

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

铝价回升改善盈利，看好煤炭业务中长期成长性

事件描述

神火股份近期主要事件:

- 近日我们调研了神火股份，就公司近期发展情况进行了交流；
- 公司 10 月 11 日披露前 3 季度业绩预增公告，公司 3 季度预计每股收益为 0.229 元-0.264 元，同比增长 30%-50%。

事件点评

第一，受益于近期铝价回升，电解铝业务较 2 季度减亏

公司目前拥有的电解铝产能为 66 万吨，其中控股 69.38% 的神火铝业 52 万吨，控股 70% 的沁阳沁澳 14 万吨。今年 5 月份以来，铝市场价大幅下滑，公司根据市场情况关停部分电解铝生产线，预计全年电解铝产量约 45 万吨（2009 年和 2010 年上半年公司电解铝产量分别为 32 万吨和 25 万吨）。

表 1: 公司的铝成品产能及产量

	股权比例	产能	电解铝 09	铝材 09
河南神火铝业有限公司	69.38%	52	21.17	
沁阳沁澳铝业有限公司	70%	14	11.03	
河南神火铝材有限公司	100%			2.76
商丘阳光铝材有限公司	60%			2.11
总计产量	-	66	32.20	4.87
权益产量	-	46	22.41	4.03

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

受铝价下跌和电价上涨的影响，公司目前电解铝业务仍处于亏损状态。根据公司公告，上半年电解铝和铝材分部营业利润为 7400 万元，我们估计对 EPS 的负面影响约为 0.05 元，其中二季度单季亏损约 2.4 亿元，贡献 EPS 约-0.17 亿元。不过 3 季度开始铝价触底回升，氧化铝价格下降，公司铝业务逐步减亏。主要的影响因素包括：

- 3 季度铝价平均为 15050 元/吨，较 2 季度环比下降 1.6%，不过较 5、6 月份的均价已上涨 1.9%。近期受国际商品价格上涨影响，铝价已回升至 15600 元/吨；

- 公司的电解铝生产成本仍位于高位，其中占生产成本 40%以上电力成本大幅上涨，上半年由 0.43 元/度，上调至 0.57 元/吨，吨铝成本增加约 1800 元；
- 不过较 5、6 月份，公司的电解铝生产成本已有所下滑，主要原因是占成本 40%左右的氧化铝价格亦有所下调，3 季度以来的均价约为 2700 元/吨，较 2 季度下降约 250 元/吨；

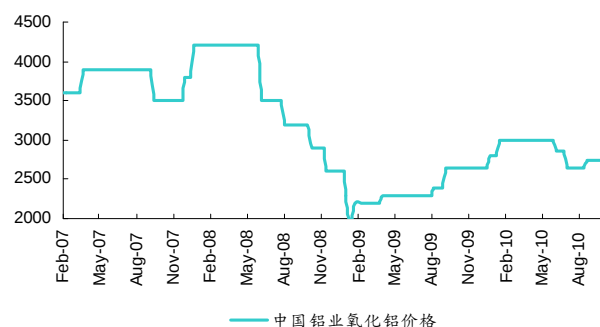
总体来看，尽管近期的铝业务仍亏损，不过 3 季度以来特别是近期吨铝亏损幅度逐步减小，预计目前的盈亏平衡在 16200 元/吨左右，预计吨铝亏损额约为 600 元/吨，较 2 季度略有好转。

图 1：国内现货铝价格近期回升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：氧化铝价格 3 季度较 2 季度明显下滑



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第二，3 季度煤炭价格环比下滑，但同比量价大幅提升

受 4 月份以来宏观调控影响，钢铁行业景气度下滑，公司 3 季度煤炭价格有所下滑，特别是占销量 50%以上的洗精煤平均价格下跌 3%左右，不过由于量价较去年同期均有大幅上涨。

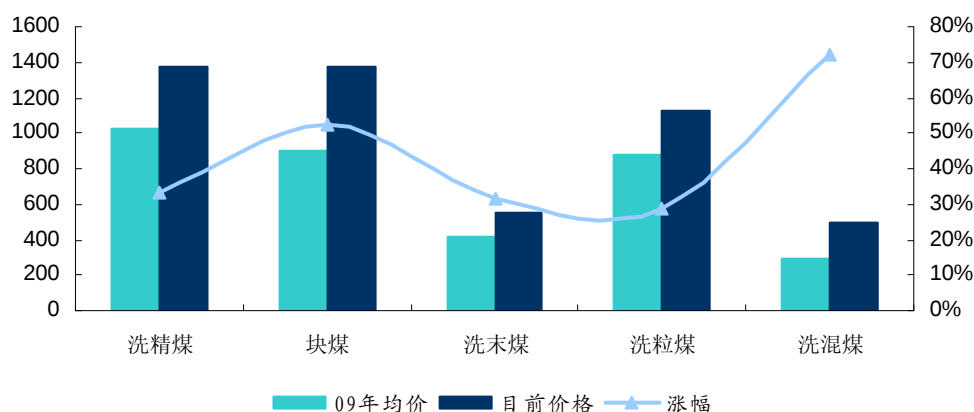
- 上半年煤炭产销量分别为 361.63 万吨和 361.10 万吨，同比上涨 26.41%和 36.6%；主要增量来源于去年投产的薛湖和泉店煤矿，2009 年两矿产量分别为 39 万吨和 46 万吨，预计今年将分别达到 100 万吨；
- 根据公司调研信息，公司上半年不含税销售价格平均约为 780 元/吨，预计 3 季度均价基本与上半年持平，较去年上半年和去年同期涨幅分别在 10%和 20%左右。公司目前的各煤种销售价格较去年全年均价均有明显上涨，其中块煤和洗混煤价格分别上涨 50%和 70%以上。

表 2：公司煤炭业务历年售价和成本情况（根据披露数据测算）

	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 3：公司各煤种价格较去年全年涨幅均超过 30%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，煤炭业务亮点来源于：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，预计公司 2010 年至 2012 年总产量（不含赵家寨煤矿）分别为 705 万吨，775 万吨和 945 万吨，权益产量分别为 704 万吨，843 万吨和 993 万吨，增长主要来源于：

（1）泉店和薛湖矿井的逐步达产，去年产量分别为 39 万吨和 46 万吨，预计今年分别为 100 万吨，明年将将达到 120 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，整合后的产能有望达到 500 万吨。预计明年开始释放产量。

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	90	120	180
刘河煤矿	100%	-	30	37	40	40	45	45
薛湖煤矿	100%	-	-	-	46	100	120	160

泉店煤矿	82%	-	-	-	39	100	120	160
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	775	945
权益产量		424	421	472	563	704	843	993

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第四，电解铝业务期待自备电厂建成后成本的下降

公司拥有自备电厂，其控股子公司神火铝业（69.38%）拥有河南神火发电有限公司 66.67%的股权（剩余 33.33%由公司直接持有），神火发电目前装机容量为 500MW，分别为 2*135MW，2*60MW 和 2*55MW，目前两台 60 兆瓦和两台 55 兆瓦的机组已停产。公司目前正开展 2*600MW 的超临界燃煤发电机组项目建设工作（新建机组已于 2009 年 6 月开工建设），将逐步替代原有的小机组，目前自备电厂发电量占电解铝业务用电量的约 1/3，预计一期 600MW 机组将于明年 10 月份建成投产。

目前公司外购电的成本为 0.57 元（税后约为 0.49 元），自备电厂生产成本为 0.41 元/吨，大机组建成后将大幅降低公司的电解铝成本，假设公司 600MW 的发电机组供电标准煤耗为 310 克/千瓦时，煤炭成本占 70%，标煤不含税价格约为 800 元/吨，则发电业务的营业成本为 0.336 元/度，则吨电解铝成本约下降 1000 元。

第五，长期看好公司煤炭业务的成长性，预计 2010 年 EPS 为 1.367 元，维持“推荐”评级

预计公司 2009 年，2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.367 元，1.793 元和 2.223 元，对应 PE 分别为 19.24，14.67 和 11.83 倍。维持对公司的“推荐”评级。主要原因是：（1）不考虑小矿整合 2010 年-2012 年权益产量复合增长率为 20%，整合小矿的产量约 500 万吨，预计 2011 年开始逐步释放，成长性较为突出；（2）4 季度煤价铝价的表现将好于 3 季度，公司两项业务有望取得增长，我们估计 3 季度公司的每股收益为 0.25 元，其中铝业务亏损约 0.15 元，四季度单季盈利将达到约 0.4 元，环比增长主要来源于铝价和煤价的上涨。

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	16290	19985	21927	货币资金	2455	1629	5708	10268
营业成本	8905	12727	15601	16714	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1857	3564	4384	5213	应收账款	358	539	661	725
% 营业收入	17.3%	21.9%	21.9%	23.8%	存货	999	1380	1691	1812
营业税金及附加	90	137	168	184	预付账款	1242	1763	2161	2314
% 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	261	320	351	流动资产合计	5453	5913	10968	15939
% 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	489	600	658	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	634	710	798
财务费用	429	349	232	213	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.0%	2.1%	1.2%	1.0%	固定资产合计	11721	10305	8700	6887
资产减值损失	-20	16	11	6	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	80	84	88	递延所得税资产	101	4	3	1
营业利润	821	2392	3138	3891	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.6%	14.7%	15.7%	17.7%	资产总计	18955	17927	21400	24595
营业外收支	76	0	0	0	短期贷款	4931	173	0	0
利润总额	897	2392	3138	3891	应付款项	3775	5433	6659	7133
% 营业收入	8.3%	14.7%	15.7%	17.7%	预收账款	356	538	659	724
所得税费用	306	598	785	973	应付职工薪酬	133	189	231	248
净利润	591	1794	2354	2918	应交税费	-10	7	10	12
归属于母公司所有者的净利润	599.5	1435.4	1883.0	2334.4	其他流动负债	555	800	981	1052
少数股东损益	-9	359	471	584	流动负债合计	9740	7140	8541	9168
EPS (元/股)	0.57	1.37	1.79	2.22	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	5060	5366	5642	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	11764	13165	13792
收回现金					归属于母公司	3532	4752	6353	8337
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	1412	1883	2466
固定资产投资	-1574	-563	-600	-519	股东权益	4585	6164	8235	10803
其他	-670	0	0	0	负债及股东权益	18955	17927	21400	24595
投资活动现金流净额	-2244	-563	-600	-519	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	1.367	1.793	2.223
银行贷款增加 (减少)	1708	-4758	-173	0	BVPS	4.71	6.34	8.47	11.12
筹资成本	525	-564	-515	-563	PE	46.07	19.24	14.67	11.83
其他	-1319	0	0	0	PEG	0.80	0.34	0.26	0.21
筹资活动现金流净额	919	-5323	-688	-563	PB	5.58	4.15	3.11	2.37
现金净流量	-5	-826	4079	4560	EV/EBITDA	17.44	6.40	4.67	3.35
					ROE	17.0%	30.2%	29.6%	28.0%

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
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。