

卢平 86-10-88087949
luping@cmschina.com.cn
王培培 86-10-88086945
wangpp@cmschina.com.cn

2009年8月20日

神火股份(000933.SZ)/24.31 元

煤炭权益产量三年翻番，电解铝已从亏损走向盈利

投资评级: **强烈推荐-A**

评级调整: 维持

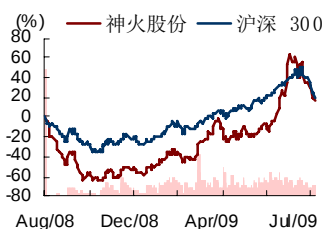
目标估值: 50 元

基础数据

总股本(万股)	75000
流通股本(万股)	74954
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	182
52周股价	11.4-34.0 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	88	26
相对表现	-3	57	-2



相关报告

1、《神火股份-电解铝逐步从亏损走向盈利，未来业绩可能超预期》2009/7/29

2、《煤炭行业产业链延伸公司估值分析-一体化价值远低于分拆价值》2009/7/7

8月18日我们参加了公司的股东大会。未来三年公司煤炭产量翻番，电解铝已经逐步从亏损走向盈利。未来业绩增长明显，公司股价在煤炭板块中严重低估，目标价50元，维持强烈推荐投资评级。

□ **在建煤矿逐步投产，权益产量三年增长 129%:** 09-11 年煤炭产量 665 万吨、1065 万吨和 1340 万吨，同比增长 38%、60%和 26% (11 年产量较 08 年的产量 481 万吨增长 179%)。按照权益计算 09-11 年产量分别为 609 万吨、834 万吨和 1095 万吨，同比增速分别为 27%、37%和 31%，权益产量三年翻番 (11 年产量较 08 年的权益产量 478 万吨增长 129%)，年度复合增速 32%。

➢ **目前公司在产煤矿产量大约 465 万吨:** 新庄煤矿、葛店煤矿、刘河煤矿和梁北煤矿产量分别为 240 万吨、80 万吨、45 万吨和 100 万吨。

➢ **在建和扩建产能 750 万吨在 09-11 年逐步投产。**

✓ 设计产能 120 万吨的薛湖煤矿于 08 年底联合试运转，预计 09-10 年产量大约 60 万吨和 120 万吨。

✓ 设计产能 120 万吨的泉店煤矿 (持股 82%) 于 09 年 3 月 16 日联合试运转，预计 09 年 9 月份正式投产。预计 09-10 年产量 60 万吨和 120 万吨。

✓ 设计产能 300 万吨的赵家寨煤矿 (持股 39%) 预计于 09 年 10 月份投产，预计 09-10 年产量分别为 50 万吨和 300 万吨。

✓ 设计产能均为 30 万吨的庇山煤矿 (持股 70%) 和边沟煤矿 (持股 51%) 将于 09 年抵投产，预计 10 年产量均为 30 万吨。

✓ 梁北矿业 (持股 98%) 拟从目前的 90 万吨扩建至 240 万吨，预计 11 年投产。

➢ **已获得探矿权项目将增加远期产能 1000 万吨左右。**

✓ 天宏李岗矿 (持股 70%)，规划产能 120 万吨。预计 4 年后建成投产。

✓ 左权晋源矿业高家庄煤矿 (股权 100%)，规划产能约 800 万吨，目前处于筹建阶段，预计 4 年后投产。

✓ 河南永昌矿业石井矿 (持股 75%)，目前处于探矿阶段。

□ **09 年，煤炭产量的增长暂未转变为业绩的增长，10 年及之后产量的增长将带来实质的业绩增长**

➢ 09 年投产的薛湖矿、泉店矿上半年暂未形成利润增长点 (泉店矿 1-6 月亏损 1106 万元)，预计 09 年下半年和 10 年将产生较好的效益。设计产能 300 万吨的赵家寨煤矿也将于 09 年 10 月份投产，09 年对业绩基本没有贡献，10 年将贡献全年利润。09 年的公司煤炭产量增长暂未全部转变为业绩的增长，10 年产量的增长将带来实质的业绩增长。也就是 10 年后业绩的增长将快于产量的增长。

➢ **盈利最好的梁北矿也将从目前的 90 万吨扩产至 240 万吨，11 年后仅梁北矿就能实现每股收益 0.9 元。**该矿 08 年吨煤净利 500 元/吨 (净利 5.3 亿元)，09 年上半年吨煤净利 283 元/吨 (净利 1.4 亿元)。目前正在改扩建，预计将在 11

年投产，如果按照 09 年的上半年的吨煤盈利计算，预计届时将实现净利润为 6.8 亿元，折每股收益大约 0.9 元。

□ **电解铝往上下游发展，目前已从亏损走向盈利**

- **目前公司电解铝产能大约 43 万吨，其中神火铝业（持股 69.38%）产能 27 万吨，沁澳铝业（持股 70%）16 万吨。**
- **上游发展氧化铝：**上市公司控股河南有色 41.33%，神火集团参股 33.33%，目前产量大约 50 万吨，未来可能扩产至 80-100 万吨左右，实现氧化铝的大部分自给（公司 43 万吨电解铝的氧化铝需求量 83 万吨）。
- **下游建设铝板材加工项目。**商丘阳光铝材有限公司年产 15 万吨高精宽幅铝板带生产线项目正在逐步推进中，公司的持股比例也由前期的 60%提升至 100%。
- **目前正在准备建设 1*60 万千瓦的电厂。**目前公司装机容量 50 万千瓦，但是由于机组较小，单位煤耗较高，发电成本相对较高，公司正拟建设 1*60 万千瓦的电厂，以解决公司自备电厂的发电量不足和目前小机组效益不好的问题。
- **09 年上半年，公司电解铝亏损大约 0.2 元/股，目前价格上涨后，电解铝已经开始有了较好盈利。预计全年电解铝可能微亏或盈亏平衡。**

□ **盈利预测和估值**

- 09 年煤炭 EPS 大约 1.2 元，电解铝可能微亏或盈亏平衡。10 年煤炭 EPS 大约 1.74 元，电解铝 EPS 假设 0.2 元，11 年煤炭 EPS 2.26 元，电解铝 EPS 仍然假设 0.2 元。
- 预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.2 元，1.94 元和 2.46 元。同比增长-22%、62%和 27%。
- 运用分行业估值方法，我们按照 10 年煤炭 EPS 25 倍 P/E（ 25×1.74 ）及电解铝 3 倍 P/B（ 3×2.2 元，目前焦作万方 P/B 已达 5 倍），公司的合理股价为 50 元。
- 目前公司股价 10 年动态 P/E 仅 13.4 倍，在煤炭上市公司处于最低水平。

□ **维持强烈推荐的投资评级**

- 产能增长较快，未来三年产量复合增速达到 32%。其业绩增速将高于产量增速。
- 电解铝从亏损走向盈利。
- 目前估值在煤炭上市公司中最低，具有较高的安全边际。
- 维持强烈推荐的投资评级。

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获 2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名。英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。