



证券研究报告·上市公司简评

煤炭开采

铝价上涨或已接近神火铝盈亏平衡点，保障房加速支撑需求

事件

近期铝价连续上涨

近期铝现货价和期货价连续上涨，沪铝期货价两个交易日上涨超 700 元，7 月 27 日收盘价突破 18000 元/吨大关。

简评

铝价上涨或已接近神火铝业务盈亏平衡点

2010 年全年公司电解铝业务生产成本为 14002 元/吨，吨铝毛亏损额为 618 元/吨，其中神火铝业电解铝全年均价为 15474 元/吨，2010 年亏损额 3.05 亿元，产量 29 万吨，按此计算 2010 年全年吨铝亏损额为 1035 元/吨，沁澳铝业 2010 年全年吨铝价格 16219 元/吨，吨铝净亏损为 622 元/吨。按照公司此前公布的数据，2011 年 1-5 月份神火铝业收入 31.36 亿元，净亏损额 2.62 亿元，我们测算神火股份前 5 个月吨铝亏损额约在 1539 元左右，但这包含了铝业务一次性启动费用，约 4000 万元，扣除以后测算前 5 个月吨铝亏损额 1519 元。如果考虑到沁澳铝业，由于沁澳铝业有自备电厂，吨铝亏损较神火铝业少，2010 年吨铝亏损为 622 元/吨，而神火铝业为 1035 元/吨，平均为 923 元/吨，因此前 5 个月公司平均吨铝亏损额应在 1300-1400 之间。截止 7 月 27 日，6 月份以来铝期货价格上涨了 1450 元/吨（含税），不含税为 1239 元，按照我们的测算，已经接近神火股份的盈亏平衡线。因此，如果铝价三季度能继续保持强劲，则神火股份铝业务有望大幅减亏，甚至可能扭亏。

保障房提速有望支撑下游需求

住房和城乡建设部副部长齐骥 26 日表示今年 11 月底前开工建设 1000 万套保障性安居工程的目标任务，有望全面实现。截至 6 月底，全国城镇保障性安居工程已开工 500 万套以上，超过年度计划 50%，比 5 月底时 34% 的开工率明显提速。一季度大部分保障性安居工程项目都处于项目的前期准备，只有少数准备充分的项目和去年储备的项目，才可能早期开工建设，而多数项目要在二季度和下半年集中开工。从 5 月份起，北方地区的项目逐步进入开工的旺季，未来的两三个月各地保障性安居工程建设速度会持续提升。我们认为保障房加速将为铝业务形成实质性支撑，根据我们有色研究员判断，三季度铝价有望上涨。

基本面最低点已过，业绩有望迎来拐点，近期首推品种

神火股份 (000933)

维持

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

发布日期：2011 年 7 月 28 日

当前股价：16.19 元

目标价格 6 个月：21 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.91/11.17	2.78/9.68	28.13/22.38
12 月最高/最低价 (元)		31.68/14.1
总股本 (万股)		168000.00
流通 A 股 (万股)		167985.85
总市值 (亿元)		271.99
流通市值 (亿元)		271.97
近 3 月日均成交量 (万)		1168.62
主要股东		
河南神火集团有限公司		25.24%

股价表现



相关研究报告

11.07.12	非公开发行点评：收购稀缺煤种，基本面低点已过，2012 年三大增长点引爆业绩
11.04.24	2011 年一季报点评：扣除偶然因素的业绩接近 0.4 元，继续维持买入评级
11.03.22	神火股份 2010 年年报点评：业绩符合预期，未来两年将延续高增长



公司一季度受多种因素：梁北矿遇断层、铝业务启动费用过高等不利因素影响，业绩低于预期，虽然 EPS 仅 0.25 元，但每股现金流高达 0.51 元，显示公司经营情况依然很好。我们认为公司 2012 年在三大增长点带动下有望实现业绩爆发：1) 2011 年底随着公司 600MW 自备电厂投产，以及公司氧化铝原料自给率逐渐提高，公司铝成本将有显著下降，按目前自备电厂较外购电便宜约 0.02 元/度计算，则吨铝成本可节约超过 600 元，我们测算可增厚 EPS0.2 元。2) 主力矿井梁北矿 2012 年下半年技改投产有望为公司带来又一增长点；3) 小煤矿，包括目前增发募投的 28 个和其余 16 个，2012 年将基本达产，是公司第三个业绩爆发点。我们上调公司 2011-2013 年公司业绩至 1、1.43、1.52（按增发 1.6 亿股本后的 18.4 总股本计算）。2012 年估值仅 11 倍，维持买入评级，目标价 21 元。并将神火作为我们近期首推品种。

表 1：神火股份盈利预测表

	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
煤炭产量（万吨）	423	261	481	286	572	362	711	880	1120	1250
其中：永城矿区					438		474	420	420	420
许昌矿区					134		237	260	300	330
整合矿								200	400	500
煤炭销量（万吨）	424	263	498	265	558	361	718	824	1014	1244
平均价格（元/吨）	443	552	774	624	621	708	798	889	873	833
煤炭收入	1876	1451	3856	1653	3465	2557	5732	7327	8853	10356
煤炭成本	975	677	1705	885	2185	1186	2543	3130	4207	5348
吨煤成本	226	258	342	334	324	328	354	380	415	430
毛利率	48.0%	53.4%	55.8%	46.5%	43.7%	53.6%	55.6%	57.3%	52.5%	48.4%
铝产品产量（万吨）	37	22	41	13	37	29	50	56	66	66
其中：电解铝					32	25	40	47	57	57
其中：铝材					5	4	10	9	9	9
氧化铝产量（万吨）							34	61	90	100
电解铝销量（万吨）	36	22	42	15	39	29	50	56	66	66
其中：电解铝					34		40	46	56	56
其中：铝材					5		11	10	10	10
氧化铝销量（万吨）							33	59	87	97
平均价格（除氧化铝）	15835		16220	12036	13551		14966	16201	16849	17354
氧化铝售价（元/吨）							4121	4203	4266	4309
铝及铝制品收入	6034	3610	7325	1931	5711	6001	8898	11598	14851	15641
其中：氧化铝	305		569	182	427	559	1343	2492	3732	4188
铝及铝制品成本	4749	3015	7085	2085	5402	5781	8859	11180	13631	14326
毛利率	21.3%	16.5%	3.3%	-8.0%	5.4%	3.7%	0.4%	3.6%	8.2%	8.4%
其中：电解铝（元/吨）					11768		14002	15682	15212	15668
其中：铝加工（元/吨）					13300		14815	16296	16459	16624
其中：氧化铝（元/吨）							3807	3884	3961	4001
	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8679	5784	12006	4124	10762	9391	16903	21225	26004	28397
营业成本	6364	4270	9350	3442	8905	7683	13949	16886	20414	22362
毛利率	26.7%	26.2%	22.1%	16.6%	17.3%	18.2%	17.5%	20.4%	21.5%	21.3%
投资净收益	8	19	23	2	(22)	72	86	60	130	150
利润总额	1646	1058	1607	276	897	1006	1521	2539	3434	3686
所得税费用	493	246	451	125	306	272	490	762	859	921
归属于母公司净利润	839	688	1150	216	599	736	1159	1847	2626	2784
EPS	0.50	0.41	0.68	0.13	0.36	0.44	0.69	1.10	1.56	1.66
股本	1680	1680	1680	1680	1680	1680	1680	1680	1680	1680
增发后股本	1840	1840	1840	1840	1840	1840	1840	1840	1840	1840
增发后股本EPS								1.00	1.43	1.51

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2010 年新财富煤炭行业第 8 名。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。