



2016年10月27日

增持(下调)

当前价: 5.51 元
目标价: -6 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-64408937
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

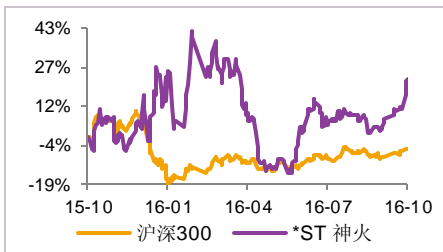
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001
电话: 010-64814022
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	17,558	16,419	17,492	16,860
(+/-)	-27%	-6%	7%	-4%
净利润	-1,673	1,090	1,164	1,141
(+/-)	-346%	155%	9%	-2%
EPS(元)	-0.88	0.57	0.61	0.60
P/E	10.46	9.80	10.00	10.46

资料来源: 联讯证券研究院

*ST 神火(000933.SZ)

三季度报符合预期、铝煤价保持高位促四季度继续增长

投资要点

◇ 事件

2016-10-24 公司发布 2016 年第三季度报告, 2016 年 1-9 月份公司实现营业收入为 118.71 亿元, 同比下降 21.79%; 归属于母公司所有者的净利润为 8.26 亿元, 去年同期亏损-8.49 亿元。基本每股收益为 0.435 元/股, 去年同期为-0.45 元/股。其中, 三季度营业收入 40.75 亿元, 同比下降 11.73%; 归属母公司所有者净利润 1.80 亿元, 同比增加 132%。

◇ 点评

煤铝价格大涨及成本下降带动利润大增。2016 年三季度长江电解铝均价较二季度上涨 409 元/吨, 环比上涨 3%, 利润环比增加 0.35 亿元; 秦皇岛动力煤(山西产,Q5500)均价较二季度上涨 76 元/吨, 环比上涨 19%, 利润环比增加 0.6 亿元。同时, 今年公司采取控产提效、减亏增盈、减人降薪等措施, 成本费用大幅下降。

新疆煤电铝联营项目已成为公司的印钞机

公司新疆煤电铝联营项目拥有准东煤田五彩湾矿区 5 号露天矿 10 亿吨的权益量, 4×350MW 机组、80 万吨/年电解铝和配套 40 万吨/年碳素均已满负荷生产。按照 0.12 元/KWH、氧化铝 1704 元/吨、氧化铝运费 525 元/吨、阳极炭块 2600 元/吨等价格预测, 一吨电解铝 1.35kwh、1.93 吨氧化铝、0.5 吨阳极炭块的假设, 我们预计新疆吨电解铝的生产成本在 8000 元以下, 全年毛利有望超过 20 亿元。

河南业务大幅减亏可期

煤炭板块: 以生产无烟煤为主, 拥有新庄、薛湖、泉店、梁北、刘河、葛店等 7 对在产矿井和其他矿井, 核定产能 794 万/年, 上半年产量 354 万吨, 全年计划产量有望超过 700 万吨。2016 年煤炭均价较去年上涨 22 元/吨, 吨成本下降 45 元/吨, 煤矿板块将增收 4.69 亿元。同时因压缩成本吨煤成本已下降至 250 元/吨以下。煤矿业务全年预计毛利将达 7 亿元。

铝板块: 拥有 1×600MW 和 2×135MW 机组、66 万吨/年电解铝和配套 16 万吨/年碳素产能, 上半年电解铝产量 19 万吨, 目前以电定产, 成本已经可控, 亏损大幅减少。氧化铝拥有 80 万吨/年产能, 上半年产量 26 万吨, 亏损 8999 万元, 随着下半年氧化铝价格大幅反弹, 该板块亏损将继续收窄。

仲裁结果有利于公司、仍需等待北京三中院判决

2016 年 3 月 7 日北京仲裁委员会裁决, 山西潞安集团应向公司支付的款项(《山西省左权县高家庄煤矿探矿权转让合同》约定的前六笔转让价款中尚未支付的转让价款 24.21 亿元, 滞纳金 10.95 亿元, 仲裁费 0.12 亿元, 合



计 35.27 亿元。3 月 17 日向上海市第二中级人民法院申请强制执行，上海二中院依法冻结了潞安集团持有的潞安环能 6.28 亿股及封了潞安集团在上海的一栋房产。3 月 18 日，北京市第三中级人民法院受理了潞安集团提交的《撤销仲裁裁决申请书》，潞安集团申请撤销北仲的仲裁裁决。上海二中院中止了对《裁决书》的强制执行程序，等待北京三中院对撤仲案作出裁定后，恢复执行。5 月 4 日，北京三中院开庭审理了该撤仲案，但未在规定的期限内即 5 月 17 日之前作出裁定。

◇ 盈利预测及估值：目标价“6 元/股”、投资评级“增持”

基于 2016 年电解铝、煤炭价格 12,341 元/吨和 451 元/吨，产量 120 万吨和 700 万吨的假设，预测公司 2016E 全年营业收入为 164 亿元，归属净利润 10.9 亿元，EPS 为 0.57 元。但考虑到公司与潞安集团纠纷存在不确定性，剔除后的净利润为 3.78 亿元，EPS 为 0.2 元，可以给予公司 2016 年 30 倍的 PE，对应的目标价格为 6 元/股，投资评级“增持”。

◇ 风险提示

仲裁结果不及预期、产量不及预期、价格下跌超预期、高负债导致现金流风险。



图表1: 公司业绩价格弹性

栏目	指标	单位	2015A	2016E	2017E	2018E	产品价格变化				
							-20%	-10%	0%	10%	20%
价格											
电解铝(长江A00)	年均价	元/吨	12,068	12,341	13,000	12,500	9,873	11,107	12,341	13,576	14,810
煤炭(Q5500 动力煤)	年均价	元/吨	427	451	520	500	359	404	449	494	539
氧化铝(河南一级)	年均价	元/吨	2,453	1,994	2,400	2,200	1,595	1,795	1994	2,193	2,393
售价											
电解铝	售价	元/吨	16,185	10,548	11,111	10,684	8,439	9,493	10,548	11,603	12,658
煤炭	售价	元/吨	322	345	406	389	276	310.5	345	379.5	276
氧化铝产品	售价	元/吨	18,837	1,704	2,051	1,880	1,363	1,534	1,704	1,875	2,045
阳极炭块	售价	元/吨	3,594								
产量及销量											
电解铝	生产量	万吨	117	120	120	120	120	120	120	120	120
煤炭	生产量	万吨	777	709	700	700	700	700	700	700	700
氧化铝产品	生产量	万吨	77	52	50	50	50	50	50	50	50
阳极炭块	生产量	万吨	62	60	60	60	60	60	60	60	60
吨成本											
电解铝	吨成本	元/吨	9,231	8,700	9,373	9,041	8,038	8,369	8,700	9,030	9,361
煤炭	吨成本	元/吨	0	240	240	240	240	240	240	240	240
氧化铝产品	吨成本	元/吨	0	850	850	850	850	850	850	850	850
阳极炭块	吨成本	元/吨	0	177	177	177	177	177	177	177	177
收入											
铝及铝制品	收入	百万元	12,288	12,658	13,333	12,821	10,126	11,392	12,658	13,924	15,189
煤炭	收入	百万元	2,462	2,445	2,842	2,723	1,932	2,174	2,415	2,657	1,932
氧化铝产品	收入	百万元	509	470	470	470	470	470	470	470	470
阳极炭块	收入	百万元	132	132	132	132	132	132	132	132	132
毛利											
铝及铝制品	毛利	百万元		2,218	2,086	1,971	480	1,349	2,218	3,087	3,956
煤炭	毛利	百万元		744	1,162	1,043	252	494	735	977	252
氧化铝产品	毛利	百万元		28	28	28	28	28	28	28	28
贸易	毛利	百万元		4	4	4	4	4	4	4	4
阳极炭块	毛利	百万元		25	25	25	25	25	25	25	25
运输劳务	毛利	百万元		2	2	2	2	2	2	2	2
电力	毛利	百万元		6	6	6	6	6	6	6	6
房地产	毛利	百万元		5	5	5	5	5	5	5	5
氢氧化铝	毛利	百万元		0	0	0	0	0	0	0	0
型焦	毛利	百万元		0	0	0	0	0	0	0	0
合计											
收入	合计	百万元	17,312	16,119	17,192	16,560	13,075	14,582	16,089	17,596	18,138
成本	合计	百万元		13,086	13,873	13,475	12,272	12,669	13,066	13,462	13,859
毛利	合计	百万元		3,033	3,318	3,084	803	1,913	3,024	4,134	4,279

资料来源: Wind 联讯证券

备注: 以上收入、成本及毛利仅为部分产品收入, 电解铝成本只考虑氧化铝变化



附录：公司财务预测表

资产负债表 万元	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 万元	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	14,627	15,681	16,631	15,359	经营活动现金流	-878	5,650	4,091	3,231
现金	6,031	6,896	7,346	7,081	净利润	-1,840	1,010	1,104	1,081
应收票据及账款	1,282	1,454	1,461	1,349	折旧摊销	1,500	1,537	957	957
预付账款	1,610	1,662	1,806	1,563	财务费用	1,541	1,610	1,609	1,446
其他应收款	478	495	542	458	投资损失	32	-21	-4	-4
存货	4,251	4,474	4,775	4,208	营运资金变动	-2,276	1,815	727	-855
其他流动资产	972	700	700	700	其它	166	-301	-302	-160
非流动资产	35,810	36,817	35,864	34,871	投资活动现金流	-1,483	-2,107	0	0
长期股权投资	800	2,796	2,800	2,804	资本支出	1,500	500	200	200
投资性房地产	33	28	24	20	长期投资	0	1,991	0	0
固定资产和在建工程	28,516	28,733	28,340	27,907	其他	17	384	200	200
无形资产和开发支出	5,396	4,836	4,276	3,717	筹资活动现金流	2,728	-1,754	-3,641	-3,497
其他非流动资产	854	424	424	424	借款	21,753	20,600	16,000	14,000
资产总计	50,437	52,499	52,495	50,230	其他	-19,025	-22,354	-19,641	-17,497
流动负债	31,486	33,338	32,206	28,836	现金净增加额	-736	1,789	450	-265
短期借款	17,238	16,695	18,398	12,200					
应付票据及账款	5,319	9,901	6,234	9,438					
预收账款	2,242	1,042	1,873	1,499	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
其他应付款	2,424	2,900	2,900	2,900	成长能力				
其他流动负债	3,398	2,800	2,800	2,800	营业收入	-27%	-6%	7%	-4%
非流动负债	10,343	9,520	9,520	9,520	营业利润	-550%	128%	24%	-10%
长期借款	7,079	8,875	8,875	8,875	归属母公司净利润	-346%	155%	9%	-2%
其他	3,264	645	645	645	获利能力				
负债合计	41,829	42,858	41,726	38,356	毛利率	7%	20%	21%	20%
少数股东权益	3,345	3,265	3,205	3,145	净利率	-10%	6%	6%	6%
归属母公司股东的权益	5,264	6,377	7,565	8,729	ROE	-32%	17%	15%	13%
负债和股东权益合计	50,437	52,499	52,495	50,230	ROIC	-2%	4%	5%	4%
利润表 万元	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力				
营业收入	17,558	16,419	17,492	16,860	资产负债率	83%	82%	79%	76%
营业成本	16,334	13,086	13,873	13,475	净负债比率	795%	672%	552%	439%
营业税金及附加	116	164	175	169	流动比率	0.45	0.47	0.52	0.55
营业费用	563	550	586	565	速动比率	0.28	0.32	0.35	0.37
管理费用	618	575	612	590	营运能力				
财务费用	1,541	1,610	1,609	1,446	总资产周转率	0.36	0.32	0.34	0.34
资产减值损失	204	-60	0	40	应收帐款周转率	13.69	11.29	11.97	12.50
公允价值变动损益	0	0	0	0	存货周转率	3.84	2.93	3.10	2.99
投资净收益	-32	21	4	4	每股指标(元)				
营业利润	-1,851	515	640	579	每股收益	-0.88	0.57	0.61	0.60
营业外收入	124	724	712	712	每股收益(不含仲裁)	-0.88	0.20	0.24	0.23
营业外支出	31	6	0	0	每股净资产	2.77	3.36	3.98	4.59
利润总额	-1,758	1,233	1,352	1,291	估值比率				
所得税	81	223	248	211	P/E	-	10.46	9.80	10.00
净利润	-1,840	1,010	1,104	1,081	P/E(不含仲裁)	-	30.15	25.22	26.59
少数股东损益	-167	-80	-60	-60	P/B	2.17	1.79	1.51	1.31
归属母公司净利润	-1,673	1,090	1,164	1,141	EV/EBITDA	28.17	8.95	10.42	9.36
EBITDA	1,435	4,380	3,918	3,694					
EPS(元)	-0.88	0.57	0.61	0.60					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com