

2011 年 7 月 12 日

神火股份

拟非公开融资，用于煤矿整合及安全投入

A
买入 (↑持有)

000933.SZ - 人民币 15.21

目标价格: 人民币 17.18 (↑16.69)

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(3)	(0)	(14)	-
相对新华富时	(4)	(3)	(7)	-
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,680
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	25,553
3 个月日均交易额(人民币 百万)	205
净负债比率(%) (2011E)	119
主要股东(%)	
神火集团	25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

神火股份拟发行股票数量不超过 1.6 亿股, 发行价格不高于 13.46 元/股, 募集资金不超过 19.35 亿元, 融资用于整合 28 个小煤矿及配置井下紧急避险设备。发行后, 公司总股本将增加 10% 至 18.4 亿股。我们看好公司 2011 年下半年业绩改善的空间。我们分别上调了公司 2011-13 年的每股收益 2.9%、2.7% 和 5.6%, 基于 18 倍的 2011 年行业平均市盈率, 将目标价由 16.69 元上调至 17.18 元, 上调评级至买入。

支撑评级的要点

- 神火股份拟发行股票数量不超过 1.6 亿股, 发行价格不高于 13.46 元/股, 募集资金不超过 19.35 亿元。募集资金主要用途包括: 6.53 亿元用于煤炭资源整合项目; 6.88 亿元用于购置井下紧急避险设备; 5.5 亿元用于补充流动资金。
- 神火股份共整合小煤矿 44 个, 整合后保留 28 个, 核定产能 462 万吨/年, 可采储量 66 亿吨。目前 28 个煤矿基本未取得六证中的煤炭生产许可证和安全生产许可证, 我们预计其将从 2011 年下半年逐渐释放产量, 2013 年达产。
- 公司下半年业绩将有较大幅度改善: 一是由于上半年电解铝生产线复产期间亏损了 2 亿元左右, 下半年电解铝正常生产; 二是主力矿井梁北矿下半年产量可能超预期, 而该矿上半年停产了 3 个月。如果全年 80 多万吨的计划不变, 下半年产量可能在 60 万吨左右。

评级面临的主要风险

- 电解铝价格下跌。
- 整合煤矿产量释放低于预期。

估值

- 截至 7 月 11 日, 公司 2011 年的市盈率为 16 倍。我们给予公司较行业平均 10% 的估值折价, 以反映其电解铝业务的亏损。我们小幅上调公司 2011-13 年的每股收益, 基于 18 倍的 2011 年目标市盈率, 我们上调目标价至 17.18 元。上调评级至买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,607	16,903	20,757	23,426	28,609
变动(%)	(12)	59	23	13	22
净利润(人民币 百万)	601	1,159	1,603	2,133	2,408
全面摊薄每股收益(人民币)	0.358	0.690	0.954	1.269	1.433
变动(%)	(46.7)	92.9	38.4	33.0	12.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.927	1.236	1.357
调整幅度(%)	-	-	2.9	2.7	5.6
市盈率(倍)	42.5	22.1	15.9	12.0	10.6
每股现金流量(人民币)	0.77	1.17	2.37	2.84	3.43
价格/每股现金流量(倍)	19.7	13.0	6.4	5.3	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.9	11.0	8.3	6.4	5.3
每股股息(人民币)	0.365	0.200	0.277	0.368	0.416
股息率(%)	2.4	1.3	1.8	2.4	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

拟非公开融资 19 亿元，用于煤炭整合及安全投入

神火股份拟发行股票数量不超过 16,000 万股，发行价格不低于 13.46 元/股，募集资金不超过 19.35 亿元。发行后，公司总股本将增加 10%至 18.4 亿股，母公司神火集团持股比例由 25.24%下降至 23.05%

募集资金主要用于：

(1) 6.53 亿元用于煤炭资源整合项目，其中：①向全资子公司许昌神火矿业集团有限公司增资，用于向郑州神火矿业投资有限公司增资和收购许昌矿区 21 家小煤矿经营性资产(含采矿权)的部分份额；②向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。

(2) 6.88 亿元用于购置井下紧急避险设备(可移动式救生舱)项目；公司目前的安全费用仅 5 元/吨，安全投入的资金较少，因而此次将花费近 7 亿元用于购置紧急避险设备。

(3) 5.5 亿元用于补充流动资金。公司 2010 年的净负债率为 142%，财务费用较高(2010 年财务费用占利润总额的 42%)，且未来将投入较多资金用于整合煤矿的技改。

预计整合煤矿将于 2011 年下半年释放产量

神火股份共整合小煤矿 44 个，整合后保留 28 个，核定产能为 462 万吨/年，可采储量 66 亿吨，综合可采年限 14 年。其中，无烟煤产能为 327 万吨/年，贫煤及贫瘦煤产能 120 万吨/年，焦煤产能 15 万吨/年。

目前 28 个煤矿基本未取得六证中的煤炭生产许可证和安全生产许可证，我们预计其将从 2011 年下半年逐渐释放产量，2013 年达产。

图表 2. 整合煤矿介绍

序号	合资公司名称	可采储量 (万吨)	生产规模 (万吨/年)	服务年限 (年)	煤种	收购权益 比例
1	神火隆祥	382	21	12	无烟煤	70%
2	神火隆兴	232	15	11	无烟煤	85%
3	神火隆源	776	21	28	无烟煤	85%
4	神火双耀	135	15	6	无烟煤	51%
5	神火义隆	84	15	4	贫煤	51%
6	神火荣泰	243	15	12	焦煤	51%
7	神火永和	325	15	15	无烟煤	51%
8	神火昌平	275	15	14	贫煤	51%
9	神火文峪	129	15	6	无烟煤	51%
10	神火兄弟	75	15	4	烟煤	51%
11	神火冠源	247	15	12	贫瘦煤	51%
12	神火圃晟源	115	15	6	贫瘦煤	51%
13	神火九华山	182	15	9	无烟煤	51%
14	神火广鑫	205	15	9	无烟煤	51%
15	神火正德	222	15	11	无烟煤	51%
16	神火金鹏	130	15	6	贫瘦煤	51%
17	神火润太	118	15	6	无烟煤	51%
18	神火宽发	147	15	7	贫煤	51%
19	神火隆庆	484	15	23	无烟煤	51%
20	神火春风	73	15	3	无烟煤	51%
21	神火隆瑞(筹)	728	30	17	无烟煤	51%
22	神火金源	124	30	3	无烟煤	51%
23	神火李宅	93	15	4	无烟煤	51%
24	神火振兴	179	15	9	无烟煤	51%
25	神火兴盛	173	15	8	无烟煤	51%
26	神火昶达	245	15	12	无烟煤	51%
27	神火生达	336	15	16	无烟煤	51%
28	神火盛泰	142	15	7	贫煤	51%
总计		6597	462	14		

资料来源：公司数据

梁北矿改扩建尚未批复

公司未来两年的煤炭产能增长，主要来自整合煤矿和梁北矿改扩建。梁北矿煤种为瘦煤，现有产能 90 万吨/年，规划产能 240 万吨/年，但改扩建尚未获得政府批复。梁北矿是公司盈利能力最好的煤矿，我们预计其产能将在获得批复半年内达到 240 万吨/年。

图表 3. 公司控股及参股煤矿

矿区	矿井名称	主要煤种	产能 (万吨/年)	持股比例 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
永城矿区	新庄煤矿	无烟煤	240	100	278	270	240	240	240
	葛店煤矿		90	100	74	60	50	66	64
	刘河煤矿		45	100	40	45	45	45	45
	薛湖煤矿		120	100	46	96	120	120	120
许昌矿区	新龙公司梁北煤矿	贫瘦煤	90	98	95	97	100	100	100
	兴隆公司泉店煤矿	瘦煤	120	82	39	90	120	120	120
	诚德矿业边沟煤矿	贫煤	30	51		30	30	30	30
	庇山煤业庇山煤矿	贫煤	30	67		20	30	30	30
	扒村井田	贫瘦煤	勘探阶段				待建		
郑州矿区	新郑煤电赵家寨煤矿	贫煤	300	39		300	300	300	300
	永昌矿业石井矿	无烟煤	120	75			待建		
	天宏公司李岗煤矿	贫煤	120	70			待建		
山西矿区	左权晋源矿业高家庄煤矿	贫煤无烟煤	800	100			待建		
整合产能							150	350	462
合计					572	715	885	1,085	1,197

资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年下半年电解铝业务盈利能力将大幅好转

受节能减排影响，公司 2010 年关闭 33 万吨/年的电解铝产能，仅保留 23 万吨/年的电解铝产能。公司关闭的电解铝产能在 3、4 月份复产。电解铝生产线的复产需要 1-2 个月，在复产的过程中不仅不能生产电解铝，还需要消耗电解铝，因而复产带来了较大的亏损，我们预计为 2 亿元左右。

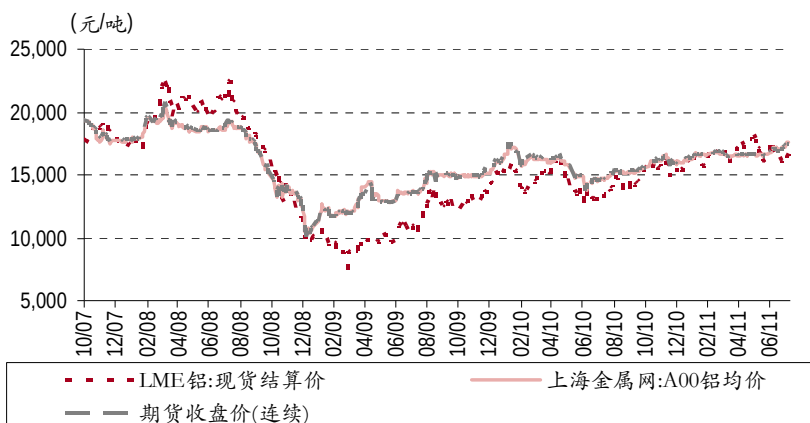
今年铝价持续上涨，公司部分电解铝生产线从 5 月份开始逐渐盈利。我们预计公司 2011 年电解铝业务亏损 4 亿元，其中上半年亏损 3 亿元，下半年亏损 1 亿元。

图表 4. 神火股份电解铝产能

煤矿名称	持股比例 %	产能 万吨/年	权益产能 万吨/年	备注
神火铝业	69	21	14	350KA
	69	6	4	200KA
	69	25	17	375KA
沁澳铝业	70	14	10	290KA
公司总计		66	45	预计 2011 年电解铝产量 44 万吨
商丘铝业	100	24	24	由上市公司托管

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 电解铝价格走势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

电解铝发电成本有望改善

公司现有 6 个小机组，装机容量为 27 万千瓦，全年发电 22 亿度左右。公司小机组发电成本较高，含税价格 0.51 元/度；外购电含税价格高达 0.6 元/度。此外，公司在建两个大机组，装机容量共计 120 万千瓦。预计其中一台 60 万千瓦的大机组将于 2011 年 12 月投入运营，但尚未拿到批文。鉴于国家目前对火力装机的重视，我们预计公司下半年较有可能拿到批文。

大小发电机组的成本差异主要体现在耗煤量上：公司小机组的耗煤量为 378 克/度，未来大机组的耗煤量预计为 330 克/度。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,607	16,903	20,757	23,426	28,609
销售成本	(8,751)	(13,949)	(16,774)	(18,046)	(22,254)
经营费用	144	238	254	161	114
息税折旧前利润	2,000	3,192	4,237	5,540	6,470
折旧及摊销	(727)	(1,058)	(1,394)	(1,666)	(1,937)
经营利润(息税前利润)	1,273	2,134	2,843	3,875	4,532
净利息收入(费用)	(429)	(634)	(761)	(913)	(1,096)
其他收益/(损失)	52	21	52	60	73
税前利润	896	1,521	2,134	3,021	3,509
所得税	(304)	(490)	(533)	(755)	(877)
少数股东权益	9	128	3	(133)	(224)
净利润	601	1,159	1,603	2,133	2,408
每股收益(人民币)	0.358	0.690	0.954	1.269	1.433
核心每股收益(人民币)	0.328	0.704	0.931	1.243	1.401
收入增长(%)	(12)	59	23	13	22
息税前利润增长(%)	(41)	68	33	36	17
息税折旧前利润增长(%)	(29)	60	33	31	17
每股收益增长(%)	(47)	93	38	33	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	896	1,521	2,134	3,021	3,509
折旧与摊销	727	1,058	1,394	1,666	1,937
净利息费用	429	634	761	913	1,096
运营资本变动	(549)	(968)	57	(99)	160
税金	(304)	(490)	(533)	(755)	(877)
其他	100	216	168	31	(59)
经营活动产生的现金流	1,299	1,972	3,980	4,777	5,766
购买固定资产净值	(1,605)	(1,678)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	(667)	(161)	(492)	(492)	(492)
投资活动产生的现金流	(2,272)	(1,828)	(2,492)	(2,492)	(2,492)
净增权益	55	47	0	0	0
净增债务	1,690	1,236	2,000	1,000	1,000
其他融资现金流	(799)	(686)	(1,183)	(1,183)	(1,183)
融资活动产生的现金流	946	597	817	(183)	(183)
现金变动	(27)	741	2,305	2,103	3,091
期初现金	2,482	2,800	1,896	4,201	6,304
公司自由现金流	(973)	144	1,488	2,286	3,274
权益自由现金流	188	526	2,634	2,432	3,420

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,455	3,541	4,201	6,304	9,395
应收帐款	112	70	86	97	118
库存	1,066	2,006	2,413	2,596	3,201
其他流动资产	1,925	2,440	2,939	3,285	3,957
流动资产总计	5,558	8,057	9,639	12,282	16,671
固定资产	12,206	14,181	15,806	17,157	18,236
无形资产	1,090	1,648	1,631	1,614	1,598
其他长期资产	691	586	586	586	586
长期资产总计	13,988	16,414	18,023	19,357	20,420
总资产	19,546	24,471	27,662	31,639	37,091
应付帐款	1,309	1,715	2,062	2,219	2,736
短期债务	5,072	5,305	5,401	6,401	7,401
其他流动负债	3,641	4,763	5,814	5,987	6,988
流动负债总计	10,021	11,784	13,278	14,607	17,126
长期借款	4,601	6,439	7,000	8,000	9,000
其他长期负债	238	483	483	483	483
股本	750	1,050	1,680	1,680	1,680
储备	2,834	3,253	3,761	5,276	6,986
股东权益	3,584	4,303	5,441	6,956	8,666
少数股东权益	1,102	1,463	1,460	1,593	1,817
总负债及权益	19,546	24,471	27,662	31,639	37,091
每股帐面价值(人民币)	2.13	2.56	3.24	4.14	5.16
每股有形资产(人民币)	1.48	1.58	2.27	3.18	4.21
每股净负债/(现金)(人民币)	4.30	4.88	4.88	4.82	4.17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	18.9	18.9	20.4	23.7	22.6
息税前利润率	12.0	12.6	13.7	16.5	15.8
税前利润率	8.4	9.0	10.3	12.9	12.3
净利率	5.7	6.9	7.7	9.1	8.4
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0
利息覆盖率	3.0	3.4	3.7	4.2	4.1
净权益负债率(%)	154.0	142.3	118.8	94.7	66.8
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8
估值(倍)					
市盈率	42.5	22.1	15.9	12.0	10.6
市净率	7.1	5.9	4.7	3.7	2.9
价格/现金流	19.7	13.0	6.4	5.3	4.4
企业价值/息税折旧前利润	16.9	11.0	8.3	6.4	5.3
周转率					
存货周转天数	37.3	40.2	48.1	50.6	47.5
应收帐款周转天数	3.8	1.5	1.5	1.5	1.5
应付帐款周转天数	45.0	37.0	36.3	34.6	34.9
回报率(%)					
股息支付率	102.1	29.0	29.0	29.0	29.0
净资产收益率	16.8	26.9	29.5	30.7	27.8
资产收益率	4.3	5.9	7.7	9.2	9.2
已运用资本收益率	8.9	12.2	14.7	16.9	16.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371