



煤炭/能源

神火股份 (000933)

煤铝闪耀，业绩绽放

桑永亮
 021-38676052
 sangyongliang@gtjas.com
 S0880109054282

本报告导读：

未来两年，公司电解铝业和煤炭业务将会有明确的增长，预计公司 09-12 年利润复合增长率达 40%，股价上涨空间大，增持。

投资要点：

- **电解铝产量将大幅增长。**主要原因包括：(1) 2009 年上半年由于铝价低位，公司停产部分电解铝产能，而 2010 年公司全部产能开启。(2) 神火铝业 25 万吨产能由于电力供给问题，目前仅开启 8 万吨。电力问题目前正在协商，若顺利，2010 年下半年即可开启。
- **公司正卓有成效的降低电解铝成本。**(1) 依次建设两台 60 万千瓦发电机组，每度电少耗煤 2 分钱。(2) 扩建碳素产能，最终实现全部自给。(3) 收购河南有色，实现氧化铝自给 50% 以上，降低外购成本。
- **铝价预计在需求温和增长与产能迅速扩张两个相反因素的博弈下震荡前行。**美国作为全球核心消费体，订单、开工率、消费、失业率等形成良性互动，经济温和转好，对金属的需求也稳步上升。但另一方面，国内电解铝产能扩张迅速，下半年预计将有 400 万吨产能投产，对铝价构成压力。我们判断铝价全年将是震荡横盘格局。
- **公司煤炭业务有做大的需求和机遇。**在政府鼓励兼并重组的背景下，河南现有的五大煤炭企业中，神火集团是产量最小的，有可能成为被兼并的对象，因此公司有迅速做大做强需求。而机遇则是在政府鼓励下，公司更容易收购小煤矿做大自己。在这个后有推力前无障碍的背景下，我们认为公司煤炭业务将会迎来一个高速的发展期。
- **公司 12 个月目标价 40 元，增持评级。**我们对公司电解铝和煤炭业务分别估值，认为未来 12 个月合理股价为 40 元，如果 2011 年业务进展顺利，彼时公司合理股价应为 50 元，有较大上升空间，给予增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,006	10,762	11,247	13,690	16,301
(+/-)%	42%	-10%	5%	22%	19%
经营利润 (EBIT)	2,172	1,274	2,103	3,002	4,167
(+/-)%	15%	-41%	65%	43%	39%
净利润	1,150	599	1,222	1,769	2,461
(+/-)%	40%	-48%	104%	45%	39%
每股净收益 (元)	2.30	0.80	1.63	2.36	3.28
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	18.1%	11.8%	18.7%	21.9%	25.6%
净资产收益率 (%)	39.1%	17.0%	27.2%	28.9%	29.2%
投入资本回报率 (%)	15.2%	7.7%	11.8%	16.0%	19.4%
EV/EBITDA	8.2	16.1	10.6	7.4	5.4
市盈率	14.7	42.4	20.8	14.4	10.3
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：40.00

上次预测：24.00

当前价格：33.86

2010.04.15

交易数据

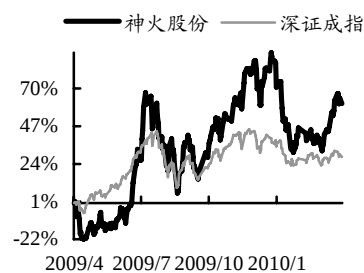
52 周内股价区间 (元)	17.71-40.63
总市值 (百万元)	25,395
总股本/流通 A 股 (百万股)	750/750
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	334

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,532
每股净资产	4.71
市净率	7.2
净负债率	264%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.04	0.40
Q2	0.25	0.40
Q3	0.25	0.41
Q4	0.27	0.42
全年	0.80	1.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	-2%	67%
相对指数	17%	1%	37%

相关报告

《煤炭产能扩张 电解铝产量收缩》	2008.11.03
《中报实现超预期增长》	2008.07.31
《中报业绩将再次给予市场惊喜》	2008.07.09
《09 年业绩大幅增长将是共识》	2008.06.09
《煤炭业务三大亮点 电解铝业务三大利》	2008.03.24

目 录

1.产能释放+压缩成本+铝价高位：铝业务否极泰来	4
1.1. 电力瓶颈缓解，原铝产能逐步释放.....	4
1.2. 向 Y 型产业链上游延伸，成本控制效果显著.....	4
1.2.1. 新建电厂，用电成本将显著降低	4
1.2.2. 扩建炭素与氧化铝厂，原料供应有保障	4
1.3. 铝价：在需求温和增长与产能迅速扩张的博弈下震荡前行.....	5
2.兼并重组背景下有动力有机遇，公司煤炭业务迎来快速增长期.....	7
3.盈利预测与估值	8
图 1 进口氧化铝价格	5
图 2 河南焦作地区炭素价格	5
图 3 美国就业状况好转	5
图 4 美国开工率逐步恢复	5
图 5 美国制造业订单缓慢复苏	6
图 6 美国消费状况好转	6
图 7 全球原铝消费缓慢增长	6
图 8 全球原铝产量增长迅速	7
图 9 河南永城地区煤炭价格	8
表 1 神火股份铝业务分布	4
表 2 2010 年电解铝确认投产的产能一览	7
表 3 2009 年河南 5 大煤炭企业产量	8
表 4 神火煤炭储量	8
表 5 对公司铝煤业务未来的预测.....	9
表 6 损益表（人民币百万元）.....	9

1. 产能释放+压缩成本+铝价高位：铝业务否极泰来

1.1. 电力瓶颈缓解，原铝产能逐步释放

神火股份电解铝产能在两个子公司神火铝业和沁阳沁澳铝业中。预计 2010、2011 年公司电解铝产量将会有大幅的增长。主要原因包括：

- 2009 年上半年由于铝价低位，公司停产部分电解铝产能，全年产量受限。而 2010 年铝价回到盈利区间，公司产能全部开启。
- 神火铝业 25 万吨产能由于电力供给问题，目前仅开启 8 万吨。电力供应问题目前正在协商，如果进展顺利，下半年即可全部开启。

据此我们判断，2010 年公司电解铝产量将达到 49 万吨，2011 年达到 59 万吨，相比 2009 年 32.2 万吨产量分别增长 52% 和 83%。

另外需要说明的是，如果后续集团将其 20 万吨电解铝产能注入上市公司，公司电解铝板块盈利能力将进一步增强。

表 1 神火股份铝业务分布

	权益	经营范围	产能(万吨)	产量(万吨)			
				2009	2010E	2011E	2012E
神火铝业	69.38%	电解铝	52	21.17	35	45	52
沁阳沁澳铝业	70%	电解铝	14	11.03	14	14	14
神火铝材	100%	铝材	5	2.76	4	5	5
阳光铝材	60%	铝材	5	2.11	4	5	5

资料来源：国泰君安证券

1.2. 向 Y 型产业链上游延伸，成本控制效果显著

1.2.1. 新建电厂，用电成本将显著降低

公司电厂目前的情况是：

拥有 6 台小火电机组，总装机容量约 50 万千瓦。由于单机功率小、煤耗高，发电成本对网电不具优势，比目前上网价 0.4308 元/KWH 还略高。

公司自建电厂的规划是：

截至 2011 年 7-8 月，建成第一台 600MW 发电机组。之后的 1-2 年内，再建一台同样的发电机组。在新建过程中，对原小火电机组逐步关停。

电厂建好后，给公司业绩带来的有益变化包括：

- 用电成本降低。机组设计标准煤耗约为 310 克/千瓦时，低于现在全国平均的 340 克/千瓦时，按吨煤 700 元算，公司发电成本比平均水平低 2 分钱。
- 两期 600MW 发电机组建成后，公司电力可实现完全自给。以 1 台 600MW 机组为例，如果全年开启，发电 52 亿度，按神火吨铝电耗 14200 度计算，可生产原铝 37 万吨。两组机组建成后，可满足公司全部电解铝生产的需要。

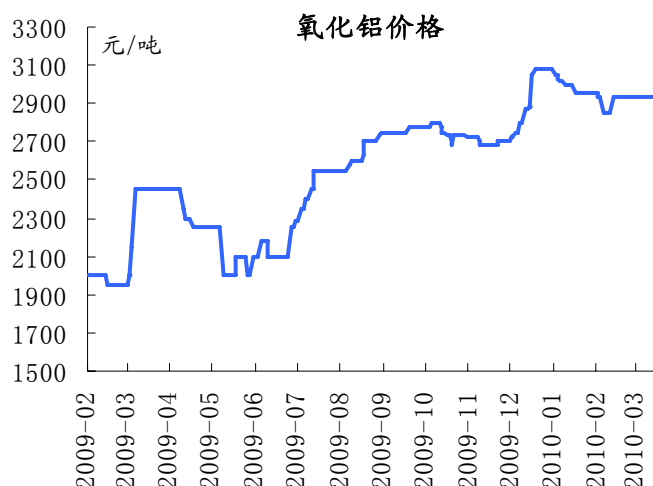
1.2.2. 扩建炭素与氧化铝厂，原料供应有保障

公司目前自产炭素 10 万吨，自给率达 2/3。目前还在扩建中，最终将实现阳极炭素全部自给。

目前公司氧化铝全部外购，但在 2010 年 3 月控股河南有色后，将实现

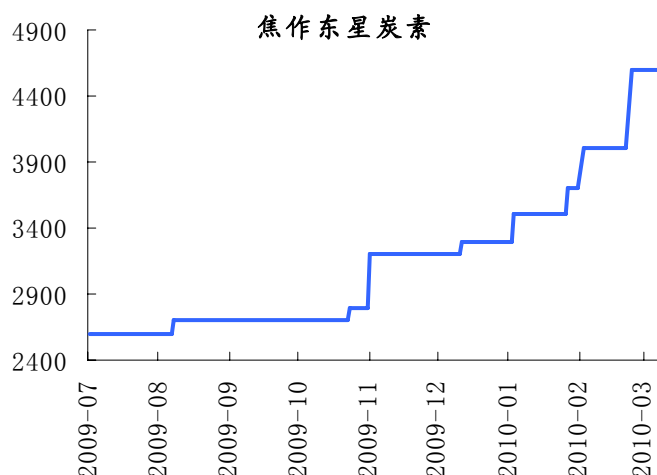
大部分氧化铝原料自给。河南有色控股 75% 的子公司汇源铝业公司目前氧化铝在产产能 35 万吨，另有部分产能技改中，完成后，汇源铝业全部氧化铝产能将达到 75 万吨，神火氧化铝自给率达到 50~60%。另外，自产氧化铝成本为 2200-2300 元/吨，相比于现在的 2800 元/吨的市场价，吨铝成本可下降 1000 元左右。

图 1 进口氧化铝价格



资料来源：百川咨询

图 2 河南焦作地区碳素价格

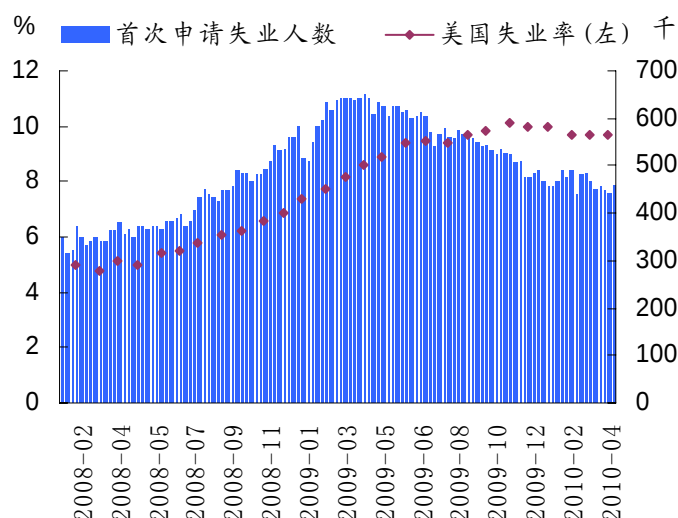


资料来源：百川咨询

1.3. 铝价：在需求温和增长与产能迅速扩张的博弈下震荡前行

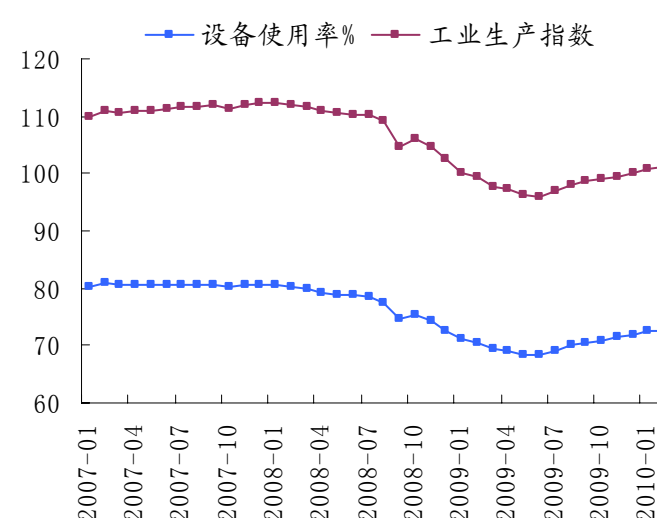
美国作为全球最大的消费体，2009 年以来经济数据持续好转，在宽松货币环境下，企业订单状况好转，进而工业生产和开工率上升，企业用工人数增加，美国失业率下降，刺激消费转好，又促进订单增加，因此我们判断美国经济进入一个良性复苏阶段。

图 3 美国就业状况好转



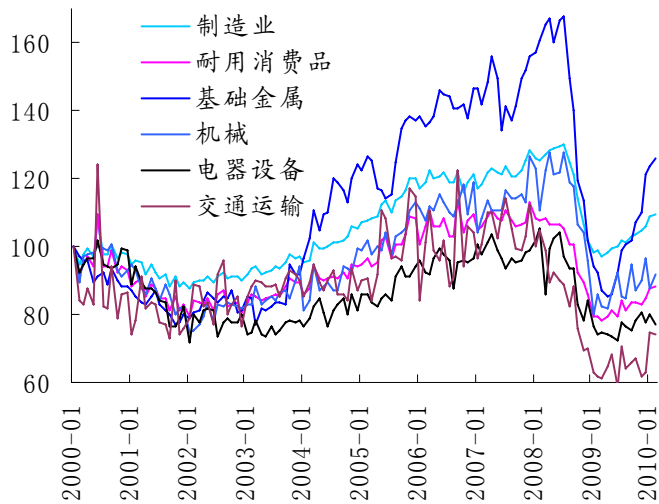
资料来源：Bloomberg

图 4 美国开工率逐步恢复



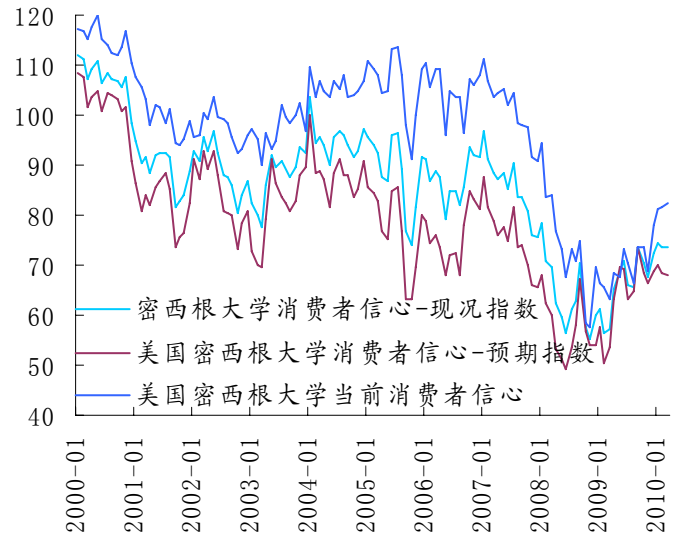
资料来源：Bloomberg

图 5 美国制造业订单缓慢复苏



资料来源: Bloomberg

图 6 美国消费状况好转

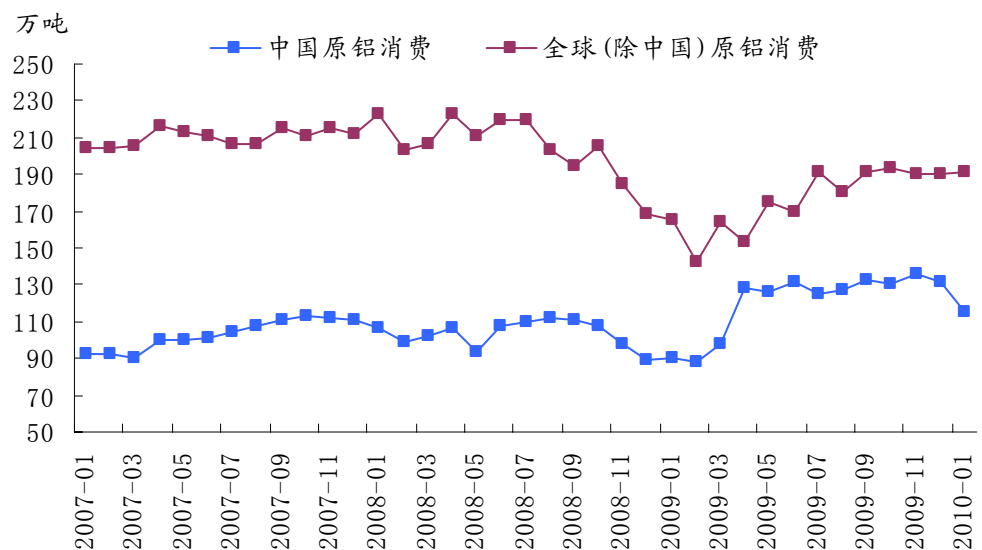


资料来源: Bloomberg

在美国等主要经济体复苏的带动下，铝消费量也在逐步增大。

图 7 全球原铝消费缓慢增长

资料来源: WBMS



但我们也要看到电解铝产量也有迅速扩大的趋势。

- 国外电解铝产能目前开工率 85%左右，另外根据 IAI 统计，全球（除中国）电解铝产能增长 4%，达到 2730 万吨/年。我们预计国外电解铝产量 2010 年增长 10%左右。
- 国内电解铝产能增长要快很多。目前国内电解铝产能 1950 万吨/年，开工率 91%，到 2010 年下半年，陆续将有超过 400 万吨/年的新产能投产，总产能达到近 2400 万吨/年，产量增长 20%。产量的大幅增长无疑会对铝价构成压力。

综上，铝价既受需求上升的支撑，又受产量快速增长的压制，我们判断，全年铝价将会震荡前行，小幅上涨。

图 8 全球原铝产量增长迅速

资料来源: WBMS

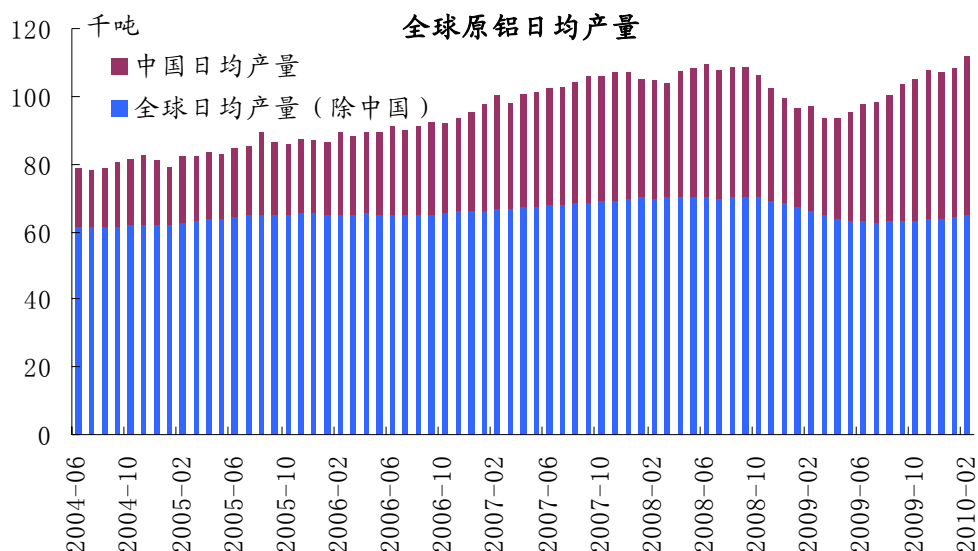


表 2 2010 年电解铝确认投产的产能一览

公司名称	2010 年新增产能 (万吨/年)	备注
信发集团	36.8	建在新疆, 2010 年 8 月投产
	14	广西信发扩建, 2010 年 5 月投产
山东魏桥	80	2010 年投产 40 万吨
河南神火	20	2010 年上半年基本能全部投产, 目前已开
锦宁铝业	35	建在中宁, 锦江集与秦毅合办, 2010 年可投产
东方希望	70	2009 年投产 25 万吨, 剩余 45 万吨 2010 年投产
重庆天泰	10	2010 年开建, 可能四季度开工
博赛矿业阿坝铝厂	25	
中铝连城	38	2010 年投建, 年内建成并部分投产
山西兆丰	13	2010 年二季度投产
霍煤鸿骏	38	2010 年 38 万吨新产能建成, 部分投产。2011 年还有 35 万吨产能投建
遵义金兰伟明铝业	7	原来的 3 万吨产能改造成 10 万吨, 年底可投产
中铝遵义铝厂	10	2010 年四季度可以投产
中铝广西分公司	20	2010 年可部分投产
总计	416.8	

资料来源: 国泰君安证券

2. 兼并重组背景下有动力有机遇, 公司煤炭业务迎来快速增长期

政府希望全省建成三家特大型煤炭企业。2010 年 3 月份出台的《河南省煤炭企业兼并重组实施意见》提出, 到 2010 年年底, 全省要力争建成 3 个年产 5000 万吨的特大型煤炭企业。

政府鼓励兼并重组小企业。据河南煤炭兼并重组方案, 2010 年, 河南省骨干煤炭企业控制的煤炭资源量占全省民用煤炭资源量的 85%以上, 产量占全省总产量的 75%以上。去年河南国有重点煤矿 1.29 亿吨, 占比 58%, 现今要将 58%提高到 85%的比例, 意味着纳入兼并主体的产量约为 6000 万吨。

因此, 神火有做大的需求和机遇。河南现有的 5 家大型煤炭企业中, 神

火集团是产量最小的，有可能成为被兼并的对象，因此公司有迅速做大做强需求。而机遇则是在政府鼓励下，公司更容易收购小煤矿做大自己。在这个后有推力前无障碍的背景下，我们认为公司煤炭业务将会迎来一个快速的发展期。

表 3 2009 年河南 5 大煤炭企业产量

企业	河南煤化工	平煤神马	义煤	郑煤集团	神火集团
产量 (万吨)	5698	4500	2186	1669	570

资料来源：国泰君安证券

表 4 神火煤炭储量

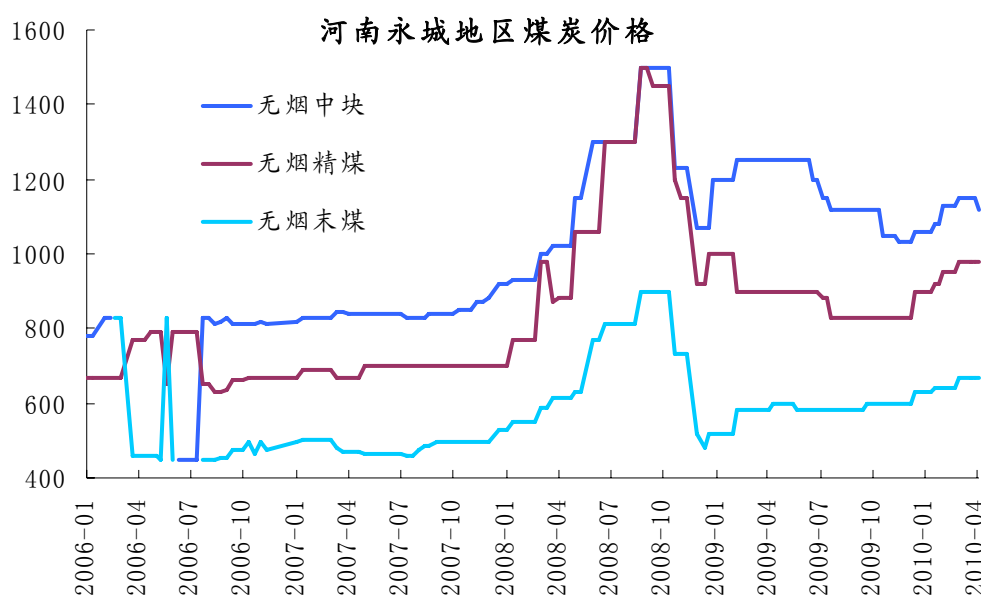
	矿井名称	权益	地质储量	主要煤种	产能	产量			
						2009	2010	2011	2012
永城矿区	新庄	100%	9864	无烟煤	240	240	240	240	240
	薛湖	100%	20210	贫煤	120	60	90	120	120
	葛店	100%	7865	无烟煤	90	80	80	80	90
	刘河	100%	2268	贫煤	45	40	40	45	45
许昌矿区	梁北	100%	25680	贫煤	300	80	100	150	200
	泉店	98%	13900	贫煤	120	60	100	120	120
	庇山	67%	460	贫煤	30	10	20	30	30
	边沟	51%	814	贫煤	30	0	25	30	30
郑州矿区	李岗	70%	12641	贫煤	120	0	0	0	30
	赵家寨矿	39%	33738	贫煤	300	0	300	300	300
山西矿区	高家庄	100%	99400	贫煤	800	0	0	0	100
总计						570	695	815	1005
权益合计						565.5	732.6	905	1086

资料来源：国泰君安证券

注：由于赵家寨矿权益只有 39%，因此在总计中不计入，在权益中计入

图 9 河南永城地区煤炭价格

资料来源：煤炭资源网



3. 盈利预测与估值

我们对公司业绩的预测建立在表 5 所示的对公司各业务未来发展的判断上。

表 5 对公司铝煤业务未来的预测

		2010E	2011E	2012E
电解铝	售价(元/吨, 不含税)	14200	14500	14800
	销量(万吨)	49	59	66
	吨铝成本(元/吨, 不含税)	13091	12219	12098
煤炭	售价(元/吨, 不含税)	600	650	700
	销量(万吨)	695	815	1005
	销售成本(元/吨, 不含税)	300	325	350

资料来源: 国泰君安证券

在以上判断下, 神火股份 2010 年、2011 年 EPS 分别为 1.63 和 2.36 元。2010 年 1.63 元的 EPS 中, 煤炭贡献 1.29 元, 电解铝贡献 0.34 元。按煤炭板块 20 倍、电解铝板块 25 倍市盈率计算, 股价 34.3 元。2010 年 2.36 元的 EPS 中, 煤炭贡献 1.62 元, 电解铝贡献 0.74 元。按煤炭板块 20 倍、电解铝板块 25 倍市盈率计算, 股价 50.9 元。那么, 未来 12 个月目标价为 $(34.3 \times 2 + 50.9 \times 1) \div 3 \approx 40$, 股价有 20% 的上涨空间。如果 2011 年公司业务进展顺利, 那么从现在到 2011 年底股价还有 70% 的空间。我们给予公司增持评级。

表 6 损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	8,484	12,006	10,762	11,128	13,853	16,803
营业成本	-6,197	-9,350	-8,905	-8,500	-9,858	-11,502
毛利	2,287	2,656	1,857	2,628	3,994	5,301
营业税金及附加	-77	-86	-90	-93	-116	-141
营业费用	-78	-133	-170	-176	-219	-265
管理费用	-248	-266	-322	-333	-415	-503
息税前利润 (EBIT)	1,883	2,172	1,274	2,026	3,244	4,391
财务费用	-278	-402	-429	-242	-215	-89
资产减值损失	-7	-192	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-22	0	0	0
投资收益	8	23	-22	2	2	2
营业利润	1,606	1,600	821	1,786	3,032	4,304
营业外收支	16	7	76	33	39	49
税前利润	1,622	1,607	897	1,818	3,070	4,354
所得税	-492	-451	-306	-561	-952	-1,393
净利润	1,130	1,157	591	1,258	2,118	2,961
少数股东损益	311	7	-9	109	215	348
归属于母公司的净利润	819	1,150	599	1,149	1,903	2,612
每股收益	1.64	2.30	0.80	1.53	2.54	3.48

资料来源: 国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		