



30 April 2010 | 7 pages

## 神火股份(000933)

## 铝业走出低谷推动业绩爆发

## ——神火股份调研简报

姓名: 史海昇 执业证书编号: S1230209120122  
 86-21-6471 8888-1117  
 zsyj@stocke.com.cn

## 本报告导读:

- 煤炭业务稳步扩张保证盈利持续增长
- 电解铝走出困境助推业绩增长
- 估值偏低, 投资建议: 买入

## 投资要点:

## ■ 煤炭业务稳步扩张保证盈利持续增长

公司现有永城、许昌两个生产矿区, 共 6 对生产矿井, 核定产能约 700 万吨, 其中, 09 年正式投入生产的薛湖 (120 万吨)、泉店 (120 万吨) 煤矿是未来两年公司煤炭产量增长的主要源泉, 预计 2010-2012 年两矿合计产量将达到 150 万吨、210 万吨和 270 万吨, 分别贡献新增产量 75 万吨、60 万吨和 60 万吨。

此外, 公司拥有多个续建、计划改扩建和新建的矿井项目。在未来几年内, 公司将陆续启动郑州李岗、山西左权高家庄等矿井的建设项目, 葛店矿、刘河矿和梁北矿等矿井改扩建和边沟矿、庇山矿等中小煤矿整合。预计 2012 年公司煤炭产量将超过 1000 万吨/年。

公司煤种为优质无烟煤 (永城矿区) 和贫瘦煤 (许昌矿区), 因此盈利能力高于行业平均水平, 2010 年一季度吨煤利润总额高达 220 元/吨。精煤洗出率更高的许昌矿区 (精煤洗出率 70%) 煤炭产量增长更快, 公司精煤销量占比将逐步提高, 因此即使在不考虑洗精煤售价上涨的情况下, 公司平均煤价也会逐年上升。

在量价同步上升的背景下, 公司煤炭业务的盈利水平将稳步增长。假设全年吨煤盈利能力保持 1 季度水平, 以全年煤炭产量 680 万吨计, 煤炭业务可实现净利润 11.2 亿元, 折合每股收益 1.5 元。

## ■ 电解铝走出困境助推业绩增长

公司现有电解铝产能 50 万吨/年, 铝材加工能力 10 万吨/年。2009 年在金融危机的影响下, 国内外铝价大幅下降导致公司电解铝业务净亏损约 2 亿元, 从而导致公司净利润大幅下降。随着国内外经济状况的好转, 公司电解铝业务盈利能力逐步恢复, 至 2010 年 1 季度吨铝净利润已达到 1000 元以上。

目前公司电解铝业务已实现满负荷生产, 预计全年可实现电解铝及铝加工产品产量 50 万吨, 保守假设吨铝净利润 800 元/吨, 全年可实现净利润 4 亿元, 折合每股收益约 0.53 元/吨。

电力、氧化铝和炭块占到电解铝总成本的 80%, 其中电力成本占总成本 45% 左右。公司可实现电力和炭块自给, 2009 年收购河南有色后电解铝自给率可达到 40%, 原料自给率的提高有利于电解铝生产的成本控制, 可大大提高公司电解铝业务盈利能力的稳定性。公司在建的 600 兆瓦超临界机组投产后, 发电成本将大大降低, 从而进一步降低公司电解铝生产成本。

评级: 买入

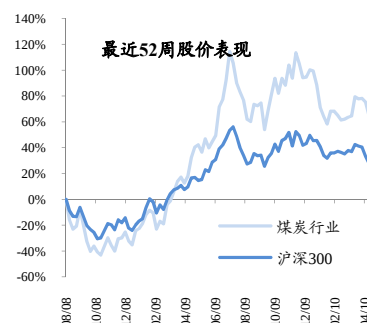
上次评级: 买入

目标价格: ¥ 0.00

上次预测: ¥ 0.00

当前价格: ¥ 30.76

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2009 | 0.55 |
| 2Q/2009 | 0.47 |
| 3Q/2009 | 0.59 |
| 4Q/2009 | 0.43 |



报告撰写人: 史海昇

报告数据支持人: 田加伟





## ■ 估值偏低, 投资建议: 买入

在暂不考虑河南有色并表的情况下, 预计 2010-2012 年公司可实现营业收入 138.19 亿元、156.47 亿元和 196.01 亿元, 实现 EPS 2.04 元、2.49 元和 3.14 元, 分别同比增长 257%、22%和 26%, 对应当前股价的动态市盈率分别为 16.6 倍、13.6 倍和 10.8 倍。公司业绩快速持续增长, 估值明显偏低, 给与买入评级。

表 1: 公司主要财务指标 (百万元)

| 主要财务指标    | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 10762 | 13819 | 15647 | 19601 |
| 同比(%)     | -10%  | 28%   | 13%   | 25%   |
| 归属母公司净利润  | 599   | 2141  | 2614  | 3293  |
| 同比(%)     | -47%  | 257%  | 22%   | 26%   |
| 毛利率(%)    | 17.3% | 31.7% | 33.4% | 32.8% |
| ROE(%)    | 17.5% | 40.5% | 34.9% | 32.1% |
| 每股收益(元)   | 0.80  | 2.04  | 2.49  | 3.14  |
| P/E       | 42.33 | 16.59 | 13.59 | 10.79 |
| P/B       | 7.41  | 6.72  | 4.75  | 3.46  |
| EV/EBITDA | 17    | 7     | 6     | 5     |

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

表 2: 公司重要产品产量预测 (万吨)

|                  | 2010E      | 2011E      | 2012E       |
|------------------|------------|------------|-------------|
| <b>煤炭产量</b>      |            |            |             |
| 永成矿区             | 480        | 530        | 595         |
| 新庄煤矿             | 275        | 275        | 275         |
| 葛店煤矿             | 75         | 85         | 100         |
| 刘河煤矿             | 40         | 50         | 70          |
| 薛湖煤矿             | 90         | 120        | 150         |
| <b>许昌矿区</b>      | <b>210</b> | <b>320</b> | <b>440</b>  |
| 梁北煤矿             | 100        | 150        | 200         |
| 泉店煤矿             | 60         | 90         | 120         |
| 鹿山煤矿             | 25         | 40         | 60          |
| 边沟煤矿             | 25         | 40         | 60          |
| <b>合计</b>        | <b>690</b> | <b>850</b> | <b>1035</b> |
| <b>电解铝及铝加工产品</b> |            |            |             |
| 电解铝              | 50         | 50         | 60          |
| 铝板带              | 8          | 10         | 10          |

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所





表 3: 煤炭资源相关资料统计(万吨)

|             | 权益比例   | 煤种  | 地质储量   | 可采储量  | 设计产能 | 服务年限 | 备注                |
|-------------|--------|-----|--------|-------|------|------|-------------------|
| <b>永成矿区</b> |        |     |        |       |      |      |                   |
| 新庄煤矿        | 100.0% | 无烟煤 | 9864   | 6122  | 240  | 23   | 实际产能 280 万吨       |
| 葛店煤矿        | 100.0% | 无烟煤 | 7865   | 3026  | 90   | 32   | 2012 年产能将达 120 万吨 |
| 刘河煤矿        | 100.0% | 贫煤  | 2268   | 1060  | 45   | 25   | 2012 年产能将达 75 万吨  |
| 薛湖煤矿        | 100.0% | 贫煤  | 20210  | 9457  | 120  | 55   | 2012 年产能将达 180 万吨 |
| 苗村煤矿        | 100.0% | 无烟煤 | 22100  | 13000 | 180  | 49   | 矿井处于勘探阶段          |
| 小计          |        |     | 62307  | 32665 | 675  |      |                   |
| <b>许昌矿区</b> |        |     |        |       |      |      |                   |
| 梁北煤矿        | 100.0% | 贫煤  | 25680  | 13000 | 90   | 103  | 2012 年产能将达 240 万吨 |
| 泉店煤矿        | 82.0%  | 贫煤  | 13900  | 8115  | 120  | 51   | 10 年计划产量 100 万吨   |
| 庇山煤矿        | 67.0%  | 贫煤  | 460    | 320   | 30   | 8    | 2012 年产能将达 60 万吨  |
| 昌隆煤矿        |        | 贫煤  | 4266   | 1191  | 45   | 19   | 矿井处于勘探阶段          |
| 边沟煤矿        | 51.0%  | 贫煤  | 814    | 537   | 30   | 13   | 2012 年产能将达 60 万吨  |
| 小计          |        |     | 45120  | 23163 | 315  |      |                   |
| <b>郑州矿区</b> |        |     |        |       |      |      |                   |
| 李岗煤矿        | 70.0%  | 贫煤  | 12641  | 7745  | 120  | 46   | 矿井处于筹建阶段          |
| 赵家寨煤矿       | 39.0%  | 贫煤  | 33738  | 18406 | 300  | 44   | 矿井已投产             |
| 小计          |        |     | 46379  | 26151 | 420  |      |                   |
| <b>山西矿区</b> |        |     |        |       |      |      |                   |
| 高家庄煤矿       | 100.0% | 贫煤  | 106293 | 59654 | 600  | 71   | 矿井处于勘探阶段          |
| <b>其他矿区</b> |        |     |        |       |      |      |                   |
| 石井煤矿        | 75.0%  | 无烟煤 | 9746   | 6324  | 120  | 37   | 矿井处于勘探阶段          |
| 扒村煤矿        | 100.0% | 贫瘦煤 | 13000  | 6100  |      |      | 矿井处于勘探阶段          |

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所





## Focus

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 5453        | 5317         | 6733         | 9005         | <b>营业收入</b>     | 10762       | 13819        | 15647        | 19601        |
| 现金             | 2455        | 2073         | 3106         | 4281         | 营业成本            | 8905        | 9434         | 10424        | 13163        |
| 应收账款           | 112         | 352          | 388          | 535          | 营业税金及附加         | 90          | 113          | 123          | 160          |
| 其它应收款          | 246         | 324          | 365          | 455          | 营业费用            | 170         | 207          | 235          | 294          |
| 预付账款           | 1242        | 1168         | 1320         | 1710         | 管理费用            | 322         | 415          | 469          | 588          |
| 存货             | 999         | 1029         | 1102         | 1416         | 财务费用            | 429         | 535          | 589          | 603          |
| 其他             | 399         | 371          | 452          | 607          | 资产减值损失          | -20         | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 13502       | 15680        | 17883        | 20113        | 公允价值变动收益        | -22         | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 554         | 554          | 554          | 554          | 投资净收益           | -22         | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 9422        | 11895        | 14019        | 15972        | <b>营业利润</b>     | 821         | 3115         | 3806         | 4794         |
| 无形资产           | 1090        | 1288         | 1527         | 1796         | 营业外收入           | 87          | 44           | 49           | 60           |
| 其他             | 2436        | 1944         | 1784         | 1791         | 营业外支出           | 11          | 11           | 11           | 11           |
| <b>资产总计</b>    | 18955       | 20997        | 24616        | 29118        | <b>利润总额</b>     | 897         | 3149         | 3845         | 4843         |
| <b>流动负债</b>    | 9740        | 9133         | 9484         | 10529        | 所得税             | 306         | 945          | 1153         | 1453         |
| 短期借款           | 3533        | 4168         | 3819         | 3634         | <b>净利润</b>      | 591         | 2204         | 2691         | 3390         |
| 应付账款           | 1164        | 1141         | 1173         | 1518         | 少数股东损益          | -9          | 63           | 77           | 97           |
| 其他             | 5042        | 3824         | 4492         | 5377         | <b>归属母公司净利润</b> | 599         | 2141         | 2614         | 3293         |
| <b>非流动负债</b>   | 4630        | 5458         | 6455         | 7047         | EBITDA          | 1977        | 4603         | 5637         | 6930         |
| 长期借款           | 4393        | 5231         | 6168         | 6797         | EPS (元)         | 0.80        | 2.04         | 2.49         | 3.14         |
| 其他             | 238         | 227          | 287          | 250          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 14370       | 14591        | 15939        | 17576        | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 1053        | 1116         | 1193         | 1290         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 750         | 1050         | 1050         | 1050         | 营业收入            | -10.4%      | 28.4%        | 13.2%        | 25.3%        |
| 资本公积           | 236         | 236          | 236          | 236          | 营业利润            | -47.7%      | 279.4%       | 22.2%        | 26.0%        |
| 留存收益           | 2436        | 4003         | 6198         | 8966         | 归属于母公司净利润       | -46.8%      | 257.2%       | 22.1%        | 26.0%        |
| 归属母公司股东权益      | 3422        | 5290         | 7484         | 10252        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 18955       | 20997        | 24616        | 29118        | 毛利率             | 17.3%       | 31.7%        | 33.4%        | 32.8%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 5.6%        | 15.5%        | 16.7%        | 16.8%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE             | 17.5%       | 40.5%        | 34.9%        | 32.1%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC            | 7.5%        | 18.0%        | 19.1%        | 20.6%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 1321        | 2436         | 4813         | 5566         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 591         | 2204         | 2691         | 3390         | 资产负债率           | 75.8%       | 69.5%        | 64.8%        | 60.4%        |
| 折旧摊销           | 727         | 953          | 1242         | 1534         | 净负债比率           | 64.88%      | 71.43%       | 69.61%       | 66.04%       |
| 财务费用           | 429         | 535          | 589          | 603          | 流动比率            | 0.56        | 0.58         | 0.71         | 0.86         |
| 投资损失           | 22          | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 0.46        | 0.47         | 0.59         | 0.72         |
| 营运资金变动         | -611        | -1099        | 271          | 17           | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其它             | 163         | -158         | 20           | 23           | 总资产周转率          | 0.63        | 0.69         | 0.69         | 0.73         |
| <b>投资活动现金流</b> | -2244       | -3103        | -3444        | -3776        | 应收账款周转率         | 31          | 60           | 42           | 42           |
| 资本支出           | 1577        | 2900         | 3200         | 3500         | 应付账款周转率         | 8.59        | 8.19         | 9.01         | 9.78         |
| 长期投资           | -673        | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他             | -1340       | -203         | -244         | -276         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.57        | 2.04         | 2.49         | 3.14         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 919         | 285          | -336         | -614         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.26        | 2.32         | 4.58         | 5.30         |
| 短期借款           | -841        | 635          | -350         | -185         | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.26        | 5.04         | 7.13         | 9.76         |
| 长期借款           | 2041        | 839          | 937          | 629          |                 |             |              |              |              |





| Focus  |      |       |      |       |           |       |       |       |       |
|--------|------|-------|------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 普通股增加  | 250  | 300   | 0    | 0     | 估值比率      |       |       |       |       |
| 资本公积增加 | 39   | 0     | 0    | 0     | P/E       | 42.33 | 16.59 | 13.59 | 10.79 |
| 其他     | -570 | -1488 | -923 | -1059 | P/B       | 7.41  | 6.72  | 4.75  | 3.46  |
| 现金净增加额 | -5   | -382  | 1033 | 1176  | EV/EBITDA | 17    | 7     | 6     | 5     |

## 浙商证券研究团队

## 浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划  
吴鹏飞  
+86 21 6474 7752  
wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较  
詹诗华  
+86 21 6471 3765  
zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售  
毛亚莉  
+86 21 6431 8893  
maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心  
吕小萍  
+86 571 8790 1937  
lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程  
姚小军  
+86 21 6471 7903  
yaoxiaojun@stocke.com.cn

## 宏观·策略团队

首席经济学家  
闻岳春  
+86 21 6471 6089  
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析  
潘立彬  
+86 21 6431 6026  
panlibin@stocke.com.cn

宏观经济  
陶敬刚  
+86 21 6471 8888-1104  
taojingang@stocke.com.cn

宏观  
李瑞  
+86 21 6471 8888-1211  
lirui@stocke.com.cn

策略  
王伟俊  
+86 21 6471 8888-1277  
wangweijun@stocke.com.cn

策略  
张延兵  
+86 21 6431 8952  
zhangyanbing@stocke.com.cn

## 行业团队

电力设备行业  
史海昇  
+86 21 6471 8888-1737  
shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业  
戴方  
+86 21 6471 8888-1219  
daifang@stocke.com.cn

商贸行业  
程艳华  
+86 21 6471 8888-1212  
chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业  
马春霞  
+86 21 6471 8888-1270  
machunxia@stocke.com.cn





煤炭行业  
田加伟  
+86 21 6471 8888-1117  
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业  
代鹏举  
+86 21 6471 8888-1206  
daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业  
李冬  
+86 21 6471 8888-1807  
lidong@stocke.com.cn

通信行业  
徐昊  
+86 21 6471 8888-1702  
xuhao@stocke.com.cn

有色行业  
林建  
+86 21 6471 8888-1286  
linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业  
金嫣  
+86 21 6471 8888-1241  
jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业  
黄薇  
+86 21 6471 8888-1813  
huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业  
范飞  
+86 21 6471 8888-1119  
fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业  
姜恩铸  
+86 21 6471 8888-1121  
jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业  
葛越  
+86 21 6471 8888-1281  
geyue@stocke.com.cn

公用事业行业  
袁佳平  
+86 21 6471 8888-1814  
yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业  
许光兵  
+86 21 6471 8888-1805  
xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业  
张俊宇  
+86 21 6471 8888-1801  
zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业  
刘迟到  
+86 21 6471 8888-1225  
Liuchidao@stocke.com.cn

### 金融工程团队

金融工程与衍生品  
邱小平  
+86 21 6471 8888-1701  
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金  
陆靖昶  
+86 21 6471 8888-1254  
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券  
鲍翔  
+86 21 6471 8888-1105  
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术  
李思明  
+86 21 6474 6780  
lisiming@stocke.com.cn

信息技术  
张雷  
+86 21 6471 8888-1740  
zhanglei@stocke.com.cn

### 研究服务团队

研究服务  
毛亚莉  
+86 21 6431 8893  
maoyali@stocke.com.cn

研究服务  
魏志羽  
+86 21 6471 8888-1106  
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务  
徐路鹏  
+86 21 6471 8888-1700  
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务  
张燕华  
+86 21 6471 8888-1287  
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务  
金肖男  
+86 21 6471 8888-1824  
jinxn@stocke.com.cn

### 浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

### 浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数



**特别声明:**

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

**浙商证券研究所**

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码: 200031

电话: (8621)64718888

传真: (8621)64713795

浙商证券网址: [www.stocke.com.cn](http://www.stocke.com.cn)