

煤炭开采 II

神火股份(000933.SZ)/15.21 元

非公开发行将提升公司资源储量和盈利能力

事项

董事会通过 2011 年非公开发行预案，公司拟发行 1.6 亿股，每股不低于 13.46 元，募集不超过 19.35 亿元，拟投资于（1）煤炭资源整合项目，（2）购置井下紧急避险设备，（3）补充流动资金。

主要观点

非公开发行收购集团资产增加公司煤炭资源储量。公司拟使用本次非公开发行募集资金整合收购的 44 处矿井中 28 个煤矿，整合完成后公司将新增的煤炭保有储量 15354.54 万吨，可采储量 6597.05 万吨，增加 4.8%，煤炭生产规模增加 462 万吨/年，产能增加 43%。此次定向增发，乐观估计下半年可望完成，这些重组煤矿，明后年可陆续贡献业绩。

利用募集资金收购煤矿推进重组提升公司盈利能力。公司负责整合集团接收的 44 处小煤矿，资金需求量较大，公司目前资产负债率高达 75.8%，很难再度债务融资。此次定向增发，除了提升公司煤炭资源储量和生产能力外，也降低了公司资产负债率，增强公司的抗风险能力，提升公司的盈利能力。

不考虑此次收购，公司未来几年的煤炭产量会保持稳定增长。在产矿中，未来产量增量主要是薛湖矿技改至 180 万吨，新龙矿业梁北矿技改至 240 万吨，兴隆矿业泉店矿技改至 180 万吨，均可能于 2013 年达产。公司尚有 1100 万吨在建产能，可能在“十二五”末达产。预计 2011-2013 年煤炭产量分别为 809、903、1100 万吨，复合增长率 12%。不考虑此次收购，至“十二五”末产量年复合增长率 23%。

未来三年业绩保持稳定增长。电解铝价格的稍微变动会极大影响公司业绩以及业绩波动幅度，乐观的估计 2011 年的铝业务不亏损。不考虑非公开发行的产量贡献以及对业绩的摊薄，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.96、1.18、1.34 元，增长率分别为 40%、23%、13%，平均增速 25%。对应的 PE 分别为 16、13、11 倍。煤炭业务支撑公司业绩，铝业务增加业绩弹性，我们相对看好下半年铝业务的走势，给予“推荐”评级。

风险提示

技改和在建项目进展、收购重组项目复产进展、电解铝价格变动

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364
Tel：02150582528
Email：hanzhenguo@hczq.com
证券分析师：高羽
执业编号：S1060209070152
Tel：075582027732
Email：gaoyu@hczq.com

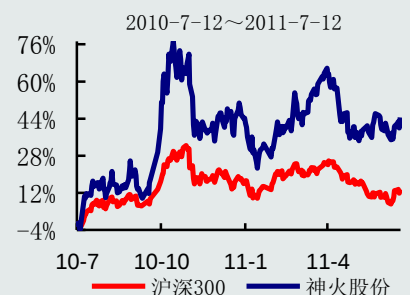
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	168000
流通 A 股/B 股(万股)	167986/0
资产负债率(%)	77.03
每股净资产(元)	4.49
市盈率(倍)	98.56
市净率(倍)	3.39
12 个月内最高/最低价	31.68/14.1

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、利用募集资金推进重组，提升煤炭资源储量和盈利能力

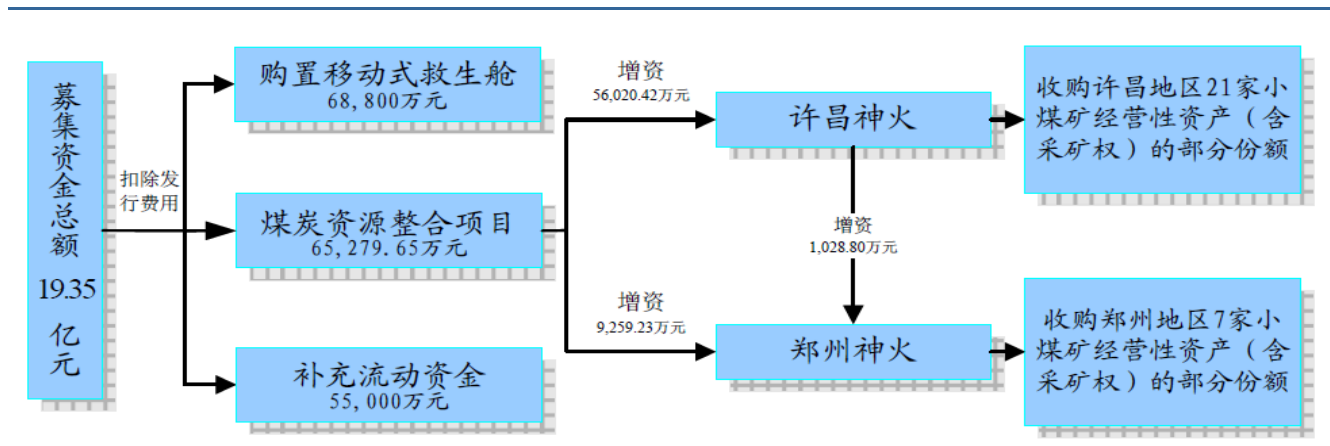
非公开发行募集资金。公司董事会通过 2011 年非公开发行预案，拟发行 1.6 亿股，每股不低于 13.46 元，募集不超过 19.35 亿元，拟投资于（1）煤炭资源整合项目，（2）购置井下紧急避险设备，（3）补充流动资金。参见图表 1 和图表 2。

图表 1 募集资金用途

项目名称	拟投入募集资金 (万元)
A、煤炭资源整合项目	65279.65
1、向全资子公司许昌神火矿业集团有限公司增资，用于：（1）向郑州神火矿业投资有限公司增资；（2）收购许昌矿区 21 家小煤矿经营性资产（含采矿权）的部分份额	56020.42
2、向控股子公司郑州神火矿业投资有限公司增资，用于收购郑州矿区 7 家小煤矿经营性资产（含采矿权）的部分份额	9259.23
B、购置井下紧急避险设备（可移动式救生舱）项目	68800.00
C、补充流动资金	55000.00
合计	189079.65

数据来源：公司公告、华创证券

图表 2 资金使用计划图示



数据来源：公司公告、华创证券

收购资源价款相对较低。计算结果表明，公司收购煤矿的资源价款相对较低，平均资源储量价值 3.8 元/吨，每吨可采储量资源价值 7 元/吨。收购价格相对便宜，与煤矿剩余可采年限较短有直接的关系。

图表 3 煤炭资源详细情况

公司名称	评估资源 (万吨)	评估可采 (万吨)	剩余服务 (年)	评估值(万 元)	煤种	资源价值 (元/吨)	可采储量价 值 (元/吨)	股权 比例
神火隆祥	665.87	381.66	12.12	2,182.09	无烟煤	3.28	5.72	70%
神火隆兴	565.44	232.47	11.07	1,587.24	无烟煤	2.81	6.83	85%
神火隆源	1,512.18	776.26	28.43	3,480.28	无烟煤	2.30	4.48	85%
神火双耀	239.06	134.79	6.42	1,071.90	无烟煤	4.48	7.95	51%
神火义隆	134.75	83.87	4.30	908.89	贫煤	6.75	10.84	51%
神火荣泰	326.87	243.41	11.59	1,424.37	焦煤	4.36	5.85	51%
神火永和	522.88	324.55	15.45	1,561.23	无烟煤	2.99	4.81	51%
神火昌平	475.85	274.63	14.08	1,786.77	贫煤	3.75	6.51	51%
神火文峪	203.32	129.43	6.16	885.25	无烟煤	4.35	6.84	51%
神火兄弟	239.29	75.29	3.86	725.92	烟煤	3.03	9.64	51%
神火冠源	604.09	246.61	11.74	1,662.50	贫瘦煤	2.75	6.74	51%
神火圃晟源	155.95	115.45	5.50	849.57	贫瘦煤	5.45	7.36	51%
神火九华山	389.49	181.69	8.65	1,461.38	无烟煤	3.75	8.04	51%
神火广鑫	505.4	204.5	9.09	1,322.97	无烟煤	2.62	6.47	51%
神火正德	313.5	221.96	11.38	1,380.91	无烟煤	4.40	6.22	51%
神火金鹏	407.6	129.62	6.17	1,074.23	贫瘦煤	2.64	8.29	51%
神火润太	202.97	117.71	6.04	1,149.70	无烟煤	5.66	9.77	51%
神火宽发	213	146.57	6.98	1,127.66	贫煤	5.29	7.69	51%
神火隆庆	721.98	484.28	23.06	2,482.59	无烟煤	3.44	5.13	51%
神火春风	168.98	72.81	3.47	639.55	无烟煤	3.78	8.78	51%
神火隆瑞	1,300.80	728.08	17.34	4,178.43	无烟煤	3.21	5.74	51%
神火金源	241.82	123.62	2.94	1,548.14	无烟煤	6.40	12.52	51%
神火李宅	141.58	93.1	4.43	1,226.59	无烟煤	8.66	13.17	51%
神火振兴	332.23	178.7	8.51	1,981.42	无烟煤	5.96	11.09	51%
神火兴盛	386.24	172.52	8.22	1,932.90	无烟煤	5.00	11.20	51%
神火昶达	441.29	245.08	11.67	2,493.66	无烟煤	5.65	10.17	51%
神火生达	546.29	336.3	16.01	2,926.96	无烟煤	5.36	8.70	51%
神火盛泰	241.39	142.09	6.77	1,725.78	贫煤	7.15	12.15	51%
合计	12200.11	6597.05	-	46778.88	-	3.83	7.09	-

数据来源：公司公告、华创证券

利用募集资金收购煤矿推进重组，提升煤炭资源储量和产量。公司经过筛选，44 处矿井中拟使用本次非公开发行人募集资金进行整合的煤矿共 28 个，整合完成后公司将新增的煤炭保有储量 15354.54 万吨，可采储量 6597.05 万吨，增加 4.8%，煤炭生产规模增加 462 万吨/年，产能增加 43%。此次定向增发，乐观估计下半年可望完成，这些重组煤矿，明后年可陆续贡献业绩。

利用募集资金收购煤矿推进重组提升公司盈利能力。公司负责整合集团接收的 44 处小煤矿，资金需求量较大，公司目前资产负债率高达 75.8%，很难再度债务融资。此次定向增发，除了提升公司煤炭资源储量和生产能力外，也降低了公司资产负债率，增强公司的抗风险能力，提升公司的盈利能力。

二、公司近期煤炭产量来自技改，远期增量来自在建矿

未来三年，煤炭产量保持稳定增长。不考虑此次收购，在产矿中，未来产量增量主要是薛湖矿（核定 120 万吨）技改至 180 万吨，新龙矿业梁北矿（核定 90 万吨）技改至 240 万吨，兴隆矿业泉店矿（核定 120 万吨）技改至 180 万吨。预计均可能于 2013 年达产。预计 2011-2013 年煤炭产量分别为 809、903、1100 万吨，复合增长率 12%。

图表 4 公司现有煤矿情况

煤矿	地区	权益 (%)	可采储量 (万吨)	煤种	核定产能 (万吨)
控股煤矿					
新庄矿	永城	100	8000	无烟煤	235
葛店矿	永城	100	4378	无烟煤	84
刘河矿	永城	100	1121	无烟煤	45
薛湖矿	永城	100	9475	无烟煤	120
庇山煤业	许昌	67	/	焦煤	30
泉店矿（兴隆矿业）	许昌	82	8092	瘦煤	120
梁北矿（新龙矿业）	许昌	98	16677	瘦煤	90
边沟矿（诚德矿业）	许昌	51	/	瘦煤	30
参股煤矿					
赵家寨矿（新郑煤电）		39	18600	贫煤	300
拟建或在建矿					
李岗矿（天宏工业）	郑州	70	8000	无烟煤	120
石井矿（永昌矿业）	永州	75	/	贫煤	/
高家庄（左权晋源）	山西	100	56600	贫煤	800
扒村井田	禹州	100	6100	贫瘦煤	90

数据来源：公司公告、华创证券

未来五年，公司的产量年复合增长率为 23%。公司尚有 1100 万吨在建产能，可能于“十二五”末达产。其中，李岗矿（天宏工业）正在筹建中，预计建设周期 4-5 年，石井矿（永昌矿业）还处于勘探中，高家庄（左权晋源）还处在规划阶段，扒村井田已签订协议，还未取得探矿权。根据上述预计，推断公司到“十二五”末产量年复合增长率 23%。

图表 5 公司煤炭产量分析和预测（万吨）

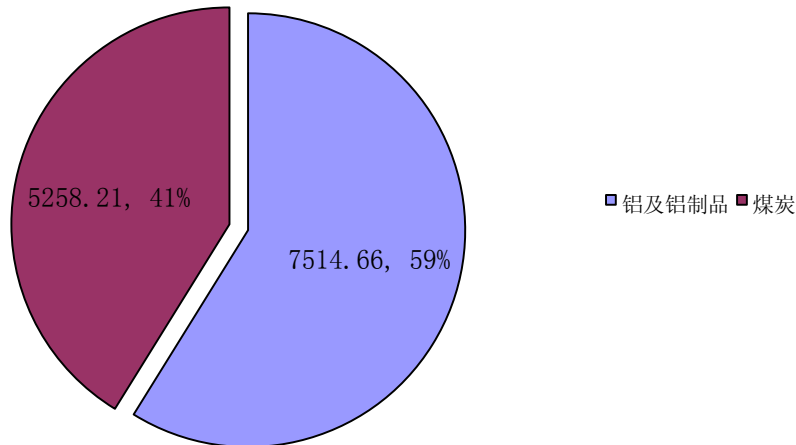
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
新庄矿	260	260	260	260	260
葛店矿	82	60	75	75	75
刘河矿	41	45	45	45	45
薛湖矿	50	90	100	120	180
永城地区小计	433	455	480	500	560
庇山煤业	5	20	30	30	30
泉店矿（兴隆矿业）	30	100	120	120	180
梁北矿（新龙矿业）	94	100	75	150	240
边沟矿（诚德矿业）	5	37	40	40	40
许昌及其他地区小计	134	257	265	340	490
赵家寨矿（新郑煤电）	50	300	300	300	300
煤炭产量	617	1012	1045	1140	1350
权益产量	575	784	809	903	1100

数据来源：公司公告、华创证券

三、煤炭业务保证业绩，铝业务增大业绩波动，“推荐”

煤炭是业绩的主要贡献者。公司收入中，煤炭业务收入占比 41%，铝及铝制品业务占比 59%。煤炭业务毛利率 51%以上，铝及铝制品业务毛利率-0.4%，净利润贡献为负。——煤炭业务是公司业绩的主要贡献者。随着铝价上涨，铝及铝制品业务有望扭亏，为业绩提供弹性。

图表 6 2010 年公司营业收入结构



数据来源：公司公告、华创证券

未来三年业绩保持稳定增长。电解铝价格的稍微变动会极大影响公司业绩以及业绩波动幅度，乐观的估计 2011 年的铝业务不亏损。不考虑非公开发行对于股本的摊薄，也未考虑未来新增煤矿的贡献，公司现有业务 2011-2013 年 EPS 分别为 0.96、1.18、1.34 元，增长率分别为 40%、23%、13%，平均增速 25%。对应的 PE 分别为 16、13、11 倍。煤炭业务支撑公司业绩，铝业务增加业绩弹性，我们相对看好下半年铝业务的走势，给予“推荐”评级。

图表 4 营业收入和成本预测

	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量 (万吨)	712	745	840	1050
煤炭销量 (万吨)	718.08	760	850	1050
煤炭业务营业收入 (百万)	5258.21	6052.111	7506.242	10321.08
煤炭业务营业成本 (百万)	2543.04	2793.951	3307.738	4341.406
毛利率	51.64%	53.84%	55.93%	57.94%
铝及铝制品营业收入 (百万)	7514.66	8769.263	12276.97	13750.2
铝及铝制品营业成本 (百万)	7544.67	8552.735	11745.76	13029.96
毛利率	-0.40%	2.47%	4.33%	5.24%
其他业务收入 (百万)	4129.76	4212.357	4296.605	4382.537
其他业务成本 (百万)	3860.94	3938.162	4016.925	4097.264
毛利率	6.51%	6.51%	6.51%	6.51%
营业收入合计 (百万)	16902.6	19033.73	24079.82	28453.83
营业成本合计 (百万)	13948.7	15284.85	19070.42	21468.63
毛利率	17.48%	19.70%	20.80%	24.55%

数据来源：公司公告、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8057	10032	14610	18851
现金	3541	6246	10651	14764
应收账款	70	70	70	70
其它应收款	249	261	252	254
预付账款	1586	1586	1586	1586
存货	2006	1265	1446	1572
其他	604	604	604	604
非流动资产	16611	15824	15307	14759
长期投资	343	352	416	371
固定资产	12104	11070	10037	9004
无形资产	1648	2118	2551	3032
其他	2515	2284	2303	2352
资产总计	24668	25857	29917	33610
流动负债	11784	10718	11366	11670
短期借款	3904	3977	3844	3908
应付账款	1715	1512	1613	1563
其他	6165	5229	5909	6199
非流动负债	6922	8117	9907	11596
长期借款	6439	7745	9542	11190
其他	483	372	364	406
负债合计	18705	18835	21273	23266
少数股东权益	1463	1486	1515	1550
股本	1050	1680	1680	1680
资本公积金	246	246	246	246
留存收益	3022	3790	5383	7049
归属母公司股东权益	4318	5716	7309	8975
负债和股东权益	24668	26037	30097	33790

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1950	2745	4152	4066
净利润	1031	1631	2011	2281
折旧摊销	1058	1044	1045	1046
财务费用	634	706	703	690
投资损失	-86	-86	-86	-86
营运资金变动	-933	-343	503	158
其它	246	-207	-24	-23
投资活动现金流	-1828	-347	-432	-375
资本支出	1678	0	0	0
长期投资	-177	-2	66	-43
其他	-327	-349	-366	-418
筹资活动现金流	597	308	684	421
短期借款	252	73	-132	64
长期借款	1838	1306	1798	1647
普通股增加	300	630	0	0
资本公积增加	-42	0	0	0
其他	-1752	-1701	-981	-1290
现金净增加额	719	2705	4405	4112

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16903	19110	24152	28505
营业成本	13949	15320	19102	21490
营业税金及附加	121	138	242	570
营业费用	240	248	411	998
管理费用	459	468	845	1425
财务费用	634	706	703	690
资产减值损失	51	16	33	24
公允价值变动收益	22	10	20	30
投资净收益	86	86	86	86
营业利润	1557	2311	2922	3423
营业外收入	114	101	107	104
营业外支出	150	81	115	98
利润总额	1521	2331	2915	3429
所得税	490	699	903	1149
净利润	1031	1631	2011	2281
少数股东损益	-128	23	29	34
归属母公司净利润	1159	1608	1982	2246
EBITDA	3250	4060	4670	5160
EPS（元）	1.10	0.96	1.18	1.34

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	59.4%	13.1%	26.4%	18.0%
营业利润	89.8%	48.4%	26.5%	17.1%
归属母公司净利润	92.9%	38.8%	23.2%	13.3%
获利能力				
毛利率	17.5%	19.8%	20.9%	24.6%
净利率	6.9%	8.4%	8.2%	7.9%
ROE	26.8%	28.1%	27.1%	25.0%
ROIC	10.8%	15.8%	20.3%	23.6%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	72.3%	70.7%	68.9%
净负债比率	62.79%	68.79%	69.25%	70.60%
流动比率	0.68	0.94	1.29	1.62
速动比率	0.51	0.81	1.16	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.76	0.87	0.90
应收帐款周转率	186	274	347	409
应付帐款周转率	9.23	9.50	12.22	13.53
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.96	1.18	1.34
每股经营现金	1.16	1.63	2.47	2.42
每股净资产	2.57	3.40	4.35	5.34
估值比率				
P/E	13.78	15.89	12.89	11.38
P/B	3.70	4.47	3.50	2.85
EV/EBITDA	11	9	7	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801