

年报点评：神火股份（000933）

煤强铝弱持续，产能释放将提升盈利空间

投资要点：

1、业绩符合预期。2010 年度营业收入突破 169 亿元，同比增幅 59.36%；利润总额 15.2 亿元，同比增幅 69.83%。基本每股收益 1.104 元，增幅为 92.87%；加权平均 ROE 为 28.32%，上升 9.93 个百分点。此前发布的业绩快报显示 EPS 将为 1.139，而市场预期为 1.1，因此可以说神火股份的整体表现基本符合市场预期。利润构成方面，占主营收入 31%的煤炭业务表现出众，毛利率 51.64%，产销两旺；而占其主营收入 44.46%的电解铝及铝材制品仍然处于盈亏边缘，毛利-0.4%，严重拉低了公司的整体收益水平。

2、当前掣肘公司发展的恰恰就是主营的电解铝业务。公司 2010 年度电解铝生产 40.49 万吨，同比增幅 25.75%，销售率为 97.8%；铝材生产 9.57 万吨，同比增幅 96.51%，销售率 113%；氧化铝产品全年生产 33.54 万吨，同比增幅 6.88%，销售率 97.2%。

国际铝和国内铝一直笼罩在产能过剩的阴影之下，因此精炼铝锭的价格一直难有出众表现。随着全球制造业的持续复苏，我们预期在 2011、2012 年度铜铝等大宗金属价格将会持续上升。尤其是铜供需缺口的逐步显现将促使铜价长期保持在 1 万美元以上。目前，铝对铜的替代能力还非常小，替代效果也不甚理想，但部分实验室替代技术已渐趋成熟。在未来高铜价的刺激下，现实替代效应可能会愈来愈强，将有助于增加铝的隐性需求。

我们认为其电解铝、铝材业务可能在今后两年实现扭亏，但毛利率或将仅保持 3.5%-4.5%的低水平。

3、煤炭业务仍是亮点。公司去年生产煤炭 711.16 万吨，同比增幅 24.32%；平均售价 789.57 元/吨，同比增幅 27.13%。碳素产品全年生产 24.76 万吨，增幅 9.27%。我们认为 2011、2012 年度煤炭行业仍将处于景气周期，产品中精煤块煤附加值较高，质优，能维持大幅高于行业平均回报的收益率。永城、豫西两大矿区的毛利率分别为 46%和 62%，远远填平了发电业务、冶金业务的亏损。鉴于其丰富的矿权储备，我们预计 2011 年度煤炭业务将会稳步继续扩产，产能涨幅约为 20%至 853 万吨，毛利率维持 55%-60%的水平。

4.我们维持对 神火股份（000933）的“增持”评级。值得指出的是公司的资产负债率连年偏高，2010 年度为 75.8%，公司的利息负担沉重，同时对利率调整也更为敏感。

风险因素：

精煤块煤价格大幅下降；电解铝行业的产能过剩加剧。

神火股份（000933）

增 持

华安证券研究所

0551-5161881

当前股价：26.49 元

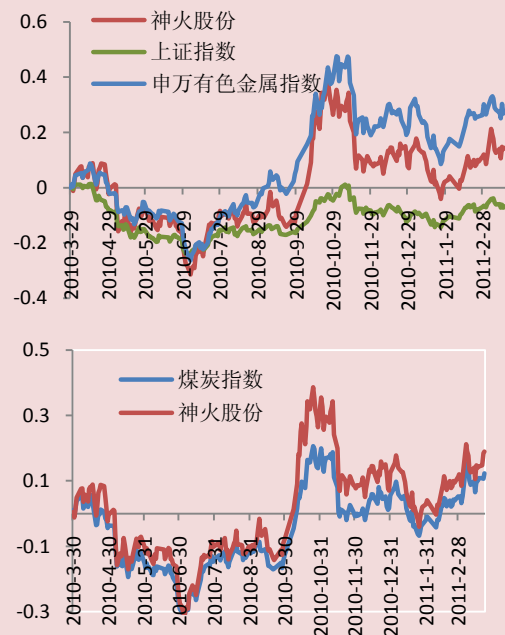
分析日期：2010 年 03 月 23 日

主要数据

股票价格相对市场表现（对比上证指数）

1 个月	3 个月	12 个月
7.07%	4.02%	31.69%
12 月最高/最低价（元）		31.68/14.86
当前总股本（万股）		750,00
流通 A 股（万股）		74992.02
总市值（万元）		1986000
流通市值（万元）		1985788.8

52 周股价走势



附图:

图 1、公司煤炭业务稳定增长，预测产量将持续 20%左右增幅

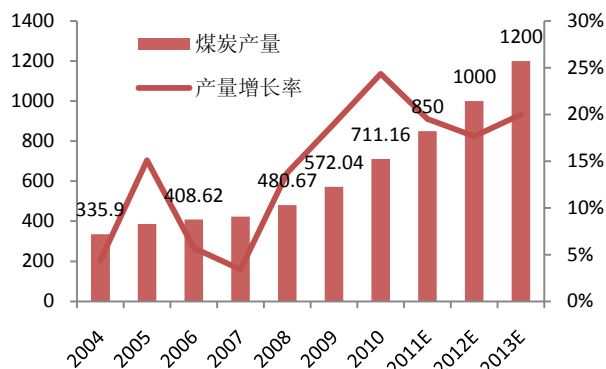
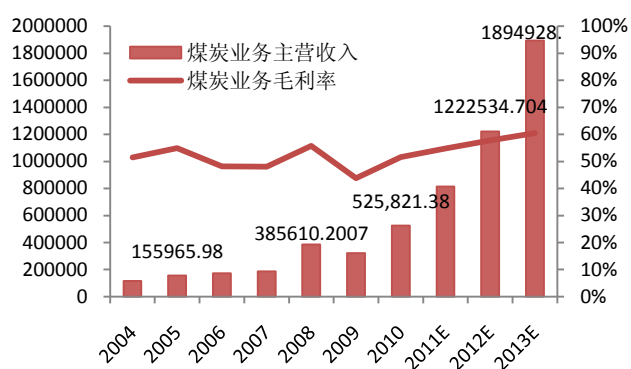


图 2、煤炭业务主营收入增长率及毛利率保持稳定，效益显著



数据来源：公司年报、华安证券研究所

图 3、电解铝产量稳定，产业链整合效益凸显抗风险能力

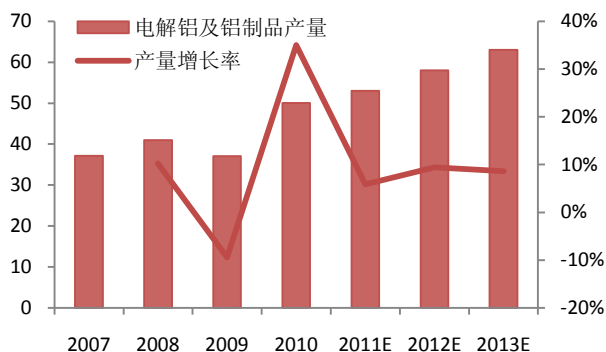
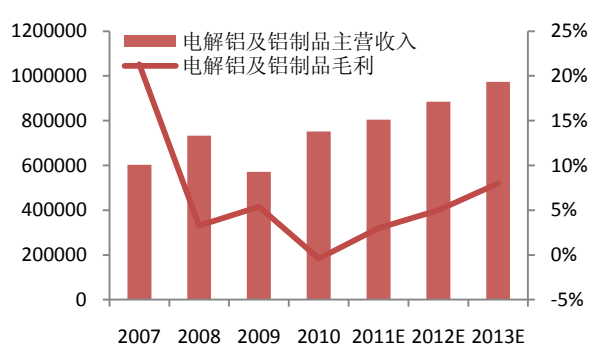


图 4、铝材毛利稳定，电解铝业务略亏，预期明后年 will 获缓解



数据来源：公司年报、华安证券研究所

图 5、电解铝业务导致的资产负债率居高不下，利息负担沉重

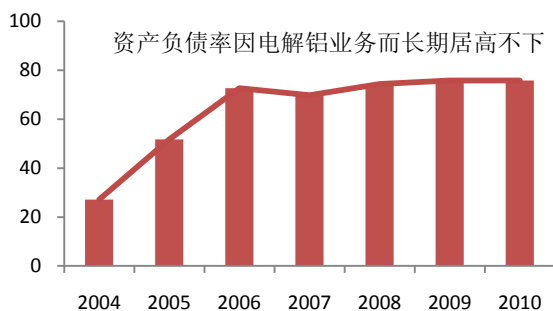
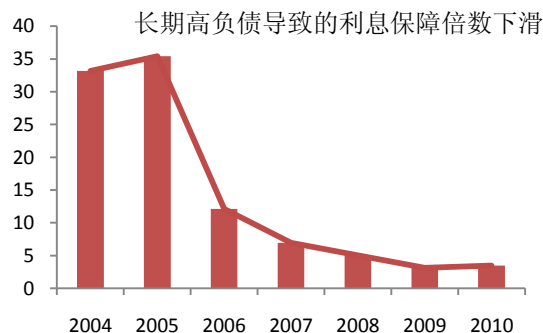


图 6、长期高负债导致的利息保障倍数下滑，谨慎加息风险



数据来源：公司年报、华安证券研究所

图 7、焦煤型煤价格向好，预测将走强

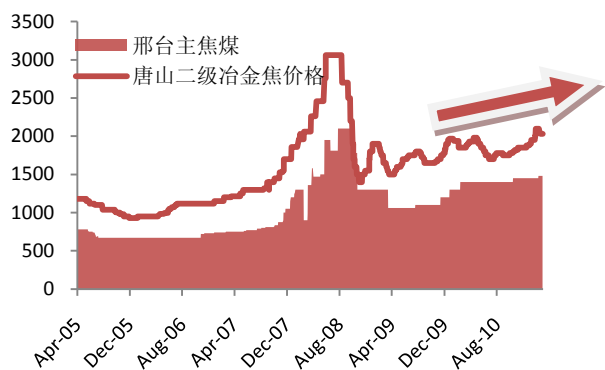


图 8、澳大利亚 BJ 煤炭现货指数走势



数据来源：wind、华安证券研究所

图 9、LME、长江有色铝价走势平坦

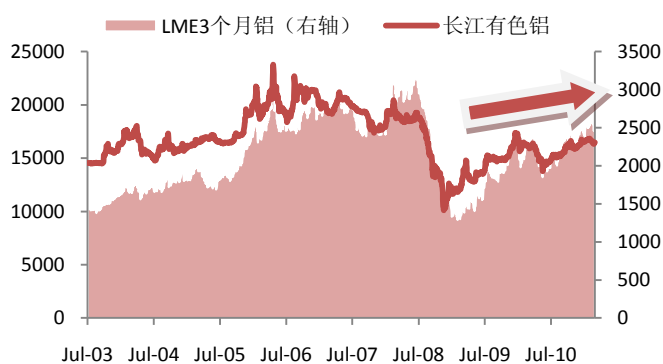
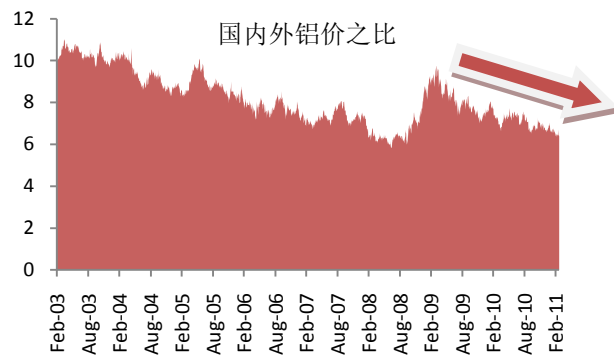


图 10、铝价内弱外强格局短期难以改变，内外铝价之比走低



数据来源：wind、华安证券研究所

评级说明

以上证指数涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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，我们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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为华安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地 址

安徽 华安证券研究所

中国 安徽 230000

合肥市阜南路 166 号 A 座 2810 室

电话：0551-516-1881

传真：0551-516-1881