

将受益于铝行业好转

---3 季度预增点评

报告关键点:

- 预计前3季度净利润增长130-150%，符合预期；
- 受益于节能减排带来的减产及美元贬值，铝价稳步回升，行业开始走出低谷；
- 公司作为国内煤-电-铝一体化的优势公司，具有较好的成长性，有望获益于铝行业的好转；维持“买入-B”投资评级。

报告内容:

- 神火股份发布业绩预告，预计前三季度实现净利润约92,253-100,275万元，同比增长130-150%；每股收益为0.88元-0.96元。这基本符合我们预期。分季度看，预计公司第一、二、三季度的每股收益分别为0.39元、0.31元和0.26元。
- 今年第3季度，公司主要煤炭产品的价格基本稳定，生产也较为正常。但2季度以来，国内铝价大幅回落，导致铝厂出现全面亏损。我们预计，第3季度神火铝业的铝业务亏损约为1.5亿元。
- 但近期国内铝行业正发生积极的变化。随着各地完成“十一五”节能减排指标压力的增大，纷纷开始对高耗能行业进行用电量和产能调控。9月初，广西和贵州的铝厂已被要求减产，涉及产能约75万吨。上周，河南省也提出今年后三个月全省限制电解铝产量18万吨，压减用电量25亿千瓦时；相当于停产72万吨产能。目前，国内受节能减排影响的产能已达近150万吨，约占国内总产能的7%。实际上，8月份国内电解铝年化产量为1,635万吨，已经比7月份的1,669万吨减少了34万吨。
- 同时，伴随着投资者对美国、日本和欧洲等国新一轮量化宽松政策的担忧，近期包括铝在内的主要有色金属价格表现强劲，投价资金也在进一步流入新兴市场，我们近期看好有色金属板块的表现。9月份以来，国内铝价稳步回升，并重新站在16,000元/吨的上方，铝厂有望重新开始盈利，并开始走出低谷。
- 考虑到以上因素，我们预计铝价有望继续回升，铝厂盈利状况将继续改善。电解铝板块面临交易性机会。神火股份作为国内煤-电-铝一体化的优势公司，具有较好的成长性，有望获益于铝行业的好转。我们维持公司“买入-B”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,006	10,762	16,255	19,512	22,122
Growth(%)	41.5%	-10.4%	51.0%	20.0%	13.4%
净利润	1,150	599	1,326	1,643	2,340
Growth(%)	37.6%	-47.9%	121.2%	23.8%	42.5%
毛利率(%)	22.1%	17.3%	19.1%	18.7%	21.3%
净利润率(%)	9.6%	5.6%	8.2%	8.4%	10.6%
每股收益(元)	1.09	0.57	1.26	1.56	2.23
每股净资产(元)	2.80	3.36	3.08	4.14	5.62
市盈率	24.0	46.1	20.8	16.8	11.8
市净率	9.4	7.8	8.5	6.4	4.7
净资产收益率(%)	29.2%	12.9%	63.3%	51.5%	50.3%
ROIC(%)	17.6%	9.8%	16.3%	19.2%	24.2%
EV/EBITDA	7.7	14.0	11.3	9.4	7.3
股息收益率	0.0%	0.4%	1.4%	1.4%	1.7%

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

 目标价格: **31.20 元**

期限: 6 个月 上次预测: 25.00 元

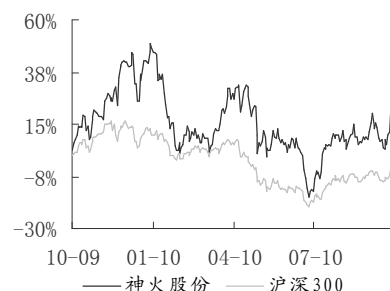
现价: 26.30 元

 报告日期: **2010-10-13**

市场数据

总市值(百万元)	27,615.00
流通市值(百万元)	27,612.69
总股本(百万股)	1,050.00
流通股本(百万股)	1,049.91
12 个月最高/最低	14.86/40.63 元
十大流通股(%)	55.99%
股东户数	99,663

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.56	32.77	42.84
绝对收益	26.75	51.32	43.51

研究员

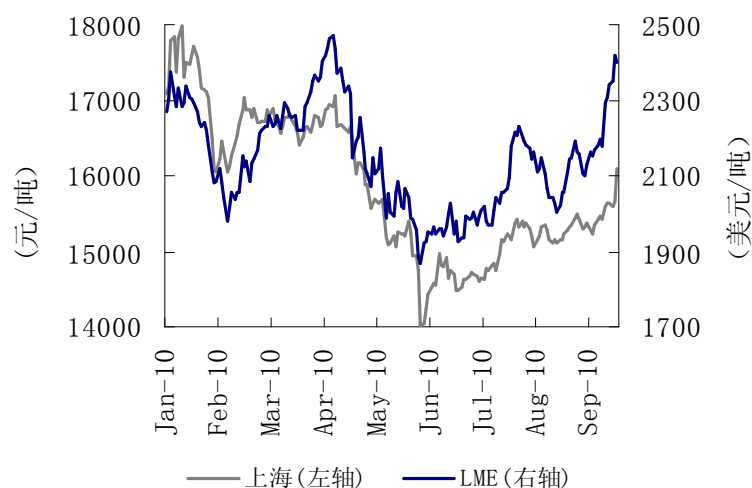
衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
证书编号	S1450209090268
章小韩	行业分析师
021-68765163	zhangxh2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090006

前期研究成果

神火股份: 上半年铝业务亏损, 煤炭盈利大幅上升	2010-08-06
1 季度业绩超预期, 盈利继续改善	2010-04-21
神火股份: 3 季报低于预期, 但 4 季度有望大幅提升	2009-10-22

图 1: 国内外铝价走势 (3 月期)

9 月份以来, 国内外铝价分别上涨 5.8% 和 16.6%。



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 2: 国内铝厂平均税前利润率

随着铝价上涨, 国内铝厂有望重新盈利, 并走出低谷



数据来源: 安信证券研究中心

表 1: 国内主要铝上市公司估值

公司 名称	公司 代码	价格 2010-10-12	EPS (元)				P/E (x)			
			2009 年	2010E	2011E	2012E	2009 年	2010E	2011E	2012E
焦作万方	000612	24.97	0.40	0.84	0.93	1.15	62.1	29.7	26.8	21.8
神火股份	000933	26.30	0.80	1.26	1.52	2.12	32.9	20.8	17.3	12.4
南山铝业	600219	11.15	0.43	0.33	0.44	0.48	25.7	34.0	25.4	23.2
中孚实业	600595	15.61	0.47	0.26	0.33	0.38	33.1	60.3	47.1	40.9
云铝股份	000807	11.66	0.04	-0.03	0.28	0.58	n/a	n/a	41.4	20.1
中国铝业	601600	12.13	-0.34	0.07	0.13	0.28	n/a	n/a	92.1	43.1
平均							38.4	36.2	41.7	26.9

数据来源: 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-12		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	12,006	10,762	16,255	19,512	22,122	成长性							
减: 营业成本	9,350	8,905	13,152	15,870	17,414	营业收入增长率	41.5%	-10.4%	51.0%	20.0%	13.4%		
营业税费	86	90	130	156	177	营业利润增长率	-0.4%	-48.7%	120.8%	22.1%	44.9%		
销售费用	133	170	276	293	343	净利润增长率	37.6%	-47.9%	121.2%	23.8%	42.5%		
管理费用	266	322	390	449	487	EBITDA 增长率	12.1%	-26.3%	71.4%	18.6%	27.3%		
财务费用	402	429	640	677	638	EBIT 增长率	6.3%	-37.6%	96.2%	17.9%	33.1%		
资产减值损失	192	-20	-	-	-	NOPLAT 增长率	9.4%	-34.6%	82.5%	18.5%	32.5%		
加: 公允价值变动收益	-0	-22	-	-	-	投资资本增长率	18.0%	9.8%	0.2%	5.4%	7.1%		
投资和汇兑收益	23	-22	146	146	146	净资产增长率	14.7%	15.8%	-52.4%	51.1%	47.2%		
营业利润	1,600	821	1,813	2,215	3,210	利润率							
加: 营业外净收支	7	76	-20	-	-	毛利率	22.1%	17.3%	19.1%	18.7%	21.3%		
利润总额	1,607	897	1,793	2,215	3,210	营业利润率	13.3%	7.6%	11.2%	11.3%	14.5%		
减: 所得税	451	306	412	517	766	净利率	9.6%	5.6%	8.2%	8.4%	10.6%		
净利润	1,150	599	1,326	1,643	2,340	EBITDA/营业收入	22.3%	18.3%	20.8%	20.5%	23.0%		
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.7%	11.6%	15.1%	14.8%	17.4%		
货币资金	1,159	2,455	2,571	2,067	2,735	运营效率							
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	191	268	226	209	195		
应收帐款	869	358	163	195	221	流动营业资本周转天数	-4	-39	-27	-14	-11		
应收票据	272	399	400	400	400	流动资产周转天数	102	160	125	106	99		
预付帐款	1,094	1,242	1,315	1,428	1,393	应收帐款周转天数	10	12	3	3	3		
存货	724	999	1,052	1,270	1,393	存货周转天数	27	31	23	21	22		
其他流动资产	0	-0	325	312	332	总资产周转天数	402	575	438	387	359		
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	289	366	254	217	204		
持有至到期投资	0	-	-	-	-	投资回报率							
长期股权投资	161	554	550	550	550	ROE	29.2%	12.9%	63.3%	51.5%	50.3%		
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	3.1%	6.7%	7.9%	10.8%		
固定资产	6,575	9,422	11,005	11,704	12,267	ROIC	17.6%	9.8%	16.3%	19.2%	24.2%		
在建工程	3,435	2,241	1,800	2,000	2,000	费用率							
无形资产	796	1,090	1,134	1,124	1,111	销售费用率	1.1%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%		
其他非流动资产	360	195	255	306	306	管理费用率	2.2%	3.0%	2.4%	2.3%	2.2%		
资产总额	15,444	18,955	20,570	21,356	22,709	财务费用率	3.3%	4.0%	3.9%	3.5%	2.9%		
短期债务	4,374	3,533	4,300	4,300	4,300	三费/营业收入	6.7%	8.6%	8.0%	7.3%	6.6%		
应付帐款	1,727	1,687	1,947	1,887	2,041	偿债能力							
应付票据	1,393	2,611	2,500	2,500	2,500	资产负债率	74.4%	75.8%	78.7%	73.8%	68.0%		
其他流动负债	332	501	641	690	742	负债权益比	290.4%	313.4%	741.9%	477.8%	318.3%		
长期借款	2,352	4,393	5,000	4,500	3,800	流动比率	0.47	0.56	0.54	0.52	0.58		
其他非流动负债	411	238	100	100	100	速动比率	0.37	0.46	0.44	0.41	0.45		
负债总额	11,496	14,370	16,186	15,755	15,451	利息保障倍数	4.98	2.91	3.83	4.27	6.03		
少数股东权益	1,020	1,053	1,153	1,253	1,353	分红指标							
股本	500	750	1,050	1,050	1,050	DPS(元)	-	0.10	0.38	0.38	0.46		
留存收益	2,384	2,672	2,182	3,297	4,855	分红比率	0.0%	16.7%	30.0%	24.2%	20.4%		
股东权益	3,958	4,585	2,182	3,297	4,855	股息收益率	0.0%	0.4%	1.4%	1.4%	1.7%		
现金流量表	2,008	2,009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
净利润	1,157	591	1,326	1,643	2,340	EPS(元)	1.09	0.57	1.26	1.56	2.23		
加: 折旧和摊销	678	727	923	1,112	1,249	BVPS(元)	2.80	3.36	3.08	4.14	5.62		
资产减值准备	192	-20	-	-	-	PE(X)	24.0	46.1	20.8	16.8	11.8		
公允价值变动损失	0	22	-	-	-	PB(X)	9.4	7.8	8.5	6.4	4.7		
财务费用	282	406	484	640	677	P/FCF	23.7	21.9	-29.8	64.6	40.4		
投资收益	-23	22	-146	-146	-146	P/S	2.3	2.6	1.7	1.4	1.2		
少数股东损益	7	-9	55	55	104	EV/EBITDA	7.7	14.0	11.3	9.4	7.3		
营运资金的变动	89	-698	1,292	-281	262	CAGR(%)	13.6%	60.5%	-100.0%	-100.0%	-100.0%		
经营活动产生现金流量	2,196	1,321	4,089	3,058	4,446	PEG	1.8	0.8	-0.2	-0.2	-0.1		
投资活动产生现金流量	-2,978	-2,244	-1,973	-1,906	-1,656	ROIC/WACC	2.1	1.1	1.9	2.3	2.8		
融资活动产生现金流量	1,282	919	-760	-1,574	-1,816	REP	1.0	2.1	1.7	1.4	1.0		

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034