

神火股份 (000933.SZ)

煤铝业务双双回暖，17 年业绩有望继续改善

● 17 年 1 季度净利润 2.9 亿元

2016 年净利润 3.4 亿元，扭亏为盈。公司 16 年转让两个子公司，增加净利润 8.3 亿元；对 27 对拟关闭煤矿计提资产减值准备 21.9 亿元，减少净利润 8.9 亿元。扣除非经常性损益后公司净利润约 3.6 亿元，日常经营性盈利 5.2 亿元（2015 年日常经营性亏损 16.1 亿元），折合每股收益 0.18 元。

其中，单季度 EPS 分别为 0.22 元、0.12 元、0.09 元和 -0.25 元。不考虑资产减值、投资收益、营业外收入和支出，推算 4 季度盈利约 2.5 亿元。公司 1 季度净利润 2.9 亿元。

● 16 年吨煤净利约 57 元，预计 17 年商品煤产量增长 9%

2016 年：煤炭板块利润总额约 5.5 亿元。煤炭产量 730.6 万吨，同比降低 6%。吨煤收入 453 元，同比提高 41%，吨煤成本 306 元，同比仅增加 2%，吨煤净利约 57 元。公司计划 17 年生产商品煤 796 万吨，同比增加 9%。

● 16 年铝产品板块盈利回升，铝材产量同比增长 14%

公司拥有完善的煤电铝产业链，通过将自产劣质煤发电，成本优势明显。公司电解铝产能合计 146 万吨。目前公司本部部分生产线未启动；新疆神火 80 万吨电解铝产能全部在产，盈利能力强于公司本部。

16 年公司铝产品板块全年利润总额约 12.8 亿元。其中，电解铝产量 114.2 万吨，同比降低 3%。公司氧化铝产品因价格下跌出现亏损，并关停一条生产线，全年产量 46.7 万吨，同比降低 39%。

● 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.52 元、0.46 元、0.46 元

公司是无烟煤主要生产企业之一，且新疆电解铝项目优势明显，预计 17 年公司盈利有望进一步提升。目前公司市净率偏高，约 2.1 倍；公司的市盈率较低，仅为 13 倍。维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示：下游需求低于预期，煤价和铝价超预期下跌。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,558.22	16,902.32	18,413.22	18,219.25	18,219.25
增长率(%)	-26.74%	-3.74%	8.94%	-1.05%	0.00%
EBITDA(百万元)	1,426.06	3,783.69	4,723.84	4,709.13	4,870.56
净利润(百万元)	-1,672.69	342.14	987.03	874.21	879.15
增长率(%)	-356.36%	120.45%	188.49%	-11.43%	0.56%
EPS(元/股)	-0.880	0.180	0.519	0.460	0.463
市盈率(P/E)		30.83	12.80	14.46	14.38
市净率(P/B)	1.80	1.86	2.12	1.99	1.88
EV/EBITDA	23.52	9.35	7.96	8.10	7.90

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 谨慎增持

当前价格 6.28 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-05-05

相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

相关研究：

*ST 神火 (000933.SZ)：上 2016-07-15

半年受益于转让收益、铝价
升、电价降

神火股份 (000933.SZ)：15 2015-03-30

年看点：梁北矿改扩建、新疆
项目达产

神火股份 (000933.sz)：煤 2012-10-23

价快速下跌致 3 季度业绩亏
损，未来煤矿产量贡献增长

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16 年日常经营性盈利 5.2 亿元，4 季度盈利约 2.5 亿元

2016年，公司共计实现营业收入169.0亿元，同比降低4%；营业成本131.1元，同比降低20%。实现归母净利润3.4亿元，扭亏为盈。公司16年6月和12月分别转让子公司商丘民生热电有限公司100%股权和子公司郑州天宏工业有限公司70%股权，增加归母净利润1463万元和8.2亿元。此外，公司对被列入2016-2018年煤炭行业化解过剩产能关闭退出名单的27对煤矿计提资产减值准备21.9亿元，减少归母净利润8.9亿元。

扣除非经常性损益后公司净利润约3.6亿元，日常经营性盈利5.2亿元（2015年日常经营性亏损16.1亿元），折合每股收益0.18元，其中，单季度EPS分别为0.22元、0.12元、0.09元和-0.25元。不考虑资产减值、投资收益、营业外收入和支出，推算4季度盈利约2.5亿元。

表 1：公司经营数据概览(单位：亿元)

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	175.6	169.0	34.2	43.8	40.8	50.3	-3.7%	23.4%
营业成本	163.3	131.1	29.5	35.3	30.9	35.4	-19.8%	14.4%
毛利率	7.0%	22.5%	13.7%	19.4%	24.1%	29.7%	15.5%	5.6%
管理费用	6.2	7.4	1.3	1.2	1.7	3.3	19.5%	98.0%
销售费用	5.6	5.1	1.7	0.6	1.6	1.1	-10.0%	-28.9%
财务费用	15.4	17.2	4.7	4.2	3.8	4.5	11.5%	16.2%
期间费用率	15.5%	17.5%	22.4%	13.8%	17.4%	17.6%	2.0%	0.2%
营业利润	-18.5	-6.6	-3.1	2.3	2.5	-8.3	-	-
净经营现金流	-7.4	6.1	1.5	4.8	5.1	-5.2	-	-
销售商品现金/收入	59.9%	67.3%	76.7%	62.4%	62.5%	69.1%	7.4%	6.7%
EPS	-0.88	0.18	0.22	0.12	0.09	-0.25	-	-

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

16 年吨煤净利约 57 元，预计 17 年商品煤产量增长 9%

2016年：煤炭板块实现利润总额约5.5亿元，15年同期亏损3.89亿元。全年生产煤炭730.6万吨，同比降低6%；销售煤炭725.1万吨，同比降低5%。全年实现营业收入32.8亿元，同比增长33%，营业成本22.2亿元，同比降低4%，毛利率26%，同比提升19个百分点。煤炭业务吨煤收入453元，同比提高41%，吨煤成本306元，同比仅增加2%，吨煤毛利约147元，吨煤净利约57元。公司计划17年生产商品煤796万吨，同比增加9%。

16年下半年：公司共生产煤炭376.3万吨，环比提高6%；销售煤炭379.6万吨，环比36%，吨煤毛利约227元。

表 2：公司煤炭业务经营数据概览

	2015A	2016A	16A 同比	2016H1	2016H2	H2 环比
产量 (万吨)	776.9	730.6	-6.0%	354.4	376.3	6.2%
销量 (万吨)	765.6	725.1	-5.3%	345.5	379.6	9.9%
煤炭业务收入 (亿元)	24.6	32.8	33.2%	10.9	21.9	100.4%
煤炭业务成本 (亿元)	23.0	22.2	-3.8%	8.9	13.3	49.4%
煤炭业务毛利 (亿元)	1.6	10.6	569.0%	2.0	8.6	323.8%
煤炭业务毛利率	6.5%	32.4%	26.0%	18.6%	39.3%	20.7%
吨煤收入 (元)	321.6	452.5	40.7%	316.1	576.7	82.4%
吨煤成本 (元)	300.9	305.7	1.6%	257.3	349.8	36.0%
吨煤毛利 (元)	20.8	146.8	606.3%	58.8	226.9	285.8%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

16 年铝产品板块盈利回升，铝材产销同比增长 14%

公司拥有完善的煤电铝产业链，通过将自产劣质煤发电，用于生产电解铝。公司目前电解铝产能合计146万吨，且利用自备电生产电解铝成本优势明显，其中为化解过剩产能，公司本部神火铝业部分生产线和沁澳铝业生产线未启动，新疆神火80万吨产能全部在产，并配套4×350兆瓦电厂机组和40万吨/年阳极碳块，盈利能力显著强于公司本部。

16年公司铝产品板块全年利润总额约12.8亿元。其中，电解铝产量114.2万吨，同比降低3%，销量114.3万吨，同比降低2.7%。公司氧化铝产品因价格下跌出现亏损，并关停一条生产线，全年产量46.7万吨，同比降低39%，销量46.7万吨，同比下降39%；铝材产品产量6.0万吨，同比增加14%，销量6.0万吨，同比增加15%。公司计划17年生产电解铝、氧化铝和铝材分别为113、72.65和6.6万吨，同比减少1%、增加10%和56%。

铝产品板块收入占比提升至72%，其中有色金属行业和电解铝深加工行业分别实现营业收入114.3亿元、7.9亿元，分别同比降低7%、提升8%，毛利率水平分别为21%、26%，同比提升13个和23个百分点。

表 3：公司铝业务主要产品产销数据概览（单位：万吨）

	2015A	2016A	16A 同比	2016H1	2016H2	H2 环比
电解铝						
产量	117.1	114.2	-2.5%	59.0	55.2	-6.3%
销量	117.5	114.3	-2.7%	61.3	53.0	-13.5%
铝材（冷轧卷）						
产量	5.2	6.0	14.3%	2.9	3.1	9.1%
销量	5.2	6.0	14.8%	2.8	3.2	17.0%
阳极炭块						
产量	60.6	51.0	-15.8%	26.1	25.0	-4.3%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

销量	62.0	52.9	-14.6%	27.6	25.3	-8.3%
氧化铝						
产量	75.9	46.7	-38.6%	25.9	20.7	-20.0%
销量	76.8	46.7	-39.3%	25.9	20.8	-19.8%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 4：公司分行业经营数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	16A 同比	2016H1	2016H2	H2 环比
采掘业						
营业收入	25.3	33.4	32.1%	10.9	22.5	106.0%
营业成本	23.7	22.8	-3.7%	8.9	13.9	56.3%
营业毛利	1.6	10.6	551.8%	2.0	8.6	323.6%
毛利率	6.5%	31.8%	25.4%	18.6%	38.3%	19.6%
有色金属						
营业收入	122.3	114.3	-6.5%	60.4	53.9	-10.6%
营业成本	112.4	89.9	-20.0%	50.0	39.9	-20.3%
营业毛利	9.9	24.4	147.2%	10.3	14.1	36.1%
毛利率	8.1%	21.4%	13.3%	17.1%	26.1%	9.0%
电解铝深加工						
营业收入	7.4	7.9	7.5%	3.4	4.5	33.0%
营业成本	7.1	5.9	-17.6%	2.7	3.1	14.1%
营业毛利	0.2	2.0	737.9%	0.7	1.4	112.4%
毛利率	3.3%	25.8%	22.5%	19.3%	30.8%	11.5%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

预计17-19年EPS分别为0.52元、0.46元、0.46元

公司是无烟煤主要生产企业之一，且新疆电解铝项目优势明显，预计17年公司盈利有望进一步提升。目前公司市净率偏高，约2.1倍；公司的市盈率较低，仅为13倍。维持“谨慎增持”评级。

风险提示

下游需求低于预期，煤价和铝价超预期下跌。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	14627	16082	15976	15431	15084
货币资金	6031	7973	7810	7288	6941
应收及预付	3370	2832	2811	2787	2787
存货	4251	4570	4648	4648	4648
其他流动资产	975	707	707	707	707
非流动资产	35810	35679	36573	37305	37876
长期股权投资	800	2913	2913	2913	2913
固定资产	22131	20509	22715	24759	26639
在建工程	6435	4792	3792	2792	1792
无形资产	5826	5671	5358	5046	4737
其他长期资产	618	1794	1794	1794	1794
资产总计	50437	51762	52549	52736	52960
流动负债	31486	34165	34881	34846	34846
短期借款	17238	20671	20671	20671	20671
应付及预收	10725	9842	10557	10523	10523
其他流动负债	3522	3652	3652	3652	3652
非流动负债	10343	9943	9943	9943	9943
长期借款	7079	6201	6201	6201	6201
应付债券	2396	2398	2398	2398	2398
其他非流动负债	868	1344	1344	1344	1344
负债合计	41829	44108	44824	44789	44789
股本	1901	1901	1901	1901	1901
资本公积	1949	1951	1951	1951	1951
留存收益	1264	1606	2045	2433	2824
归属母公司股东权益	5264	5666	5954	6343	6734
少数股东权益	3345	1987	1771	1604	1437
负债和股东权益	50437	51762	52549	52736	52960

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-736	611	4784	4357	4528
净利润	-1840	-1025	820	707	712
折旧摊销	1500	1543	1818	1980	2141
营运资金变动	-2198	-2866	658	-11	0
其它	1802	2959	1487	1681	1674
投资活动现金流	-1473	-2165	-2652	-2646	-2640
资本支出	-1498	-556	-2652	-2646	-2640
投资变动	29	-1544	0	0	0
其他	-4	-65	0	0	0
筹资活动现金流	2728	1162	-2295	-2232	-2235
银行借款	21753	23848	0	0	0
债券融资	-13902	-19437	0	0	0
股权融资	1	2	0	0	0
其他	-5124	-3250	-2295	-2232	-2235
现金净增加额	520	-391	-164	-521	-347
期初现金余额	5869	6031	7973	7810	7288
期末现金余额	6389	5640	7810	7288	6941

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-26.7	-3.7	8.9	-1.1	-
营业利润增长	-547.0	64.1	255.8	-15.1	-
归属母公司净利润增长	-356.4	120.5	188.5	-11.4	0.6
获利能力(%)					
毛利率	7.0	22.5	25.0	24.2	24.2
净利率	-10.5	-6.1	4.5	3.9	3.9
ROE	-31.8	6.0	16.6	13.8	13.1
ROIC	-0.2	12.8	7.3	6.7	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	82.9	85.2	85.3	84.9	84.6
净负债比率	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2
流动比率	0.46	0.47	0.46	0.44	0.43
速动比率	0.28	0.32	0.31	0.29	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.33	0.35	0.35	0.34
应收账款周转率	36.20	48.03	48.03	48.03	48.03
存货周转率	3.73	2.97	2.97	2.97	2.97
每股指标(元)					
每股收益	-0.88	0.18	0.52	0.46	0.46
每股经营现金流	-0.39	0.32	2.52	2.29	2.38
每股净资产	2.77	2.98	3.13	3.34	3.54
估值比率					
P/E	-5.7	30.8	12.8	14.5	14.4
P/B	1.8	1.9	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	23.5	9.3	8.0	8.1	7.9

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17558	16902	18413	18219	18219
营业成本	16334	13107	13814	13814	13814
营业税金及附加	116	310	337	334	334
销售费用	563	507	552	546	546
管理费用	618	739	805	796	796
财务费用	1541	1718	1872	1852	1852
资产减值损失	204	2043	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-32	857	0	0	0
营业利润	-1851	-664	1034	877	877
营业外收入	124	78	86	95	104
营业外支出	31	24	26	29	32
利润总额	-1758	-609	1094	943	950
所得税	81	415	273	236	237
净利润	-1840	-1025	820	707	712
少数股东损益	-167	-1367	-167	-167	-167
归属母公司净利润	-1673	342	987	874	879
EBITDA	1426	3784	4724	4709	4871
EPS(元)	-0.88	0.18	0.52	0.46	0.46

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。