

增持 首次

神火股份 (000933)

2009 年 04 月 10 日

## 铝产品贡献式微，煤炭担当业绩增长主力

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

2009 年 4 月 9 日收盘价：27.45 元 目标价：30.90 元

**主要内容：**铝产品在 2008 年下半年的亏损导致公司第四季度处于微利状态，并拖累了全年的业绩增幅。2009 年铝产品盈利的概率很小，此后略有好转。煤炭产品成为公司利润的主要来源。2009 年以后，公司会保持 20%左右的煤炭产销量增长，这确保了煤价有所下降的情况下煤炭收入稳定增长，煤炭成本随着价格变化同步正向变动。2009-2011 年，公司每股收益分别达到 1.54 元、2.06 元和 2.41 元。2009 年成为未来数年业绩的一个低点。我们首次给予“增持”的投资评级。6 个月目标价位 30.90 元。

## 2008 年年报分析

**2008 年 EPS 为 2.299 元，同比增长 36.98%。**公司 2008 年主营业务收入 120.06 亿元，同比增长 38.33%；归属于上市公司股东的净利润 11.50 亿元，同比增长 36.98%。公司净利润的增长低于此前预增 40-60%的下线。分配预案：以公司现有总股本 5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发股份股利 5 股和现金股利 2.00 元（含税）。

**2008 年第四季度单季 EPS 为 0.05 元，下滑较多。**公司 2008 年第四季度 EPS 为 0.05 元，远低于前三季度单季平均的 0.75 元。从公司公告看，煤炭产品全年销售的毛利率高于上半年的毛利率，可以推测，下半年尤其是最后一个季度，占 2008 年营业收入 61.03%的铝产品，其成本上涨幅度远超过铝产品价格上涨幅度，并吞噬了铝产品前三个季度的利润。

**铝产品产销量增加，上下半年盈利冰火两重天。**2008 年，公司铝产品产销量分别是 40.94 万吨和 41.65 万吨，同比增幅超过 10%。2007 年、2008 年上半年、2008 年全年，公司铝产品销售毛利率分别为 21.31%、16.49%和 3.28%，毛利率下降非常迅猛。——这是第四季度微利的主要原因。如果考虑期间费用，2008 年全年，铝产品是亏损的。公司控股 69.38%的河南神火铝业股份有限公司 2008 年亏损 2.17 亿元。

**煤炭成为公司 2008 年利润的唯一来源。**2008 年，公司煤炭产销量分别是 480.67 万吨、498.15 万吨，同比 2007 年的 422.59 万吨和 423.62 万吨，分别上涨 13.74%和 17.59%。2008 年公司煤炭综合售价为 774.08 元/吨，同比大涨 75.11%。——这远超乎我们此前的预料，也与市场煤炭价格 2008 年大涨大跌的走势迥异！与公司一墙之隔的恒源煤电（600971.SH），2008 的煤炭综合售价 500.60 元，煤种略有区别。价格差异巨大，可以推测的原因是，恒源煤电的煤炭主要销往本地，且受到当地政府管制。公司煤炭生产成本涨幅低于煤炭价格，煤炭销售毛利率同比也有较大幅度提高。在电解铝全年亏损的情况下，煤炭成了当年利润的唯一来源。仅河南省许昌新龙矿业有限责任公司当年的净利润为 5.28 亿元，占接近一半。

**期间费用上涨超过 31%，财务费用上涨是主因。**公司 2008 年的期间费用合计 8.01 亿元，同比 2007 年的 6.11 亿元上涨 31%。其中，财务费用占期间费用的一半以上，同比增幅超过 45%。财务费用的上涨和公司 74.44%的高资产负债率有极大的关系。期间费用上涨，一方面的原因是，公司经营规模扩大，同期煤炭产销量以及电解铝产销量都有超过 10%以上的增长。另一个原因是，下半年产品销售难度加大，导致销售费用加大。

## 2009 年以后业绩分析和预测

**2009-2010 年煤炭销量分别增长 20.21%和 34.66%。**如表 1 所示，120 万吨/年的薛湖煤矿、120 万吨/年的泉店煤矿 2009 年都开始试生产，这将成为未来两年煤炭产量的主要贡献者。公司整合的两个 30 万吨/年的地方煤矿，2009 年将部分贡献，两个煤矿也将分别改扩建到 45 万吨/年，并在 2010 年以后贡献。预计，公司 2009-2011 年的煤炭产量将分别达到 577 万吨、777 万吨以及 857 万吨。煤炭销量同比保持相同比例增长。如果考虑公司参股的也开始试生产的新郑煤电赵家寨煤矿，公司的权益产能增加幅度会更大。参见表 1。

表 1 公司煤炭资源状态以及生产状态

|            | 股权比例 (%) | 可采储量 (万吨) | 煤种  | 核定产能 (万吨/年) | 产量推断 (万吨/年) |       |       |       | 生产状态                                              |
|------------|----------|-----------|-----|-------------|-------------|-------|-------|-------|---------------------------------------------------|
|            |          |           |     |             | 2008        | 2009E | 2010E | 2011E |                                                   |
| 控股煤矿       |          |           |     |             |             |       |       |       |                                                   |
| 薛湖煤矿       | 100      | 9475      | 无烟煤 | 120         | 15          | 50    | 100   | 120   | 2008 年 12 月份试生产，<br>2009 年 6 月投产                  |
| 刘河煤矿       | 100      | 1121      | 无烟煤 | 32          | 32          | 32    | 32    | 32    |                                                   |
| 新庄矿        | 100      | 8000      | 无烟煤 | 235         | 235         | 235   | 235   | 235   |                                                   |
| 葛店矿        | 100      | 4378      | 无烟煤 | 87          | 87          | 87    | 87    | 87    |                                                   |
| 梁北煤矿（新龙矿业） | 92       | 16667     | 瘦煤  | 103         | 103         | 103   | 103   | 103   | 准备 240 万吨/年扩产，投产<br>时间不详<br>已经试生产，2009 年下半年<br>投产 |
| 泉店煤矿（兴隆矿业） | 82       | 9888      | 瘦煤  | 120         | 8           | 40    | 120   | 120   |                                                   |
| 李岗煤矿（郑州天宏） | 70       | 8413      | 无烟煤 | 120         | 0           | 0     | 40    | 100   | 2010 年投产                                          |
| 边沟煤矿（城德矿业） | 51       |           | 贫煤  | 30          | 0           | 15    | 30    | 30    | 都是 2009 年年底投产，分别<br>改扩建到 45 万吨/年                  |
| 庇山煤矿       | 76       |           | 贫煤  | 30          | 0           | 15    | 30    | 30    |                                                   |
| 煤炭产量小计     |          |           |     |             | 480         | 577   | 777   | 857   |                                                   |
| 参股煤矿       |          |           |     |             |             |       |       |       |                                                   |
| 赵家寨矿（新郑煤电） | 39       | 18600     | 贫煤  | 300         |             | 50    | 180   | 300   | 开始试生产                                             |
| 权益产量合计     |          |           |     |             | 480         | 596   | 847   | 974   |                                                   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

**煤炭价格同比下降超过 13.97%。**了解的情况是，公司目前无烟块煤（30-40 万吨，2009 年销量，下同）含税价是 800-900 元/吨，瘦精煤（80 万吨以上）含税价是 1000 元/吨左右，无烟喷吹煤（200 万吨）含税价是 800-900 元/吨，动力煤（剩余销量）含税价是 500-600 元/吨。其综合含税价为 750 元/吨，不含税价为 640 元/吨，预计这也是 2009 年的综合售价。参见表 2。同比 2008 年的 744 元下降 13.97%。公司煤炭综合售价下降幅度较大，与公司煤炭销售的市场化程度较大密切相关。当然，在行情走弱的时候，其销售的难度以及销售的费用也会同步增加。

表 2 公司主要产品生产状态分析和预测

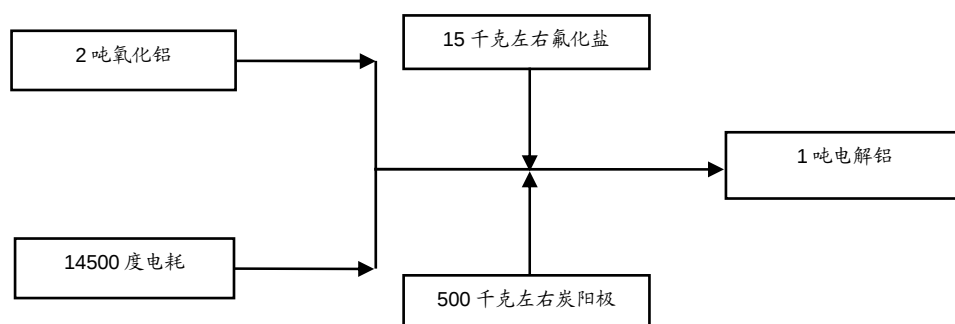
|               | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 煤炭产量 (万吨)     | 422.59   | 480.67   | 577      | 777      | 857      |
| 煤炭销售 (万吨)     | 423.62   | 498.15   | 570      | 760      | 850      |
| 煤炭收入 (万元)     | 187617   | 385610   | 365940   | 509200   | 595000   |
| 煤炭成本 (万元)     | 97504    | 170474   | 188100   | 281200   | 340000   |
| 煤炭价格 (元/吨)    | 442.89   | 774.08   | 642.00   | 670.00   | 700.00   |
| 煤炭成本 (元/吨)    | 230.17   | 342.21   | 330.00   | 370.00   | 400.00   |
| 煤炭销售毛利率 (%)   | 48.03    | 55.79    | 48.60    | 44.78    | 42.86    |
| 铝产品产量 (万吨)    | 37.14    | 40.94    | 34.00    | 38.00    | 40.00    |
| 铝产品销量 (万吨)    | 36.18    | 41.65    | 34.00    | 38.00    | 40.00    |
| 铝产品收入 (万元)    | 603448   | 732484   | 442000   | 551000   | 640000   |
| 铝产品成本 (万元)    | 474870   | 708471   | 442000   | 532000   | 600000   |
| 铝产品价格 (元/吨)   | 16679.05 | 17586.65 | 13000.00 | 14500.00 | 16000.00 |
| 铝产品成本 (元/吨)   | 13125.21 | 17010.11 | 13000.00 | 14000.00 | 15000.00 |
| 铝产品毛利率 (%)    | 21.31    | 3.28     | 0.00     | 3.45     | 6.25     |
| 其他收入 (万元)     | 76863    | 82516    | 90000    | 90000    | 90000    |
| 其他成本 (万元)     | 64003    | 56031    | 70000    | 70000    | 70000    |
| 主营业务收入合计 (万元) | 867928   | 1200610  | 897940   | 1150200  | 1325000  |
| 主营业务成本合计 (万元) | 636377   | 934976   | 700100   | 883200   | 1010000  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

**电解铝产量不会增加，铝材产品陆续投产。**公司电解铝生产主要集中在神火铝业和沁阳沁澳，目前拥有产能约 43 万吨，公司投资建设的铝材生产线主要在商丘阳光铝材和神火铝材，商丘阳光铝材新建的 15 万吨铝材产能包括铝箔坯料 10 万吨，装饰带材 1 万吨，PS 版基 3 万吨，空调箔 1 万吨；神火铝材新建的 10 万吨产能包括铝箔坯料 5 万吨，装饰带材 3 万吨，PS 版基 2 万吨。预计将于 2009 年完成。公司可以灵活调整铝产品产量，如果亏损严重，公司将会减少产量。

**铝产品 2009 年依然处于亏损状态。**按照现今电解铝价格以及图 1 表示的生产成本，大体推测公司电解铝依然处于亏损状态。目前的电解铝价格 13000 元/吨左右，氧化铝 2000 元/吨，用电均价 0.40 元/千瓦时，炭阳极以及相关成本 2000 元/吨。仅仅以上主要项目的成本合计达到 11000 元/吨以上。如果考虑折旧、人工、期间费用，亏损难免。铝材项目 2009 年完成，但由于无法改变行业供大于求的大势，投产开始的摊销等费用较大，当年难有贡献。

图 1 电解铝生产流程及成本结构



资料来源：海通证券研究所

**2009-2011 年 EPS 分别为 1.54 元、2.06 元和 2.41 元。**公司 2009 年的营业收入同比有较大幅度下跌，原因有二，一是煤炭价格的下跌，二是我们假定铝产品产销量以及价格都在下降。从我们的分析看，煤炭以及铝产品的销售毛利率同比都有下降，期间费用随着煤炭产销量增加 2009 年稍有增长，由此，2009 年的业绩同比下降 1/3 左右。参见表 3。2010 年以及 2011 年，铝产品逐步向好。煤炭产销量依然保持较高的增长水平，煤炭价格同比也稳步上涨，公司的业绩同比也有所提高。2009-2011 年 EPS 分别为 1.54 元、2.06 元和 2.41 元。

**维持“增持”的投资评级。**2009 年煤炭上市公司的动态市盈率平均在 16 倍左右。参见表 4。从这点看，公司相对估值的优势不突出。我们给予“增持”的投资评级主要基于如下考虑：（1）电解铝是公司收入的主要来源，2008 年以及 2009 年几无贡献。我们认为，2009 年接近于电解铝行业的最底部，我们对公司未来两年电解铝的贡献给予很保守的预计。（2）对于公司的煤炭产销量、煤炭价格等，我们都给予了相对比较保守的估计。我们更倾向认为，煤炭贡献增加的可能性更大。给予 2010 年 15 倍的市盈率标准，公司未来 6 个月的目标价格为 30.90 元。

**风险提示。**（1）公司相对于同行过高的资产负债率会增加公司的财务费用，同时会促发从市场上的再融资行为。（2）对于整个宏观经济以及煤炭行业可能走好的预期，近期二级市场部分或者已经充分反应。从历史角度看，整个板块的估值水平已然不低，今后波动的可能性较大。

表 3 公司业绩分析和预测（万元）

|               | 2007   | 2008    | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|---------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 一、营业总收入       | 867928 | 1200610 | 897940 | 1150200 | 1325000 |
| 二、营业总成本       | 705940 | 1042846 | 798791 | 1010879 | 1160666 |
| 其中：营业成本       | 636377 | 934976  | 700100 | 883200  | 1010000 |
| 营业税金及附加       | 7786   | 8565    | 6465   | 9202    | 10600   |
| 销售费用          | 7800   | 13276   | 15267  | 22138   | 25458   |
| 管理费用          | 25548  | 26632   | 31958  | 46340   | 55608   |
| 财务费用          | 27777  | 40215   | 40000  | 45000   | 54000   |
| 资产减值损失        | 653    | 19183   | 5000   | 5000    | 5000    |
| 投资收益          | 762    | 2270    | 4200   | 5000    | 8200    |
| 三、营业利润        | 162750 | 160028  | 103349 | 144321  | 172534  |
| 加：营业外收入       | 1706   | 2895    | 1500   | 1500    | 1500    |
| 减：营业外支出       | 985    | 1038    | 1000   | 1000    | 1000    |
| 四、利润总额        | 164606 | 160749  | 103849 | 144821  | 173034  |
| 减：所得税费用       | 49328  | 45087   | 25962  | 39102   | 46719   |
| 五、净利润         | 115278 | 115662  | 77887  | 105719  | 126315  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 114954 | 83920   | 76887  | 103219  | 120315  |
| 少数股东损益        | 31358  | 708     | 1000   | 2500    | 6000    |
| 六、每股收益：       |        |         |        |         |         |
| 基本每股收益（元）     | 1.68   | 2.30    | 1.54   | 2.06    | 2.41    |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 煤炭上市公司比较

|      | 股价<br>(20090409) | 每股收益（元） |       |       | PE(X) |       |       | PB(X) |       |
|------|------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |                  | 2008    | 2009E | 2010E | 2008  | 2009E | 2010E | 2008  | 2009E |
| 神火股份 | 27.45            | 2.30    | 1.54  | 2.06  | 11.93 | 17.82 | 13.33 | 4.69  | 4.29  |
| 金牛能源 | 24.15            | 2.49    | 1.63  | 1.98  | 9.70  | 14.82 | 12.20 | 3.38  | 3.26  |
| 煤气化  | 14.92            | 1.33    | 1.09  | 1.25  | 11.22 | 13.69 | 11.94 | 2.99  | 2.79  |
| 西山煤电 | 18.99            | 1.44    | 0.99  | 1.26  | 13.19 | 19.18 | 15.07 | 4.95  | 4.60  |
| 露天煤业 | 17.45            | 0.85    | 0.87  | 1.03  | 20.53 | 20.06 | 16.94 | 6.30  | 5.80  |
| 兰花科创 | 24.09            | 2.45    | 1.78  | 2.01  | 9.83  | 13.53 | 11.99 | 3.36  | 3.20  |
| 兖州煤业 | 13.94            | 1.40    | 1.08  | 1.32  | 9.96  | 12.91 | 10.56 | 2.38  | 2.24  |
| 国阳新能 | 19.86            | 1.38    | 1.28  | 1.40  | 14.39 | 15.52 | 14.19 | 6.07  | 5.40  |
| 盘江股份 | 17.81            | 1.18    | 1.20  | 1.36  | 15.09 | 14.84 | 13.10 | 4.71  | 2.45  |
| 上海能源 | 16.09            | 1.54    | 1.10  | 1.34  | 10.45 | 14.63 | 12.01 | 2.81  | 2.62  |
| 恒源煤电 | 22.84            | 1.62    | 1.47  | 1.73  | 14.10 | 15.54 | 13.20 | 2.65  | 2.52  |
| 开滦股份 | 21.33            | 1.46    | 1.20  | 1.42  | 14.61 | 17.78 | 15.02 | 3.05  | 2.24  |
| 大同煤业 | 21.79            | 2.08    | 1.58  | 1.87  | 10.48 | 13.79 | 11.65 | 3.33  | 3.19  |
| 中国神华 | 21.81            | 1.34    | 1.42  | 1.57  | 16.28 | 15.36 | 13.89 | 2.91  | 2.80  |
| 平煤天安 | 21.90            | 2.20    | 1.50  | 1.85  | 9.95  | 14.60 | 11.84 | 3.08  | 2.94  |
| 潞安环能 | 28.32            | 2.48    | 1.64  | 2.08  | 11.42 | 17.27 | 13.62 | 4.15  | 3.91  |
| 中煤能源 | 9.83             | 0.52    | 0.66  | 0.75  | 18.90 | 14.89 | 13.11 | 2.05  | 1.91  |
| 国投新集 | 11.87            | 0.65    | 0.66  | 0.93  | 18.26 | 17.98 | 12.76 | 3.89  | 3.39  |
| 平均   |                  |         |       |       | 13.36 | 15.81 | 13.22 | 3.71  | 3.30  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 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;

**中性:** 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%。

#### 行业评级

**增持:** 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;

**减持:** 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。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。