

神火股份 (000933.SZ)

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

29.91~37.25

分析师

刘昭亮

S0910210050002

021-58306416

liuzl@qlzq.com.cn

2010年8月6日

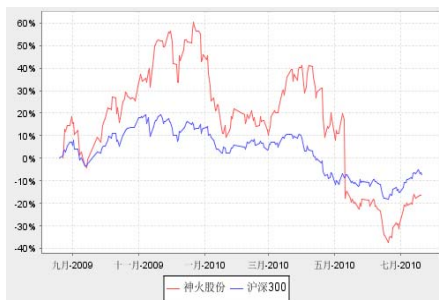
煤炭盈利能力增强, 关注成长与铝业价值
重估机会
基本状况

总股本(百万股)	1050.00
流通股本(百万股)	1050.00
市价(元)	20.27
市值(百万元)	21283.50
流通市值(百万元)	21283.50

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	12,006.1	10,761.9	14,294.1	16,252.1	18,426.0
营业收入增速	38.33%	-10.36%	32.82%	13.70%	13.38%
净利润增长率	34.24%	-46.79%	69.52%	45.24%	25.65%
摊薄每股收益(元)	2.25	0.80	1.35	1.97	2.47
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	46.14	14.60	10.05	8.00
PEG	0.00		0.21	0.22	0.31
每股净资产(元)	5.77	4.56	5.55	7.22	9.39
每股现金流量	4.39	1.76	1.26	5.17	5.69
净资产收益率	39.06%	17.52%	24.42%	27.27%	26.34%
市净率	0.00	8.08	3.57	2.74	2.11
总股本(百万股)	500.00	750.00	750.00	750.00	750.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 公司于2010年8月6日发布中期业绩: 营业收入93.91亿元, 同比增长127.7%; 实现净利润7.36亿元, 同比增长241.37%; 每股收益0.701元, 同比增长241.95%; 净资产收益率18.99%, 同比增长11.91%。基本符合预期。其中二季度净利润环比下降20%, 主要原因是铝价下跌致铝产品重新步入亏损。
- 煤炭销售均价大幅上涨, 成本有效控制。2010年上半年公司煤炭产量362万吨, 同比增长26%。产量的增长主要来自于薛湖矿和泉店矿的投产, 因此精煤产量大幅增长。公司煤炭整体销售均价有较大幅度的上升, 毛利率接近历史高点: 55.79%。预计未来三年公司煤炭产量仍将保持两位数以上的增速。
- 公司煤炭扩张潜力巨大, 资源整合成重要推手。公司受益于河南煤炭资源整合, 目前在建和规划矿井数量非常可观, 未来五年的成长已有保障: 在建和规划矿井分布在河南许昌和郑州、山西、贵州、澳大利亚等地, 煤种与公司现开采煤种类似, 主要是无烟煤和贫煤。可采储量12.29亿吨, 核定产能1870万吨, 为公司现有产能的两倍。因此我们非常看好神火股份这种小而精悍, 具备发展潜力的公司。
- 铝业规模继续扩大, 但行业不景气再度陷入亏损。公司2010年上半年生产铝及铝制品产量29.37万吨, 同比增长103.82%。今年二季度铝价格的快速下跌, 电解铝行业整体步入亏损境地。我们对煤电铝一体化的煤炭企业观点是: 煤炭业绩稳定、铝业资产提供业绩弹性。由于全国电解铝产能的过剩, 公司电解铝业务的盈利弹性较大, 这类企业应积极关注。
- 我们预测公司2010年~2012年净利润14.29亿元、16.25亿元、18.43亿元。折合每股收益1.35元、1.97元和2.47元, 同比增长70%、45%和26%。按照分业务估值法, 给予煤炭18倍PE, 电解铝按照1.8倍的PS定价, 对应估值区间为29.91~37.25元。相对目前市场价格尚有50%空间, 给予“买入”评级。

总体业绩符合预期，煤炭向上铝业向下

- 公司于 2010 年 8 月 6 日发布中期业绩：营业收入 93.91 亿元，同比增长 127.7%；实现净利润 7.36 亿元，同比增长 241.37%；每股收益 0.701 元，同比增长 241.95%；净资产收益率 18.99%，同比增长 11.91%。基本符合预期。其中二季度盈利下滑明显，净利润环比下降 20%，主要原因是铝价下跌致铝产品重新步入亏损。

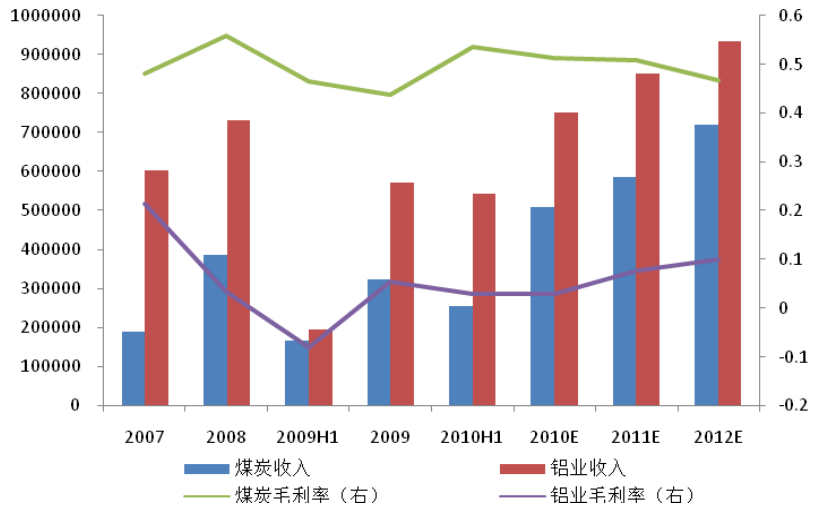
图表 1：公司上半年主要盈利指标的变化

主要盈利指标	2008A	2009H1	2009A	2010Q1	2010H1	上半年同比	二季度环比
营业总收入 (亿元)	120.06	41.24	107.62	39.29	93.91	127.72%	39.02%
净利润 (亿元)	11.5	2.16	5.99	4.09	7.36	240.74%	-20.05%
每股收益 (元)	1.10	0.21	0.57	0.39	0.70	240.74%	-20.05%
净资产收益率	46.62%	7.08%	18.64%	10.92%	18.99%	11.91%	-2.85%
毛利率	22.12%	16.56%	17.25%	21.54%	18.18%	1.62%	-3.36%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所；表中数据按照目前 10.5 亿总股本计算。

- 公司铝业盈利低于预期，煤炭的稳定器作用显著。神火股份属于煤-电-铝一体化的企业，其中煤炭和铝业务收入占营业总收入的 85% 以上。2010 年上半年，公司煤炭销售价格同比大幅上升，电解铝受价格与成本的双重压制，盈利走势截然相反，并低于我们的预期。1~6 月份煤炭和铝业的收入占比分别为 27% 和 58%，毛利率分别为 54% 和 3%，因此上市公司的利润几乎来源于煤炭的贡献。

图表 2：公司主营业务收入与毛利率变化趋势



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

煤炭销售均价大幅上涨，成本有效控制

- 2010 年上半年公司煤炭产量 362 万吨，同比增长 26%；销量 361 万吨，同比增长 36%。产销顺畅，基本符合我们的预期。

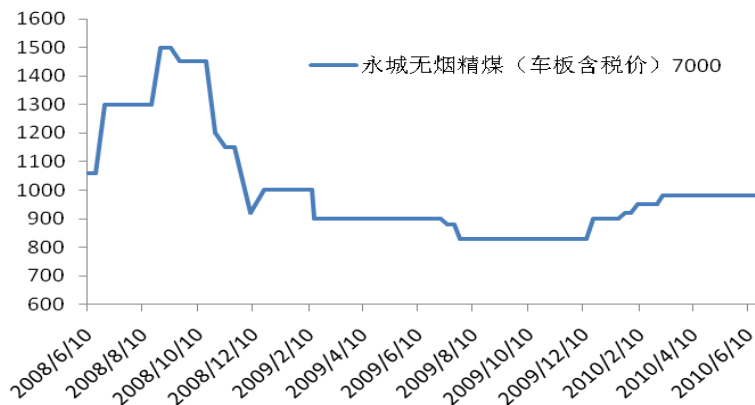
- 产量的增长主要来自于薛湖矿和泉店矿的投产，两个矿井配套的 240 万吨和 180 万吨洗选能力的选煤厂已于 2008 年底建成，因此精煤产量将大幅增长。
- 未来三年公司煤炭产量仍将保持两位数以上的增速：目前在产矿井中，梁北煤矿、薛湖矿和泉店矿的扩产是最大看点。整合小矿也将贡献一部分产量。预计 2010~2012 年产量分别为 720 万吨、825 万吨和 975 万吨。

图表 3：神火股份煤炭产销量与价格预测

名称	权益	煤种	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
新庄煤矿	100%	无烟煤	9864	5908	240	248	225	260	278	260	260	260
葛店煤矿	100%	无烟煤	7865	2969	90	82	78	74	74	75	80	90
刘河煤矿	100%	贫煤	2268	1030	45		30	37	40	45	45	45
梁北煤矿	98%	贫煤	25680	12924	90	96	90	103	95	100	140	180
薛湖煤矿	100%	贫煤	20210	9420	120				46	90	120	160
泉店煤矿	82%	贫煤	13900	8095	120				39	100	120	160
边沟煤矿	51%	贫煤	814	537	30					25	30	40
鹿山煤矿	67%	贫煤	460	320	30					25	30	40
合计			81061	41203	765	426	423	474	572	720	825	975
权益合计			77495	39119	717	424	421	472	563	680	776	910
煤炭销量						434	424	498	558	732	819	980
销售均价						443	443	774	576	696	716	735

来源：齐鲁证券研究所

- 无烟煤价格同比小幅上涨，但由于洗精煤产量的上升，公司煤炭整体销售均价有较大幅度的上涨，毛利率接近历史高点：55.79%。
 - 2010 年上半年销售均价 708 元/吨，同比上涨 14%。预计下半年略有回落，但我们积极看好明后两年的煤炭价格。
 - 生产成本控制令人惊喜：最近两年公司煤炭生产成本波动较小，基本稳定在 320~340 元/吨区间。今年上半年吨煤成本 328 元/吨，同比下降 5 元/吨。随着整合矿井的投产，我们预计 2012 年公司吨煤成本将有一个显著的上升。

图表 4：公司无烟煤产品价格走势


来源：中国煤炭资源网、齐鲁证券研究所

- 我们认为在成本有效控制下，价格保持坚挺，未来公司煤炭产品的高盈利趋势仍将持续。看好无烟煤公司的稳定+成长特性。

图表 5: 公司煤炭产品的高盈利趋势仍将延续

	2007A	2008A	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
煤炭产量 (万吨)	423	474	572	362	720	825	975
YOY%		12.06%	20.68%	26.41%	25.87%	14.58%	18.18%
煤炭销量 (万吨)	424	498	558	361	732	819	980
YOY%		17.56%	110.60%	36.30%	31.20%	11.89%	19.66%
销售均价 (元/吨)	442.891	774.318	576.114	708.115	696	716	735
YOY%		74.83%	-7.68%	13.47%	20.81%	2.87%	2.65%
吨煤成本 (元/吨)	230.169	342.317	324.131	328.35	339	352	391
YOY%		48.72%	-2.95%	-1.69%	4.59%	3.83%	11.08%
毛利率	48.03%	55.79%	43.74%	53.63%	51.29%	50.84%	46.80%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

公司煤炭扩张潜力巨大，资源整合成重要推手

- 2010 年 7 月 31 日，我们发布报告《河南煤矿兼并重组加速，利好上市公司》，对河南煤炭整合的进展以及未来的趋势进行深入点评。我们认为：神火股份的煤炭产量规模在上市公司中明显偏小，但盈利能力较强，本次资源整合将提升公司未来的成长潜力。
 - 神火集团是政府指定的 6 大整合主体之一，本次整合煤炭资源分布在永夏矿区和禹州矿区；涉及煤矿 30 家，预计增加年生产能力 800 万吨左右，公司总资源储量也将突破 40 亿吨。
 - 我们认为，无论是目前对中小煤矿的兼并重组，还是未来几大企业集团之间的整合，对于上市公司应该是更加有利。
- 公司目前在建和规划矿井数量非常可观，未来五年的成长已有保障：在建和规划矿井分布在河南许昌和郑州、山西、贵州、澳大利亚等地，煤种与公司现开采煤种类似，主要是无烟煤和贫煤。可采储量 12.29 亿吨，核定产能 1870 万吨，为公司现有产能的两倍。因此我们非常看好神火股份这种小而精悍，具备发展潜力的公司。

图表 6: 神火股份主要在建和规划矿井

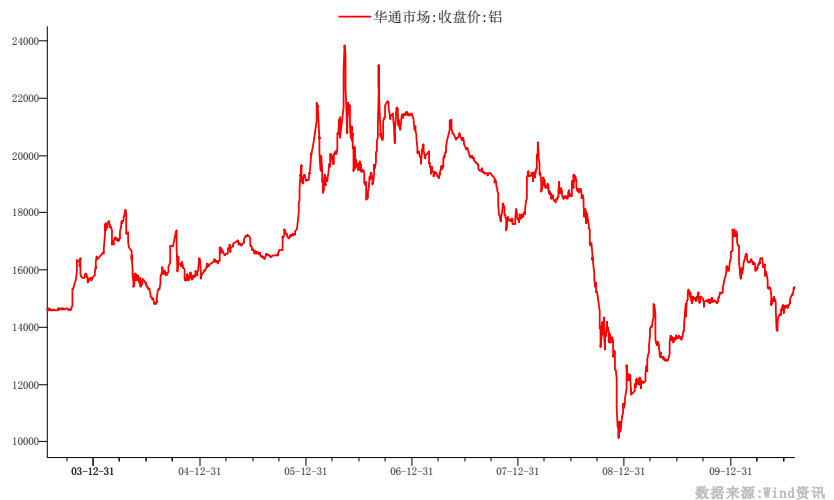
	矿井名称	主要煤种	地质储量 (万吨)	剩余可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	可采年限
河南	苗村煤矿	无烟煤	22,100	13,000	180	49
	昌隆煤矿	贫煤	4,266	1,191	45	19
	李岗煤矿	贫煤	12,641	7,745	120	46
	赵家寨煤矿	贫煤	33,738	18,406	300	44
山西	左权高家庄煤	贫煤	106,293	59,654	600	71
贵州	吉源煤矿	无烟煤	6,800	3,060	60	36.5
	官仓煤矿	无烟煤	3,200	1,520	45	24
澳大利亚	塔瑞宝煤矿	动力煤	15,700	12,000	400	22
	石井煤矿	无烟煤	9,746	6,342	120	37
合计			214,484	122,918	1870	

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

铝业务规模继续扩大，但行业不景气再度陷入亏损

- 公司 2010 年上半年生产铝及铝制品产量 29.37 万吨，同比增长 103.82%；销量 28.81 万吨，同比增长 77.95%。去年电解铝价格反弹带动产能快速释放。但今年二季度铝价格的快速下跌，除部分成本优势明显的企业有盈利之外，电解铝行业整体步入亏损境地。
- 我们对煤电铝一体化的煤炭企业观点是：煤炭业绩稳定、铝业资产提供业绩弹性。由于全国电解铝产能的过剩，公司电解铝业务的盈利弹性较大，这类企业应积极关注。
 - 2010 年以来，下游需求保持了较快速度的增长，其中房地产开发投资额累计同比增长 38%，汽车产量累计同比增长 46%。因此，铝价出现了反弹趋势。
 - 2010 年上半年电解铝出厂平均价格为 12866 元/吨，比去年同期上涨了 22%。同期原材料氧化铝进口价格上涨 30% 以上，为 345 美元/吨，在电解铝总成本中的比重 40%。神火股份拥有的自备电厂大约可以满足三分之一的用电需求，在用电成本中具备一定的优势。但总体上的成本上涨仍然较快。

图表 6：2010 年二季度电解铝现货价格快速下跌

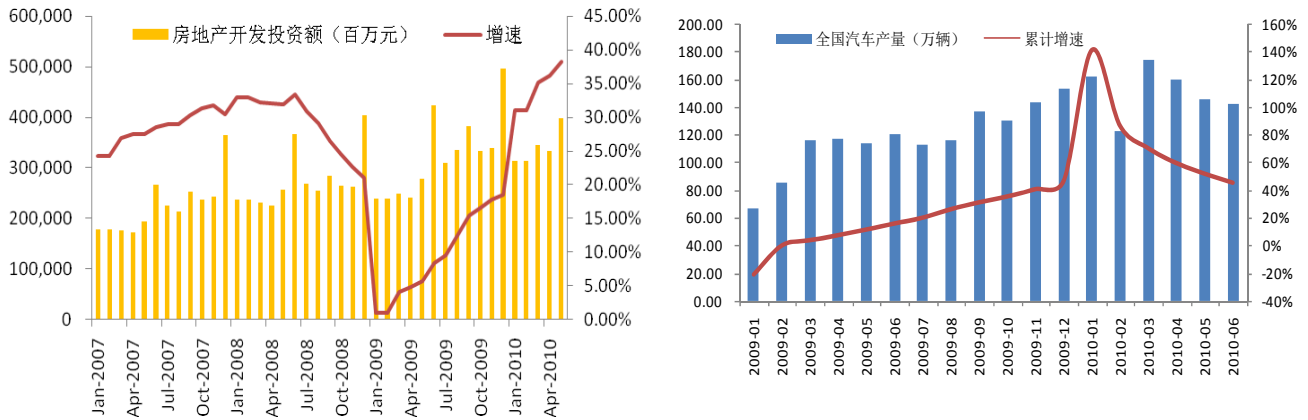


来源: WIND

- 二季度公司的铝业资产亏损，上半年整体毛利率为 3%，盈利能力较差：同为类似的煤电铝企业上海能源在上半年实现盈利，毛利率为 9.65%。预计今年难以出现较大的盈利状况。
- 虽然公司目前的铝业资产盈利较差，但弹性较大：每股含 6 吨铝产能，在有色金属行业向好迹象时，具备积极的进攻属性。公司一季度业绩高速增长已经印证了这一观点。
- 我们判断：未来电解铝业务的盈利能力仍需关注下游需求和淘汰落后产能政策的执行力度。但总体来看，经营环境已明显好于

2008~2009 年的困难时期。因此，神火股份的电解铝业务仍值得我们积极关注。

图表 2: 主要下游行业房地产和汽车等行业保持高速增长是支撑铝价的主要因素



数据来源: CEIC, 齐鲁证券研究所

图表 8: 神火股份的电解铝业务具备较高的盈利弹性

	2008年	2009年	2010年	2011	2012
吨铝收入(元)	17587	14646	17862	18933	19880
生产成本(元)	17010	13855	16969	17494	17892
其中: 氧化铝	6804	5542	4620	4620	4620
电力及其他	10206	8313	10181	10496	10735
吨铝费用(元)	1284	996	947	1193	1451
吨铝成本合计(元)	18294	14851	17916	18687	19343
吨铝利润额(元)	(707)	(205)	(54)	246	537
电解铝产量(万吨)	41.65	38.99	42.00	45.00	47.00
电解铝利润总额(万元)	(7073)	(2196)	(2251)	11076	25227
毛利率	0.03	0.05	0.05	0.08	0.10

来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测与估值

- 基于保守的假设预期, 我们预测公司 2010 年~2012 年净利润 14.29 亿元、16.25 亿元、18.43 亿元。折合每股收益 1.35 元、1.97 元和 2.47 元, 同比增长 70%、45%和 26%。需要强调的是, 公司煤炭资产将提供足够的安全边际, 公司现有在建矿井提供的成长空间, 可以容纳电解铝价格波动风险。
- 按照分业务估值法, 我们以煤炭作为估值底线, 给予煤炭 18 倍 PE, 电解铝按照 1.8 倍的 PS 定价, 对应的估值区间为 29.91~37.25 元。距离目前市场价格尚有 50%的空间, 给予“买入”评级。

附录 1: 财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	8,679	12,006	10,762	14,294	16,252	18,426
增长率	121.00%	38.3%	-10.4%	32.8%	13.7%	13.4%
营业成本	-6,364	-9,380	-8,905	-11,337	-12,474	-13,951
%销售收入	73.3%	78.1%	82.7%	79.3%	76.8%	75.7%
毛利	2,316	2,626	1,857	2,957	3,778	4,475
%销售收入	26.7%	21.9%	17.3%	20.7%	23.2%	24.3%
营业税金及附加	-78	-86	-90	-158	-145	-163
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%
营业费用	-78	-133	-170	-214	-244	-276
%销售收入	0.9%	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-255	-266	-322	-405	-447	-497
%销售收入	2.9%	2.2%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	1,904	2,142	1,274	2,179	2,943	3,537
%销售收入	21.9%	17.8%	11.8%	15.2%	18.1%	19.2%
财务费用	-278	-402	-429	-460	-545	-566
%销售收入	3.2%	3.3%	4.0%	3.2%	3.4%	3.1%
资产减值损失	-7	-192	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-22	0	0	0
投资收益	8	23	-22	-49	-10	-15
%税前利润	0.5%	1.4%	—	—	—	—
营业利润	1,627	1,570	821	1,671	2,388	2,957
营业利润率	18.8%	13.1%	7.6%	11.7%	14.7%	16.0%
营业外收支	19	7	76	23	31	34
税前利润	1,646	1,577	897	1,694	2,420	2,991
利润率	19.0%	13.1%	8.3%	11.8%	14.9%	16.2%
所得税	-493	-444	-306	-576	-823	-1,017
所得税率	30.0%	28.1%	34.1%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润	1,153	1,134	591	1,118	1,597	1,974
少数股东损益	314	7	-9	102	121	120
归属于母公司的净利润	839	1,127	599	1,016	1,476	1,854
净利率	9.7%	9.4%	5.6%	7.1%	9.1%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,153	1,134	591	1,118	1,597	1,974
少数股东损益	0	0	0	102	121	120
非现金支出	515	872	707	1,036	1,216	1,391
非经营收益	305	367	583	503	540	569
营运资金变动	-601	-176	-560	-1,714	526	336
经营活动现金净流	1,372	2,196	1,321	1,044	4,001	4,390
资本开支	1,524	2,657	1,574	2,601	2,342	2,350
投资	22	-343	-673	0	0	0
其他	-10	21	3	-49	-10	-15
投资活动现金净流	-1,513	-2,978	-2,244	-2,650	-2,352	-2,364
股权募资	44	58	5	0	0	0
债权募资	1,143	1,312	1,708	1,945	500	500
其他	-909	-88	-794	-488	-839	-814
筹资活动现金净流	278	1,282	919	1,456	-339	-314
现金净流量	136	500	-5	-149	1,309	1,712

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	650	1,159	2,455	2,204	3,393	4,985
应收款项	515	1,141	757	1,083	1,230	1,466
存货	959	724	999	1,252	1,317	1,415
其他流动资产	734	1,094	1,242	2,239	1,774	2,078
流动资产	2,858	4,117	5,453	6,779	7,714	9,945
%总资产	24.9%	26.7%	28.8%	31.0%	32.3%	36.6%
长期投资	191	161	554	554	554	554
固定资产	8,085	10,182	11,721	13,089	13,974	14,630
%总资产	70.4%	66.1%	61.8%	59.9%	58.6%	53.8%
无形资产	228	831	1,126	1,346	1,619	1,956
非流动资产	8,631	11,338	13,502	15,090	16,247	17,240
%总资产	75.1%	73.6%	71.2%	69.0%	68.1%	63.4%
资产总计	11,488	15,401	18,955	21,870	23,851	27,185
短期借款	3,504	5,279	4,931	1,398	1,398	1,398
应付款项	1,706	3,252	4,653	4,212	4,570	5,533
其他流动负债	242	201	156	704	567	578
流动负债	5,452	8,732	9,740	6,314	6,534	7,508
长期贷款	2,522	2,352	4,393	9,893	10,393	10,893
其他长期负债	45	397	238	238	238	238
负债	8,020	11,481	14,370	16,444	17,164	18,638
普通股股东权益	1,958	2,884	3,422	4,161	5,412	7,041
少数股东权益	1,511	1,036	1,053	1,155	1,276	1,395
负债股东权益合计	11,488	15,401	18,955	21,870	23,851	27,185

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益(元)	1.678	2.253	0.799	1.355	1.968	2.473
每股净资产(元)	3.916	5.768	4.563	5.548	7.216	9.388
每股经营现金净流(元)	2.743	4.391	1.761	1.257	5.173	5.694
每股股利(元)	0.000	0.000	0.365	0.370	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	42.86%	39.06%	17.52%	24.42%	27.27%	26.34%
总资产收益率	7.30%	7.32%	3.18%	4.67%	6.19%	6.85%
投入资本收益率	15.39%	15.02%	7.77%	10.38%	13.36%	15.37%
增长率						
营业总收入增长率	121.00%	38.33%	-10.36%	32.82%	13.70%	13.38%
EBIT增长率	78.18%	12.47%	-40.50%	71.01%	35.08%	20.19%
净利润增长率	110.30%	34.24%	-46.79%	69.52%	45.24%	25.65%
总资产增长率	30.01%	34.05%	22.37%	15.38%	9.57%	13.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.9	10.8	11.8	9.0	10.1	9.9
存货周转天数	43.8	32.7	35.3	37.9	36.4	37.3
应付账款周转天数	30.1	30.3	42.5	34.6	35.7	37.0
固定资产周转天数	220.8	194.0	271.2	253.0	239.9	221.1
偿债能力						
净负债/股东权益	154.98%	165.10%	153.98%	170.94%	125.58%	86.60%
EBIT利息保障倍数	6.9	5.3	3.0	4.7	5.4	6.2
资产负债率	69.81%	74.55%	76.25%	75.57%	71.96%	68.84%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501