

证券研究报告

煤炭开采

强烈推荐 (维持)

证券分析师

张顺

S1060511010020
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

神火股份 (000933)

改善经营结构，打开未来成长空间

事项：公司拟非公开增发募集资金进行河南省煤炭资源整合、购置井下紧急避险设备（可移动式救生舱）项目及补充流动资金。具体方案为：不低于 13.46 元/股的价格，发行股票数量不超过 16000 万股，募集资金不超过 19.35 亿元。

点评：

■ 增发预案对公司经营相对正面，既打开未来成长空间，又改善经营结构

首先，收购小煤矿价格相对合理，可增厚业绩。所收购整合的 28 家小煤矿可直接带来现金流收益，预计共投入资金为 13.4 亿元（6.53 亿元收购相关煤矿资产，6.88 亿元进行相关安全投入）。从收购价格来看，小煤矿可采年限平均为 10 年，故估值折价难免，其中采矿权均价为 5 元/吨，吨煤产能价格为 293.6 元/吨，静态市盈率大致为 6.5 倍。从静态收益来看，所收购小煤矿权益净利润每年为 2 亿元（假设小煤矿吨煤净利为 80 元/吨）。

其次，收购小煤矿后，公司未来成长空间逐步打开。根据议案，整合完成后公司将新增的煤炭保有储量 15,354.54 万吨，可采储量 6,597.05 万吨，平均可采年限为 10 年，煤炭生产规模增加 462 万吨/年，其中权益产能增加 251.9 万吨/年，预计 2012 年上半年将逐步开始陆续投产。

第三，募集资金后，公司资本金得到补充，改善公司资本结构。公司近几年 ROE 水平一直保持在 20% 的高位，故募集资金 5.5 亿元补充流动资金，有利于改善公司资产结构，降低财务风险。

■ 现有煤炭业务保持高效盈利能力，其中煤炭价格同比上涨超 20%

公司煤质优良，且市场销售为主，煤价上涨超过 20%，从 2010 年报来看，煤炭毛利率 51.67% 居于行业前列，预计 2011 年煤炭业务可贡献 EPS1.20 元，煤炭增量来自现有煤矿升级改造及整合小煤矿的产能释放。

■ 关注铝业务改善对业绩的修复，电解铝减亏可期

公司共启动沁澳铝业及神火铝业的部分生产线约 51 万吨产能，其中沁澳铝业已连续两个月实现盈利，而神火铝业虽小幅亏损，但铝价已可覆盖现金运营成本，未来铝价的逐步走高也会对业绩进一步修复。

总体来看，公司电解铝生产成本偏高，主要在于电价偏高（含税价 0.57 元/kwh），且自供电力不足，预计随着年底 60 万千瓦的火电投产，将会改善公司的供电结构和生产成本。

■ 暂仍维持盈利预测不变，维持“强烈推荐”评级

目前所整合小煤矿尚处于停产阶段，各种采矿证照仍处于办理过程，正式时间投产尚有不不确定性。暂维持此前盈利预测不变，预计 2011 年、2012 年 EPS 为 1.08 元、1.32 元，对应市盈率为 14.1 倍、11.5 倍，目前估值优势突出，且资产收购可增厚未来盈利，维持公司“强烈推荐”评级，目标价 20.0 元。

■ 风险提示：拉闸限电影响公司电解铝生产；非公开增发的不确定性

图表1 公司盈利预测简表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	12,006.1	10,761.9	16,902.6	19,682.6	24,664.1
YoY(%)	41.5%	-10.4%	57.1%	16.4%	25.3%
净利润(百万元)	1,149.5	599.5	1,158.8	1,810.8	2,214.8
YoY(%)	40.4%	-47.9%	93.3%	56.3%	22.3%
毛利率(%)	22.1%	17.3%	17.5%	20.3%	19.3%
净利率(%)	9.6%	5.6%	6.9%	9.2%	9.0%
ROE(%)	29.0%	13.1%	19.4%	24.5%	24.7%
EPS(摊薄/元)	2.30	0.80	1.10	1.08	1.32
P/E(倍)	6.6	19.0	13.8	14.1	11.5
P/B(倍)	1.9	2.5	2.7	3.5	2.9

资料来源：平安证券研究所

图表2 拟募集资金投向明细

项目名称	拟投入募集资金 (万元)
一、煤炭资源整合项目	65,279.65
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	56,020.42
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	9,259.23
二、购置井下紧急避险设备（可移动式救生舱）项目	68,800.00
三、补充流动资金	55,000.00
合 计	189,079.65

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 所整合收购小煤矿资源状况

股权	名称	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	生产规模 (万吨/年)	服务年限 (年)	煤种	采矿权价 格(元/吨)	吨煤产能价 格(元/吨)
70%	神火隆祥	696.01	381.66	21	12.12	无烟煤	4.5	442
85%	神火隆兴	573.1	232.47	15	11.07	无烟煤	6.72	382.6
85%	神火隆源	1,696.33	776.26	21	28.43	无烟煤	3.65	803.1
51%	神火双耀	268.49	134.79	15	6.42	无烟煤	6.05	247.4
51%	神火义隆	226.21	83.87	15	4.3	贫煤	15.36	169.8
51%	神火荣泰	473.07	243.41	15	11.59	焦煤	1.13	315.2
51%	神火永和	593.3	324.55	15	15.45	无烟煤	3.13	506
51%	神火昌平	478.19	274.63	15	14.08	贫煤	5.47	252.8
51%	神火文峪	218.62	129.43	15	6.16	无烟煤	4.09	233.1
51%	神火兄弟	239.29	75.29	15	3.86	烟煤	1.85	354.5
51%	神火冠源	604.09	246.61	15	11.74	贫瘦煤	1.05	226.8
51%	神火圃晟 源	166.53	115.45	15	5.5	贫瘦煤	3.76	294.9
51%	神火九华 山	406.86	181.69	15	8.65	无烟煤	8.27	274
51%	神火广鑫	1241	204.5	15	9.09	无烟煤	5.1	152.1
51%	神火正德	313.5	221.96	15	11.38	无烟煤	4.63	480.8
51%	神火金鹏	489	129.62	15	6.17	贫瘦煤	4.62	271.9
51%	神火润太	209.49	117.71	15	6.04	无烟煤	10.02	237.1
51%	神火宽发	213	146.57	15	6.98	贫煤	0.9	211.7
51%	神火隆庆	786.3	484.28	15	23.06	无烟煤	2.12	416.7
51%	神火春风	175.02	72.81	15	3.47	无烟煤	6.01	151
51%	神火隆瑞 (筹)	2,063.00	728.08	30	17.34	无烟煤	4.43	180.4
51%	神火金源	271.62	123.62	30	2.94	无烟煤	3.63	105.3
51%	神火李宅	141.58	93.1	15	4.43	无烟煤	4.46	243.8
51%	神火振兴	337.83	178.7	15	8.51	无烟煤	5.9	231.5
51%	神火兴盛	391.04	172.52	15	8.22	无烟煤	4.48	254.9
51%	神火昶达	850.65	245.08	15	11.67	无烟煤	8.22	304.7
51%	神火生达	778.75	336.3	15	16.01	无烟煤	5.66	348
51%	神火盛泰	452.67	142.09	15	6.77	贫煤	5.15	130
合计/平均值		15354.54	6597.05	462	10.1		5.01	293.6
权益		8734.7	3780	251.9				

资料来源：根据公开资料整理，平安证券研究所

图表4 电解铝业务关键假设预测

单位：万吨、元/吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
神火铝业销量	-	28.8	30	50	52
沁澳铝业销量	-	10.8	10	12	12
电解铝总销量	34.2	39.6	40	62	64
销售价格(元/吨)	14000	13384.7	14500	14800	15200
吨铝成本(元/吨)	11767.8	13805.6	14313.7	14309.4	14373.9
其中：氧化铝	4116	4625.3	5025.6	5193.2	5193.2
电耗	6101.6	7064.1	7064.1	6816.2	6816.2
阳极碳素	1560	1777.8	1822.2	1866.7	1911.1
氟化盐	189	184.6	230.8	253.8	265.4
冰晶石	160	153.8	170.9	179.5	188

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 煤炭业务关键假设预测

单位：万吨、元/吨	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
煤炭产量	422.6	480.7	572	711.2	825	900
煤炭销量	423.6	498.2	557.3	718.1	825	900
永城矿区煤炭销量	-	-	442.4	467.2	475	500
其中：原煤	-	-	11.3			
精煤	-	-	231.2	275.8	285	300
块煤	-	-	39.7	53.7	47.5	50
洗混煤	-	-	160.3	137.8	142.5	150
许昌矿区煤炭销量	-	-	114.9	250.9	350	400
其中：精煤	-	-	86.6	142.3	210	240
洗混煤	-	-	28.3	87.3	140	160
煤炭综合售价	442.9	774.1	621	739.4	900	930
吨煤炭成本	230.2	342.2	345	354.2	450	470

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	5453.5	8057.1	8271.4	11853.5
现金	2454.9	3541.2	3936.5	6785.3
应收账款	111.5	69.7	81.2	101.7
其他应收款	246.3	249.2	290.2	363.7
预付账款	1241.9	1586.2	1594.0	1604.0
存货	999.5	2006.3	1742.8	2213.6
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	13501.5	16610.6	16321.2	16105.4
长期投资	553.6	343.2	343.2	343.2
固定资产	9421.8	12104.4	12536.8	12645.6
无形资产	1090.5	1647.8	1584.6	1518.1
其他非流动资产	0.0	0.0	1.4	3.9
资产总计	18955.0	24667.7	24592.6	27958.8
流动负债	9740.0	11783.6	8945.0	9655.3
短期借款	3533.4	3903.9	647.0	0.0
应付账款	1164.1	1715.0	1738.5	2208.1
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债	4630.1	6921.7	8263.8	9339.2
长期借款	6439.1	7739.1	8739.1	9539.1
其他非流动负债	119.0	212.0	254.1	329.6
负债合计	14370.1	18705.3	17208.8	18994.5
少数股东 权益	1052.9	1462.8	1388.4	1297.4
股本	750.0	1050.0	1680.0	1680.0
资本公积	236.4	245.9	245.9	245.9
留存收益	2435.7	3021.9	3887.7	5559.2
归属母公司股东权益	3532.0	4499.6	5995.4	7666.9
负债和股东权益	18955.0	24667.7	24592.6	27958.8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	1320.8	1950.1	4285.3	4608.4
净利润	590.6	1031.1	1736.4	2123.7
折旧摊销	726.7	1058.5	1202.0	1268.4
财务费用	484.0	678.9	568.1	519.4
投资损失	22.2	-86.4	0.0	0.0
营运资金变动	1293.2	174.2	599.4	623.9
其他经营现金流	-18.0	-9.1	1.8	0.7
投资活动现金流	-2244.1	-1827.9	-1050.0	-1050.0
资本支出	-1534.5	-2459.8	-1050.0	-1050.0
长期投资	-22.2	86.4	0.0	0.0
其他投资现金流	-687.4	545.5	0.0	0.0
筹资活动现金流	918.6	596.9	-2840.0	-709.6
短期借款	3533.4	3903.9	647.0	0.0
长期借款	4392.5	6439.1	7739.1	8739.1
普通股增加	250.0	300.0	630.0	0.0
资本公积增加	38.7	9.5	0.0	0.0
其他筹资现金流	-7296.0	-10055.5	-11856.0	-9448.7
现金净增加额	-4.6	719.0	395.3	2848.7

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	10761.9	16902.6	19682.6	24664.1
营业成本	8905.3	13948.7	15679.5	19914.7
营业税金及附加	90.2	121.0	140.9	176.5
营业费用	169.9	240.1	279.6	350.4
管理费用	322.3	458.6	534.0	669.2
财务费用	429.1	634.3	568.1	519.4
资产减值损失		51.1	0.0	0.0
公允价值变动收益		21.8	0.0	0.0
投资净收益		86.4	0.0	0.0
营业利润	821.0	1557.0	2480.5	3033.9
营业外收入	87.1	114.3	0.0	0.0
营业外支出	11.4	149.8	0.0	0.0
利润总额	896.6	1521.5	2480.5	3033.9
所得税	306.0	490.4	744.2	910.2
净利润	590.6	1031.1	1736.4	2123.7
少数股东损益				
归属母公司净利润	599.5	1158.8	1810.8	2214.8
EBITDA	2000.9	3192.8	4250.6	4821.7
EPS (元)	0.80	1.10	1.08	1.32

主要财务比率				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入		57.1%	16.4%	25.3%
营业利润		89.6%	59.3%	22.3%
归属母公司股东权益		27.4%	33.2%	27.9%
获利能力				
毛利率(%)	22.1%	17.3%	17.5%	20.3%
净利率(%)	9.6%	5.6%	6.9%	9.2%
ROE(%)	29.0%	13.1%	19.4%	24.5%
ROIC(%)	13.1%	6.0%	8.0%	12.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.8%	75.8%	70.0%	67.9%
净负债比率(%)	119.3%	114.1%	60.3%	21.8%
流动比率	56.0%	68.4%	92.5%	122.8%
速动比率	45.7%	51.3%	73.0%	99.8%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	31.0	186.5	261.0	269.8
应付账款周转率	8.6	9.7	9.1	10.1
每股指标(元)				
每股收益	0.80	1.10	1.08	1.32
每股经营现金流	1.8	1.9	2.6	2.7
每股净资产	7.9	6.1	5.7	4.4
估值比率				
P/E	19.0	13.8	14.1	11.5
P/B	2.5	2.7	3.5	2.9
EV/EBITDA	9.7	8.0	7.7	6.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257