CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：7.5 元
2017 年 04 月 10 日

*ST神火 000933.SZ

煤铝弹性共振，扭亏为盈成功摘帽

2016 年公司实现收入 169 亿元，同比下降 12%，，实现归母净利润 3.4 亿元，EPS 为 0.18 元/股，成功实现扭亏摘帽。展望 2017 年，煤炭行业呈现供需平衡略微偏紧的格局，煤价大概率高位震荡，电解铝行业供给侧改革有望实质推进，利好铝价，公司煤铝业务都是高弹性，今年有望弹性共振，保守预计今年可实现归母净利 10 亿元，对应 EPS 为 0.55 元/股，维持“强烈推荐-A”评级。

- **煤炭板块：煤价暴涨带动业绩反转，大手笔处置历史包袱。**2016 年公司实现煤炭产量 731 万吨，同比下降 6%，销量 725 万吨，下降 5%；综合售价 453 元/吨，上涨 12%，完全成本 376 元/吨，下降 24%，吨煤净利 61 元,扭亏。煤炭板块实现利润总额 5.5 亿，净利 4.4 亿。此外，公司处置了大量早已停产停建的整合矿，计提资产损失 22 亿，影响归母净利 8.9 亿。预计 2017 年公司煤炭产销量在 800 万吨左右，可实现归母净利 9 亿。
- **电解铝板块：新疆电解铝盈利约 11 亿，本部依旧亏损。**2016 年公司实现电解铝产销量 114 万吨，较 2015 年下降 3 万吨；其中新疆 81 万吨，本部 33 万吨。新疆地区电力成本优势突出，实现利润总额 14 亿，归母净利约 11 亿；本部地区实施“以电定铝”，产能为充分释放，燃煤成本和过网费都较高，难以实现盈利，测算本部电解铝今年亏损 1 亿。展望 2017 年预计新疆项目可实现净利 9 亿，本部亏 3 亿，电解铝板块净利约 6 亿。
- **潞安诉讼：**目前仲裁仍在进行中，此案牵涉的利益面太广，结果存在很大不确定性。就神火而言，目前矿权还在公司手里，10.6 亿吨的贫瘦煤，按照目前贫瘦喷吹吨煤净利 200 以上的市场行情来看，价值远不止 47 亿，但由于矿区在山西省境内，公司也很难去开发。
- **盈利预测及评级：**2017 年煤价大概率高位震荡，电解铝行业也在推进供给侧改革，煤铝价格有望超预期，煤铝弹性有望共振，预计 2017 年 EPS 分别为 0.55 元/股，给予“强烈推荐-A”评级，建议积极参与。
- **风险提示：**煤铝价格低于预期、诉讼存在不确定性

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	17558	16902	20283	19877	20275
同比增长	-27%	-4%	20%	-2%	2%
营业利润(百万元)	(1851)	(664)	1203	1147	1201
同比增长	547%	-64%	-281%	-5%	5%
净利润(百万元)	(1673)	342	1051	1006	1050
同比增长	356%	-120%	207%	-4%	4%
每股收益(元)	(0.88)	0.18	0.55	0.53	0.55
PB	2.7	2.5	3.0	2.6	2.3

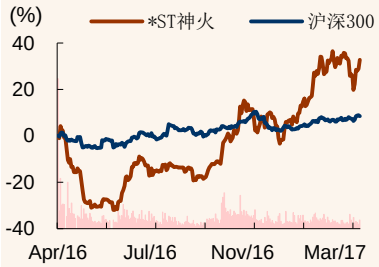
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3269
总股本（万股）	190050
已上市流通股（万股）	189042
总市值（亿元）	143
流通市值（亿元）	142
每股净资产（MRQ）	3.0
ROE（TTM）	6.0
资产负债率	85.2%
主要股东	河南神火集团有限公
主要股东持股比例	24.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	54	28
相对表现	-5	46	18



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《*ST 神火（000933）—铝价煤价双反弹，公司业绩迎来反转》2016-08-02

2、《*ST 神火（000933）—煤铝价格持续回暖，公司业绩迎来反转》2016-07-14

3、《*ST 神火（000933）—电解铝价格反弹，盈利状况改善明显》2016-06-29

卢平
021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁
021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理
刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

表 1：神火煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
新庄煤矿	无烟煤	100%	13084	8000	240	240	在产
刘河煤矿	无烟煤	100%	2268	1121	45	45	在产
薛湖煤矿	无烟煤	100%	20210	9475	120	120	在产
梁北煤矿	贫瘦煤	98%	18600	6667	240	235	在产
泉店煤矿	贫瘦煤	82%	13900	8092	240	197	在产
庇山煤矿	贫瘦煤	67%	400	150	30	20	在产-2018 年底关
超化煤矿	贫煤	36%	224	83	30	11	在产-2018 年底关
和成煤矿	无烟煤	36%	8081	2680	45	16	在建
大磨岭煤矿	贫瘦煤	36%	8523	3567	60	21	在建
李沟井田	无烟煤	36%	10350	2872	90	32	规划
石井煤矿	贫瘦煤	75%	8000	4200	90	68	规划
崔岗井田	贫煤	36%	3666	2189	45	16	规划
窦沟煤矿	无烟煤	36%	11093	4739	90	32	规划
翟沟井田	无烟煤	36%	7923	3500	60	21	规划
在产		92%	68686	33588	945	868	
在建		36%	16604	6247	105	37	
规划		45%	41032	17500	375	169	
合计		**75%**	**126322**	**57335**	**1425**	**1075**	
赵家寨矿-参股	动力煤	39%	38800	18600	300	117	在产

资料来源：wind、招商证券

表 2：煤炭板块测算

单位：万吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016
综合售价	922	796	647	508	447	405	354	453
煤炭产量	712	821	770	887	398	777	354	731
精煤产量	428	343	457	526	215	452	204	428
销量	709	803	774	892	364	766	346	725
精煤产量占比	60%	42%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
成本测算：元/吨								
原材料	100	90	69	54	52	51	45	35
燃料及动力	42	33	34	31	25	25	25	31
职工酬薪	200	209	179	139	131	131	89	117
折旧摊销	72	64	66	57	70	52	52	52
维简及安全费用	26	35	38	34	30	30	25	30
其他	55	62	58	44	16	20	21	49
生产成本	495	492	444	359	324	309	257	314
三费及附加	200	160	84	109	162	187	180	62
完全成本	695	652	528	468	487	496	437	376
吨煤毛利	427	304	203	149	123	96	97	138
毛利率	46%	38%	31%	29%	28%	24%	27%	31%
吨煤利润	227	144	119	40	(39)	(91)	(83)	76
所得税	57	36	30	18	20	5	2	15
吨煤净利	170	108	90	23	(59)	(96)	(85)	61
煤炭业务净利(亿)	12.1	8.6	6.9	2.0	(2.2)	(7.4)	(2.9)	4.4
现金生产成本	423	428	379	302	254	257	205	262
现金完全成本	613	578	452	401	407	434	375	314

资料来源：wind、招商证券

表 3：神火煤炭板块业绩弹性测算

单位：元/吨	弹性测算					
秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600
长治喷吹煤	820	820	820	820	820	820
综合售价	609	620	633	638	646	657
完全成本	460	460	460	460	460	460
吨煤利润	149	160	173	178	186	197
所得税	37	40	43	45	46	49
吨煤净利	112	120	130	134	139	148
销量-万吨	760	760	760	760	760	760
煤炭净利	84845	91154	98516	101671	105878	112187
权益占比	92%	92%	92%	92%	92%	92%
权益净利	77914	83709	90469	93366	97229	103024

资料来源：wind、招商证券

表 4：公司电解铝产能跻身国内前十

单位：万吨	权益占比	生产槽型	年产能	吨铝直流电耗	吨铝交流电耗	状态
本部	100%	200KA	6	12,500	12,800	停产
沁澳铝业	70%	290KA	14	12,485	13,340	停产
本部	100%	350KA	46	12,450	13,450	生产
新疆神火	98%	400KA	80	12,400	13,600	生产

资料来源：wind、招商证券

表 5：铝业产量明细

单位：万吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016
电解铝产量	48	45	53	80	58	117	59	114
电解铝销量	48	45	52	76	56	117	61	114
氧化铝产量	60	83	84	78	37	76	26	47
氧化铝销量	59	82	83	79	35	77	26	47
铝材产量	10	7	4	5	3	5	3	6
铝材销量	10	7	5	5	3	5	3	6
供电量-亿度		5	48	87		140		127

资料来源：wind、招商证券

表 6：神火新疆电解铝成本

新疆成本测算：	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
氧化铝单耗	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89
氧化铝单价	2296	2257	2096	1590	1808	2517	2350
氧化炉成本	4345	4273	3967	3009	3422	4765	4449
电耗-度	13600	13600	13600	13600	13600	13600	13600
电力完全成本	0.1375	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368
电力成本-元/吨	1870	1860	1860	1860	1860	1860	1860
阳极碳块	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
单价	2551	2809	2800	2800	2750	2700	2700
碳块成本	1247	1376	1316	1316	1293	1269	1269
原材料成本小计	7462	7509	7143	6185	6574	7894	7577
其他费用	3333	2005	2985	1804	2600	2600	2600
完全成本	10795	9514	10128	7989	9174	10494	10177

资料来源：wind、招商证券

表 7：新疆电解铝盈利测算

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
综合售价	11268	10102	9948	9035	10912	11624	11624
完全成本	10934	9514	10128	7989	9174	10494	10177
吨铝利润	473	588	(180)	1046	1738	1130	1447
吨铝净利	355	441	-207	1024	1303	848	1085
产量-万吨	46	41	81	41	81	41	83
销量-万吨	39	41	82	41	81	41	83
利润总额	18533	24111	(14786)	42900	140000	46340	120064
净利润	13900	18083	(17011)	41968	105000	34755	90048
权益占比	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
归母净利	13553	17631	(16586)	40918	102375	33886	87797

资料来源：wind、招商证券

表 8：本部电解铝成本测算

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
氧化铝单耗	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
氧化铝单价	2296	2257	2096	1590	1808	2517	2350
氧化炉成本	4408	4334	4024	3052	3471	4833	4512
电耗-度	13700	13700	13700	13700	13700	13700	13700
电力完全成本	0.44	0.42	0.40	0.29	0.30	0.38	0.38
电力成本-元/吨	6028	5754	5480	3973	4110	5206	5206
阳极碳块	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
单价	2551	2809	2800	2800	2750	2700	2700
碳块成本	1250	1376	1316	1316	1293	1269	1269
原材料成本小计	11685	11464	10820	8341	8873	11308	10987
其他费用	1383	1500	1465	1168	2401	1700	1700
完全成本	13068	12964	12285	9509	11274	13008	12687

资料来源：wind、招商证券

表 9：本部电解铝盈利测算

单位：元/吨	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017
电解铝均价	12383	11448	10102	9948	9035	10912	11624	11624
完全成本	14095	13068	12964	12285	9509	11274	13008	12687
吨铝利润额	(1712)	(1620)	(2862)	(2337)	(474)	(362)	(1384)	(1063)
吨铝净利	-1712	-1620	(2862)	(2337)	(474)	(326)	(1384)	(1063)
产量	41	45	17	36	18	33	17	33
销量	41	45	15	35	20	34	17	33
利润总额		(72500)	(42078)	(82414)	(9600)	(12200)	(23526)	(35081)
净利润	(69400)	(72500)	(42078)	(82414)	(9600)	(12200)	(23526)	(35081)

资料来源：wind、招商证券

表 10：盈利弹性测算

	2017 预测值	变动	影响利润
铝价-含税	13600 元/吨	100 元/吨	9600 万
氧化铝-含税	2750 元/吨	50 元/吨	6220 万
煤价-含税	746 元/吨	10 元/吨	6500 万

资料来源：招商证券

表 11：高家庄矿付款明细

支付笔数	支付时间	支付金额（万元）	已支付	占比	尚未支付的逾期价款
1	2012 年 7 月 9 日	93993	93993	20.0%	
2	2012 年 12 月 31 日	126007	136569	26.8%	-10561.86
3	2013 年 6 月 30 日	80000		17.0%	80000
4	2013 年 12 月 31 日	70000		14.9%	70000
5	2014 年 6 月 30 日	32492		6.9%	32491.5
6	2014 年 12 月 31 日	32492		6.9%	32491.5
7	2015 年 6 月 30 日	17492		3.7%	17491.5
8	2015 年 12 月 31 日	17492		3.7%	17491.5
合计		469966	230562	100%	239404

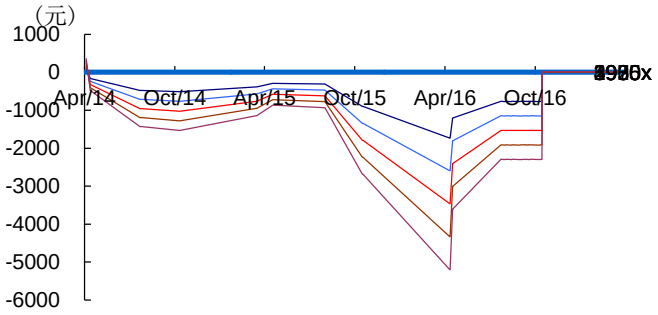
资料来源：wind、招商证券

表 12：高家庄矿参数

项目	单位	参数
转让价款	亿元	47
煤种		贫煤、无烟煤
地质储量	亿吨	10.6
设计产能	万吨	600
账面价值	亿元	6.5
勘查区面积	平方公里	108

资料来源：招商证券

图 1：*ST 神火历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：*ST 神火历史 PB Band

资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14627	16082	15097	14403	14493
现金	6031	7973	5400	4900	4800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	869	967	1160	1137	1159
应收款项	413	290	326	320	326
其它应收款	478	1071	1285	1259	1284
存货	4251	4570	5469	5359	5466
其他	2585	1211	1457	1428	1456
非流动资产	35810	35679	34101	32684	31386
长期股权投资	800	2913	2913	2913	2913
固定资产	22081	20469	19504	18628	17807
无形资产	5296	5008	4507	4056	3651
其他	7634	7290	7177	7087	7015
资产总计	**50437**	**51762**	**49197**	**47087**	**45879**
流动负债	31486	34165	32375	29221	27209
短期借款	17238	20671	21044	18049	15882
应付账款	2522	2374	2866	2809	2865
预收账款	2242	2411	2911	2852	2909
其他	9484	8708	5554	5511	5553
长期负债	10343	9943	9963	10263	10263
长期借款	7079	6201	6221	6521	6521
其他	3264	3742	3742	3742	3742
负债合计	**41829**	**44108**	**42338**	**39485**	**37473**
股本	1901	1901	1901	1901	1901
资本公积金	1949	1951	1951	1951	1951
留存收益	1415	1815	965	1656	2404
少数股东权益	3345	1987	2043	2096	2151
归属于母公司所有者权益	5264	5666	4816	5507	6255
负债及权益合计	**50437**	**51762**	**49197**	**47087**	**45879**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(736)	611	4324	4410	4268
净利润	(1673)	342	1051	1006	1050
折旧摊销	1500	1543	1900	1766	1648
财务费用	1553	1712	1600	1600	1600
投资收益	32	(857)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(1974)	(811)	(241)	37	(36)
其它	(175)	(1318)	64	50	56
投资活动现金流	(1473)	(2165)	(320)	(349)	(349)
资本支出	(1500)	(637)	(320)	(349)	(349)
其他投资	28	(1528)	0	0	0
筹资活动现金流	2728	1162	(6578)	(4561)	(4019)
借款变动	4416	1543	(3127)	(2696)	(2167)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	2	0	0	0
股利分配	(57)	0	(1901)	(315)	(302)
其他	(1640)	(383)	(1550)	(1550)	(1550)
现金净增加额	520	(392)	(2573)	(500)	(100)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17558	16902	20283	19877	20275
营业成本	16334	13107	15821	15504	15814
营业税金及附加	116	310	372	364	371
营业费用	563	507	629	616	629
管理费用	618	739	669	656	669
财务费用	1541	1718	1600	1600	1600
资产减值损失	204	2043	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(32)	857	50	50	50
营业利润	(1851)	(664)	1203	1147	1201
营业外收入	124	78	120	120	120
营业外支出	31	24	30	30	30
利润总额	(1758)	(609)	1293	1237	1291
所得税	81	415	186	178	186
净利润	(1840)	(1025)	1106	1059	1105
少数股东损益	(167)	(1367)	55	53	55
归属于母公司净利润	(1673)	342	1051	1006	1050
EPS（元）	(0.88)	0.18	0.55	0.53	0.55

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-27%	-4%	20%	-2%	2%
营业利润	547%	-64%	-281%	-5%	5%
净利润	356%	-120%	207%	-4%	4%
获利能力					
毛利率	7.0%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%
净利率	-9.5%	2.0%	5.2%	5.1%	5.2%
ROE	-31.8%	6.0%	21.8%	18.3%	16.8%
ROIC	-0.9%	3.6%	7.0%	7.3%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	85.2%	86.1%	83.9%	81.7%
净负债比率	55.0%	58.7%	55.4%	52.2%	48.8%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.7	3.0	3.2	2.9	2.9
应收帐款周转率	36.2	48.0	65.8	61.6	62.8
应付帐款周转率	6.3	5.4	6.0	5.5	5.6
每股资料（元）					
每股收益	-0.88	0.18	0.55	0.53	0.55
每股经营现金	-0.39	0.32	2.28	2.32	2.25
每股净资产	2.77	2.98	2.53	2.90	3.29
每股股利	0.00	1.00	0.17	0.16	0.17
估值比率					
PE	-8.5	41.7	13.6	14.2	13.6
PB	2.7	2.5	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	49.8	21.0	10.7	11.1	11.3

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。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014 年 3 月年加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015 年 7 月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获 2007~2015 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

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。