

神火股份(000933.sz)

煤、铝比翼双飞，股价明显低估

谢军 研究员
电话: 020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 研究助理
电话: 020-87555888-407
eMail: hl10@gf.com.cn

公司主要亮点:

煤炭产量未来快速增长

2009 年煤炭产量预计为 570 万吨，2010 年随着薛湖、泉店、边沟等煤矿建设及改扩建的完成将增加煤炭产量约 150 万吨，相比于公司目前较小的生产规模增幅较大。未来随着左权晋源的高家庄矿、新龙矿业的梁北矿以及李岗、石井、禹州煤田扒村井田的陆续建设未来公司产量增长前景广阔，预计到“十二五”末，公司煤炭产量将达到 2000 万吨左右。

未来资源整合的潜在受益者

除了靠近华东地区优越的区位优势之外，公司将借河南煤炭资源整合的东风增加资源、加快发展。神火股份作为河南省的骨干煤炭企业，自身产能较小，因此整合意愿较强，相比其他煤炭企业更加积极、主动。先前整合的边沟、庇山等矿已经技改完成。随着河南省对中小煤矿整合的推进，公司受益明显。

电解铝业务成为 2010 年的最大亮点

神火铝业新建一条 25 万吨高精铝生产线，预计 2010 年可以贡献 7 万吨的电解铝产量，2011 年达产，届时公司产能将达到 68 万吨。随着铝价的不断攀升，目前吨电解铝税前利润达到 2000 元左右。经历了 2009 年的亏损之后，2010 年有望给公司贡献每股 0.62 元的业绩。

盈利预测及投资建议

预计公司 2009—2011 年每股收益分别为 1.065 元、2.517 元和 3.075 元，对应 2010、2011 年的动态市盈率分别为 12.74 倍和 10.44 倍，与行业其他公司相比明显低估，给予“买入”评级。一年内目标价 45 元，对应 18 倍的 PE。

风险提示

公司业绩对铝价敏感性强，铝价波动将显著影响公司业绩；资源税改革推出将增加公司煤炭业务成本。

公司评级

买入

当前价格(元)	34.98
目标价格(元)	45.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.39%	17.50%	228.83%
上证综指	10.03%	17.28%	106.40%

股票数据

总股本(万股)	75,000.00
流通 A 股(万股)	74,953.67
主要股东:	

河南神火集团有限公司	
主要股东持股比例	25.24%
流通 A 股比例	99.94%

财务比率

ROE	39.26%
ROA	7.44%
资产负债率	74.43%
每股净资产(元)	5.86

2008 年报数据。

近年产量增长明显，煤炭成公司业绩稳定器

煤炭近年产量快速增长

公司主要煤种为无烟煤和瘦煤，2009年煤炭产量预计为570万吨，2010年随着薛湖、泉店、边沟等煤矿建设及改扩建的完成将增加煤炭产量约150万吨，相比于公司目前较小的生产规模增幅较大。未来随着左权晋源的高家庄矿、新龙矿业的梁北矿以及李岗、石井、禹州煤田扒村井田的陆续建设未来公司产量增长前景广阔，预计到“十二五”末，公司煤炭产量将达到2000万吨左右。

表 1: 公司煤矿情况

煤矿	地区	权益 (%)	可采储量 (万吨)	煤种	核定产能 (万吨)
新庄矿	永城	100	8000	无烟煤	235
葛店矿	永城	100	4378	无烟煤	84
刘河矿	永城	100	1121	无烟煤	45
薛湖矿	永城	100	9475	无烟煤	120
泉店矿	许昌	82	8092	瘦煤	120
庇山煤业	许昌	67	/	焦煤	30
梁北矿	许昌	98	16677	瘦煤	90
边沟矿	许昌	51	/	瘦煤	30
李岗矿	郑州	70	8000	无烟煤	120
石井矿	永州	75	/	贫煤	/
高家庄	山西	100	56600	贫煤	800
扒村井田	禹州	/	6100	贫瘦煤	90

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

新庄矿、葛店矿及刘河矿未来产能增长空间不大，将基本维持目前产能。薛湖矿2009年产量预计30万吨左右，2010年将增加到120万吨。新投产的泉店矿2009年11月底将竣工，2010年将贡献100万吨左右的产量。庇山矿和边沟矿是公司整合的小煤矿，将由之前的15万吨技改到30万吨左右。梁北矿拟扩建至240万吨，目前正在报批。另外新矿井中建设进度较快的有李岗矿、高家庄矿，建设进度约3—4年。禹州煤田扒村井田目前处于勘探详查阶段，预计建设投产将在“十二五”末期。

公司煤质优良，盈利稳定增长

公司煤炭产品主要为用作高炉喷吹的洗精煤、用于化工的块煤和用作电煤的洗混煤。各产品占比大约为55%、8%和37%。

表2: 相似上市公司煤炭毛利率比较 (%)

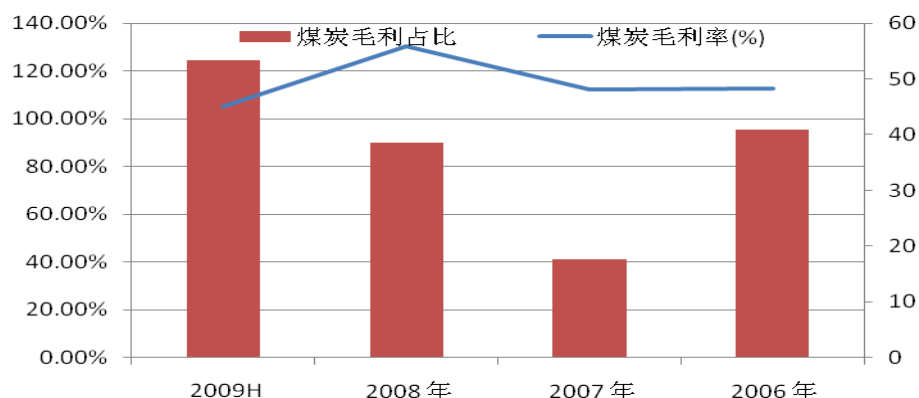
	2009H	2008	2007	2006
神火股份	44.98	55.79	48.03	48.23
兰花科创	64.27	66.79	57.19	69.05
国阳新能	20.08	23.91	16.97	19.60
潞安环能	38.78	50.52	37.67	10.78

数据来源：广发证券发展研究中心

公司煤炭业务毛利率自2006年开始稳步保持在40%以上，煤炭业务盈

利占公司盈利的比重不断提高。

图1：公司煤炭业务毛利率变化及毛利占比（%）



数据来源：广发证券发展研究中心

区位优势明显，资源整合意愿强

河南是我国的煤炭资源大省，近几年，产量位居国内前三，煤种主要为无烟煤、焦煤、肥煤、贫瘦煤、瘦煤、长焰煤、气煤等，其中，无烟煤资源储量占全省煤炭总量的1/3。从分布情况看，神火股份主要矿井分布在永城和许昌两个矿区，永城矿区煤种以无烟煤为主，许昌矿区煤种为瘦焦煤，公司地理位置相对独立且更靠近华东、中南等缺煤省份。

河南有望紧随山西进行煤炭资源整合，加大对小煤矿的治理。2010年内河南计划对省内的646座小煤矿进行兼并重组，不参加或者达不到条件的，年底前依法关闭退出。相关的主要措施包括新建矿井规模不低于45万吨/年，现有煤矿单井规模不低于30万吨/年的可以单独生产；大力支持特大型煤炭生产企业兼并重组中小煤矿；生产规模100万吨/年以上的骨干煤炭企业在不影响大型煤炭生产企业兼并重组的前提下，作为兼并重组主体，兼并重组相邻中小煤矿。

从调研的情况来看，河南煤炭资源整合与山西有几点不同之处：一是整合无地域划分，允许跨区域整合。二是一个井田不必一个整合主体。三是整合目前还没有期限，没有时间表。目前河南小煤矿主要分布在许昌、郑州、平顶山、洛阳等地区。神火股份作为河南省的骨干煤炭企业，由于自身产能较小，因此整合意愿较强，相比其他煤炭企业更加积极、主动。随着河南省对中小煤矿整合的推进，公司受益明显。

电解铝业绩弹性十足，成2010年亮点

电解铝产能新增25万吨

公司原先下属两个生产电解铝的子公司，一是控股69.38%的河南神火铝业股份有限公司，电解铝产能为27万吨。二是控股70%的沁阳沁澳铝业有限公司，实际电解铝产能为16万吨。目前神火铝业新建一条25万吨高精铝生产线，预计2010年可以贡献7万吨的电解铝产量，2011年达产。

表3: 公司电解铝资产情况

子公司	股权	产能	备注
神火铝业	69.38%	52	原有27万吨, 新增25万吨。
沁阳沁澳	70%	14	实际产能16万吨

数据来源: 广发证券发展研究中心

电解铝盈利可观

公司一吨电解铝耗电14300度左右, 电力成本占40%, 氧化铝成本占40%左右, 其余为折旧等。公司自供电占比为40%左右, 电力成本估算为0.36元。网电价格为0.43元/度, 预计近期上涨0.022元/度。公司处华中电网末梢, 紧张时段供电可能不足, 神火铝业25万吨新增产能投产或有影响。

目前公司电解铝生产成本预计为11000元左右, 完全成本14000元左右。当前电解铝含税价格为17100元/吨, 吨电解铝税前利润达到2000元左右。

电解铝成本未来有下降空间

公司采购氧化铝中, 国外长单占50%, 期限为3年左右, 价格与LME价格挂钩, 挂钩比例为14.2%。国内长单占35%, 价格与当月期货价格挂钩, 挂钩比例为17.2%, 主要来自中铝, 河南有色、三门峡, 山东等地。现货占15%。

公司及集团分别控股45.85%和30.77%的河南有色金属控股股份有限公司年产50万吨氧化铝, 主要供给上市公司, 未来产能有望扩至80—100万吨, 将提高氧化铝的自给率。

另外公司参股33.33%, 神火铝业控股66.67%的河南神火发电有限公司目前正开展2×60万千瓦超临界燃煤发电机组项目前期工作, 预计第一台60万千瓦机组将于今年开建, 所用燃料煤为薛湖、刘河等矿所产煤泥。随着项目建成, 加上先前发电机组公司自供电有望满足公司用电需求。届时公司电解铝成本将显著下降。

盈利预测及投资建议

1、预测假设

预计公司2009—2011年煤炭产量分别为570万吨、750万吨和780万吨。

表4: 公司各矿产量预测

煤矿	权益(100%)	2009年	2010年	2011年
新庄矿	100	260	260	260
葛店矿	100	84	84	84
刘河矿	100	42	42	42
薛湖矿	100	30	120	120
兴隆矿业(泉店矿)	82	30	100	120
天宏工业(李岗矿)	70	0	0	0

永昌矿业（石井矿）	75	0	0	0
庇山煤业	67	15	30	30
左权晋源（高家庄）	100	0	0	0
新龙矿业（梁北矿）	98	94	94	94
诚德矿业（边沟矿）	51	15	20	30
禹州扒村矿	/	0	0	0
煤炭产量		570	750	780
权益产量		550.42	710.42	731.92

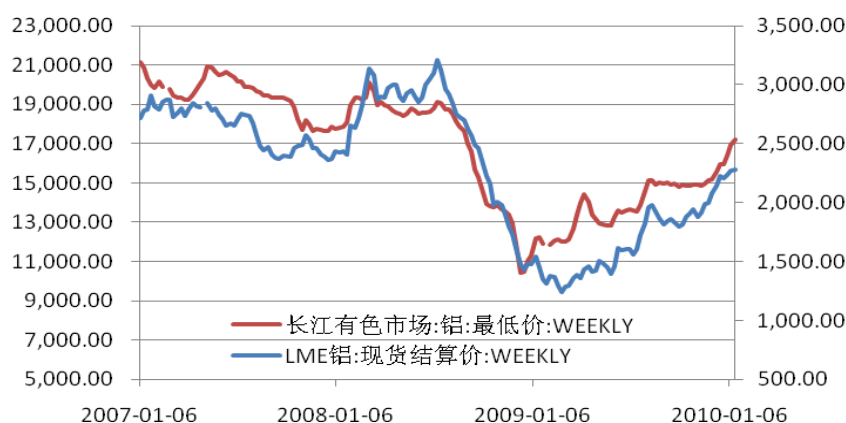
数据来源：广发证券发展研究中心

公司永城矿区吨煤完全成本为440元/吨，许昌矿区吨煤成本320元/吨，随着原材料、人工、财务费用等增加，假设2010年成本增长10%左右。

永城地区无烟精煤价格为950元/吨，块煤1200元/吨，许昌瘦精煤1150元/吨，洗混煤400元/吨，2011年各煤炭产品价格增长10%。

由于电解铝行业的主要下游行业房地产、汽车、家电等需求仍然看好，而且欧洲关注碳减排造成了大量电解铝产能的关闭，中国目前的电解铝产能利用率仍然维持在95%以上，我们认为电解铝价格仍将震荡上行。假设2010—2011年电解铝价格均价为16300元/吨、17930元/吨，经过上调电价后，公司2010—2011年完全成本分别为14200元/吨和15620元/吨。

图2：国内外铝价走势



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

2、盈利预测

预计公司2009—2011年每股收益分别为1.065元、2.517元和3.075元，对应2010、2011年的动态市盈率分别为12.74倍和10.44倍。公司目前估值相对于其他煤炭上市公司明显低估，同时鉴于公司在未来河南煤炭资源整合受益的广阔前景，给予买入评级。

表5：公司2010年业绩对铝价敏感性分析

铝价	13000	15000	16300	17000	19000
EPS	1.54	2.13	2.52	2.72	3.32

数据来源：广发证券发展研究中心

报表预测

表 6: 利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3927.27	8484.45	12006.10	10075.42	15346.28	19078.57
减: 营业成本	2607.30	6197.48	9349.76	8076.99	10996.50	14040.66
营业税金及附加	77.94	77.47	85.65	80.60	138.12	152.63
营业费用	48.21	78.00	132.76	120.91	199.50	228.94
管理费用	125.14	248.17	266.32	261.96	460.39	476.96
财务费用	156.46	278.03	402.15	436.02	573.74	561.77
资产减值损失	0.16	6.53	191.83	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-202.43	7.63	22.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	709.63	1606.39	1600.28	1098.94	2978.03	3617.60
加: 其他非经营损益	-8.87	16.09	7.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	700.76	1622.48	1607.49	1098.94	2978.03	3617.60
减: 所得税	180.91	492.39	450.87	274.74	744.51	904.40
净利润	519.85	1130.09	1156.62	824.21	2233.52	2713.20
减: 少数股东损益	120.81	311.34	7.08	25.79	345.92	406.80
归属母公司股东净利润	399.04	818.75	1149.54	798.42	1887.61	2306.40
每股收益	0.800	1.640	2.300	1.065	2.517	3.075

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 7: 资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	427.68	495.18	1090.89	100.75	986.64	3516.47
应收和预付款项	1520.20	1137.23	2234.25	1120.16	3630.68	2377.07
存货	566.90	953.67	723.64	1066.68	1370.77	1741.44
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	157.50	191.21	160.50	160.50	160.50	160.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5755.74	8078.68	10186.35	8962.40	7738.44	6514.49
无形资产和开发支出	179.94	227.07	815.08	730.55	646.01	561.48
其他非流动资产	2.56	0.02	0.42	0.22	0.02	0.02
资产总计	8610.52	11083.07	15211.14	12141.26	14533.08	14871.48
短期借款	1778.00	2725.00	4374.00	2517.58	0.00	0.00
应付和预收款项	1191.26	1583.17	3252.01	1370.95	4416.91	2494.31
长期借款	3021.82	2521.92	2351.92	2351.92	2351.92	2351.92
其他负债	209.39	825.76	1284.79	1284.74	1284.74	1284.74
负债合计	6200.47	7655.85	11262.72	7525.18	8053.57	6130.97
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
资本公积	755.00	307.91	197.52	197.52	197.52	197.52
留存收益	662.30	1172.44	2230.85	2872.73	4390.24	6244.44
盈余公积金	47.78	297.46	402.31	484.73	708.08	979.40
未分配利润	614.52	874.98	1828.55	2388.00	3682.16	5265.04

归属母公司股东权益	1917.29	1980.34	2928.37	3570.25	5087.76	6941.96
少数股东权益	492.76	1469.73	1020.04	1045.83	1391.74	1798.54
股东权益合计	2410.06	3450.07	3948.41	4616.08	6479.51	8740.50
负债和股东权益合计	8610.52	11105.91	15211.14	12141.26	14533.08	14871.48

数据来源：广发证券发展研究中心

表 8: 现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	546.28	1319.75	2200.97	1327.91	3963.64	3066.84
投资性现金净流量	-1705.75	-1512.79	-2978.13	-0.05	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1556.93	314.31	1281.99	-2318.00	-3077.75	-537.01
现金流量净额	397.45	121.27	504.82	-990.14	885.89	2529.83
现金及现金等价物期初余额	195.60	508.24	659.92	1090.89	100.75	986.64
现金及现金等价物期末余额	499.56	624.66	1159.48	100.75	986.64	3516.47

数据来源：广发证券发展研究中心

表 9: 国内煤炭上市公司估值比较

	PE		EPS		PB	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
神火股份	30.00	12.74	1.07	2.52	5.22	3.72
远兴能源	10.05	10.30	1.66	1.62	3.70	3.04
大同煤业	20.69	15.83	1.92	2.51	3.34	2.76
国阳新能	20.65	17.65	2.00	2.34	6.20	4.94
盘江股份	25.26	18.76	1.04	1.40	5.96	4.94
西山煤电	28.74	18.00	1.19	1.90	7.53	6.39
国投新集	27.78	19.51	0.59	0.84	4.83	4.09
露天煤业	30.71	18.88	0.83	1.35	9.62	7.72
开滦股份	27.19	21.15	0.84	1.08	5.44	4.76
恒源煤电	38.59	22.24	0.83	1.44	6.32	5.34
平庄能源	27.17	25.69	0.52	0.55	5.06	4.56
兖州煤业	24.52	20.46	0.89	1.06	3.67	3.30
平煤股份	24.24	18.53	1.14	1.49	3.90	3.61
平均	25.82	18.44			5.45	4.55

数据来源：广发证券发展研究中心

表10: 国内铝业务上市公司业绩和估值

	公司名称	最新价	EPS			P/E			PB
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
资源类	中国铝业	14.24	-0.15	0.24	0.26	-94.9	59.3	54.8	3.5
	云铝股份	13.67	0.00	0.56	0.94	3,417.5	24.4	14.5	5.6
	平均					1,661.3	41.9	34.7	4.6
电解铝生产	焦作万方	31.03	0.55	1.93	2.32	56.4	16.1	13.4	8.2
	关铝股份	9.31	-0.45	0.08	0.26	-20.9	120.0	36.1	6.4
	常铝股份	13.39	-	0.32	-	-	41.5	-	3.7

	中孚实业	26.42	0.46	1.20	1.40	57.7	22.0	18.9	7.4
	神火股份	34.72	0.92	1.64	2.02	37.6	21.2	17.2	8.9
	平均					32.7	44.2	21.4	6.9
电解铝加工类	新疆众和	19.81	0.49	0.69	0.93	40.4	28.5	21.3	4.0
	南山铝业	12.94	0.40	0.65	0.78	32.4	19.9	16.6	2.5
	东阳光铝	8.50	-	0.35	-	-	24.1	-	3.7
	平均					36.4	24.2	19.0	3.4

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、公司业绩对铝价敏感性强，铝价波动将显著影响公司业绩。
- 2、资源税改革推出将增加公司煤炭业务成本。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

神火股份(000933)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。