措施，但市场对房地产的刚性需求仍然存在，商品房建造可能放缓的同时，保障性住房的建设将逐步升温，因此对上游建筑材料的需求有望在几年时间内仍维持增长态势。

图 6：中国房地产开发投资持续增加



资料来源：Wind 资讯，国海研究所

图 7：中国汽车销售屡创新高



资料来源：Wind 资讯，国海研究所

铝产能 2010 年仍过剩 2011 年基本达到平衡

至 2009 年底，受金融危机影响儿停产的电解铝产能已大部分复产，但 2010 年电解铝行业的产能，将不同程度的受到碳排放税征收而导致的电价上涨影响。

哥本哈根会议后，主要经济体政府对碳排放问题都表现出了积极的态度，目前全球电解铝主要产区新签订的供电价格合约中，都已经将二氧化碳排放成本计算在内，可以预见未来欧美国家电价将会大幅上涨。电解铝作为高耗电行业，40%左右的成本来自于电力消耗，电价上涨将不可避免的带来成本上升的压力。

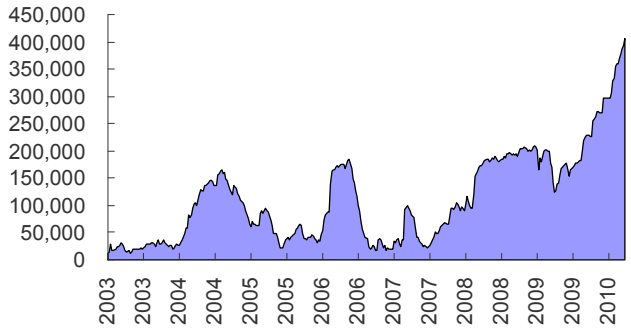
根据欧洲铝协的统计，在这种情况下，预计欧洲地区有约 2/3 的产能面临停产甚至关闭。

另一方面，09 年 9 月末，产铝大国中国国家发改委正式暂停对包括电解铝在内的七大行业的项目审批，暂停时间为 2009 年到 2011 年，同时还叫停了地方政府对这些行业新上项目的备案权。这一举措极大限制了电解铝产能扩张，意味着电解铝产能在中国的高速扩张将会告一段落。

因此，虽然 2010 年全球电解铝行业仍有超过 300 万吨新增产能投产，但供应过剩情况将逐步好转，预计 2011 年将基本达到平衡。

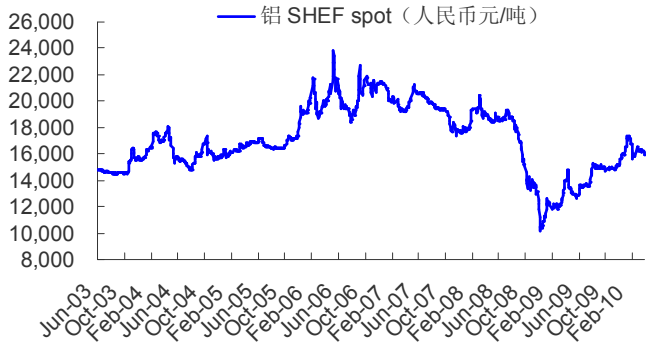
整体来看，2010 年电解铝产能过剩和库存高企仍将压制铝价大幅攀高，但在经济好转和电价可能上涨的情况下，**铝价会在需求和成本推动下有一定上升，估计沪铝价 2010 年会在 16000-19000 元/吨间箱体振荡，2011 年后稳定在 17000 元/吨以上。**

图 8：沪铝库存（吨）



资料来源：Bloomberg，国海研究所

图 9：沪铝价格



资料来源：Bloomberg，国海研究所

神火股份电解铝产能迅速扩大 且仍有进一步扩张潜力

公司目前主要有两个生产电解铝的子公司，分别是位于永城的河南神火铝业股份公司（控股 69.93%）和位于沁阳的沁澳铝业有限公司（控股 70%）。

永城铝厂原有产能 27 万吨（350KA 电解槽 21 万吨，200KA 电解槽 6 万吨），已经全负荷生产，另外新建的 25 吨（400KA 电解槽）产能已经有 8 万吨达产，剩余的 17 万吨可能在四季度投产，今年约可贡献 4 万吨产品，使永城铝厂 2010 年产能达到 39 万吨。

沁澳铝业今年全面恢复生产，约可贡献 16 万吨的产量（290KA14 万吨，80KA2 万吨）。

如表 2 所示，神火今年权益电解铝产量将达到 38 万吨。

除以上产能外，神火集团旗下还有商丘铝厂的 24 万吨产能，目前

由神火股份兼管，未来有可能注入股份公司，使电解铝生产规模进一步扩大。

表 2：公司的电解铝权益产量预测（万吨）

子公司	地点	股权	产能	权益产能	权益产量 2010 年	2011 年	2012 年
神火铝业	永城	69.83%	52	36	27	36	36
沁澳铝业	沁阳	70%	16	11	11	11	11

资料来源：公司公告，国海证券

电解铝成本未来有望持续下降

电解铝的生产成本主要由氧化铝、电、阳极炭素和人工及折旧构成，其中氧化铝和电消耗占到成本的 80%以上。

氧化铝采购方面，国外长单占 50%，一般三年签订一次，价格与 LME 价格挂钩，挂钩比例为 14.2%。国内长单占 35%，价格与沪铝当月结算价挂钩，挂钩比例为 17%。现货占 15%左右，以时价结算。

股份公司及集团分别控股 46%和 31%的河南有色金属控股股份有限公司目前年产氧化铝 50 万吨，未来有望扩展至 80-100 万吨，进一步提高公司氧化铝自给率。

电力方面，股份公司参股 33.3%，神火铝业控股 66.7%的河南神火发电有限公司目前正开展 2x60 万千瓦超临界燃煤发电机组项目前期工作，预计第一台发电机组将于今年开始建设，薛湖及刘河等矿所产低端煤泥可用于发电，降低发电成本。项目建成后，公司有望实现电力 100%自给，届时电解铝成本将显著下降。

吨铝价为 17000 元（14530 元不含税）的情况下，成本为 12450 元（不含税，计算如表 3），则税前吨利润为 2000 元/吨。

表 3：2010 年成本预测（不含税）

	单价(不含税)	消耗量(千瓦时/吨)	吨成本
电	0.3603	14000	5,044
氧化铝	2470	1.9	4,693
炭素	2564	0.5	1,282
人工、折旧及其他			1,453
总计			12,473

资料来源：国海证券

盈利预测

如表 2 预计，10 年-12 年，公司电解铝权益产量分别为 38 万吨、47 万吨和 47 万吨，如果保守估计 2010-2012 年平均铝价为 17000 元/吨，按照每吨 2000 元的税前利润计算，2010 年营业利润为 7.6 亿，税后净利润为 5 亿，按目前 7.5 亿的股本计算，**铝板块每股收益将达到 0.4 元。2011 年及 2012 年产量扩大到 47 吨，则每股收益在 0.8 左右。**

参考铝行业 2010 年平均估值水平，我们给予铝业务每股收益 20 倍的估值，也就是 12 元/股。考虑未来电解铝产能扩张及生产成本降低的潜力，可稍乐观的给予 25 倍估值，则铝业务价值达到 15 元/股。

表 4：铝行业平均估值水平

代码	简称	P/E				P/B			
		TTM	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
	行业均值	**109.88**	**27.29**	**20.81**	**16.21**	**5.67**	**3.37**	**2.75**	**2.44**
000612.SZ	焦作万方	**63.54**	**19.03**	**14.93**	**12.50**	**6.21**	**4.84**	**3.20**	**2.36**
000807.SZ	云铝股份	314.11	31.27	17.23	14.67	3.66	3.32	2.87	2.71
000933.SZ	神火股份	39.45	17.90	13.76	9.37	6.70	4.70	3.63	2.89
002082.SZ	栋梁新材	29.39	22.02	18.05	11.40	4.43	3.63	3.03	2.49
600595.SH	中孚实业	53.21	23.50	19.33	14.71	6.22	2.59	2.06	1.76
600888.SH	新疆众和	35.58	26.03	19.54	16.77	3.42	3.10	2.78	2.41
601600.SH	中国铝业	-38.13	51.28	32.12	34.03	3.52	3.04	2.81	无预测

资料来源：Wind 资讯，国海研究所

估值及投资评级

综上所述，2010 年公司煤铝业务综合每股收益将达到 2 元，按照保守 20 倍的估值计算，则合理股价应在 40 元左右，予以“买入”评级。

表 1：未来两年盈利预测（百万元）

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	8484.45	12006.10	10761.91	8333.00	10263.46
减：营业成本	6197.48	9349.76	8905.34	6111.58	7470.26
营业税金及附加	77.47	85.65	90.20	69.84	86.02
营业费用	78.00	132.76	169.90	131.55	162.03
管理费用	248.17	266.32	322.32	249.57	307.39
财务费用	278.03	402.15	429.15	362.70	238.44
资产减值损失	6.53	191.83	-20.01	0.00	0.00
加：投资收益	7.63	22.70	-22.19	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.05	-21.79	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1606.39	1600.28	821.03	1407.75	1999.32

加: 其他非经营损益	16.09	7.20	75.61	93.60	99.45
利润总额	1622.48	1607.49	896.64	1501.35	2098.77
减: 所得税	492.39	450.87	306.00	0.00	0.00
净利润	1130.09	1156.62	590.64	1501.35	2098.77
减: 少数股东损益	311.34	7.08	-8.82	-22.43	-31.35
归属母公司股东净利润	818.75	1149.54	599.47	1523.77	2130.12

表 2: 未来两年财务及估值分析

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
收益率					
毛利率	26.95%	22.12%	17.25%	26.66%	27.21%
资产获利率					
ROE	41.34%	39.12%	16.97%	30.65%	30.51%
ROA	17.10%	13.18%	7.01%	14.70%	12.15%
ROIC	34.84%	27.07%	14.50%	30.36%	18.57%
业绩和估值指标	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**
EPS	1.092	1.533	0.799	2.032	2.840
PE	31.02	22.09	42.36	16.67	11.92
PB	12.82	8.64	7.19	5.11	3.64

风险因素分析

全球经济二次探底；电价进一步上涨；煤炭价格低于预期。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：　　相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。