



募资收购小矿，降低公司财务杠杆

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 7 月 11 日)	15.21 元
目标价	19.00 元
行业	煤炭
报告发布日期	2011 年 7 月 12 日 星期二

吴杰	煤炭行业分析师
	8621-63325888 × 6068
	wujie@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860210070001

事件:

7月11日，神火股份决定向不超过10名特定对象非公开发行不超过16000万股，发行价格不低于13.46元/股，募集资金19.35亿元。用于以下项目：

1. 6.5亿元收购许昌21家小煤矿和郑州矿区7家小煤矿经营性资产（含采矿权）的部分份额
2. 6.88亿购置井下紧急避险设备（可移动式救生舱）项目
3. 补充流动资金5.5亿元

研究结论

公司背景：1 季度资产负债率已经达到 77%，公司 2010 年报就提出可能通过股权融资来降低负债率

高负债率一直是神火股份的巨大财务压力，2010 年财务费用 6.3 个亿，占公司利润总额 15 亿的 42%，占净利润的 10 亿的 60%，今年央行几次加息，利率水平不断上扬，一季度公司负债合计 200 亿，财务费用 2 亿元，同比上涨 20%。公司财务压力不断加大，增发募资 5.5 亿，对于公司降低财务费用作用不会特别大，但会有利于缓解近期高利率带来的资金压力以及整合小矿和新建矿井的资金压力。

收购资源：采矿权价款非常便宜，但可采年限相对较短

神火股份使用 6.5 亿收购许昌 21 家小煤矿和郑州矿区 7 家小煤矿经营性资产（含采矿权）的部分份额，其中采矿权价款总额 2.99 亿元，收购权益可采储量 3780 万吨，主要品种是无烟煤和贫煤，平均售价 7.9 元/吨，相对近期同类企业资产收购价款便宜很多，但这些小矿的可采年限普遍较短，平均只有 14 年。

表 1 神火股份募资购买资产情况

公司	煤种	保有 储量	可采 储量	生产 规模	服务 年限	采矿权 成交价	经营性资 产成交价	合计价值	收购 比例	收购金 额	权益可 采储量	吨煤采矿 权价款
神火隆祥	无烟煤	696	382	21	12	1,718	9,282	11,000	70%	7,700	267	6.4
神火隆兴	无烟煤	573	232	15	11	1,561	5,739	7,300	85%	6,205	198	7.9
神火隆源	无烟煤	1,696	776	21	28	2,836	16,864	19,700	85%	16,745	660	4.3
神火双耀	无烟煤	268	135	15	6	816	3,712	4,528	51%	2,309	69	11.9
神火义隆	贫煤	226	84	15	4	1,288	2,547	3,835	51%	1,956	43	30.1
神火荣泰	焦煤	473	243	15	12	274	4,729	5,003	51%	2,552	124	2.2
神火永和	无烟煤	593	325	15	15	1,015	7,589	8,605	51%	4,388	166	6.1
神火昌平	贫煤	478	275	15	14	1,503	3,792	5,295	51%	2,701	140	10.7

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

神火文峪	无烟煤	219	129	15	6	530	3,497	4,027	51%	2,054	66	8.0
神火兄弟	烟煤	239	75	15	4	139	5,317	5,456	51%	2,783	38	3.6
神火冠源	贫瘦煤	604	247	15	12	260	3,402	3,662	51%	1,868	126	2.1
神火圃晟源	贫瘦煤	167	115	15	6	434	4,424	4,858	51%	2,478	59	7.4
神火九华山	无烟煤	407	182	15	9	1,503	4,110	5,612	51%	2,862	93	16.2
神火广鑫	无烟煤	1,241	205	15	9	1,043	2,281	3,325	51%	1,696	104	10.0
神火正德	无烟煤	314	222	15	11	1,028	7,212	8,240	51%	4,202	113	9.1
神火金鹏	贫瘦煤	489	130	15	6	599	4,079	4,679	51%	2,386	66	9.1
神火润太	无烟煤	209	118	15	6	1,180	3,556	4,736	51%	2,416	60	19.7
神火宽发	贫煤	213	147	15	7	133	3,175	3,307	51%	1,687	75	1.8
神火隆庆	无烟煤	786	484	15	23	1,025	6,251	7,276	51%	3,711	247	4.1
神火春风	无烟煤	175	73	15	3	438	2,264	2,702	51%	1,378	37	11.8
神火隆瑞	无烟煤	2,063	728	30	17	3,222	5,411	8,633	51%	4,403	371	8.7
神火金源	无烟煤	272	124	30	3	449	3,160	3,609	51%	1,841	63	7.1
神火李宅	无烟煤	142	93	15	4	416	3,657	4,073	51%	2,077	47	8.8
神火振兴	无烟煤	338	179	15	9	1,055	3,473	4,528	51%	2,309	91	11.6
神火兴盛	无烟煤	391	173	15	8	773	3,824	4,597	51%	2,344	88	8.8
神火昶达	无烟煤	851	245	15	12	2,016	4,570	6,586	51%	3,359	125	16.1
神火生达	无烟煤	779	336	15	16	1,904	5,220	7,124	51%	3,633	172	11.1
神火盛泰	贫煤	453	142	15	7	732	1,950	2,682	51%	1,368	72	10.1
总计		15,355	6,597	462	14	29,889	135,088	164,977		95,408	3,780	7.9

资料来源：公司公告。

对成本的影响：救生舱增加折旧成本，对小煤矿盈利能力并无大碍

公司购买了 6.88 亿的救生舱设备，其中老矿井增加 2 亿元，按照 10—20 年折旧，增加公司老矿吨煤折旧 1.5—3 元，新矿的折旧成本增加 4.8 亿，按照 400 万吨，10 年折旧算，吨煤折旧额增加 12 元，对利润影响不大。因为公司小煤矿所在地煤炭售价达到 800 元/吨，预计未来公司整合矿吨煤净利可达到 100—200 元，12 元的折旧成本对净利润影响不大。

长期看好神火股份

我们仍相信神火股份管理团队的能力，加上公司募资后将加快小矿建设，公司火电机组审批可能提速以及公司长期优异的成长性，我们长期看好神火股份。目前 11 年 PE 估值 15 倍，相对目前行业 19 倍的估值便宜很多，维持公司买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8.057	9.507	14.275	18.057	营业收入	16.903	20.813	24.088	27.035
现金	3.541	4.224	8.308	11.579	营业成本	13.949	17.031	19.115	20.881
应收账款	70	438	285	333	营业税金及附加	121	149	172	193
其它应收款	249	426	466	492	营业费用	240	296	342	384
预付账款	1.586	2.101	2.399	2.524	管理费用	459	565	654	734
存货	2.006	1.893	2.340	2.627	财务费用	634	730	723	714
其他	604	425	476	502	资产减值损失	51	51	51	51
非流动资产	16.611	16.994	18.210	19.375	公允价值变动收益	22	22	22	22
长期投资	343	343	343	343	投资净收益	86	98	106	112
固定资产	12.104	13.660	15.245	16.654	营业利润	1.557	2.111	3.157	4.211
无形资产	1.648	1.630	1.613	1.595	营业外收入	114	30	25	25
其他	2.515	1.361	1.010	782	营业外支出	150	20	20	20
资产总计	24.668	26.501	32.485	37.432	利润总额	1.521	2.121	3.162	4.216
流动负债	11.784	10.759	12.459	12.487	所得税	490	636	949	1.265
短期借款	3.904	3.719	3.811	3.765	净利润	1.031	1.485	2.214	2.951
应付账款	1.715	1.993	2.362	2.530	少数股东损益	(128)	(203)	(101)	(55)
其他	6.165	5.047	6.286	6.192	归属于母公司净利润	1.159	1.688	2.314	3.006
非流动负债	6.922	8.484	10.986	13.632	EBITDA	3.250	3.979	5.253	6.545
长期借款	6.439	8.289	10.753	13.418	EPS (元)	1.10	1.00	1.38	1.79
其他	483	195	233	214	主要财务比率				
负债合计	18.705	19.242	23.445	26.119	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1.463	1.260	1.159	1.104	成长能力				
股本	1.050	1.680	1.680	1.680	营业收入	57.1%	23.1%	15.7%	12.2%
资本公积	246	246	246	246	营业利润	89.6%	35.6%	49.6%	33.4%
留存收益	3.204	4.051	5.911	8.218	归属于母公司净利润	93.3%	45.6%	37.1%	29.9%
归属母公司股东权益合计	4.500	5.999	7.881	10.209	获利能力				
负债和股东权益	24.668	26.501	32.485	37.432	毛利率	17.5%	18.2%	20.6%	22.8%
现金流量表					净利率	6.9%	8.1%	9.6%	11.1%
单位:百 现金流量					ROE	25.8%	28.1%	29.4%	29.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	8.4%	10.3%	11.5%	12.1%
经营活动现金流	1.950	3.205	5.187	4.739	偿债能力				
净利润	1.031	1.485	2.214	2.951	资产负债率	75.8%	72.6%	72.2%	69.8%
折旧摊销	1.058	1.138	1.372	1.620	净负债比率				
财务费用	679	730	723	714	流动比率	0.68	0.88	1.15	1.45
投资损失	(86)	(98)	(106)	(112)	速动比率	0.51	0.71	0.96	1.24
营运资金变动	(933)	(285)	964	(457)	营运能力				
其它	201	234	20	23	总资产周转率	0.77	0.81	0.82	0.77
投资活动现金流	(1.828)	(1.845)	(2.482)	(2.673)	应收账款周转率	186.53	82.03	66.64	87.41
资本支出	(1.678)	(1.960)	(2.588)	(2.784)	应付账款周转率	9.69	9.19	8.78	8.54
长期投资	(177)	17	-	-	每股指标 (元)				
其他	27	98	106	112	每股收益	0.69	1.00	1.38	1.79
筹资活动现金流	597	(676)	1.379	1.205	每股经营现金流	1.16	1.91	3.09	2.82
短期借款	370	(185)	93	(46)	每股净资产	2.68	3.57	4.69	6.08
长期借款	2.047	1.850	2.464	2.665	估值比率				
普通股增加	300	630	-	-	P/E	22.0	15.1	11.0	8.5
资本公积增加	10	-	-	-	P/B	5.7	4.3	3.2	2.5
其他	(2,130)	(2,971)	(1,178)	(1,414)	EV/EBITDA	10.4	8.5	6.4	5.2
现金净增加额	719	683	4.083	3.271					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn