

3 季报低于预期，但 4 季度有望大幅提升

报告关键点：

- 由于计提资产减值，加上煤矿开工率不足，3季度公司盈利低于预期；
- 随着以上一次性因素的消除，加上煤价和铝价保持稳定，4季度盈利有望大幅提升。

报告摘要：

- 神火股份3季报显示，今年前3季度实现主营业务收入70.79亿元，同比减少26.0%；归属于母公司所有者的净利润40,059万元，同比减少64.4%，实现每股收益为0.53元。分季度看，前3季度分别实现每股收益0.04元、0.25元和0.25元。即第3季度的盈利与2季度基本持平。这低于我们预期。
- 3季度以来，国内铝价从13,500元/吨的低位稳步上涨，并一度站在15,000元/吨的上方。目前，国内铝价基本稳定在14,800元/吨。3季度国内铝均价为14,614元/吨，比2季度均价13,301元/吨上升超过1,300元/吨。铝行业盈利大幅改善，并已回升到历史平均水平以上。
- 3季度神火股份铝电业务仅盈利1,000多万元，这低于行业平均水平。根据我们的了解，这主要是由于：1) 当季计提了沁澳铝业部分落后产能的资产减值，约3,000万元；2) 补交进口氧化铝关税1,000多万元。因此，公司铝电业务3季度实际盈利应在5,000多万元。
- 另外，3季度受平顶山地区煤矿事故影响，神火股份煤矿的开工率低于2季度；这也是公司业绩低于预期的原因之一。如果扣除铝电业务计提资产减值和煤矿减产因素，我们认为公司当季实际业绩应在0.35元。
- 我们预计，随着以上因素的消除，加上煤价和铝价有望保持稳定，4季度神火股份盈利将比3季度大幅提高，可望实现每股收益0.38元。我们维持对公司2009年0.92元的每股盈利预测。
- 随着经济逐步走出低谷，神火股份“煤-电-铝-材”一体化的产业链优势将会逐步显现。加上煤炭产能继续扩张，2010年后公司盈利将重新快速增长。我们维持“买入-A”投资评级。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 39.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 39.50 元

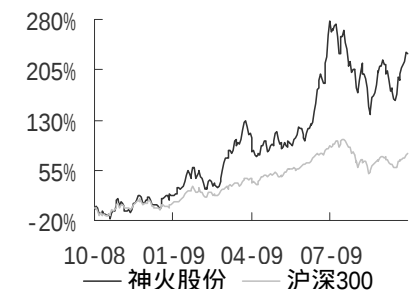
现价： 29.67 元

报告日期： 2009-10-21

市场数据

总市值(百万元)	22,252.50
流通市值(百万元)	22,238.75
总股本(百万股)	750.00
流通股本(百万股)	749.54
12 个月最高/最低	10.90/34.44 元
十大流通股东(%)	60.69%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.57	(4.29)	149.54
绝对收益	8.58	(9.11)	228.62

研究员

衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
李大刚	高级行业分析师
021-68765917	lidg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,484	12,006	9,507	16,312	18,458
Growth(%)	116.0%	41.5%	-20.8%	71.6%	13.2%
净利润	835	1,150	688	1,307	1,521
Growth(%)	109.3%	37.6%	-40.2%	90.0%	16.4%
毛利率(%)	27.0%	22.1%	20.6%	19.7%	19.9%
净利润率(%)	9.8%	9.6%	7.2%	8.0%	8.2%
每股收益(元)	1.11	1.53	0.92	1.74	2.03
每股净资产(元)	4.60	5.26	5.01	6.49	8.15
市盈率	26.6	19.4	32.3	17.0	14.6
市净率	6.4	5.6	5.9	4.6	3.6
净资产收益率(%)	33.2%	29.3%	19.0%	30.2%	28.2%
ROIC(%)	20.8%	17.6%	10.0%	17.0%	18.6%
EV/EBITDA	9.1	8.3	16.4	10.2	9.0
股息收益率	0.0%	0.4%	1.0%	1.3%	1.7%

前期研究成果

神火股份：2 季度盈利大幅好转	2009-07-30
神火股份：煤-电-铝产业链优势将会显现	2009-04-13
神火股份：短期盈利能力回落不改长期投资价值	2008-10-28

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-10-21**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,484	12,006	9,507	16,312	18,458	成长性					
减: 营业成本	6,197	9,350	7,550	13,091	14,783	营业收入增长率	116.0%	41.5%	-20.8%	71.6%	13.2%
营业税费	77	86	95	130	148	营业利润增长率	126.4%	-0.4%	-40.6%	106.1%	17.5%
销售费用	78	133	190	245	277	净利润增长率	109.3%	37.6%	-40.2%	90.0%	16.4%
管理费用	248	266	333	457	480	EBITDA 增长率	107.7%	12.1%	-30.7%	59.0%	14.7%
财务费用	278	402	446	480	539	EBIT 增长率	117.6%	6.3%	-30.3%	74.6%	16.5%
资产减值损失	7	192	-50	-	-	NOPLAT 增长率	110.7%	9.4%	-32.8%	74.6%	16.5%
加: 公允价值变动收益	-	-0	-	-	-	投资资本增长率	28.9%	17.9%	3.2%	6.6%	12.6%
投资和汇兑收益	8	23	7	49	70	净资产增长率	43.2%	14.4%	-4.8%	29.5%	25.6%
营业利润	1,606	1,600	950	1,958	2,301	利润率					
加: 营业外净收支	16	7	-	-	-	毛利率	27.0%	22.1%	20.6%	19.7%	19.9%
利润总额	1,622	1,607	950	1,958	2,301	营业利润率	18.9%	13.3%	10.0%	12.0%	12.5%
减: 所得税	492	451	237	489	575	净利率	9.8%	9.6%	7.2%	8.0%	8.2%
净利润	835	1,150	688	1,307	1,521	EBITDA/营业收入	28.1%	22.3%	19.5%	18.1%	18.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.2%	16.7%	14.7%	14.9%	15.4%
货币资金	625	1,159	1,802	936	1,215	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	223	191	298	214	207
应收帐款	276	869	285	489	738	流动营业资本周转天数	20	-4	-36	-36	-29
应收票据	181	272	400	400	400	流动资产周转天数	112	102	164	95	86
预付帐款	680	1,094	1,133	1,178	1,183	应收帐款周转天数	4	10	16	9	12
存货	954	724	906	1,047	1,183	存货周转天数	32	27	34	22	22
其他流动资产	-	0	-0	-	-	总资产周转天数	428	402	616	385	360
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	333	289	401	245	238
持有至到期投资	0	0	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	191	161	200	200	200	ROE	33.2%	29.3%	19.0%	30.2%	28.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	7.5%	4.2%	8.3%	9.0%
固定资产	6,184	6,575	9,151	10,229	10,956	ROIC	20.8%	17.6%	10.0%	17.0%	18.6%
在建工程	1,831	3,435	2,000	2,000	2,000	费用率					
无形资产	208	796	889	932	925	销售费用率	0.9%	1.1%	2.0%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	210	360	334	334	334	管理费用率	2.9%	2.2%	3.5%	2.8%	2.6%
资产总额	11,339	15,444	17,100	17,747	19,133	财务费用率	3.3%	3.3%	4.7%	2.9%	2.9%
短期债务	2,725	4,374	4,500	4,300	4,300	三费/营业收入	7.1%	6.7%	10.2%	7.2%	7.0%
应付帐款	922	1,727	1,133	1,440	1,478	偿债能力					
应付票据	316	1,393	3,000	2,500	2,500	资产负债率	69.8%	74.4%	78.0%	72.6%	68.1%
其他流动负债	589	332	285	443	469	负债权益比	229.3%	291.1%	355.1%	264.8%	213.1%
长期借款	2,522	2,352	2,500	2,300	2,500	流动比率	0.51	0.47	0.43	0.40	0.47
其他非流动负债	68	411	400	400	400	速动比率	0.33	0.37	0.35	0.29	0.35
负债总额	7,912	11,496	13,343	12,882	13,022	利息保障倍数	6.78	4.98	3.13	5.08	5.27
少数股东权益	1,470	1,020	1,120	1,220	1,320	分红指标					
股本	500	500	750	750	750	DPS(元)	-	0.13	0.30	0.40	0.50
留存收益	1,480	2,428	1,887	2,894	4,041	分红比率	0.0%	8.7%	32.7%	23.0%	24.6%
股东权益	3,450	3,948	3,757	4,864	6,111	股息收益率	0.0%	0.4%	1.0%	1.3%	1.7%
现金流量表	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,130	1,157	688	1,307	1,521	EPS(元)	1.11	1.53	0.92	1.74	2.03
加: 折旧和摊销	511	678	922	922	1,074	BVPS(元)	4.60	5.26	5.01	6.49	8.15
资产减值准备	7	192	-50	-	-	PE(X)	26.6	19.4	32.3	17.0	14.6
公允价值变动损失	-	0	-	-	-	PB(X)	6.4	5.6	5.9	4.6	3.6
财务费用	8	282	406	446	480	P/FCF	-375.2	19.1	-79.5	111.3	80.9
投资收益	-8	-23	-7	-49	-70	P/S	2.6	1.9	2.3	1.4	1.2
少数股东损益	311	7	25	161	204	EV/EBITDA	9.1	8.3	16.4	10.2	9.0
营运资金的变动	-576	89	2,865	-451	-449	CAGR(%)	8.6%	14.3%	-104.9%		
经营活动产生现金流量	1,315	2,196	4,888	2,370	2,820	PEG	3.1	1.4	-0.3		-0.1
投资活动产生现金流量	-1,513	-2,978	-35	47	68	ROIC/WACC	2.4	2.1	1.2	2.0	2.2
融资活动产生现金流量	314	1,282	-1,053	-1,180	-714	REP	1.0	1.0	2.4	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034