

强烈推荐-A (维持)

神火股份 000933.SZ

目标估值: 18 元以上

当前股价: 15.21 元

2011 年 7 月 1 日

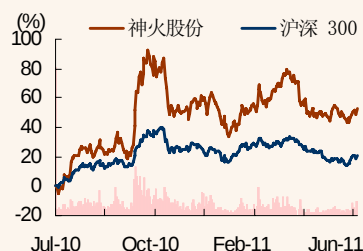
筹划非公开发行股票, 助推煤炭产量增长

基础数据

上证综指	2762
总股本(万股)	168000
已上市流通股(万股)	167986
总市值(亿元)	256
流通市值(亿元)	256
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	21.4
资产负债率	77.0%
主要股东	河南神火集团有限公司
主要股东持股比例	15.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	2	41
相对表现	2	3	22



相关报告

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

公司在建项目多, 资产负债率高, 急需大量资金。公司公告重大事项停牌事宜, 虽未公告募投项目, 但估计是投资于煤矿建设、电厂或电解铝等项目。二季度在梁北矿正式生产和电解铝价格大幅上涨的情况下, 业绩有望大幅超预期, 公司对应 11 年的 PE15 倍, 低于行业平均 18 倍的水平, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **公司公告重大事项停牌。**公司公告正在筹划非公开发行股票事宜, 公司暂时未公告拟投资项目, 主要是监管日趋严厉, 在沟通阶段就被强制停牌。公司在建项目较多, 急需大量资金, 2011 年一季度资产负债率高达 77%, 银行贷款达 106 亿元。我们分析募投的项目可能有: 公司整合的小煤矿建设(已整合 26 个, 产能大约 500 万吨), 60 万千瓦电厂建设, 以及氧化铝、电解铝和铝材加工项目。

□ **业绩逐季向好:** 一季度每股收益 0.15 元, 业绩低于市场预期, 主要是公司的电解铝大部分处于停产阶段, 加之持股 98% 的主力矿井梁北矿(10 年净利润 5 亿元)遇到断层影响产量。二季度, 公司电解铝逐渐复产, 5 月份以来电解铝价格上涨较多(电解铝价格较一季度上涨了 1500 元/吨), 沁澳铝业已经扭亏为盈, 神火铝业也将逐步过渡到盈利状态(10 年沁澳和神火分别亏损 0.98 亿元和 4.4 亿元, 电解铝部分亏损每股收益 0.22 元, 另外加上铝材和氧化铝共亏损 0.32 元), 梁北矿也在 5 月份开始复产, 我们预计二季度业绩远远高于一季度。同时对 11 年业绩也可以持乐观预期。

□ **盈利预测:** 我们预计公司 11-13 年煤炭产量分别为 1265 万吨、1660 万吨和 2070 万吨, 同比分别增长 24%、31%和 25%。权益产量分别为 969 万吨、1273 万吨和 1610 万吨、同比分别增长 22%、31%和 27%。11-13 年每股收益分别为 1 元、1.28 元和 1.37 元, 同比分别增长 45%、29%和 25%。目前股价下 11 年动态 P/E15 倍, 低于行业 18 倍的平均估值水平。目标价 18 元以上。维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示:** 整合小矿投产进度低于预期, 电解铝价格波动对业绩影响大。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	10762	16903	19841	28866	30693
同比增长	-10%	57%	17%	45%	6%
营业利润(百万元)	821	1557	2575	3285	4226
同比增长	-49%	90%	65%	28%	29%
净利润(百万元)	599	1159	1675	2153	2700
同比增长	-48%	93%	45%	29%	25%
每股收益(元)	0.80	1.10	1.00	1.28	1.61
PE	19.0	13.8	15.3	11.9	9.5
PB	3.2	3.5	4.9	4.2	3.6

资料来源: 招商证券

表 1: 煤炭产量增长预测

煤矿	设计能力 (万吨)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
新庄煤矿	180	280	280	280	280	280	280
葛店煤矿	75	60	75	75	75	75	75
刘河煤矿	45	45	45	45	45	45	45
薛湖煤矿	120	90	100	120	180	180	180
许昌神火矿业集团公司 (100%)	700		200	500	700	700	700
许昌神火兴隆矿业泉店矿 (82%)	120	100	120	120	180	180	180
许昌新龙矿业梁北煤矿 (98%)	90	100	75	150	240	240	240
禹州诚德矿业边沟煤矿 (51%)	40	37	40	40	40	40	40
新郑煤电赵家寨煤矿 (39%)	300	300	300	300	300	300	300
郑州天宏李岗矿 (70%)	120					60	120
汝州神火庇山煤矿 (67%)	30	10	30	30	30	30	30
河南永昌矿业石井矿 (75%)							
左权晋源矿业高家庄煤矿 (100%)	600						
扒村井田							60
合计	3020	1022	1265	1660	2070	2130	2250
总产量增速		79%	24%	31%	25%	3%	6%
权益产量		798	969	1273	1610	1652	1694
权益产量增速		42%	22%	31%	27%	3%	3%

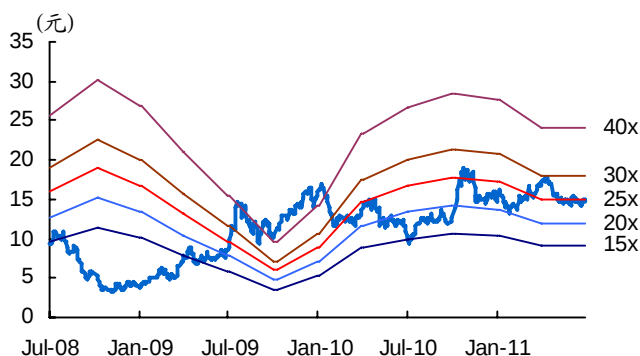
资料来源: 公司公告, 招商整理。

表 2: 煤炭上市公司估值比较

	股价（元）	EPS（元）			P/E（×）			11-14 年 复合增速	PEG	每股净资产 （元）	P/B（×）
		10A	11E	12E	10A	11E	12E				
炼焦煤类											
西山煤电	24.20	0.84	1.31	1.71	28.8	18.5	14.1	13%	2.3	4.5	5.4
盘江股份	33.19	1.22	1.50	1.85	27.2	22.2	17.9	22%	1.2	6.2	5.3
冀中能源	25.35	1.04	1.42	1.71	24.5	17.8	14.9	7%	3.7	5.5	4.6
平煤股份	14.01	0.78	0.86	0.89	17.9	16.2	15.8	1%	16.4	4.3	3.2
永泰能源	16.60	0.22	0.77	1.26	73.8	21.5	13.2	18%	4.2	8.7	1.9
平均	22.67	0.82	1.17	1.48	34.4	19.2	15.2	12%	5.6	5.8	4.1
喷吹煤类											
国阳新能	24.14	1.00	1.30	1.35	24.1	18.6	17.9	3%	7.9	4.0	6.1
潞安环能	32.81	1.49	1.89	1.96	22.0	17.4	16.8	9%	2.4	5.8	5.7
平均	28.48	1.25	1.59	1.65	23.1	18.0	17.3	6%	5	4.9	5.9
动力煤类											
中国神华	30.14	1.87	2.31	2.88	16.1	13.0	10.5	8%	2.0	10.3	2.9
国投新集	12.16	0.68	0.78	1.02	17.9	15.5	12.0	15%	1.2	4.0	3.0
恒源煤电	40.36	2.17	2.56	2.61	18.6	15.8	15.5	1%	18.8	13.3	3.0
中煤能源	10.00	0.52	0.64	0.71	19.2	15.6	14.0	9%	2.1	5.8	1.7
兖州煤业	35.30	1.83	2.10	2.21	19.3	16.8	16.0	10%	2.0	8.0	4.4
大同煤业	17.00	0.77	0.81	0.87	22.1	21.1	19.5	19%	1.1	5.8	2.9
山煤国际	31.19	0.76	0.97	1.96	41.0	32.2	15.9	43%	1.0	4.7	6.7
昊华能源	63.11	1.92	2.90	3.24	32.9	21.7	19.5	6%	5.1	12.7	5.0
大有能源	31.32	1.73	2.14	2.30	18.1	14.6	13.6	2%	7.7	10.3	3.1
平均	30.1	1.4	1.7	2.0	22.8	18.5	15.2	14%	4.5	8.3	3.6
一体化公司											
神火股份	15.21	0.69	1.00	1.28	22.1	15.3	11.9	22%	1.0	2.8	5.4
兰花科创	41.78	2.30	2.90	4.01	18.2	14.4	10.4	24%	0.7	12.1	3.4
开滦股份	15.96	0.70	0.76	0.88	22.7	21.1	18.1	11%	2.0	4.9	3.3
煤气化	25.33	0.46	0.46	0.82	55.1	55.2	30.8	55%	1.0	5.8	4.3
平均	24.57	1.04	1.28	1.75	29.5	26.5	14.1	19%	1.3	6.6	4.0
总平均	26.96	1.15	1.47	1.78	23.4	18.3	15.2	15%	4.2	7.0	4.1
中值	25.3	0.9	1.3	1.7	22.1	17.6	15.6	11%	2.1	5.8	3.9

资料来源: 招商整理。

图 1: 神火股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 神火股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5453	8057	5226	7625	7953
现金	2455	3541	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	399	604	718	1041	1108
应收款项	112	70	123	159	176
其它应收款	246	249	1756	2535	2644
存货	999	2006	2082	3212	3307
其他	1242	1586	346	478	517
非流动资产	13502	16611	18712	20741	22641
长期股权投资	554	343	413	390	398
固定资产	9422	12104	14283	16358	18312
无形资产	1090	1648	1593	1540	1488
其他	2436	2515	2422	2453	2443
资产总计	18955	24668	23938	28366	30594
流动负债	9740	11784	11153	14725	15514
短期借款	3533	3904	3502	4339	4918
应付账款	1164	1715	1961	2927	3047
预收账款	356	472	560	826	864
其他	4687	5693	5130	6633	6685
长期负债	4630	6922	6141	5940	5941
长期借款	4393	6439	6139	5939	5939
其他	238	483	2	1	2
负债合计	14370	18705	17294	20666	21454
股本	750	1050	1680	1680	1680
资本公积金	236	246	246	246	246
留存收益	2545	3204	3244	4105	5185
少数股东权益	1053	1463	1475	1670	2030
母公司所有者权益	3532	4499	5170	6031	7111
负债及权益合计	18955	24668	23938	28367	30595

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1321	1950	3419	4252	3968
净利润	599	1159	1675	2153	2240
折旧摊销	0	0	848	974	1094
财务费用	0	0	592	612	460
投资收益	0	0	(113)	(118)	(123)
营运资金变动	0	0	363	436	76
其它	0	0	54	194	220
投资活动现金流	(2244)	(1828)	(2990)	(3003)	(2999)
资本支出	0	0	(3000)	(3000)	(3000)
其他投资	0	0	10	(3)	1
筹资活动现金流	919	597	(3770)	(1249)	(969)
借款变动	0	0	(1804)	537	713
普通股增加	0	0	630	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(1635)	(1292)	(1344)
其他	0	0	(961)	(494)	(337)
现金净增加额	(5)	719	(3341)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10762	16903	19841	28866	30693
营业成本	8905	13949	15619	23480	24384
营业税金及附加	90	121	242	357	410
营业费用	170	240	314	428	460
管理费用	322	459	612	821	876
财务费用	429	634	592	612	460
资产减值损失	(20)	51	0	0	0
公允价值变动收益	(22)	22	0	0	0
投资收益	(22)	86	113	118	123
营业利润	821	1557	2575	3285	4226
营业外收入	87	114	4	4	4
营业外支出	11	150	200	17	17
利润总额	897	1521	2379	3273	4213
所得税	306	490	692	925	1153
净利润	591	1031	1687	2348	3060
少数股东损益	(9)	(128)	12	195	360
母公司所有者净利润	599	1159	1675	2153	2700
EPS (元)	0.80	1.10	1.00	1.28	1.61

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-10%	57%	17%	45%	6%
营业利润	-49%	90%	65%	28%	29%
净利润	-48%	93%	45%	29%	25%
获利能力					
毛利率	17.3%	17.5%	21.3%	18.7%	20.6%
净利率	5.6%	6.9%	8.4%	7.5%	8.8%
ROE	17.0%	25.8%	32.4%	35.7%	38.0%
ROIC	5.9%	8.4%	13.5%	15.4%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	75.8%	75.8%	72.2%	72.9%	70.1%
净负债比率	49.2%	47.6%	41.5%	36.9%	35.5%
流动比率	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.0
存货周转率	12.5	11.2	9.7	10.9	9.4
应收帐款周转率	31.0	186.5	205.8	204.6	183.1
应付帐款周转率	2.1	2.4	2.1	2.4	2.0
每股资料(元)					
每股收益	0.80	1.10	1.00	1.28	1.61
每股经营现金	1.76	1.86	2.04	2.53	2.72
每股净资产	4.71	4.29	3.08	3.59	4.23
每股股利	0.40	0.50	0.30	0.38	0.48
估值比率					
PE	19.0	13.8	15.3	11.9	9.5
PB	3.2	3.5	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	24.1	14.7	11.8	9.7	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007至2010年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010年度首届最佳分析师金牛奖。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。