

湘财证券研究所

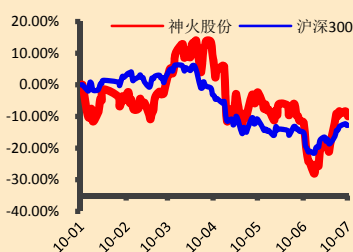
煤炭行业

研究员 王师

Tel: 021-68634518-8228

ws2978@xcsc.com

神火股份相对指数表现



数据来源：Wind，湘财证券研究所

当前价格： 19.78

目标价格：25

近期报告：《煤炭业务进入高增长周期 电解铝短期承压 --买入评级》
2010.7.26

神火股份发布 2010 年半年报，报告期内，公司营业总收入和净利润水平大幅上升，分红方案为不分配不转增。公司业绩符合我们先前的预期，具体点评如下

投资要点

- **营业收入与净利润巨幅增长：**2010 年上半年，神火股份完成主营业务收入 93.9 亿元，同比增长 127.7%；完成归属上市公司股东净利润 7.36 亿元，同比增长 241.37%；上半年每股收益 0.701 元。公司业绩的高速增长与其业绩快报吻合，接近预期上限。
- **煤炭产量增长明显 进入扩张周期。**公司上半年煤炭产量达到 361.62 万吨，产量较去年同期增长 26.41%，完成全年计划量 52.41%。我们认为神火股份今年煤炭产销量增长将主要来自薛湖矿和泉店矿，预计该两矿 2010 年将贡献 70 万吨的新增产能，加上两个技改矿（边沟与庇山）新增的 50 万吨产能，神火股份今年煤炭产量将比去年增长 22.7%。从更长期来看，公司下辖的梁北矿出产的炼焦配煤（贫瘦煤）在河南省具备明显的资源稀缺性。最近 3 年，梁北矿贡献利润占公司利润总额比例明显提高，高洗出率、高毛利率等优势逐渐发挥。我们预计梁北矿 2010 年产量与去年相比基本持平（90-100 万吨），但该矿未来有望扩产至 240 万吨。梁北矿未来扩产将显著提升公司煤炭产品综合毛利率，是推动公司利润增长的最重要动力。
- **铝产品增速明显 短期或有经营压力：**神火股份上半年铝制品主营收入达到 54.4 亿元，同比增长 179.49%。铝业务的高增长源于产量和销售价格的双重提升：公司上半年生产铝及铝制品 29.37 万吨，同比增长 103.82%，而今年第一季度国内电解铝及铝材产品价格较去年亦有明显提升。然而，今年 6 月起，河南省对省内高耗能产业的优惠用电价格进行了清理，使神火股份铝产品成本有所提升，预计公司目前铝制品业务基本维持盈亏平衡，公司未来可能根据市场情况进行经营调整。此外，公司于今年上半年吸收了河南有色股权，未来神火股份铝产品业务将向上游氧化铝进行延伸，产业链纵向一体化将有效防止利润外溢。
- **未来扩张产能是重中之重：**中报显示，公司把加快基本建设步伐、扩大产能尤其是煤炭产能作为重中之重。根据河南省政府的规划要求，神火股份在许昌、禹州地区与 30 家煤矿企业签订了重组协议，这部分重组矿地质储量 1.7 亿吨，可采储量为 5335 万吨。我们认为此次资源整合对公司的长期影响不仅仅在于兼并其他小企业带来的新增产能。《河南省煤炭企业兼并重组意见》明确提出：按照就近适量原则，优先将被兼并企业周边或部分深部资源配置给兼并重组主体企业。神火股份果断抓住此次契机，积极参与省内整合，未来有望获得政策性支持而获得配套资源延伸。
- **在不考虑整合资源注入的情况下，**预计神火股份 2010-2012 摊薄 EPS 为 1.39 元、1.88 元和 2.75 元，对应动态市盈率分别为 14.24X、10.52X 和 7.19X，公司估值水平有一定优势。鉴于当前河南省资源整合情况开展顺利，神火股份外延性扩张机会来临；梁北矿、泉店矿、薛湖矿、赵家寨矿今明两年增产明显带来内生性扩展；未来梁北矿项目可能扩产等预期，公司产量高增速符合我们主要着眼“量的扩张”这一投资逻辑，给予公司“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10761.91	17638.77	21060.69	25694.04
收入同比(%)	-10.36%	63.90%	19.40%	22.00%
归属母公司净利润	599.47	1458.40	1975.02	2888.39
净利润同比(%)	-47.85%	143.28%	35.42%	46.25%
每股收益(元)	0.571	1.389	1.881	2.751
P/E	34.65	14.24	10.52	7.19
P/B	5.88	4.23	3.07	2.19

表 1 2010-2012 年增产来源主要为薛湖、泉店、梁北、赵家寨矿

矿井名称	股权比例	2009(万吨)	2010(万吨)	2011(万吨)	2012(万吨)	煤种
薛湖矿	100%	60	90	120	120	无烟煤
泉店矿	82%	60	100	130	130	贫煤
李岗矿	70%	设计产能 120 万吨 正在报批 预计 2013 年后投产				无烟煤
新庄矿	100%	235	240	240	240	无烟
葛店矿	100%	80	80	80	80	无烟
刘河矿	100%	45	45	45	45	无烟煤
梁北矿	98%	90	95	120	240	贫瘦精
边沟矿	51%		25	30	30	贫煤
鹿山矿	67%		25	30	30	主焦煤
总计		572.04	700	765	885	
赵家寨矿	39%		300	300	300	贫煤

资料来源：公司公告 湘财证券研究所

表 2：神火股份煤炭洗选能力优秀

企业名称	洗选能力(万吨/年)
新庄选煤厂	240
葛店选煤厂	90
梁北选煤厂	90
刘河选煤厂	45
泉店选煤厂	240
薛湖选煤厂	180
合计	885

资料来源：公司公告 湘财证券研究所

财务数据预测

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入	8484.45	12006.10	10761.91	17638.77	21060.69	25694.04
减: 营业成本	6197.48	9349.76	8905.34	14128.65	16722.19	19887.19
营业税金及附加	77.47	85.65	90.20	144.91	173.02	211.09
营业费用	78.00	132.76	169.90	278.46	332.48	405.63
管理费用	248.17	266.32	322.32	528.28	630.77	769.54
财务费用	278.03	402.15	429.15	413.79	297.82	173.02
资产减值损失	6.53	191.83	-20.01	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	7.63	22.70	-22.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.05	-21.79	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	1606.39	1600.28	821.03	2144.67	2904.41	4247.58
加: 其他非经营损益	16.09	7.20	75.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	1622.48	1607.49	896.64	2144.67	2904.41	4247.58
减: 所得税	492.39	450.87	306.00	707.74	958.45	1401.70
净利润	1130.09	1156.62	590.64	1436.93	1945.95	2845.88
减: 少数股东损益	311.34	7.08	-8.82	-21.47	-29.07	-42.51
归属母公司股东净利润	818.75	1149.54	599.47	1458.40	1975.02	2888.39
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	495.18	1090.89	2415.85	176.39	4547.89	3785.41
应收和预付款项	1137.23	2234.25	1999.13	3628.26	3055.70	4976.22
存货	953.67	723.64	999.46	1860.94	1524.52	2501.70
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	191.21	160.50	553.60	553.60	553.60	553.60
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	8078.68	10186.35	11720.81	10272.05	8823.29	7374.53
无形资产和开发支出	227.07	815.08	1125.56	1087.35	1049.15	1010.94
其他非流动资产	0.02	0.42	0.36	0.18	0.00	0.00
资产总计	11083.07	15211.14	18814.77	17578.77	19554.16	20202.41
短期借款	2725.00	4374.00	3533.45	3264.83	0.00	0.00
应付和预收款项	1583.17	3252.01	4653.06	2351.63	5755.72	3718.70
长期借款	2521.92	2351.92	4392.50	4392.50	4392.50	4392.50
其他负债	825.76	1284.79	1650.89	1629.10	1629.10	1629.10
负债合计	7655.85	11262.72	14229.89	11638.06	11777.31	9740.30
股本	500.00	500.00	750.00	750.00	750.00	750.00
资本公积	307.91	197.64	236.39	236.39	236.39	236.39
留存收益	1172.44	2240.61	2545.57	3922.87	5788.07	8515.85
归属母公司股东权益	1980.34	2938.26	3531.95	4909.25	6774.46	9502.24
少数股东权益	1469.73	1020.12	1052.93	1031.46	1002.39	959.88
股东权益合计	3450.07	3958.38	4584.88	5940.71	7776.85	10462.11
负债和股东权益合计	11105.91	15221.10	18814.77	17578.77	19554.16	20202.41
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	1319.75	2200.97	1327.23	-1463.62	8032.69	-442.61
投资性现金净流量	-1512.79	-2978.13	-2244.07	-21.79	0.00	0.00
筹资性现金净流量	314.31	1281.99	918.65	-754.05	-3661.19	-319.87
现金流量净额	121.27	504.82	1.81	-2239.47	4371.50	-762.48

资料来源： wind 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。