

2010年5月18日

神火股份

近期铝业盈利能力下降

A
买入
 000933.SZ - 人民币 26.22
 目标价格: 人民币 31.06 (↗38.37)

公司煤炭业务成长性巨大, 预计到 2015 年的原煤产能将是目前的 2.9 倍。近期铝价下降以及外购电价上涨导致电解铝盈利能力大幅下滑。但我们看好下半年的动力煤和电解铝价格, 以及公司未来电解铝成本的改善空间和良好的成长性。考虑到近期行业整体估值的下调, 我们下调公司目标价由 38.37 元至 31.06 元, 继续维持买入评级不变。

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

支撑评级的要点

- 公司现有煤炭产能 705 万吨/年, 但在建、扩建及待建产能多达 1,430 万吨; 且公司将在河南整合至少 500 万吨/年的产能。我们预计公司将在 2015 年实现 2,635 万吨/年内的产能。
- 受益于河南省小煤矿的关停, 目前河南省的煤炭供求关系较为紧张, 预计对公司的煤炭价格保持高位有良好的支撑。
- 公司为最靠近华东地区的焦煤(无烟喷吹煤)生产企业, 较山西企业有 80 元/吨的运费节省。
- 公司电解铝成本较高, 未来将通过降低发电成本, 提高氧化铝自给率来改善。
- 公司目前负债率较高, 09 年的净负债率达 150%; 但由于公司目前现金流充足, 我们对公司债务结构并不担忧。
- 公司目前在建的项目较少, 我们预计暂时不具备融资条件。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(29)	(24)	(12)	51
相对新华富时A50指数(%)	(3)	(5)	6	58

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	750
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	19,665
3个月日均交易额(人民币 百万)	335
净负债比率(%)	113
主要股东(%)	
大同煤矿集团有限责任公司	25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

评级面临的主要风险

- 公司从 4 月 1 日起, 外购电价上调 0.025 元/度, 相当于提高吨铝成本 350 元/吨。随着近期铝价的连续下调, 铝业盈利能力下滑较大。

估值

- 我们看好公司下半年的电解铝和电煤价格, 以及公司未来的电解铝成本改善空间和良好的成长性。考虑到近期行业整体估值的下调, 我们下调公司目标价由 38.37 元至 31.06 元, 相当于 17 倍的 2010 年市盈率。继续维持买入评级的目标价不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	12,006	10,762	15,897	18,093	20,647
变动(%)	38	(10)	48	14	14
净利润(人民币 百万)	1,127	599	1,370	1,738	2,002
全面摊薄每股收益(人民币)	1.502	0.799	1.827	2.317	2.669
变动(%)	(10.5)	(46.8)	128.6	26.8	15.2
市盈率(倍)	17.5	32.8	14.3	11.3	9.8
每股现金流量(人民币)	2.93	1.73	3.16	4.59	5.26
价格/每股现金流量(倍)	9.0	15.1	8.3	5.7	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	13.8	7.8	6.3	5.6
每股股息(人民币)	0.300	0.365	0.834	1.058	1.219
股息率(%)	1.1	1.4	3.2	4.0	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

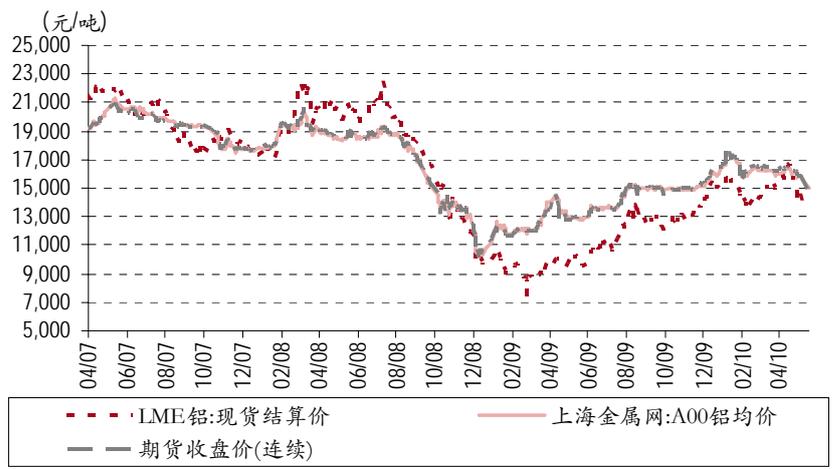
中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

二季度电解铝业务盈利可能大幅下降

公司电解铝用电价,从4月1日开始上调2.5分钱/度至0.4558元/度,相当于提高电解铝成本350元/吨至15,650元/吨。随着近期铝价的下跌,公司电解铝的盈利能力下滑较大。公司1季度净利润中25%左右来自电解铝,如果铝价在2季度后半段不能有效反弹,我们预计电解铝业务在2季度的净利润占比会缩小至10%以下。

图表 2.国际及国内铝价



资料来源: LME, 上海期货交易所, 上海金属网

将受益于河南省资源整合

河南省在2010年推动煤炭资源的整合,要求今年6月底之前全部签订协议。公司在禹州矿区整合31个矿,整合前产能500多万吨,可采储量7,000-8,000万吨,煤种为瘦煤。

公司目前的整合煤矿还没有完全谈妥价格,整合进度较慢,预计今年贡献产量的可能性较小。

负债率较高,但暂不具备融资条件

公司负债率目前较高,主要是由于快速成长过程中的资本开支较大。从05年至09年,公司总资产从32亿元增加至190亿元,净负债率水平也从66%攀升到150%。公司目前短期负债较多,但公司目前的现金流充足,基本与资本开支持平。预计未来随着新矿达产带来的现金流改善,公司的净负债率将逐渐下降。

按照政策规定,申请融资需要有配套项目,而公司现在没有可以配套的项目作为标的进行融资。我们预计公司今年再融资的可能性较小。

铝业做强

公司现有电解铝产能 68 万吨/年，其中有 18 万吨/年受到电力供应不足的限制，将在今年 8 月份以后投产。鉴于电解铝投产需要 1-2 个月的时间，将电解铝槽填满。在此期间，反而消耗电解铝。我们预计这 18 万吨产能在 2010 年的产量贡献将比较小。

公司未来铝业务的重点在于提高盈利能力：

一是通过大发电机组降低电力成本；预计第一台 600MW 大发电机组将在 2011 年下半年投入运营，将比小机组减少发电成本 3 分钱/度。

二是增加铝土矿资源，提高氧化铝自给率；收购汇源铝业后，将为以后增加铝土矿资源提供平台。

三是积极发展铝加工业务，延伸产业链。

煤业做大

公司现有产能仅 705 万吨/年，但未来发展空间较大。公司在建、扩建及拟建产能 1,430 万吨，且整合产能至少 500 万吨/年，预计 2015 年产能将达 2,635 万吨/年。我们预计公司 2010-13 年的原煤产量为 725 万吨、783 万吨、811 万吨和 899 万吨，增速分别为 27%、8.0%、3.6%和 11%。

公司现有投产矿 6 个，产能共 705 万吨/年，分布在河南永城和河南许昌。永城矿区以无烟煤为主；许昌矿区以贫煤为主，可以作为炼焦配煤。

其中薛湖矿和泉店矿在 2009 年建成，预计 2010-12 年总产量为 190 万吨、240 万吨和 240 万吨。预计公司现有的薛湖矿（产能 120 万吨/年）、泉店矿（产能 120 万吨/年）和梁北矿（产能 90 万吨/年）产能将在 2013 年前将通过扩建增加 330 万吨，相当于目前产能的 47%。

此外，庇山矿和边沟矿将在 2010 年达产，产能合计 60 万吨/年。

公司待建矿 4 个，产能为 1,040 万吨/年。由于大部分都在勘探期，预计短期内不会对公司有产量贡献。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	12,006	10,762	15,897	18,093	20,647
销售成本	(9,380)	(8,905)	(12,378)	(13,862)	(15,832)
经营费用	194	144	(31)	(143)	(218)
息税折旧前利润	2,821	2,001	3,488	4,087	4,597
折旧及摊销	(679)	(727)	(888)	(970)	(1,042)
经营利润(息税前利润)	2,142	1,274	2,599	3,117	3,556
净利息收入(费用)	(402)	(429)	(472)	(519)	(571)
其他收益/(损失)	(162)	52	0	0	0
税前利润	1,577	897	2,127	2,598	2,984
所得税	(444)	(306)	(596)	(649)	(746)
少数股东权益	(7)	9	(161)	(210)	(237)
净利润	1,127	599	1,370	1,738	2,002
核心净利润	1,121	550	1,370	1,738	2,002
每股收益(人民币)	1.502	0.799	1.827	2.317	2.669
每股股息(人民币)	0.300	0.365	0.834	1.058	1.219
收入增长(%)	38	(10)	48	14	14
息税前利润增长(%)	12	(41)	104	20	14
息税折旧前利润增长(%)	17	(29)	74	17	12
每股收益增长(%)	(11)	(47)	129	27	15
核心每股收益增长(%)	(10)	(51)	149	27	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,159	2,455	2,208	2,159	1,509
应收帐款	584	112	165	188	214
库存	724	999	1,389	1,556	1,777
其他流动资产	1,651	1,888	2,671	3,006	3,395
流动资产总计	4,117	5,453	6,433	6,908	6,895
固定资产	10,182	11,721	12,342	12,579	12,844
无形资产	796	1,090	1,284	1,477	1,670
其他长期资产	360	690	690	690	690
长期资产总计	11,338	13,502	14,315	14,745	15,204
总资产	15,455	18,955	20,748	21,653	22,099
应付帐款	910	1,164	1,618	1,812	2,070
短期债务	5,280	4,953	4,398	3,898	3,398
其他流动负债	2,542	3,623	5,010	6,066	5,931
流动负债总计	8,732	9,740	11,026	11,776	11,398
长期借款	2,352	4,393	4,000	3,000	2,500
其他长期负债	397	238	231	231	231
股本	500	750	750	750	750
储备	2,439	2,782	3,527	4,471	5,558
股东权益	2,939	3,532	4,277	5,221	6,308
少数股东权益	1,036	1,053	1,214	1,425	1,661
总负债及权益	15,455	18,955	20,748	21,653	22,099
每股帐面价值(人民币)	3.92	4.71	5.70	6.96	8.41
每股有形资产(人民币)	2.86	3.26	3.99	4.99	6.19
每股净负债/(现金)(人民币)	8.63	9.19	8.25	6.32	5.85

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,577	897	2,127	2,598	2,984
折旧与摊销	679	727	888	970	1,042
净利息费用	402	429	472	519	571
运营资本变动	(249)	(548)	(415)	164	276
税金	(444)	(306)	(596)	(649)	(746)
其他	230	100	(107)	(156)	(182)
经营活动产生的现金流	2,196	1,299	2,370	3,446	3,945
购买固定资产净值	(2,683)	(1,577)	(1,500)	(1,200)	(1,300)
投资减少/增加	(295)	(667)	3	(497)	(497)
投资活动产生的现金流	(2,978)	(2,244)	(1,497)	(1,697)	(1,797)
净增权益	58	5	0	0	0
净增债务	1,312	1,708	1,000	(1,000)	(2,000)
其他融资现金流	(88)	(794)	(798)	(798)	(798)
融资活动产生的现金流	1,282	919	202	(1,798)	(2,798)
现金变动	500	(26)	1,075	(49)	(650)
期初现金	660	2,481	1,133	2,208	2,159
公司自由现金流	(782)	(945)	872	1,748	2,148
权益自由现金流	(129)	238	1,348	224	(377)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.5	18.6	21.9	22.6	22.3
息税前利润率	17.8	11.8	16.3	17.2	17.2
税前利润率	13.1	8.3	13.4	14.4	14.5
净利率	9.4	5.6	8.6	9.6	9.7
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率	5.3	3.0	5.5	6.0	6.2
净权益负债率(%)	162.8	150.3	112.7	71.3	55.1
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
估值(倍)					
市盈率	17.5	32.8	14.3	11.3	9.8
市净率	6.7	5.6	4.6	3.8	3.1
价格/现金流	9.0	15.1	8.3	5.7	5.0
企业价值/息税折旧前利润	9.6	13.8	7.8	6.3	5.6
周转率					
存货周转天数	32.7	35.3	35.2	38.8	38.4
应收帐款周转天数	17.7	3.8	3.8	3.8	3.8
应付帐款周转天数	27.7	39.5	37.2	36.6	36.6
回报率(%)					
股息支付率	20.0	45.7	45.7	45.7	45.7
净资产收益率	38.3	17.0	32.0	33.3	31.7
资产收益率	10.0	4.4	9.0	10.8	12.1
已运用资本收益率	18.5	9.1	18.7	23.0	25.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371