

证券研究报告

煤炭开采Ⅲ

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC : S0190207100103



推荐 (维持)

神火股份 (000933)

非公开发行增厚业绩 矿井安全水平提升

2011年7月11日

投资要点

事件：

神火股份公布非公开发行预案，拟以不低于 13.46 元发行 1.6 亿股，募集资金不超过 19.35 亿元，分别用于煤炭资源整合项目（即收购 28 家小煤矿）、购置井下紧急避险设备（即可移动式救生舱）项目以及补充流动资金等 3 个项目，分别使用募集资金 6.5 亿元、6.9 亿元和 5.5 亿元。

点评：

我们看好神火股份收购 28 家小煤矿项目，可在一定程度上增加煤炭储备以及煤炭产能。具体分析如下：

- **煤炭资源整合项目前景看好。**从披露数据来看，收购 28 座小煤矿将增加神火股份权益可采储量 3780 万吨和权益产能 252 万吨，分别相当于其原有权益可采储量和权益产能的 8%和 30%。从财务角度来看，按照许昌矿区煤炭开采成本和售价测算，预计 28 座小煤矿吨煤净利略逊于原有矿井 150 元/吨的水平，假设小煤矿平均吨煤净利为 100 元，按 252 万吨权益产能将贡献净利润约 25200 万元，以增发股本 1.6 亿股测算 EPS 为 1.60 元，比增发前 EPS 约 1.09 元具有增厚效应，增厚 EPS 约 0.04 元。从收购价格来看，神火股份收购 28 座小煤矿需要资金 6.5 亿元，相当于吨资源收购价 7.5 元，吨可采储量收购价 17 元，吨产能收购价 270 元，明显低于兖州煤业收购转龙湾，考虑到管理半径和复杂性，具有一定合理性。
- **避险项目提升安全水平但压低 EPS。**我们认为，募集资金项目之一--购置井下紧急避险设备 344 套，约耗资 6.9 亿元，属于固定资产投资范畴，有利于增强矿井的安全防护，最终实现矿井的可持续发展，但潜在不利因素是在加大资本开支的同时无任何财务贡献。假设该批设备以 5-8 年进行折旧，则每年新增折旧约 8600-13760 万元，相当于压低 EPS 约 0.05-0.07。

- **补充流动资金有助于降低负债率。**神火股份拟使用募集资金 5.5 亿元补充流动资金，可将负债率由 75% 下降约 2 个百分点至 73%，在一定程度上优化资产负债表，同时还可以减少财务费用约 1000 万元。
- **维持评级：推荐。**不考虑增发，我们预计神火股份 2011-2013 年 EPS 分别为 1.09 元、1.28 元和 1.46 元。如增发顺利完成，则增厚 EPS 约 0.04 元，即 1.13 元、1.32 元和 1.50 元，对应动态 PE 分别为 14 倍、12 倍和 11 倍，低于 2011 年行业平均 17.5 倍 PE 估值。同时，基于电解铝资产由子公司转为分公司，税收抵扣令其亏损幅度大幅下降，资产盈利稳定性提升，估值水平理应提高，故继续维持“推荐”评级。
- **风险提示：**由于小煤矿仍处于整合过程，投产时间未定，预计 2012-2013 年复产并达到一定规模。
- **特别提示：**敬请注意救生舱需求增加带来的投资机遇，建议关注林州重机(002535)和山东矿机(002526)。

表 1 神火股份兼并收购的 28 座小煤矿概况

序号	合资公司	煤种	权益 %	保有储量 万吨	可采储量 万吨	权益可采 万吨	生产能力 万吨	权益产能 万吨	服务年限 年
1	神火隆祥	无烟煤	70%	696	382	267	21	15	12
2	神火隆兴	无烟煤	85%	573	232	198	15	13	11
3	神火隆源	无烟煤	85%	1696	776	660	21	18	28
4	神火双耀	无烟煤	51%	268	135	69	15	8	6
5	神火义隆	贫煤	51%	226	84	43	15	8	4
6	神火荣泰	焦煤	51%	473	243	124	15	8	12
7	神火永和	无烟煤	51%	593	325	166	15	8	15
8	神火昌平	贫煤	51%	478	275	140	15	8	14
9	神火文峪	无烟煤	51%	219	129	66	15	8	6
10	神火兄弟	烟煤	51%	239	75	38	15	8	4
11	神火冠源	贫瘦煤	51%	604	247	126	15	8	12
12	神火圃晟源	贫瘦煤	51%	167	115	59	15	8	6
13	神火九华山	无烟煤	51%	407	182	93	15	8	9
14	神火广鑫	无烟煤	51%	1241	205	104	15	8	9
15	神火正德	无烟煤	51%	314	222	113	15	8	11
16	神火金鹏	贫瘦煤	51%	489	130	66	15	8	6
17	神火润太	无烟煤	51%	209	118	60	15	8	6
18	神火宽发	贫煤	51%	213	147	75	15	8	7
19	神火隆庆	无烟煤	51%	786	484	247	15	8	23
20	神火春风	无烟煤	51%	175	73	37	15	8	3
21	神火隆瑞（筹）	无烟煤	51%	2063	728	371	30	15	17
22	神火金源	无烟煤	51%	272	124	63	30	15	3
23	神火李宅	无烟煤	51%	142	93	47	15	8	4
24	神火振兴	无烟煤	51%	338	179	91	15	8	9
25	神火兴盛	无烟煤	51%	391	173	88	15	8	8
26	神火昶达	无烟煤	51%	851	245	125	15	8	12
27	神火生达	无烟煤	51%	779	336	172	15	8	16
28	神火盛泰	贫煤	51%	453	142	72	15	8	7
合计			-	15355	6597	3780	462	252	281

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8057	11984	13056	16705
货币资金	3541	7664	8557	12013
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	70	79	84	88
其他应收款	249	328	346	365
存货	2006	1601	1659	1723
非流动资产	16611	16533	16318	15852
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	343	360	360	360
投资性房地产	17	0	0	0
固定资产	12104	12822	12832	12425
在建工程	2042	1171	706	453
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1648	1891	2084	2257
资产总计	24668	28517	29374	32557
流动负债	11784	12496	10279	10583
短期借款	3904	4000	4000	4000
应付票据	2647	3218	486	505
应付账款	1715	1743	2084	2165
其他	3518	3535	3708	3912
非流动负债	6922	8386	9596	10606
长期借款	6439	7939	9139	10139
其他	483	447	457	467
负债合计	18705	20882	19875	21189
股本	1050	1680	1680	1680
资本公积	246	246	246	246
未分配利润	2500	3312	4905	6462
少数股东权益	1463	1490	1522	1559
股东权益合计	5962	7635	9500	11368
负债及权益合计	24668	28517	29374	32557

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1159	1835	2144	2445
折旧和摊销	1058	1064	1184	1267
资产减值准备	60	-59	2	2
无形资产摊销	17	8	8	8
公允价值变动损失	22	20	25	30
财务费用	634	594	620	637
投资损失	-86	-70	-85	-100
少数股东损益	-128	27	32	37
营运资金的变动	-282	-1070	2441	-67
经营活动产生现金流量	2871	4563	1436	4367
投资活动产生现金流量	-2822	-1081	-836	-681
融资活动产生现金流量	1490	641	294	-230
现金净变动	1539	4122	893	3456
现金的期初余额	2455	3541	7664	8557
现金的期末余额	3994	7664	8557	12013

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16903	17579	18563	19571
营业成本	13949	13410	13897	14434
营业税金及附加	121	127	134	141
销售费用	240	255	269	284
管理费用	459	475	501	528
财务费用	634	594	620	637
资产减值损失	51	70	50	30
公允价值变动	22	20	25	30
投资收益	86	70	85	100
营业利润	1557	2739	3202	3648
营业外收入	114	95	100	115
营业外支出	150	85	90	100
利润总额	1521	2749	3212	3663
所得税	490	886	1036	1181
净利润	1031	1862	2176	2481
少数股东损益	-128	27	32	37
归属母公司净利润	1159	1835	2144	2445
EPS (元)	0.69	1.09	1.28	1.46

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	59.4%	4.0%	5.6%	5.4%
营业利润增长率	89.8%	75.9%	16.9%	13.9%
净利润增长率	92.9%	58.3%	16.8%	14.0%
盈利能力(%)				
毛利率	17.5%	23.7%	25.1%	26.3%
净利率	6.9%	10.4%	11.5%	12.5%
ROE	25.8%	29.9%	26.9%	24.9%

偿债能力(%)

资产负债率	75.8%	73.2%	67.7%	65.1%
流动比率	0.68	0.96	1.27	1.58
速动比率	0.51	0.83	1.11	1.41

营运能力(次)

资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6
应收帐款周转率	162.0	204.4	205.4	205.3

每股资料(元)

每股收益	0.69	1.09	1.28	1.46
每股经营现金	1.16	2.72	0.85	2.60
每股净资产	2.68	3.66	4.75	5.84

估值比率(倍)

PE	22.1	13.9	11.9	10.5
PB	5.7	4.2	3.2	2.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为：

推 荐：相对表现优于市场

中 性：相对表现与市场持平

回 避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议

的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%

推 荐：相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性：相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编：200135

传真：021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编：100140

传真：010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编：518048

传真：0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。