

铝业加大业绩波动—神火股份 2010 年中报点评

评级

买入

点评报告

高级研究员： 张学

电 话： 010-88321528

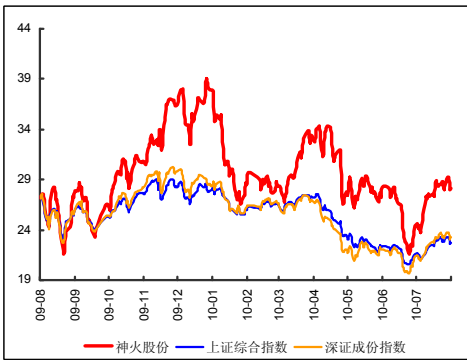
Email: zhangx@tpyzq.com.cn

执业证书编号： S1190209030126

公司数据

股价 (2010-8-11, 元)	19.82
每股收益 (2010 年中报, 元)	0.70
每股净资产 (2010 年中报, 元)	3.85
总股本 (亿股)	10.5
52 周最高股价 (元)	38.99
52 周最低股价 (元)	15.26

公司股价与大盘走势比较



相关报告

主要观点：

◆ 业绩大幅增长

2010年上半年，公司实现营业总收入93.91亿元，同比大幅增长127.7%；归属于上市公司股东的净利润7.36亿元，同比大幅增长241.37%；每股收益0.70元，同比大幅增长241.95%。公司营业收入和净利润大幅增长的主要原因是公司煤炭产品量价齐升，电解铝业实现扭亏。

◆ 煤炭产品量价齐升

上半年，公司原煤产量为361.62万吨，同比增长26.41%，煤炭销量361.1万吨，同比增长36.3%，煤炭综合售价716.18元/吨，同比增长13.50%。煤炭业务毛利率达到53.63%，同比上升6.35个百分点。煤炭销量与价格的增长，推动公司业绩增长。

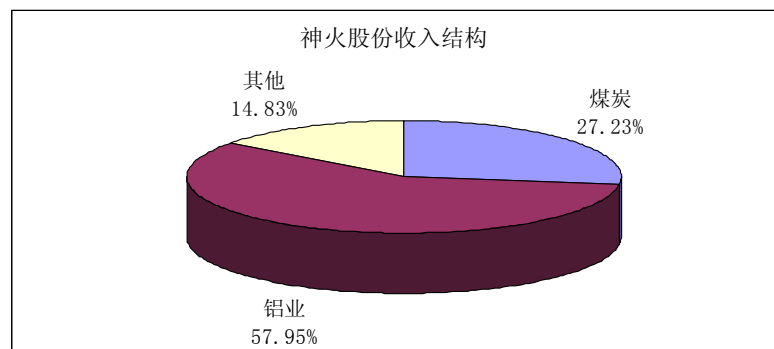
◆ 铝业扭亏

上半年，公司铝及铝制品产量29.37万吨，同比增长103.82%，销量28.81万吨，同比增长77.95%；实现营业收入54.42亿元，同比增长179.45%。铝业的毛利率为3.02%，同比增长8.22个百分点。铝业扭亏是公司业绩大幅增长的又一因素。

◆ 铝业是主要收入来源，煤炭是重要利润支柱

从营业收入构成来看，铝业是主要的收入来源。上半年，公司铝业收入占营业总收入的57.95%，煤炭占27.23%。

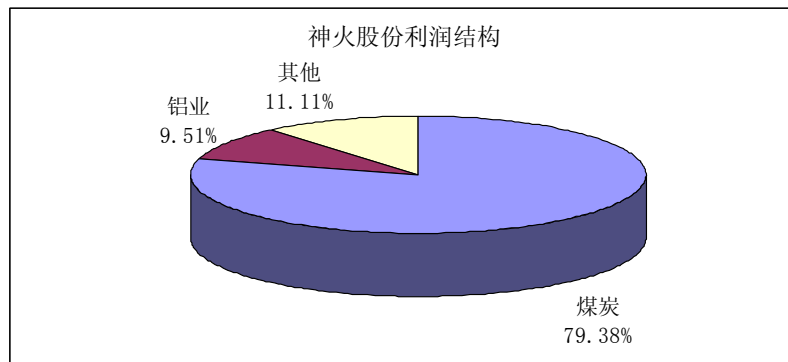
图 1、神火股份收入结构



资料来源：公司公告、太平洋证券

但从利润来看，煤炭则是重要的利润支柱。上半年，煤炭业务毛利占总毛利的 79.38%，铝业仅占 9.51%，煤炭业务贡献了大部分毛利。

表 2、神火股份利润结构



资料来源：公司公告、太平洋证券

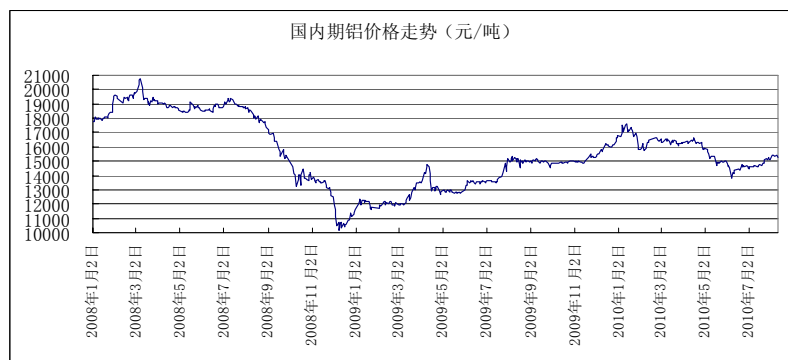
公司煤炭业务毛利率高达 53.63%，但由于铝业毛利率低，仅有 3.02%，而且所占比重较大，使得公司综合毛利率仅有 18.4%，远低于其他以煤炭为主业的上市公司。

◆ 公司业绩大幅波动将成常态

公司铝业的盈利能力取决于铝价的走势，铝价波动幅度巨大，导致公司铝业盈利大幅波动，而铝业占公司营业收入比重一半以上，使得公司整体业绩出现大幅波动，这在今后将成为常态。

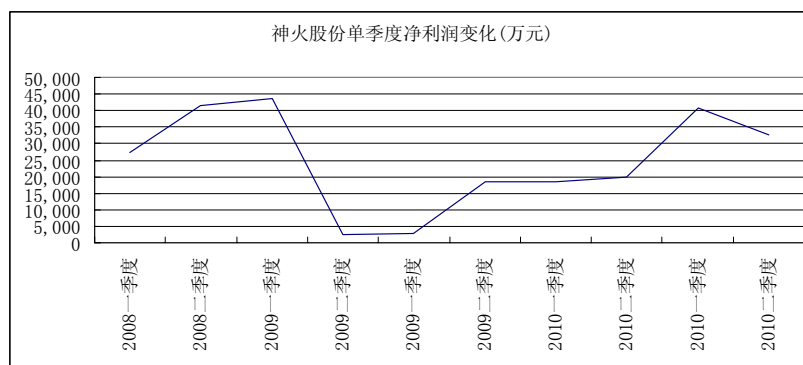
我们可以看出，公司单季度业绩的波动与国内期铝价格走势相似，公司更像一家有色金属行业的公司，但由于有煤炭业务垫底，与纯粹的有色金属公司相比，公司的利润又相对稳定。

图3、国内期铝价格走势



资料来源：Wind 资讯

图4、神火股份单季度净利润变化



资料来源: Wind 资讯

◆ 受益于河南省煤炭资源整合

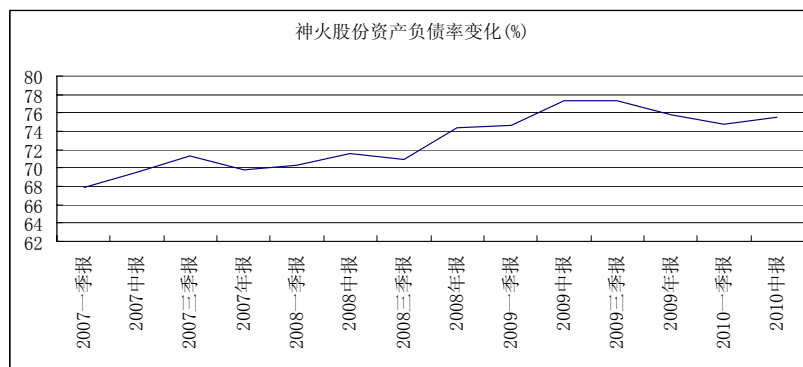
河南省确定了六大集团作为煤炭资源整合主体,公司的母公司神火集团是其中之一,这对公司是间接利好。

同时,公司自身也参与资源整合,直接受益于资源整合。截至6月底,公司已通过全资子公司许昌神火矿业集团有限公司分别与30家被兼并重组煤矿的股东方签订了重组协议,上述煤矿共有地质储量约1.7亿吨,可采储量约5335万吨,年生产能力均在15-30万吨之间,这些整合的资源将在未来将逐步释放产能。

◆ 高负债面临较大的财务风险

截至上半年末,公司资产负债率为75.59%,处于较高水平,而流动负债占总负债的比例也过高,达63.83%,使得公司面临较大的短期偿债压力。公司在用短期债务支撑长期业务发展,一旦市场变化,将会面临较大的风险。

图5、神火股份资产负债率变化



资料来源: Wind 资讯

◆ 盈利预测与投资评级

预计 2010 年-2012 年，公司每股收益分别为：1.39 元、1.85 元和 2.07 元，以目前价格 19.82 元计算，对应预测市盈率分别为：14.26 倍、10.71 倍和 9.57 倍。继续维持其“买入”的投资评级。

表1、神火股份盈利预测表

	2008 年报	2009 年报	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业总收入(万元)	1,200,610.08	1,076,190.82	1,857,180.57	1,987,639.50	2,186,184.90
二、营业总成本(万元)	1,042,846.42	989,689.59	1,670,902.71	1,735,999.49	1,903,150.26
营业成本(万元)	934,975.79	890,534.34	1,525,639.71	1,589,428.89	1,741,938.71
营业税金及附加(万元)	8,564.79	9,020.13	11,862.49	12,695.78	13,963.96
销售费用(万元)	13,276.15	16,989.77	24,839.50	26,584.36	29,239.88
管理费用(万元)	26,631.58	32,231.89	40,826.95	43,694.87	48,059.55
财务费用(万元)	40,215.28	42,914.82	59,421.48	63,595.58	69,948.15
资产减值损失(万元)	19,182.83	-2,001.38	8,312.58	0.00	0.00
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	2,269.76	-2,218.93	14,420.02	15,000.00	15,000.00
四、营业利润(万元)	160,028.39	82,103.17	200,697.88	266,640.01	298,034.65
加：营业外收入(万元)	1,705.81	8,705.64	1,891.16	0.00	0.00
减：营业外支出(万元)	985.32	1,144.79	3,916.52	0.00	0.00
五、利润总额(万元)	160,748.88	89,664.02	198,672.52	266,640.01	298,034.65
减：所得税(万元)	45,087.19	30,599.87	53,677.75	72,041.34	80,523.61
六、净利润(万元)	115,661.69	59,064.15	144,994.78	194,598.67	217,511.04
减：少数股东损益(万元)	708.14	-882.35	-497.03	0.00	0.00
归属于...净利润(万元)	114,953.54	59,946.50	145,491.80	194,598.67	217,511.04
总股本(万股)	50,000.00	75,000.00	105,000.00	105,000.00	105,000.00
七、每股收益(元)	2.30	0.80	1.39	1.85	2.07

资料来源：Wind 资讯，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。