

强烈推荐-A (维持)

神火股份 000933.SZ

目标估值: 24 元
当前股价: 15.21 元
2011 年 7 月 8 日

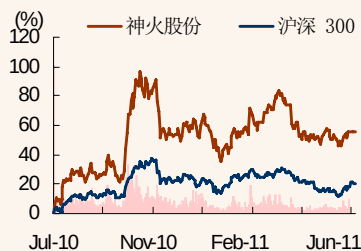
融资整合煤矿助推产量增长, 电解铝逐步扭亏为盈

基础数据

上证综指	2794
总股本(万股)	168000
已上市流通股(万)	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
主要股东持股比例	15.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-5	55
相对表现	-4	-3	35



相关报告

- 1、《神火股份(000933)——筹划非公开发行股票, 助推煤炭产量增长》2011/7/4
- 2、《神火股份(000933)-煤炭业务仍是公司稳定的利润增长点》2010/8/6

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

公司融资收购小煤矿助推产量高增长, 电解铝业务逐步扭亏为盈, 公司业绩将保持较高的增长。12 年动态 P/E 不到 10 倍, 给予公司 12 年业绩 15 倍 P/E 估值, 半年目标价 24 元, 较目前股价有 50% 的涨幅。维持强烈推荐投资评级。

- **融资整合助煤矿推产量增长。**公司拟非公开发行不超过 1.6 亿股, 募集资金总额不超过 19.35 亿元, 用于三个方面: 煤炭资源整合项目投入 6.53 亿元, 收购 28 个小煤矿, 地质储量 1.53 亿吨, 可采储量 6597 万吨, 产能 462 万吨, 权益产能 251 万吨。购置井下紧急避险设备 6.88 亿元。补充流动资金 5.5 亿元。公司整合小煤矿比较便宜, 按地质储量和可采储量计算, 吨采矿权价款分别为 3 元和 7.1 元, 远低于市场价格。按吨煤净利 180 元/吨计算, 收购 P/E 仅 2.1 倍。即使用募集资金总额 18.9 亿元计算, 整个投资项目的 P/E 也才 4.2 倍。缺点是可采年限较短, 平均只有大约 10 年。
- **公司未来三年权益产量复合增速 20%:** 我们预计公司 11-13 年煤炭产量分别为 1219 万吨、1572 万吨和 1832 万吨, 同比分别增长 19%、29% 和 17%。复合增速 23%。11-13 年煤炭权益产量分别为 912 万吨、1122 万吨和 1368 万吨, 同比分别增长 14%、23% 和 22%。权益产量复合增速 20%。
- **电解铝将逐步扭亏为盈:** 08-10 年电解铝板块归属神火股份公司净利润分别亏损 1 亿元、0.85 亿和 5.2 亿元。影响每股收益分别 -0.06 元、-0.05 元和 -0.28 元。目前最新的长江电解铝现货价格为 17610 元/吨, 较 11 年均价上涨 12%。我们测算, 神火铝业 52 万吨全部投产后, 吨铝净利大约 21 元/吨。电厂 60 万千瓦投产后, 12 年吨铝净利大幅度提升至 448 元/吨。沁澳铝业吨铝净利 232 元/吨。
- **盈利预测及投资评级:** 预计公司 11-13 年每股收益分别为 1 元、1.57 元和 2.03 元, 同比分别增长 58%、58% 和 29%。其中: 煤炭实现每股收益分别为 1.12 元、1.4 元和 1.86 元。电解铝实现每股收益分别为 -0.12 元、0.17 元和 0.17 元。公司煤炭产量高增长, 电解铝业务逐步扭亏为盈, 业绩将保持较高的增长。12 年动态 P/E 不到 10 倍, 给予 12 年 15 倍 P/E 估值, 半年目标价 24 元, 较目前股价有 50% 的涨幅。维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示:** 整合及技改煤矿进展慢于预期。

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	17206	24936	26515
同比增长	-10%	57%	2%	45%	6%
营业利润(百万元)	821	1557	2842	4401	5551
同比增长	-49%	90%	83%	55%	26%
净利润(百万元)	599	1159	1833	2893	3741
同比增长	-48%	93%	58%	58%	29%
每股收益(元)	0.80	1.10	1.00	1.57	2.03
PE	19.0	13.8	15.3	9.7	7.5
PB	3.2	3.5	3.9	3.3	2.8

资料来源: 招商证券

正文目录

一、融资整合小煤矿，助推煤炭产能增长	3
1、融资主要用于收购小煤矿	3
2、公司未来三年权益产量复合增速 20%	4
二、电解铝将逐步扭亏为盈	6
1、电解铝板块已具规模，但近三年持续亏损	6
2、电解铝板块将逐步扭亏为盈	7
3、氧化铝将大幅度扭亏	9
4、60 万千瓦机组投产将增加每股收益 0.12-0.16 元	10
三、盈利预测及投资评级	12

图表目录

表 1: 募集资金投资项目	3
表 2: 募资整合 28 家小煤矿情况	4
表 3: 公司煤矿产量预测	5
表 4: 公司电解铝产能	6
表 5: 电解铝自备电厂	6
表 6: 铝加工项目	6
表 7: 铝板块历年利润贡献	7
图 1: 长江电解铝现货价格较去年上涨约 1000 元/吨	7
图 2: 沪铝各期期货价格都在 17245 元/吨以上	8
表 8: 神火铝业（52 万吨）和沁澳铝业成本及盈利测算	9
表 9: 公司氧化铝产能	9
表 10: 中国铝业氧化铝价格调整情况	9
表 11: 河南有色金属控股股份公司盈利预测	10
表 12: 供电成本测算	11
表 13: 60 万千瓦机组投产增加每股收益 0.13 至 0.17 元	11
表 17: 煤炭上市公司估值比较	13
图 3: 神火股份历史 PEBand	13
图 4: 神火股份历史 PBBand	13

表 1: 盈利预测简表 6

附: 财务预测表 14

一、融资整合小煤矿，助推煤炭产能增长

1、融资主要用于收购小煤矿

公司发布公告拟非公开发行，计划发行股本不超过 1.6 亿股，发行价格不低于 13.46 元/股，募集资金总额不超过 19.35 亿元。

募集资金主要用于三个方面：

- 煤炭资源整合项目投入 6.53 亿元，收购河南省许昌、郑州矿区煤矿资源整合项目，共计 28 个煤矿，地质储量 1.53 亿吨，可采储量 6597 万吨，产能 462 万吨，权益产能 251 万吨。
- 购置井下紧急避险设备投入 6.88 亿元。
- 补充流动资金 5.5 亿元。

从投资的三个方向看，只有整合资源项目才能产生报表效益，其他两项无法在报表中体现：购置井下避险系统属于安全投入，其效益体现在安全生产上。补充流动资金是保证企业顺利高效运转。

我们测算，公司整合小煤矿投入比较便宜，

- 按地质储量和可采储量计算，吨采矿权价款分别为 3 元和 7.1 元（内蒙古动力煤按储量计算采矿权价款已达到 15 元/吨）。
- 收购煤矿产能 462 万吨，权益产能 251 万吨，收购煤炭吨产能价格为 380 元/吨（其中采矿权价款为 101 元/吨）。
- 我们测算整合煤矿吨煤净利大约 180 元/吨（盈利较好的无烟煤产量 312 万吨，占比 67.5%，公司本部 10 年无烟煤吨煤净利超过 220 元/吨），收购 P/E 仅 2.1 倍。即使按照本次募集资金总额 18.9 亿元计算，整个投资项目的 P/E 也才 4.2 倍。
- 缺点是可采年限较短，平均只有大约 10 年。

表1：募集资金投资项目

项目名称	拟投入募集资金（万元）
一、煤炭资源整合项目	65279.65
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：（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
二、购置井下紧急避险设备（可移动式救生舱）项目	68800.00
三、补充流动资金	55000.00
合计	189079.65

资料来源：公司公告

表2：募资整合28家小煤矿情况

	煤种	产能(万吨)	地质储量(万吨)	可开采储量(万吨)	可采年限	采矿权(万元)	收购价款(万元)
许昌神火矿业集团公司(100%)							
禹州神火隆祥(70%)	无烟煤	21	696	382	12	2182	7700
禹州神火隆兴(85%)	无烟煤	15	573	232	11	1587	6205
禹州神火隆源(85%)	无烟煤	21	1696	776	28	3480	16745
禹州神火双耀(51%)	无烟煤	15	268	135	6	1072	2309
禹州神火义隆(51%)	贫煤	15	226	84	4	909	1956
禹州神火荣泰(51%)	焦煤	15	473	243	12	1424	2552
禹州神火永和(51%)	无烟煤	15	593	325	15	1561	4388
禹州神火昌平(51%)	贫煤	15	478	275	14	1787	2701
禹州神火文峪(51%)	无烟煤	15	219	129	6	885	2054
禹州神火兄弟(51%)	烟煤	15	239	75	4	726	2783
禹州神火冠源(51%)	贫瘦煤	15	604	247	12	1663	1868
禹州神火圆盛园(51%)	贫瘦煤	15	167	115	6	850	2478
禹州神火九华山(51%)	无烟煤	15	407	182	9	1461	2862
禹州神火广鑫(51%)	无烟煤	15	1241	205	9	1323	1696
禹州神火正德(51%)	无烟煤	15	314	222	11	1381	4202
禹州神火金鹏(51%)	贫瘦煤	15	489	130	6	1074	2386
禹州神火润太公司(51%)	无烟煤	15	209	118	6	1150	2416
禹州神火宽发(51%)	贫煤	15	213	147	7	1128	1687
禹州神火隆庆(51%)	无烟煤	15	786	484	23	2483	3711
禹州神火春风(51%)	无烟煤	15	175	73	3	640	1378
禹州神火隆瑞(51%)	无烟煤	30	2063	728	17	4178	4403
郑州神火(100%)							
郑州神火金源(51%)	无烟煤	30	272	124	3	1548	1841
郑州神火李宅(51%)	无烟煤	15	142	93	4	1227	2077
郑州神火振兴(51%)	无烟煤	15	338	179	9	1981	2309
郑州神火兴盛(51%)	无烟煤	15	391	173	8	1933	2344
郑州神火昶达(51%)	无烟煤	15	851	245	12	2494	3359
郑州神火生达(51%)	无烟煤	15	779	336	16	2927	3633
郑州神火盛泰(51%)	贫煤	15	453	142	7	1726	1368
合计		462	15355	6597	10	46779	95408

资料来源：公司公告

2、公司未来三年权益产量复合增速 20%

我们预计

- 公司 11-13 年煤炭产量分别为 1219 万吨、1572 万吨和 1832 万吨，同比分别增长 19%、29%和 17%。复合增速 23%
- 公司 11-13 年煤炭权益产量分别为 912 万吨、1122 万吨和 1368 万吨，同比分别增长 14%、23%和 22%。权益产量复合增速 20%。

其中、

- 11 年煤炭产量增长在于本次收购小矿实现产量 1/3，大约 150 万吨。
- 12 年煤炭产量增长在于梁北矿产量增长至 100 万吨，整合小煤矿产量达产 462 万吨。
- 13 年产量增长在于公司既有煤矿技改投产（薛湖技改、泉店技改皆增加产能 60 万吨，梁北矿技改至 240 万吨）。

表3: 公司煤矿产量预测

单位: 万吨	煤种	可采储量	核定能力	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
新庄煤矿	无烟煤	8000	235	278	280	280	280	280	280	280
葛店煤矿	无烟煤	4378	84	74	60	75	75	75	75	75
刘河煤矿	烟煤	1121	45	40	45	45	45	45	45	45
薛湖煤矿	无烟煤	9475	120	46	90	100	120	180	180	180
许昌神火矿业集团公司 (100%)										
许昌神火兴隆泉店矿 (82%)	贫瘦煤	8092	120	39	100	120	120	180	180	180
许昌新龙梁北煤矿 (98%)	瘦煤	6667	90	95	100	75	100	240	240	240
禹州诚德边沟煤矿 (51%)	瘦煤		30		37	40	40	40	40	40
禹州神火隆祥 (70%)	无烟煤	381.66	21			7	21	21	21	21
禹州神火隆兴 (85%)	无烟煤	232.47	15			5	15	15	15	15
禹州神火隆源 (85%)	无烟煤	776.26	21			7	21	21	21	21
禹州神火双耀 (51%)	无烟煤	134.79	15			5	15	15	15	15
禹州神火义隆 (51%)	贫煤	83.87	15			5	15	15	15	15
禹州神火荣泰 (51%)	焦煤	243.41	15			5	15	15	15	15
禹州神火永和 (51%)	无烟煤	324.55	15			5	15	15	15	15
禹州神火昌平 (51%)	贫煤	274.63	15			5	15	15	15	15
禹州神火文峪 (51%)	无烟煤	129.43	15			5	15	15	15	15
禹州神火兄弟 (51%)	烟煤	75.29	15			5	15	15	15	15
禹州神火冠源 (51%)	贫瘦煤	246.61	15			5	15	15	15	15
禹州神火圃盛园 (51%)	贫瘦煤	115.45	15			5	15	15	15	15
禹州神火九华山 (51%)	无烟煤	181.69	15			5	15	15	15	15
禹州神火广鑫 (51%)	无烟煤	204.5	15			5	15	15	15	15
禹州神火正德 (51%)	无烟煤	221.96	15			5	15	15	15	15
禹州神火金鹏 (51%)	贫瘦煤	129.62	15			5	15	15	15	15
禹州神火润太公司 (51%)	无烟煤	117.71	15			5	15	15	15	15
禹州神火宽发 (51%)	贫煤	146.57	15			5	15	15	15	15
禹州神火隆庆 (51%)	无烟煤	484.28	15			5	15	15	15	15
禹州神火春风 (51%)	无烟煤	72.81	15			5	15	15	15	15
禹州神火隆瑞 (51%)	无烟煤	728.08	30			10	30	30	30	30
郑州神火 (100%)										
郑州神火金源 (51%)	无烟煤	123.62	30			10	30	30	30	30
郑州神火李宅 (51%)	无烟煤	93.1	15			5	15	15	15	15
郑州神火振兴 (51%)	无烟煤	178.7	15			5	15	15	15	15
郑州神火兴盛 (51%)	无烟煤	172.52	15			5	15	15	15	15
郑州神火昶达 (51%)	无烟煤	245.05	15			5	15	15	15	15
郑州神火生达 (51%)	无烟煤	336.3	15			5	15	15	15	15
郑州神火盛泰 (51%)	贫煤	142.09	15			5	15	15	15	15
新郑煤电赵家寨煤矿 (39%)	贫瘦煤	18600	300	300	300	300	300	300	300	300
郑州天宏李岗矿 (70%)	无烟煤	8413.23	120						60	120
汝州神火庇山煤矿 (67%)	瘦煤		30		10	30	30	30	30	30
河南永昌石井矿 (75%)										
左权晋源高家庄煤矿 (100%)	贫煤	56600	800							
扒村井田	贫瘦煤	6100	60							60
合计			2496	872	1022	1219	1572	1832	1892	2012
总产量增速				19%	17%	19%	29%	17%	3%	6%
权益产量				680	798	912	1122	1368	1410	1452
权益产量增速				44%	17%	14%	23%	22%	3%	3%

资料来源: 公司公告。注, 公司在河南省整合 44 个煤矿, 本次募集资金投资项目 28 个煤矿, 尚有 16 家小煤矿仍在整合中。

二、电解铝将逐步扭亏为盈

1、电解铝板块已具规模，但近三年持续亏损

通过收购集团电解铝项目和外部收购，公司的电解铝板块发展已经较为成规模。

目前公司电解铝产能 66 万吨（神火铝业 52 万吨，沁澳铝业 14 万吨），自备电厂 50 万千瓦，在建 60 万千瓦，铝材加工 20 万吨。

由于电解铝行业产能过剩，近几年公司电解铝板块一直处于亏损中。

- 08-10 年电解铝板块分别亏损 1.5 亿元、1.2 亿元和 7 亿元。
- 08-10 年电解铝板块归属神火股份公司净利润分别亏损 1 亿元、0.85 亿和 5.2 亿元。
- 08-10 年电解铝板块归影响公司每股收益分别-0.06 元、-0.05 元和-0.28 元。

表4：公司电解铝产能

单位：万吨	股权	产能	2007	2008	2009	2010	2011E
神火铝业	100%	52	22	25	21.17	29.47	36.4
沁澳铝业	70%	14	15.14	15.94	11.03	11.02	8.4
合计		66	37.14	40.94	32.2	40.49	44.8

资料来源：公司公告，注，公司持有神火铝业原股权为 69.38%，2011 年 6 月收购后股权 100%。

表5：电解铝自备电厂

单位：万千瓦	股权	装机容量	2011E	2012E
神火发电有限公司	100%	110	27	87

资料来源：公司公告，注 1，神火发电装机分别为 2*13.5+2*5.5+2*6+1*60，合计为 110 万千瓦，其中，2*5.5+2*6 现已停机，目前发电装机 27 万千瓦，60 万千瓦在建机组预计年底投产，注 2，神火发电公司，公司直接持股 33.33%，神火铝业持股 66.67%，公司持有神火发电原股权合计为 79.59%，注 3，2011 年 6 月收购神火铝业股权至 100%。公司现持有神火发电股权比例增加至 100%。

表6：铝加工项目

单位：万吨	股权	产能	2009	2010	2011E
神火铝材	100%	10	2.76	7.23	6
商丘阳光铝材	60%	10	2.11	3.62	3
合计		20	4.87	10.85	9

资料来源：公司公告

表7: 铝板块历年利润贡献

单位: 万元	2006	2007	2008	2009	2010
铝板块净利润					
神火铝业 (69.38%)		40460	-21709	-18874	-43972
沁澳铝业 (70%)	3527	25955	7527	6379	-9789
河南神火铝材公司 (100%)			-413	587	-1712
商丘阳光铝材 (60%)			-685	749	-2481
河南有色金属控股股份公司 (98.93%)				-949	-12006
合计	3527	66416	-15280	-12107	-69960
归属于神火股份净利润					
神火铝业 (69.38%)		27667	-14845	-13095	-30508
沁澳铝业 (70%)	2469	18169	5269	4465	-6853
河南神火铝材公司 (100%)			-413	587	-1712
商丘阳光铝材 (60%)			-479	524	-1488
河南有色金属控股股份公司 (98.93%)				-949	-11877
合计	2469	45835	-10468	-8466	-52438
折每股收益 (元/股)	0.01	0.25	-0.06	-0.05	-0.28

资料来源: 公司公告, 注, 每股收益按照最新股本计算。

2、电解铝板块将逐步扭亏为盈

电解铝价格上涨较多

截止到目前, 11 年长江电解铝现货均价 16757 元/吨, 较 10 年的年度均价 15705 元/吨上涨了 1052 元/吨, 上涨幅度 6.7%。

目前最新的长江电解铝现货价格为 17610 元/吨, 较 11 年均价上涨 1905 元/吨, 上涨幅度 12%。

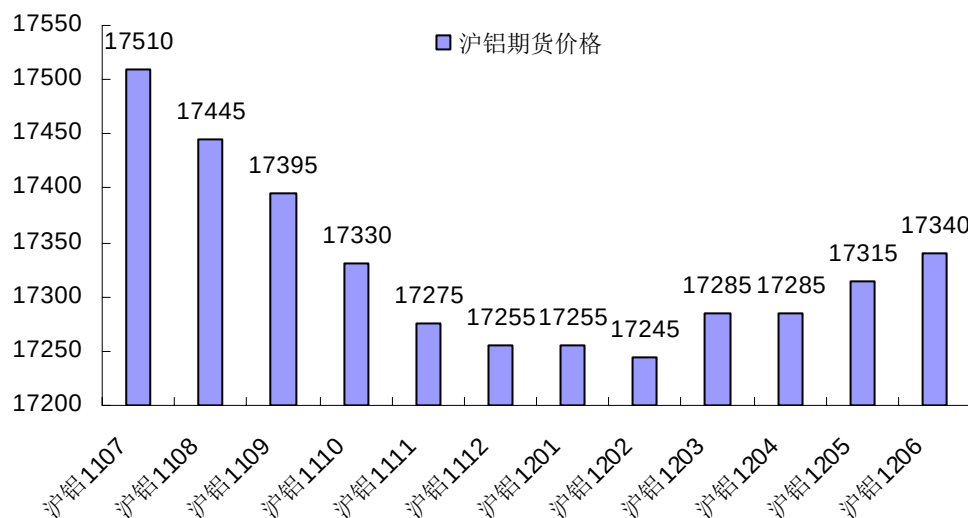
目前沪铝 (1107) 最新价格达到 17510 元/吨。虽然后面月度的电解铝期货价格逐渐下降, 但是 11 年最低期货价格也达到 17255 元/吨。较上半年均价上涨 498 元/吨, 上涨幅度 3%。

图1: 长江电解铝现货价格较去年上涨约1000元/吨



资料来源: 招商证券

图2：沪铝各期期货价格都在17245元/吨以上



资料来源：招商证券

目前价格下电解铝开始盈利

主要假设如下：

- 高耗能行业不断取消电价优惠政策，反而对高耗能用电加价，其中，神火铝业公司最新的网购电价大约 0.6 元，沁澳网购电价为 0.56 元/千瓦时。
- 公司电解铝用电单耗较低，不到 14000 千瓦时/吨。
- 神火铝业现有自备电厂装机容量 50 万千瓦，其中 23 万千瓦已经停机，只有 27 万千瓦在发电中，发电完全成本大约 0.43/0.44 元/千瓦时。在建的 60 万千瓦年底投产。
- 氧化铝单耗在业内也比较低，大约 1.92 吨/吨，碳素单耗比例 0.49 吨/吨。

我们测算，在目前长江电解铝现货价格 17610 元/吨下，

- 神火铝业 52 万吨全部投产后，吨铝净利大约 21 元/吨。
- 神火铝业 52 万吨全部投产，电厂 60 万千瓦投产后，吨铝净利大约 448 元/吨。
- 沁澳铝业吨铝净利 232 元/吨。

表8: 神火铝业（52万吨）和沁澳铝业成本及盈利测算

	神火铝业（27万千瓦自备）	神火铝业（87万千瓦自备）	沁澳铝业
氧化铝比例（吨/吨）	1.92	1.92	1.92
氧化铝不含税价格（元/吨）	2564	2564	2564
吨铝氧化铝成本（元/吨）	4918	4918	4918
吨铝耗电（千瓦时/吨）	13680	13680	13855
自备电比例	23%	73%	0%
网购电比例	77%	27%	100%
自备电成本	0.45	0.45	
网购不含税电价（元/千瓦时）	0.51	0.51	0.48
吨铝用电成本（元/吨）	6818	6388	6631
碳素比例（吨/吨）	0.49	0.49	0.49
碳素不含税价格（元/吨）	2564	2564	2564
吨铝碳素成本（元/吨）	1256	1256	1256
吨铝工资（元/吨）	350	350	350
吨铝折旧（元/吨）	486	346	486
吨铝其他（元/吨）	500	500	500
吨铝成本合计（元/吨）	14329	13759	14142
吨铝税金及附加（元/吨）	30	30	30
吨铝销售费用（元/吨）	74	74	120
吨铝管理费用（元/吨）	300	300	300
吨铝财务费用（元/吨）	291	291	150
吨铝完全成本（元/吨）	15024	14454	14742
电解铝不含税价格（元/吨）	15051	15051	15051
吨铝净利（元/吨）	21	448	232

资料来源：公司公告，招商整理，注 1，神火铝业假设 52 万吨电解铝全部投产，目前投产 37 万吨，目前发电装机 27 万千瓦，年底再投产 60 万千瓦装机，注 2，神火铝业与沁澳盈利差异在于耗电比例、电价销售费用不一样。

3、氧化铝将大幅度扭亏

公司 2009 年投资了河南有色金属控股股份有限公司（98.93%），目前产能约 70 万吨，预计 12 年能够达到 90 万吨。

表9: 公司氧化铝产能

单位：万吨	股权	产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E
河南有色金属控股股份有限公司	98.93%	75	30.38	33.54	70.40	90	90

资料来源：中国铝业

由于种种原因，近两年一直亏损中，目前氧化铝价格已经回到 3000 元/吨，加之 10 年减值准备和资产处置损失 7000 万元左右在 11 年消除，预计公司的氧化铝将扭亏为盈，

表10: 中国铝业氧化铝价格调整情况

单位：元/吨	氧化铝含税价格	调整幅度
2010-1-8	3000	200
2010-6-1	2850	-150
2010-7-1	2650	-200
2010-8-8	2750	100
2010-11-10	2900	150
2011-3-3	3000	100

资料来源：中国铝业

我们预计，2011 年河南有色金属控股股份有限公司净利润大约 4200 万元，折每股收益 0.02 元，同比增加 0.08 元/股。

表11: 河南有色金属控股股份公司盈利预测

	2009	2010	2011E
资产 (万元)	208367	324237	
净资产 (万元)	40559	55957	
收入 (万元)	59753	85173	180513
营业利润 (万元)	-15933	-7800	5607
营业外收支净额 (万元)	14984	-4206	0
净利润 (万元)	-949	-12006	4205
归属于母公司净利润 (万元)	-949	-11877	4160
每股收益 (元/股)	-0.01	-0.06	0.02
氧化铝产量 (万吨)	30.38	33.54	70
吨氧化铝净利 (元/吨)	-31	-358	60

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

4、60 万千瓦机组投产将增加每股收益 0.12-0.16 元

神火发电是神火铝业控股子公司, 原股权结构为神火铝业持股 66.67%, 公司直接持股 33.33%, 公司持有神火发电原股权合计为 79.59%。2011 年 6 月公司收购神火铝业股权至 100%。公司现持有神火发电股权比例增加至 100%。

神火发电装机分别为 $2 \times 13.5 + 2 \times 5.5 + 2 \times 6 + 1 \times 60$, 合计为 110 万千瓦, 其中, $2 \times 5.5 + 2 \times 6$ 现已停机, 目前发电装机仅剩 27 万千瓦, 在建的 60 万千瓦机组预计年底投产, 2012 年将全年贡献净利润。

神火集团 60 万千瓦机组项目是 2009 年河南省和商丘市重点建设项目, 为循环经济和综合利用示范工程, 所用燃料全部为神火集团洗中煤、煤泥等低热值煤炭, 利用煤矿矿井水和城市中水作为生产用水, 机组发电产生的煤渣全部转化为粉煤灰砖、水泥等新型建筑材料, 符合国家电力产业政策和河南省电力发展规划。该项目动态投资约为 25.5 亿元人民币。机组建成后, 每年单机发电量可达到 42 亿千瓦时, 全部为企业自用。设计供电标准煤耗约为 310 克/千瓦时。

分发电小时 6000 小时、6500 小时和 7000 小时三种情况下预测, 60 万千瓦机组贡献净利润 2.15 亿元、2.57 亿元和 2.86 元, 折每股收益 0.12 元、0.14 元和 0.16 元。

主要假设如下:

- 电价按照目前网购含税电价 0.6 元/千瓦时测算(管理费用中增加 0.01 元的过网费)。
- 煤炭采购含税价格为 750 元/吨。
- 供电单耗 310 克/千瓦时, 厂用电率 6.45%。
- 6000—6500—7000 小时下的发电成本分别为 0.373 元/千瓦时、0.369 元/千瓦时和 0.366 元/千瓦时。
- 按照 30% 的自有资金计算, 贷款需要约 18 亿元, 利率按 6% 计算, 财务费用 10800 万元, 度电财务费用分别为 0.054 元 (6000 小时) 和 0.052 元 (6500 小时) 和 0.05 元 (7000 小时)。

表12: 供电成本测算

项目	6000 小时	6500 小时	7000 小时
煤炭含税价格 (元/吨)	750	750	750
供电单耗 (克标煤/千瓦时)	310	310	310
火电厂自用电率	6.45%	6.45%	6.45%
发电单耗 (克标煤/千瓦时)	331	331	331
发电单耗 (克原煤/千瓦时)	422	422	422
吨煤可发电 (千瓦时)	2371	2371	2371
发电燃料成本 (元/千瓦时)	0.2704	0.2704	0.2704
供电燃料成本 (元/千瓦时)	0.2890	0.2890	0.2890
折旧 (元/千瓦时)	0.050	0.046	0.043
工资 (元/千瓦时)	0.014	0.0137	0.014
其他 (元/千瓦时)	0.020	0.020	0.020
合计 (元/千瓦时)	0.373	0.369	0.366

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表13: 60万千瓦机组投产增加每股收益0.13至0.17元

单位: 元/千瓦时	6000 小时	6500 小时	7000 小时
电价	0.513	0.513	0.513
发电成本	0.373	0.369	0.366
度电税金	0.001	0.000	0.001
度电销售费用	0.000	0.000	0.000
度电管理费用	0.022	0.022	0.022
度电财务费用	0.032	0.029	0.027
度电三项费用	0.0544	0.0516	0.0498
度电营业利润	0.085	0.093	0.097
度电净利润	0.064	0.069	0.073
净利润 (万元)	21535	25660	28599
每股收益 (元/股)	0.12	0.14	0.16
ROE	12%	14%	16%

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

三、盈利预测及投资评级

按照增发后的股本摊薄，我们预计公司 11-13 年每股收益分别为 1 元、1.57 元和 2.03 元，同比分别增长 58%、58%和 29%。其中：

- 11-13 年煤炭实现每股收益分别为 1.12 元、1.4 元和 1.86 元。
- 11-13 年电解铝实现每股收益分别为-0.12 元、0.17 元和 0.17 元。

融资收购小煤矿推动公司煤炭产量高增长，电解铝业务逐步扭亏为盈，公司业绩保持了较高的增长。按照 12 年业绩计算 P/E 不到 10 倍，给予公司 12 年业绩 15 倍 P/E 估值，半年目标价 24 元，较目前股价有 50%的涨幅。维持强烈推荐投资评级。

风险因素：电解铝价格波动较大，整合煤矿进度低于预期。

表 14：煤炭和电解铝板块贡献 EPS 分解

单位：元/股	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.46	0.61	0.33	0.63	1.00	1.57	2.03
煤炭业务每股收益	0.21	0.67	0.38	0.91	1.12	1.40	1.86
电解铝板块每股收益	0.25	-0.06	-0.05	-0.28	-0.12	0.17	0.17

资料来源：公司公告、招商证券，注，历年业绩按照增发后的股本摊薄计算。

表 15：永城矿区销售价格及预测

	2009	2010	2011E
永城矿区销售量（万吨）	442	467	493
原煤（元/吨）	11		
块煤（元/吨）	40	54	57
洗精煤（元/吨）	231	276	291
洗末煤（元/吨）	94		
洗粒煤（元/吨）	9		
洗混煤（元/吨）	58	138	145
永城矿区销售价格（元/吨）	591	758	947
原煤（元/吨）	435		
块煤（元/吨）	879	992	1325
洗精煤（元/吨）	715	912	1111
洗末煤（元/吨）	372		453
洗粒煤（元/吨）	749		855
洗混煤（元/吨）	256	361	470

资料来源：公司公告、招商证券

表 16：煤炭销售成本分析

单位：元/吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
人工工资	81	104	145	148	180	215
折旧	22	17	22	42	56	56
原材料	42	31	91	31	40	44
电力	14	14	14	16	16	16
维简费	9	9	9	9	9	9
安全费用	15	15	15	15	15	15
修理费	5					
其他	5	15	22	20	20	60
原煤开采成本合计	193	205	318	280	335	415
洗选费用	25	25	25	25	25	25
换算成销售成本	218	230	331	305	366	440

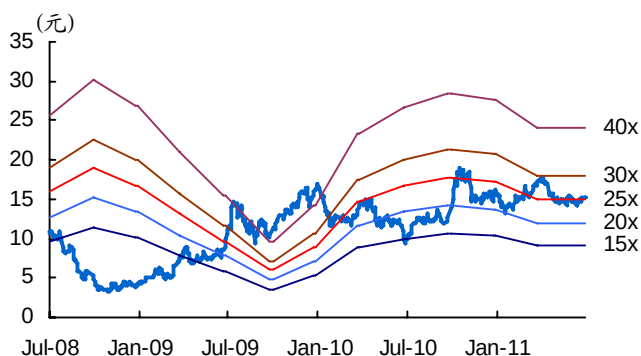
资料来源：公司公告、招商证券

表17: 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	24.72	0.84	1.31	1.71	29.4	18.9	14.4	13%	2.3	4.5	5.5
盘江股份	34.42	1.22	1.50	1.85	28.2	23.0	18.6	22%	1.3	6.2	5.5
冀中能源	26.87	1.04	1.46	1.75	26.0	18.5	15.4	8%	3.1	5.5	4.9
平煤股份	14.40	0.78	0.86	0.89	18.4	16.7	16.2	1%	16.8	4.3	3.3
永泰能源	16.80	0.22	0.56	1.15	74.7	30.0	14.6	31%	2.4	8.7	1.9
平均	23.44	0.82	1.14	1.47	35.3	21.4	15.8	15%	5.2	5.8	4.2
喷吹煤类											
国阳新能	24.98	1.00	1.30	1.35	25.0	19.3	18.5	3%	8.2	4.0	6.3
潞安环能	35.01	1.49	1.89	1.96	23.4	18.5	17.9	9%	2.6	5.8	6.0
平均	30.00	1.25	1.59	1.65	24.2	18.9	18.2	6%	5	4.9	6.2
动力煤类											
中国神华	31.41	1.87	2.31	2.88	16.8	13.6	10.9	8%	2.1	10.3	3.0
国投新集	12.61	0.68	0.78	1.02	18.5	16.1	12.4	15%	1.2	4.0	3.1
恒源煤电	44.03	2.17	2.50	2.54	20.3	17.6	17.3	3%	6.8	13.3	3.3
中煤能源	10.19	0.52	0.64	0.71	19.6	15.9	14.3	9%	2.1	5.8	1.8
兖州煤业	35.81	1.83	2.10	2.21	19.6	17.0	16.2	10%	2.0	8.0	4.5
大同煤业	17.89	0.77	0.81	0.87	23.2	22.2	20.5	19%	1.2	5.8	3.1
山煤国际	31.74	0.76	1.09	2.17	41.8	29.2	14.6	45%	0.9	4.7	6.8
昊华能源	30.15	0.87	1.32	1.47	34.7	22.9	20.5	6%	5.4	5.8	5.2
大有能源	32.03	1.73	2.14	2.30	18.5	15.0	13.9	2%	7.9	10.3	3.1
平均	27.3	1.2	1.5	1.8	23.7	18.8	15.6	14%	3.3	7.5	3.8
一体化公司											
神火股份	15.21	0.63	1.00	1.57	24.1	15.3	9.7	28%	0.9	2.8	5.4
兰花科创	43.99	2.30	2.90	4.01	19.1	15.1	11.0	24%	0.8	12.1	3.6
开滦股份	16.80	0.70	0.76	0.88	23.9	22.2	19.0	11%	2.1	4.9	3.4
煤气化	27.74	0.46	0.46	0.82	60.3	60.5	33.7	55%	1.1	5.8	4.8
平均	25.94	1.02	1.28	1.82	31.9	28.3	14.2	21%	1.3	6.6	4.2
总平均	26.34	1.09	1.38	1.71	24.1	19.0	15.4	16%	3.6	6.6	4.2
中值	27.3	0.9	1.3	1.6	23.7	18.5	15.8	11%	2.1	5.8	4.0

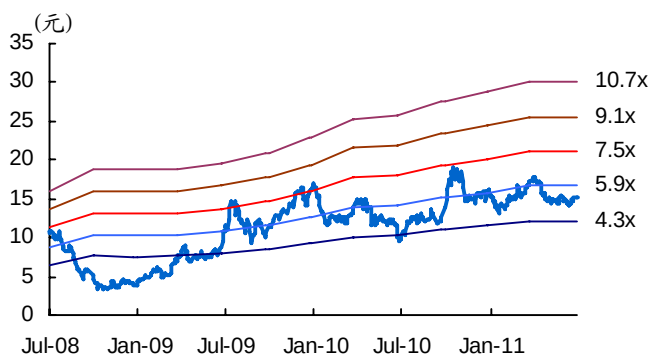
资料来源: 招商整理。

图 3: 神火股份历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 4: 神火股份历史 PBBand



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	4388	6209	6412
现金	2455	3541	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	399	604	623	899	958
应收款项	112	70	107	137	152
其它应收款	246	249	1463	2037	2097
存货	999	2006	1695	2522	2559
其他	1242	1586	300	413	447
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	23100	26950	29053
流动负债	9740	11784	8175	10637	10797
短期借款	3533	3904	1646	2133	2285
应付账款	1164	1715	1596	2299	2358
预收账款	356	472	456	649	668
其他	4687	5693	4477	5557	5486
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	14317	16578	16738
股本	750	1050	1840	1840	1840
资本公积金	236	246	2240	2240	2240
留存收益	2545	3204	3147	4304	5800
少数股东权益	1053	1463	1558	1989	2437
母公司所有者权益	3532	4499	7226	8383	9880
负债及权益合计	18955	24668	23101	26951	29054

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1321	1950	3519	5170	5799
净利润	599	1159	1833	2893	3741
折旧摊销	0	0	848	974	1094
财务费用	0	0	735	735	630
投资收益	0	0	(113)	(118)	(123)
营运资金变动	0	0	79	254	4
其它	0	0	137	431	453
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	(3871)	(2166)	(2800)
借款变动	0	0	(3659)	187	(48)
普通股增加	0	0	790	0	0
资本公积增加	0	0	1994	0	0
股利分配	0	0	(1890)	(1736)	(2245)
其他	0	0	(1105)	(618)	(507)
现金净增加额	(5)	719	(3341)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10762	16903	17206	24936	26515
营业成本	8905	13949	12717	18436	18866
营业税金及附加	90	121	207	281	311
营业费用	170	240	256	388	419
管理费用	322	459	563	812	860
财务费用	429	634	735	735	630
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	2842	4401	5551
营业外收入	87	114	5	5	5
营业外支出	11	150	201	13	13
利润总额	897	1521	2646	4393	5543
所得税	306	490	719	1069	1355
净利润	591	1031	1928	3324	4188
少数股东损益	(9)	(128)	95	431	447
母公司所有者净利润	599	1159	1833	2893	3741
EPS (元)	0.80	1.10	1.00	1.57	2.03

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-10%	57%	2%	45%	6%
营业利润	-49%	90%	83%	55%	26%
净利润	-48%	93%	58%	58%	29%
获利能力					
毛利率	17.3%	17.5%	26.1%	26.1%	28.8%
净利率	5.6%	6.9%	10.7%	11.6%	14.1%
ROE	17.0%	25.8%	25.4%	34.5%	37.9%
ROIC	5.9%	8.4%	15.4%	20.8%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	75.8%	75.8%	62.0%	61.5%	57.6%
净负债比率	49.2%	47.6%	35.0%	30.7%	28.3%
流动比率	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9
存货周转率	12.5	11.2	9.3	11.8	10.4
应收帐款周转率	31.0	186.5	195.0	204.3	183.1
应付帐款周转率	2.1	2.4	1.9	2.4	2.0
每股资料(元)					
每股收益	0.80	1.10	1.00	1.57	2.03
每股经营现金	1.76	1.86	1.91	2.81	3.15
每股净资产	4.71	4.29	3.93	4.56	5.37
每股股利	0.40	0.50	0.30	0.47	0.61
估值比率					
PE	19.0	13.8	15.3	9.7	7.5
PB	3.2	3.5	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	30.4	18.5	13.5	9.8	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。