

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 安 鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

自建矿和整合小矿保证未来业绩增长

事件描述

神火股份今日发布 2010 年半年报, 其主要内容为:

- 公司上半年煤炭产量 361.63 万吨, 同比上涨 26.41%, 销售 361.10 万吨, 同比上涨 36.6%; 生产铝及铝制品 29.37 万吨, 同比增长 103.82%, 销售 28.81 万吨, 同比上涨 77.95%。
- 公司上半年实现营业收入 93.91 亿元, 同比增长 127.7%; 利润总额 10.06 亿元, 同比增长 288.35%; 归属于母公司所有者的净利润 7.36 亿元, 同比增长 241.37%。实现基本每股收益 0.701 元 (其中二季度实现 0.151 元), 加权净资产收益率 18.99%, 同比增长 11.91 个百分点。

事件评论

第一, 煤炭业务: 量价齐升推动业绩大幅增长

公司上半年公司煤炭业务业绩大幅提升, 营业收入和营业成本分别为 25.6 亿元和 11.9 亿元, 同比增长 67.46%和 47.29%, 毛利率为 53.63%, 较去年同期上升 6.35 个百分点。业绩的增长来源于两个方面: (1) 煤炭产销量大幅增长; (2) 煤价较去年同期上涨; (3) 吨煤成本略有下降。

- 上半年煤炭产量 361.63 万吨, 同比上涨 26.41%, 销售 361.10 万吨, 同比上涨 36.6%; 预计产量增长主要来源于去年投产的薛湖和泉店煤矿, 2009 年两矿产量分别为 39 万吨和 46 万吨, 预计今年将分别达到 100 万吨和 90 万吨。
- 上半年公司煤炭销售均价为 708.12 元/吨, 较 2009 年上半年和 2009 年全年分别上涨 8.70%和 22.91%。同时, 公司主要代表煤种永城无烟块煤和精煤较去年同期也上涨了 17%和 5%左右。公司目前各煤种售价较去年全年均有明显上涨, 其中洗混煤上涨 48%, 瘦精煤上涨 40%, 无烟精煤, 洗末煤和洗中块的涨幅均在 30%-40%之间。
- 公司吨煤成本同比下降, 上半年平均吨煤成本为 327.35 元/吨, 而 2009 年上半年和全年的成本分别为 357.43 元/吨和 323.13 元/吨。
- 公司参股的河南新郑煤电公司下的赵家寨煤矿, 2009 年产量约 100 万吨, 2010 年预计产量将达到 300 万吨, 上半年为公司贡献投资收益 3970 万元, 折合 EPS 约 0.038 元。

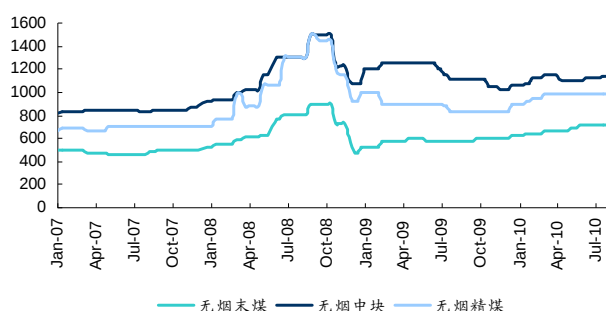
表 1: 公司煤炭业务历年售价和成本情况

	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1
--	------	------	------	--------	------	--------

煤炭产量	408.62	422.59	480.67	286.06	572.04	361.62
煤炭销量	410.39	423.62	498.15	264.93	557.94	361.1
综合售价	419.68	442.89	774.08	651.45	576.11	708.12
吨煤成本	216.29	229.17	341.21	357.43	323.13	327.35
吨煤毛利	203.39	213.72	432.87	294.02	252.98	380.77
毛利率	48.23%	48.03%	55.79%	44.98%	43.74%	53.63%

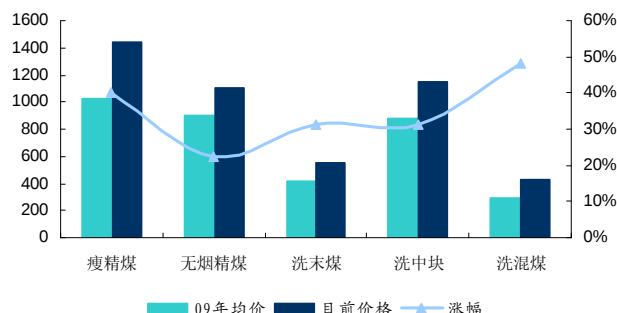
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：公司煤炭产品无烟末煤和无烟精煤价格同比上涨



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 2：公司各煤种价格较去年全年上涨 30%以上



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，铝业务继续吞噬公司利润，但较去年明显好转

公司上半年铝业继续亏损，营业收入和营业成本分别为 54.42 亿元和 52.77 亿元，同比增长 179.35%和 157.62%，毛利率为 3.02%，较去年增长 8.22 个百分点。营业利润为-2.13 亿元，对 EPS 的负面影响约为 0.15 元。

- 公司生产铝及铝制品 29.37 万吨，同比增长 103.82%，销售 28.81 万吨，同比上涨 77.95%。
- 公司铝产品的综合售价和成本较去年同期分别上涨 42%和 28%，吨铝产品毛利为 570 元/吨，同比明显好转，但仍然处于亏损状态，对 EPS 负面影响约为 0.15 元。
- 公司主要铝产品电解铝的市场价格波动也较大，上半年均价较去年同期和全年分别增长 22.6%和 13.6%。但 5 月份以来，受政策调控影响，电解铝价格快速下滑，5、6 月份均价较 1-4 月份平均下降 10%左右，影响了公司二季度的业绩。不过，近期电解铝价格又有所回升从最低点 14350 元/吨上升至 15100 元/吨。
- 其它影响公司电解铝业务的因素有：（1）投资铝锭期货合约，上半年盈利为 2696 万元；（2）公司上半年电解铝业务资产减值损失为 4904 万元，主要为子公司神火铝业和沁澳铝业计提的跌价损失。

表 2：公司铝业务历年售价和成本情况

	2007	2008	2009H1	2009	2010H1
铝产品产量	37.14	40.94	12.72	37.07	29.37
铝产品销量	36.18	41.65	14.53	38.99	28.81
铝产品综合售价	16679	17587	13290	14294	18888

吨铝成本	13125	17010	14347	13424	18318
吨煤毛利	3554	577	-1057	871	570
毛利率	21.31%	3.28%	-7.96%	6.09%	3.02%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：二季度开始电解铝价格开始下降，近期又有回升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第三，未来最大看点：煤矿业务依靠自建矿投产和小矿整合快速成长

公司目前在产矿井主要包括新庄煤矿、葛店煤矿、梁北煤矿、刘河煤矿 4 对生产矿井，2008 年底建成的薛湖和泉店煤矿也于去年开始投产。2009 年煤炭产量 572.04 万吨，公司近两年的产量增长主要来源于：

（1）泉店和薛湖矿井的达产，去年产量分别为 39 万吨和 46 万吨，预计今年分别为 100 万吨和 90 万吨。未来有望分别扩产至 180 万吨；

（2）边沟和庇山煤矿：公司前期整合的边沟和庇山矿设计产能是 30 万吨，预计 2010 年的产量将分别达到 25 万吨，明年能够达产；

（3）梁北煤矿：目前核定产能为 90 万吨，项目目前正在进行改扩建，改扩建后将达到 240 万吨，预计将于 2012 年建成投产；

（4）公司参股的赵家寨煤矿，去年产量约为 100 万吨，今年预计达到 300 万吨左右，投资收益有望达到 1 亿元左右；

（5）除了上述六对矿井，公司的后备项目充足，主要包括李岗煤矿，石井煤矿和高家庄煤矿，计划产能分别为 120 万吨，90 万吨和 600 万吨，目前都处于勘探阶段。

除此之外，公司积极参与河南省小矿整合工作，截至 6 月底已通过全资子公司许昌神火矿业集团有限公司分别与 30 家被兼并重组煤矿的股东方签订了重组协议，其中包括河南省禹州矿区的 29 家煤矿及信阳市杨山煤矿，新增地质储量约 1.7 亿吨，可采储量约 5335 万吨，（公司永城矿区和许昌矿区合计地质储量为 9.1 亿吨，剩余可采储量为 45900 万吨），提升幅度分别达到 19%和 27%。各矿井年生产能力均在 15-30 万吨之间，简单相加整合后的产能有望达到 600 万吨（2009 年公司产量为 600 万吨）。目前，各矿井已经注册预核准，并经兼并重组小组审批同意，正在办理采矿权变更、安全评价、注册变更登记等工作。

表 3：公司未来产量预测

名称	权益	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
----	----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

新庄煤矿	100%	248	225	260	278	250	240	240
葛店煤矿	100%	82	78	74	74	75	70	70
梁北煤矿	98%	96	90	103	95	100	140	180
刘河煤矿	100%	-	30	37	40	40	45	45
薛湖煤矿	100%	-	-	-	46	90	140	180
泉店煤矿	82%	-	-	-	39	100	140	180
边沟煤矿	51%	-	-	-	-	25	30	45
庇山煤矿	67%	-	-	-	-	25	30	45
赵家沟煤矿	39%					100	300	300
合计（不含赵家寨）		426	423	474	572	705	835	985
权益产量		424	421	472	563	704	899	1029

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第四，下半年铝业务仍面临风险，但看好煤炭业务成长性，预计 2010 年 EPS 为 1.405 元，维持“推荐”评级

二季度开始电价铝价格大幅回调，导致公司铝业务亏损，考虑到受经济增速下滑，推进节能减排，取消高耗能优惠电价等因素影响，下半年铝价难以大幅回升，预计全年电价铝价格在 15500 万元/吨左右，仍然处于亏损的状态。但我们看好煤炭业务产量的快速扩张（不考虑整合小矿，2010 年-2012 年权益产量的复合增长率为 22%），并认为公司离消费地较近，煤炭价格较其他地区更有优势。

预计 2009 年，2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.409 元，1.887 元和 2.332 元，2010 年对应的 PE 为 14.04 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10762	16418	20480	22372	货币资金	2455	1642	6006	10725
营业成本	8905	12727	15855	16892	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1857	3691	4625	5480	应收账款	358	543	678	740
% 营业收入	17.3%	22.5%	22.6%	24.5%	存货	999	1380	1719	1831
营业税金及附加	90	138	172	188	预付账款	1242	1762	2196	2339
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	170	263	328	358	流动资产合计	5453	5934	11359	16465
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	322	493	614	671	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	554	585	614	649
财务费用	429	347	230	211	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.0%	2.1%	1.1%	0.9%	固定资产合计	11721	10306	8705	6896
资产减值损失	-20	17	12	5	无形资产	1090	1036	984	935
公允价值变动收益	-22	0	0	0	商誉	35	35	35	35
投资收益	-22	31	33	34	递延所得税资产	101	4	3	1
营业利润	821	2465	3302	4081	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.6%	15.0%	16.1%	18.2%	资产总计	18955	17901	21701	24982
营业外收支	76	0	0	0	短期贷款	4931	94	0	0
利润总额	897	2465	3302	4081	应付款项	3775	5432	6768	7208
% 营业收入	8.3%	15.0%	16.1%	18.2%	预收账款	356	542	676	738
所得税费用	306	616	826	1020	应付职工薪酬	133	189	235	251
净利润	591	1849	2477	3061	应交税费	-10	8	10	12
归属于母公司所有者的净利润	599.5	1479.3	1981.2	2448.5	其他流动负债	555	801	998	1064
少数股东损益	-9	370	495	612	流动负债合计	9740	7065	8686	9273
EPS (元/股)	0.57	1.41	1.89	2.33	长期借款	4393	4393	4393	4393
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	6	0	0	0
经营活动现金流净额	1321	5157	5590	5821	其他非流动负债	231	231	231	231
取得投资收益	3	0	0	0	负债合计	14370	11689	13310	13897
收回现金					归属于母公司	3532	4789	6473	8555
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1053	1423	1918	2530
固定资产投资	-1574	-564	-605	-524	股东权益	4585	6212	8391	11085
其他	-670	0	0	0	负债及股东权益	18955	17901	21701	24982
投资活动现金流净额	-2244	-564	-605	-524	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	5	0	0	0	EPS	0.571	1.409	1.887	2.332
银行贷款增加 (减少)	1708	-4837	-94	0	BVPS	4.71	6.39	8.63	11.41
筹资成本	525	-569	-527	-579	PE	34.65	14.04	10.48	8.48
其他	-1319	0	0	0	PEG	0.58	0.23	0.18	0.14
筹资活动现金流净额	919	-5406	-621	-579	PB	4.20	3.10	2.29	1.73
现金净流量	-5	-813	4364	4719	EV/EBITDA	13.98	4.87	3.31	2.16
					ROE	17.0%	30.9%	30.6%	28.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。