

调研报告

煤炭

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层信达证券研发中心

哈斯

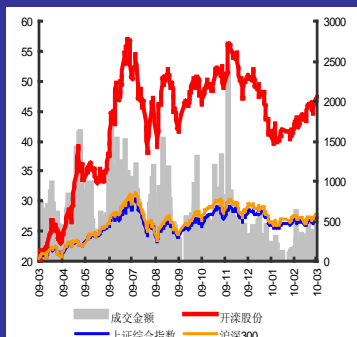
010-63081256

hasi@cindasc.com

市场指标/数据

当前股价(元)	23.60
总股本/流通A股(亿股)	12.35/ 7.17
52周价格波动(元)	9.75/ 29
换手率(3个月)(%)	95.35
一个月涨跌幅(%)	14.67

近一年股价走势



神火股份 (000933) :

煤铝价格上涨催生业绩弹性

2010年5月4日

主要观点:

- 不考虑资源整合矿，公司在产及新建煤矿10年-12年产量预计为690万吨、770万吨和920万吨，权益产量659万吨、717万吨和864万吨，11年-12年同比增长9.2%、20.5%，复合增长率15.47%。增长来自薛湖、梁北、泉店、庞山和边沟矿投产及达产。
- 地方煤矿整合及规划矿（李岗矿、石井矿、高家庄矿、扒村矿井）为未来持续增长提供资源接续。
- 我们预计，2010年煤炭总体供需偏紧，煤价仍有上涨的空间。即使煤价维持当前的价格水平，即高炉喷吹洗精煤价格1030元/吨，中小块煤1050-1150元/吨，末（混）煤620元/吨，根据测算，10年吨煤毛利343元/吨，比上年增加91元/吨，涨幅36%。
- 2010年公司电解铝业绩提升，得益于电解铝价格的上涨及产能的增长。

公司现有电解铝产能52万吨，增量来自新建25万吨高精度铝合金项目部分投产及沁阳沁澳铝业16万吨电解铝产能达产。

截止4月16日，电解铝价格16200元/吨，较09年全年上涨16.55%。根据测算，在其他条件不变的情况下，10年铝价每波动500元/吨，公司的EPS将变动14.5%。我们判断，10年电解铝价格维持在16000-17000元/吨的可能性较大，氧化铝和电力成本维持在2800元/吨和0.4208元/kwh，吨电解铝毛利998.63元/吨。随着公司生产线开工率提高，将摊低成本费用，电解铝的盈利能力有望继续提升。

- 公司控股河南有色98.93%股权及神火发电1*600MW超临界燃煤机组建设，将提升氧化铝自给率达到57%，自供电比率逐年提高，10年约为13.5%，12年为29.85%，规划机组完全建成后自供电自给，电解铝业务成本优势将更加明显。
- 给予“买入”评级。预计公司2010年和2011年EPS分别为1.98元和2.22元，公司目前股价对应的PE为15.8倍和14.2倍，估值水平不高。公司煤炭和电解铝业务盈利增长较快，全年业绩增幅大（据业绩公告，半年报预增200-250%）。
- 主要投资风险：价格及产销量低于预期

财务摘要(亿元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	120.06	107.62	156.06	168.54
(+/-)%	41.51%	-10.36%	45.01%	8.00%
净利润(母公司)	11.50	5.99	9.92	11.08
(+/-)%	37.62%	-47.85%	65.43%	11.74%
每股收益(元)	2.30	0.80	1.98	2.22
市盈率(PE)	13.66	39.28	15.84	14.18
市净率(PB)	5.36	6.67	4.69	3.53

1. 产量持续稳定增长

不考虑资源整合矿，公司在产及新建煤矿 10 年-12 年产量预计为 690 万吨、770 万吨和 920 万吨，权益产量 659 万吨、717 万吨和 864 万吨，11 年-12 年同比增长 9.2%、20.5%，复合增长率 15.47%。

本部煤矿产量增长在薛湖矿的逐步达产

本部煤矿产量增长较小，增量来自薛湖矿逐步达产，预计 10 年-11 年产量约为 460 万吨和 490 万吨：

新庄矿、葛店矿和刘河矿为成熟矿井，产能分别为 240 万吨、90 万吨和 45 万吨，其产量维持在 370 万吨左右。

薛湖矿是新建矿，产能 120 万吨，09 年产量 50 万吨，10 年产量预计 90 万吨，11 年有望达产 120 万吨。

表1：本部永城地区矿井

单位：万吨	地质储量	剩余可采储量	产能	可采年限	煤种
新庄煤矿	9,864	5,908	240	23	无烟煤
葛店煤矿	7,865	2,969	90	32	无烟煤
刘河煤矿	2,268	1,030	45	25	贫煤
薛湖煤矿	20,210	9,420	120	54.6	贫煤
小计	40,207	19,327	495		

资料来源：公司公告

控股煤矿的产量增长在达产矿、整合和改扩建矿

控股煤矿煤炭产量 10 年-12 年预计约为 230、270 和 420 万吨：

许昌新龙矿业梁北煤矿产能 90 万吨，240 万吨改扩建正着手前期准备工作，如果进展顺利，11 年改扩建完成，12 年有望达产 240 万吨。

兴隆矿业泉店矿是新建矿，09 年产量 60 万吨左右，10 年预计产量 100 万吨，11 年达产 120 万吨。

汝州神火庇山矿和禹州诚德边沟矿为整合矿，产能分别为 30 万吨，10 年产量分别为 30 万吨。

天宏工业李岗矿、永昌矿业石井矿和山西左权高家庄矿处于前期规划阶段，规划产能分别为 120 万吨、120 万吨和 600 万吨。

此外，公司获得了河南禹州扒村矿井的探矿权，资源量约 1.3 亿吨，其中贫瘦煤 10878 万吨，瘦煤 2234 万吨，可采储量约 6100 万吨。

表2：控股煤矿

单位：万吨	所属公司	股比	地质储量	剩余可采储量	产能	可采年限	煤种
梁北煤矿	许昌新龙矿业	98%	25,680	12,924	90	103	贫煤
泉店煤矿	神火兴隆矿业	82%	13,900	8,095	120	51	贫煤
庇山煤矿	汝州神火庇山煤业	67%	460	320	30	8	贫煤
边沟煤矿	禹州诚德矿业	51%	814	537	30	13	贫煤

单位: 万吨	所属公司	股比	地质储量	剩余可采储量	产能	可采年限	煤种
小计			40,854	21,876	270		
权益量			37,288	19,792	222		

资料来源: 公司公告

表3: 规划矿及煤炭资源

规划矿井	所属公司	股比	地质储量	剩余可采储量	产能	可采年限	煤种
李岗煤矿	天宏工业	70%	12,641	7,745	120	46	贫煤
山西左权高家庄煤矿	左权晋源矿业	100%	106,293	59,654	600	71	贫煤
石井煤矿	永昌矿业	75%	9,746	6,342	120	37	无烟煤
小计			128,680	73,741	840		
禹州煤田扒村井田探矿权			13,000	6,100			贫瘦、瘦煤

资料来源: 公司公告 单位: 万吨

资源整合增加产能 500-600 万吨

作为河南省煤炭资源整合的主体之一, 公司参与煤炭资源整合范围在永夏矿区和禹州矿区, 永夏基本没有需整合的煤矿, 整合矿集中在禹州矿区。根据初步意向, 禹州矿区的拟整合矿大约 20-30 家左右, 可采储量约 7000 万吨, 产能约 500 -600 万吨。

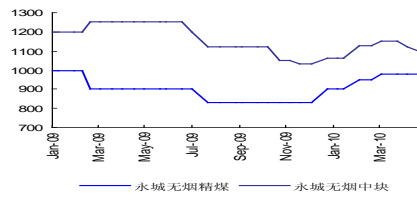
2. 煤炭售价涨幅大

公司主要产品为高炉喷吹煤和瘦精煤, 其中: 永城矿区以喷吹煤为主, 许昌矿区为瘦精煤, 少部分动力煤, 主要销售给控股公司神火发电。

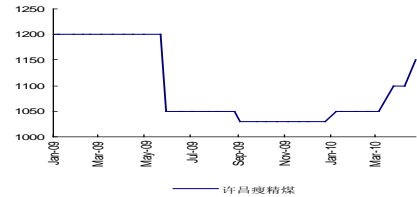
从市场价格看, 今年以来永城和许昌矿区市场煤价尚未超过去年同期价格, 而且不同煤种平均价格涨跌情况不尽相同, 但从公司煤炭销售价格看, 今年比去年的煤价表现出相当大的涨幅。

永城和许昌矿区市场煤价: 4月26日, 永城无烟块煤 1100 元/吨, 年初以来永城无烟块煤平均价格 1112 元/吨, 较去年平均价格 1167 元/吨下跌 55 元/吨, 跌幅 4.7%; 无烟精煤 980 元/吨, 年初以来无烟精煤平均价格 952.5 元/吨, 较去年平均价格的 888 元/吨上涨 64.5 元/吨, 涨幅 7.26%; 许昌贫瘦煤 1150 元/吨, 年初以来平均价格 1075 元/吨, 较去年平均价格 1109 元/吨下跌 3.12%。

同行业煤炭销售价格情况看, 4月中旬, 高炉喷吹洗精煤价格 1030 元/吨, 中小块煤 1050-1150 元/吨, 末(混)煤 620 元/吨, 与 09 年永城矿区价格比, 块煤涨幅 11.78%, 洗精煤涨幅 23%, 洗粒煤涨幅 19.83%。我们预计, 2010 年煤炭总体供需偏紧, 煤价仍有上涨的空间。即使煤价不涨, 维持当前的价格水平, 增产和价格因素仍将促使公司煤炭业务盈利能力大幅提升。

图 1：永城无烟煤价格走势


资料来源：sxcoal

图 2：许昌瘦精煤价格走势


资料来源：sxcoal

3. 盈利能力大幅提升

假设煤价全年维持当前价格水平，即高炉喷吹洗精煤价格 1030 元/吨，中小块煤 1050-1150 元/吨，末（混）煤 620 元/吨，根据我们测算，10 年吨煤毛利 343 元/吨，比上年增加 91 元/吨，涨幅 36%。

表4：煤炭业务盈利预测

单位：万吨、元/吨	2008	2009	2010E	2011E
原煤产量	480.67	572.04	690	770
商品煤销量	498.15	557.91	672.96	750.98
吨煤售价	694.77	576.14	732.00	768.60
吨煤生产成本	268.93	324.15	388.98	451.21
吨煤毛利	425.84	252.00	343.02	317.39

资料来源：公司公告

4. 电解铝业务开工率提升，业绩对铝价敏感度高

电解铝开工率提升

公司电解铝现有产能 52 万吨，控股 69.38%的神火铝业原有 27 万吨产能，新建的高精度铝合金项目产能 25 万吨，10 年新生产线部分投产，产量 7 万吨，剩余 18 万吨可能在明年启动。

控股 70%的沁阳沁澳铝业电解铝产能 16 万吨，09 年产量 11.03 万吨，今年将达产能 16 万吨。

公司托管集团电解铝产能 24 万吨，未来将注入上市公司，届时公司电解铝产能达到 92 万吨。

表5：铝业产能及产量

	股权	核定产能	2009	2010E	2011E	2012E
神火铝业	69.38%	52 万吨电解铝	21.17	34	34	52
沁阳沁澳铝业	70%	16 万吨电解铝	11.03	16	16	16
商丘阳光铝材	60%	15 万吨铝板带	2.11	4.5	5	5
神火铝材	100%	10 万吨铝板带	2.76	4.5	5	5

电解铝权益量	22.41	34.79	34.79	47.28
铝板带权益量	4.026	7.2	8	8

资料来源：公司公告

铝价是电解铝盈利的关键变量

2010 年公司电解铝业绩提升，得益于电解铝价格的上涨及产能的增长。2010 年 1 季度电解铝均价 16000 元/吨，较 2009 年 4 季度的 15200 元/吨上涨 5.26%，较 2009 年全年均价 13900 元/吨上涨 15.11%。截止 4 月 16 日，电解铝价格 16200 元/吨，较 09 年全年上涨 16.55%。

经测算，氧化铝和电力成本维持在 2800 元/吨和 0.4208 元/kwh,公司电解铝生产成本大约在 13100 元/吨，在电解铝价格 16200 元/吨的情况下，吨电解铝毛利在 1000 元/吨。

电解铝是强周期性行业，价格波动大，导致公司盈利不稳定。公司的业绩与铝价的敏感性较高，在其他条件不变的情况下，2010 年铝价每波动 500 元/吨，公司的 EPS 将变动 14.5%。

根据我们的判断，2010 年电解铝价格维持在 16000-17000 元/吨的可能性较大，随着行业开工率的提升，公司的生产线会维持较高的开工率，产量增加，将进一步降低成本费用，电解铝的盈利能力将提高。

表6：电解铝业务假设

单位：万吨 元/吨	2010	2011
电解铝销量	50	50
吨铝价格	14,103	14,530
吨铝生产成本	13103.93	13103.93
吨铝毛利	998.63	1425.98

5. 成本下降：氧化铝自给率和自供电提升

控股河南有色，氧化铝自给率将达到 57%

10 年 3 月 23 日，公司董事会通过决议，拟收购河南有色部分股权。河南有色的主要资产和业务集中在汇源铝业公司，持有汇源铝业 75% 股权。收购完成后，公司将持有河南有色 98.93% 的股权，间接持有汇源铝业 74.2% 的股权。

汇源铝业公司目前共有两条氧化铝生产线，氧化铝一线 19.6 万吨氧化铝产能，实际生产能力为年产 16 万吨氧化铝；氧化铝二线产能 32.5 万吨/年，两条生产线合计达到年产 50 万吨氧化铝的能力。目前，一线技改工程正在实施，改造完成后，一线的产能将达到 40 万吨/年，公司将达到年产 75 万吨氧化铝的生产能力。

公司吨电解铝消耗氧化铝 1.92 吨，上市公司和托管集团电解铝产能 92 万吨计算，公司共需氧化铝 176.64 万吨。

收购河南有色后，汇源铝业的氧化铝以及河南汝州香江佛光实业公司的氧化铝合计 100 万吨将供给公司使用，氧化铝的自给率达到 57%。

未来电力成本优势将逐步显现

公司目前有 6 台小火电机组，总装机容量分别是 2*135MW、2*60MW 和 2*55MW，由于机组小、煤耗高，发电成本不具优势。目前公司着手对小火电机组的替换工作。

公司在建及规划中的发电机组：

神火发电 1*600MW 超临界燃煤机组，路条已拿到，预计 2011 年底可投产；

1*600MW 超临界燃煤机组建成后，永城 2*135MW 发电机组将进行热电联产改造；

建设神火发电二期 1*600MW 发电机组；

商丘 2*300MW、许昌 2*300MW 机组，目前尚无批文。

根据公司 2010 年计划发电 17.65 亿度推算，公司 2*135MW 自备机组年发电大约 6500 小时/年，12 年 1*600MW 机组发电量为 39 亿度。

公司目前吨电解铝电耗为 14200 度，按照 92 万吨电解铝产量计算，年耗电量为 130.64 亿度，公司电解铝自供电比率 10 年约为 13.5%，12 年为 29.85%，规划机组完全建成后公司电解铝电耗才能达到完全自给。

另外，超临界燃煤机组设计标准煤耗约为 310 克/千瓦时，较目前 2*135MW 机组 378 克/千瓦时的标煤单耗降低 68 克/千瓦时，12 年自备电厂投产及煤耗降低，电解铝成本优势将更加明显，盈利能力将得以提升。

6. 财务预测及投资建议

煤炭业绩来自产销量增长和综合价格的上涨，主要假设：

不考虑资源整合，2010 年和 2011 年公司煤炭业务产量分别为 690 万吨和 770 万吨，2010 年和 2011 年公司煤炭综合售价分别为 732 元/吨和 768.6 元/吨；

铝业盈利增长主要看铝价涨幅，主要假设：

2010 年和 2011 年电解铝销量 50 万吨，权益销量 35 万吨；2010 年和 2011 年电解铝含税价 16500 元/吨和 17000 元/吨。

根据以上假设，预计公司 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.98 元和 2.22 元，公司目前股价对应的 PE 为 15.8 倍和 14.2 倍，估值水平不高。公司煤炭和电解铝业务盈利增长较快，全年业绩增幅大，首次给予“买入”评级。

表7：利润表预测

单位：万元	2008-12-31	2009-12-31	2010E	2011E
营业收入	1,200,610.08	1,076,190.82	1,560,566.04	1,685,401.87
减：营业成本	934,975.79	890,534.34	1,266,264.45	1,361,971.06
营业税金及附加	8,564.79	9,020.13	10,923.96	11,797.81
营业费用	13,276.15	16,989.77	24,969.06	26,966.43
管理费用	26,631.58	32,231.89	46,816.98	50,562.06
财务费用	40,215.28	42,914.82	62,422.64	67,416.07
资产减值损失	19,182.83	(2,001.38)	0.00	0.00

单位：万元	2008-12-31	2009-12-31	2010E	2011E
加：公允价值变动净收益	(5.03)	(2,179.14)	0.00	0.00
投资净收益	2,269.76	(2,218.93)	0.00	0.00
营业利润	160,028.39	82,103.17	149,168.94	166,688.43
加：营业外收入	1,705.81	8,705.64	0.00	0.00
减：营业外支出	985.32	1,144.79	0.00	0.00
利润总额	160,748.88	89,664.02	149,168.94	166,688.43
减：所得税	45,087.19	30,599.87	37,292.24	41,672.11
净利润	115,661.69	59,064.15	111,876.71	125,016.32
归属于母公司所有者的净利润	114,953.54	59,946.50	99,170.71	110,818.04
少数股东损益	708.14	(882.35)	12,706.00	14,198.29
每股收益	2.30	0.80	1.98	2.22

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102