

## 神火股份 (000933.SZ)

### 看好煤炭资产强劲的盈利能力和成长性

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

**33.39-36.45**

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740210080017

S0740210070002

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

gongyh@qlzq.com.cn

2011年3月22日

#### 基本状况

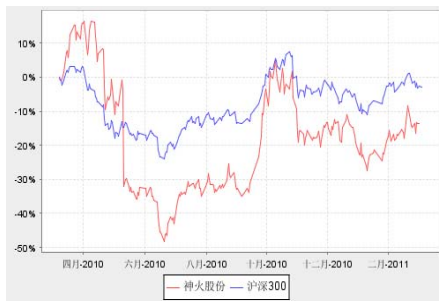
总股本(百万股)	1050.00
流通股本(百万股)	1050.00
市价(元)	25.45
市值(百万元)	26722.50
流通市值(百万元)	26722.50

#### 业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	12,006.1	10,761.9	16,902.6	20,070.3	22,881.8
营业收入增速	41.51%	-10.36%	57.06%	18.74%	14.01%
净利润增长率	40.40%	-47.85%	92.74%	51.73%	36.46%
摊薄每股收益(元)	2.30	0.80	1.10	1.67	2.28
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)	5.70	46.14	22.77	15.00	10.99
PEG	0.14	—	0.25	0.29	0.30
每股净资产(元)	5.88	4.71	4.46	6.13	8.41
每股现金流量	4.39	1.76	5.29	2.33	2.04
净资产收益率	39.12%	16.97%	24.65%	27.22%	27.08%
市净率	2.23	7.83	5.61	4.08	2.98
总股本(百万股)	500.00	750.00	1,050.00	1,050.00	1,050.00

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2011年3月22日公布年度业绩: 2010年营业收入169.03亿元, 同比增长57.03%; 实现归属于上市公司股东的净利润11.59亿元, 同比增长92.87%; 基本每股收益1.1元(扣除非经常性损益后每股收益1.15); 加权平均净资产收益率28.32%, 同比增加9.93个百分点。煤炭盈利能力增强推动整体业绩增长强劲, 但略低于我们之前的预期, 主要原因是下半年电解铝业务亏损严重。2010年利润分配预案: 每10股派发股票股利6股, 现金股利2元(含税)。
- 受益于下游行业景气, 煤炭产销量、价格大幅增长, 盈利非常强劲。公司2010年煤炭产为711万吨, 同比增长24.3%。主要产品为精煤(冶金)、块煤(化工)和洗混煤(电力), 销量占比60%、8%、32%, 高盈利品种占比较大。受益于冶金和化工用煤需求旺盛, 煤炭销售均价达到732元/吨, 同比上涨27.06%, 吨煤成本352元/吨, 同比上涨9.22%, 因此, 煤炭销售毛利率上升7.9个百分点, 达到51.64%。根据我们测算, 煤炭业务实际净利润贡献为15.6亿元, 相当于每股1.49元。
- 铝业亏损严重。2010年公司电解铝产量40.49万吨, 比去年增长约11万吨。由于电解铝行业产能过剩原因, 电解铝行业整体盈利能力较差, 在铝价走势较弱的同时, 公司电力供应不足且电力成本在二季度开始明显上涨(每度电上涨0.15元), 导致公司铝业(包括电解铝和低附加值的板材铝)整体陷入亏损, 除正常亏损的同时, 四季度集中计提资产减值损失8000多万元。因此, 公司全年铝业亏损约4.05亿元, 毛利率也从去年的5.4%将至-0.5%。实际上, 公司共有70万吨的电解铝产能, 在无法到达规模效应的情形下, 目前的生产状况已经将亏损降到相对较低的水平。

■ 公司未来的看点:

煤炭业务从煤种、产量结构及增长趋势看,有非常好的价值空间。根据我们了解的情况,无论是从短期还是中长期看,神火煤炭业务有较强的成长能力。

- 短期煤炭业务盈利有进一步提升空间:公司 2011 年煤炭产量有望达到 980 万吨左右,保守估计也有 880 万吨,同比增长 30%以上。其中:薛湖煤矿和泉店煤矿将进一步释放产能,产量均从目前的 90 万吨上升至 100 万吨以上;梁北煤矿改扩建仍在进行中,产能将从目前的 90 万吨增加至 240 万吨。另外,公司在河南省整合的 470 万吨矿井有望释放 200 万吨的产能。由于公司实行的精煤战略进入收获期,产品议价能力较强,初步预计 2011 年产品销售均价上涨 15~20%,吨煤成本上涨 10~15%。
- 中长期看也不缺成长性:目前公司在产和规划在建的煤矿核定产能 2200 万吨左右,为现有产能的 3 倍。另外,公司还有其他一些资源储备项目。目前在建煤矿有李岗煤矿和石井煤矿(均为 120 万吨,无烟煤),山西左权高家庄煤矿(600 万吨,远期 1000 万吨,贫煤)。另外,整合矿井也将逐步释放产能达到 470 万吨。其他探矿权资源仍处于规划中。

电解铝在未来的盈利趋势我们难以判断,但我们关注到几个方面可解释公司铝业亏损有望缓解。

- 公司下属的神火发电公司 2\*60 万千瓦发电机组有望在 2011 年 10 月份投产,完全达产后公司电解铝的供电自给率将上升至 80%以上(目前仅有 20%),单位电力成本将下降 0.2 元/度。另外,公司在氧化铝原材料上的拓展也将压低并最终控制成本。
- 2011 年继续大幅计提跌价准备和资产减值损失的概率较小,不会再像 2010 年有 8000 多万元的资产减值损失。
- 全国范围内的电解铝行业整合,将淘汰一批落后产能,公司将受益于产业集中度的提升。短期,以出口增加和保障房建为增量源将拉动电解铝需求增长。

- 看好公司的投资价值。在较为谨慎的假设条件下,我们预测公司 2010~2012 年归属母公司的净利润为 11.5 亿元、17.5 亿元、23.9 亿元。折合每股收益为 1.1 元、1.67 元和 2.28 元。目前价位对应 2011 年 PE 为 15 倍,估值较为便宜。虽然铝业资产亏损严重,但我们更看好公司煤炭资产强劲的增长能力,为投资预留了较高的安全边际。从另一个角度看,电解铝则提供了较高的弹性:如果铝价出现好转,则存在严重低估的可能。因此,我们看好公司的投资价值,给予 2011/2012 年 20、16 倍 PE,目标价格区间 33.39~36.45 元,维持公司“买入”评级。

图表 1: 神火股份煤炭业务假设条件

	2007A	2008A	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E	2013E
煤炭产量(万吨)	423	474	572	362	711	985	1315	1425
YOY%		12.06%	20.68%	26.41%	24.30%	38.54%	33.50%	8.37%
煤炭销量(万吨)	424	498	558	361	718	980	1,320	1,418
YOY%		17.56%	110.60%	36.30%	28.69%	36.49%	34.69%	7.42%
销售均价(元/吨)	443	774	576	708	732	843	896	947
YOY%		74.83%	-7.68%	13.47%	27.06%	15.20%	6.20%	5.70%
吨煤成本(元/吨)	230.169	342.317	324.131	328.35	354	407	433	464
YOY%		48.72%	-2.95%	-1.69%	9.22%	15.00%	6.40%	7.20%
毛利率	48.03%	55.79%	43.74%	53.63%	51.64%	51.72%	51.63%	50.95%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 2: 神火股份主要在产和在建矿井 (年度产量单位: 万吨)**

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	2013E
<b>控股煤矿</b>													
新庄煤矿	100%	无烟煤	9,864	5,908	240	248	225	260	278	260	260	260	260
葛店煤矿	100%	无烟煤	7,865	2,969	90	82	78	74	74	75	80	90	90
刘河煤矿	100%	贫煤	2,268	1,021	45		30	37	40	45	45	45	45
薛湖煤矿	100%	无烟煤、贫煤	18,339	9,257	120				46	90	100	120	120
梁北煤矿	98%	瘦煤	25,680	13,373	90	96	90	103	95	100	140	180	240
泉店煤矿	82%	贫煤	13,900	8,095	120				39	90	100	120	120
边沟煤矿	51%	贫煤	814	537	30					25	25	40	40
鹿山煤矿	67%	贫煤	460	320	30					25	30	40	40
李岗煤矿	70%	无烟煤	15,165	8,413	120								
石井煤矿	75%	无烟煤	9,746	6,342	120								
高家庄煤矿	100%	贫煤	99,400	56,600	600								
其他整合煤矿	75%	贫煤、瘦煤	17,000	5,335	470						100	200	470
本部合计			220501	118170	2075	426	423	474	572	710	880	1095	1425
本部权益合计			98989	49277	1154	424	421	472	563	671	812	987	1248
<b>参股煤矿</b>													
赵家寨煤矿	39%	贫煤	33,738	18,406	300					300	300	300	300

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 电解铝业务盈利假设**

	2008年	2009年	2010H1	2010E	2011E	2012E	2013E
吨铝收入(元)	17587	14646	18888	18900	18933	19880	20874
生产成本(元)	17010	13855	18318	17955	18176	18687	19621
其中: 氧化铝	6804	5542	7327	7182	7270	7475	7848
电力及其他	10206	8313	10991	10773	10905	11212	11773
吨铝费用(元)	1284	996	1794	1002	1193	1451	1315
吨铝成本合计(元)	18294	14851	20112	20150	19368	20138	20936
吨铝利润额(元)	(707)	(205)	(1224)	(1250)	(435)	(258)	(63)
电解铝产量(万吨)	41.65	38.99	20.00	40.00	45.00	45.00	45.00
电解铝利润总额(万元)	(7073)	(2196)	(13096)	(50000)	(19596)	(11630)	(2818)
毛利率	0.03	0.05	0.03	0.05	0.04	0.06	0.06

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业总收入</b>	<b>8,484</b>	<b>12,006</b>	<b>10,762</b>	<b>16,903</b>	<b>20,070</b>	<b>22,882</b>	货币资金	625	1,159	2,455	3,542	3,738	4,034
增长率	334.75%	41.5%	-10.4%	57.1%	18.7%	14.0%	应收款项	457	1,141	757	1,017	1,107	1,488
营业成本	-6,197	-9,350	-8,905	-13,947	-15,622	-17,013	存货	954	724	999	780	786	950
%销售收入	73.0%	77.9%	82.7%	82.5%	77.8%	74.4%	其他流动资产	680	1,094	1,242	1,395	1,250	1,531
毛利	2,287	2,656	1,857	2,956	4,448	5,869	流动资产	2,716	4,117	5,453	6,733	6,881	8,003
%销售收入	27.0%	22.1%	17.3%	17.5%	22.2%	25.6%	%总资产	23.9%	26.7%	28.8%	30.9%	29.1%	31.0%
营业税金及附加	-77	-86	-90	-184	-317	-375	长期投资	191	161	554	554	554	554
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	1.1%	1.6%	1.6%	固定资产	8,079	10,186	11,721	13,068	14,410	15,116
营业费用	-78	-133	-170	-213	-315	-366	%总资产	71.2%	66.0%	61.8%	59.9%	61.0%	58.6%
%销售收入	0.9%	1.1%	1.6%	1.3%	1.6%	1.6%	无形资产	227	815	1,126	1,363	1,683	2,037
管理费用	-248	-266	-322	-556	-803	-915	非流动资产	8,624	11,327	13,502	15,086	16,748	17,807
%销售收入	2.9%	2.2%	3.0%	3.3%	4.0%	4.0%	%总资产	76.1%	73.3%	71.2%	69.1%	70.9%	69.0%
息税前利润 (EBIT)	1,883	2,172	1,274	2,003	3,013	4,212	<b>资产总计</b>	<b>11,339</b>	<b>15,444</b>	<b>18,955</b>	<b>21,819</b>	<b>23,629</b>	<b>25,810</b>
%销售收入	22.2%	18.1%	11.8%	11.8%	15.0%	18.4%	短期借款	3,490	5,279	4,931	1,398	1,398	1,398
财务费用	-278	-402	-429	-368	-363	-417	应付款项	1,583	3,252	4,653	7,470	6,409	4,825
%销售收入	3.3%	3.3%	4.0%	2.2%	1.8%	1.8%	其他流动负债	249	201	156	537	489	548
资产减值损失	-7	-192	20	0	0	0	流动负债	5,322	8,733	9,740	9,405	8,296	6,771
公允价值变动收益	0	0	-22	0	0	0	长期贷款	2,522	2,352	4,393	6,393	7,393	8,393
投资收益	8	23	-22	86	100	100	其他长期负债	68	411	238	238	238	238
%税前利润	0.5%	1.4%	-	5.0%	3.6%	2.5%	<b>负债</b>	<b>7,912</b>	<b>11,496</b>	<b>14,370</b>	<b>16,036</b>	<b>15,926</b>	<b>15,401</b>
营业利润	1,606	1,600	821	1,721	2,750	3,895	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,980</b>	<b>2,939</b>	<b>3,532</b>	<b>4,687</b>	<b>6,441</b>	<b>8,833</b>
营业利润率	18.9%	13.3%	7.6%	10.2%	13.7%	17.0%	少数股东权益	1,470	1,020	1,053	1,096	1,263	1,577
营业外收支	16	7	76	24	31	34	<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,339</b>	<b>15,444</b>	<b>18,955</b>	<b>21,819</b>	<b>23,629</b>	<b>25,810</b>
税前利润	<b>1,622</b>	<b>1,607</b>	<b>897</b>	<b>1,745</b>	<b>2,781</b>	<b>3,929</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.1%	13.4%	8.3%	10.3%	13.9%	17.2%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-492	-451	-306	-547	-861	-1,223	<b>每股指标</b>						
所得税率	30.3%	28.0%	34.1%	31.3%	31.0%	31.1%	每股收益 (元)	1.638	2.299	0.799	1.100	1.670	2.278
净利润	1,130	1,157	591	1,198	1,920	2,707	每股净资产 (元)	3.961	5.877	4.709	4.464	6.134	8.412
少数股东损益	311	7	-9	43	167	314	每股经营现金净流 (元)	2.630	4.391	1.761	5.293	2.327	2.041
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>819</b>	<b>1,150</b>	<b>599</b>	<b>1,155</b>	<b>1,753</b>	<b>2,392</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	9.7%	9.6%	5.6%	6.8%	8.7%	10.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	41.34%	39.12%	16.97%	24.65%	27.22%	27.08%
净利润	1,130	1,157	591	1,198	1,920	2,707	总资产收益率	7.22%	7.44%	3.16%	5.30%	7.42%	9.27%
少数股东损益	0	0	0	43	167	314	投入资本收益率	15.16%	15.17%	7.70%	14.50%	17.04%	18.58%
非现金支出	517	870	707	1,050	1,333	1,485	<b>增长率</b>						
非经营收益	318	369	583	271	251	303	营业总收入增长率	334.75%	41.51%	-10.36%	57.06%	18.74%	14.01%
营运资金变动	-650	-199	-560	3,038	-1,061	-2,351	EBIT增长率	160.37%	15.31%	-41.33%	57.18%	50.47%	39.78%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,315</b>	<b>2,196</b>	<b>1,321</b>	<b>5,600</b>	<b>2,610</b>	<b>2,458</b>	净利润增长率	103.45%	40.40%	-47.85%	92.74%	51.73%	36.46%
资本开支	1,524	2,657	1,574	2,611	2,965	2,510	总资产增长率	95.22%	36.20%	22.73%	15.11%	8.30%	9.23%
投资	22	-343	-673	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	-10	21	3	86	100	100	应收账款周转天数	2.0	10.0	11.8	3.0	4.0	7.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,513</b>	<b>-2,978</b>	<b>-2,244</b>	<b>-2,524</b>	<b>-2,865</b>	<b>-2,410</b>	存货周转天数	33.1	32.7	35.3	20.0	18.0	20.0
股权募资	44	58	5	0	0	0	应付账款周转天数	27.7	29.7	42.5	36.4	36.0	34.2
债权募资	1,180	1,312	1,708	-1,555	1,000	1,000	固定资产周转天数	176.6	194.0	271.3	213.7	198.0	185.3
其他	-909	-88	-794	-391	-382	-437	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>314</b>	<b>1,282</b>	<b>919</b>	<b>-1,947</b>	<b>618</b>	<b>563</b>	净负债/股东权益	156.15%	163.49%	150.29%	73.47%	65.59%	55.29%
<b>现金净流量</b>	<b>116</b>	<b>500</b>	<b>-5</b>	<b>1,129</b>	<b>363</b>	<b>611</b>	EBIT利息保障倍数	6.8	5.4	3.0	5.4	8.3	10.1
							资产负债率	69.78%	74.43%	75.81%	73.49%	67.40%	59.67%

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: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308