供给侧改革提速，资产亟待重估

神火股份(000933)

投资评级：买入（调高评级）

当前价格(元):	7.11
合理价格区间(元):	8.45-9.1

李斌 执业证书编号：S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

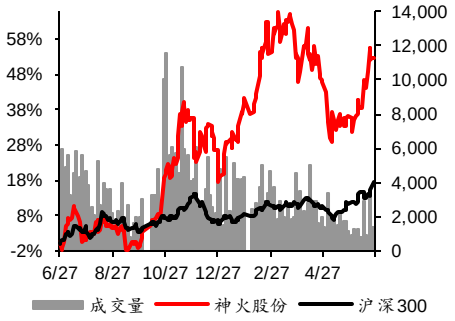
孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

1《*ST 神火(000933,增持): 煤铝双轮驱动业绩向上》2017.04
2《*ST 神火(000933):利润受减值冲击，长端影响有限》2016.12
3《*ST 神火(000933):获益于煤铝价格持续上涨》2016.10

股价走势图



资料来源：Wind

横向对比，资产价值低估较为明显

神火股份拥有 146 万吨电解铝建成产能，年产电解铝约 115 万吨，同时还拥有 800 万吨左右的煤炭在产产能。用市值/产能比这一指标来看，云铝股份（120 万吨电解铝产能）、中孚实业（74 万吨）、焦作万方（42 万吨）的市值/产能比分别为 1.10、2.25、1.53（截止 2017 年 6 月 23 日收盘）。即使按照 1.1 的吨市值水平，以在产 115 万吨电解铝体量，合理的估值水平也应在 126 亿。相比目前 135 亿的市值，相当于仅用 10 亿买了一块年产 700 万吨季度盈利超过 2 亿煤炭资产，以及 30 万吨完全合规的电解铝产能指标，横向对比而言公司的煤铝产能低估现象较为明显。

供给侧改革提速，电解铝资产亟待重估

遭低估的原因或在于公司此前主体资产为煤炭，市场习惯用煤炭估值体系去评估，毕竟公司新疆 80 万吨电解铝直到 2015 年才充分贡献产量。按照煤炭一季度近 3 个亿的高位盈利水平，再给予 10 倍左右的 PE，看似估值已较为合理。最关键还是在于电解铝资产仍未重现展现其自身盈利能力，根据一季报预告披露，新疆和河南两地盈利互抵之后，利润总额仅为 0.7 亿，而煤炭业务为 5 亿，盈利差距不小。但我们认为，随着近期供给侧改革提速，在减产和环保趋严的带动下，铝价或持续上升，电解铝资产 E 端（盈利）有望在三、四季度看到明显增加，同时还将享受 PE 端的重估。

考虑到矿难极端影响，煤炭业务盈利仍较可观

2016 年公司产煤 725 万吨，2017 年由于薛湖煤矿发生安全事故，按照停产半年核算预计将影响 50 万吨的煤炭产量，再假设其他煤矿相应也存在半个月左右的安全排查，预期全年煤炭产量在 650 万吨左右。此外，公司月度还有约 3000 万的安全检查支出，假设检查延续整个下半年意味着需要 1.8 亿的支出。盈利方面，一季度煤炭板块实现利润总额 5 亿，折合吨利润约 280 元，若煤价不变，考虑停产和安全检查支出的影响，煤炭业务利润总额将为 18.2 亿元，扣除税费后的净利也近 13 亿元。再退一步，假设下半年煤价回调，影响全年煤炭均价下行 20%，吨利润水平降至 150 元，综合下来煤炭业务扣税的净利贡献应约 7 亿，盈利情况仍较为可观。

电解铝业务享有充分的业绩弹性，上调至“买入”评级

神火股份 146 万吨电解铝产能尽皆合规，预焙阳极完全自给，且因地利之便受“2+26”城环保督查影响较小，将充分享受铝涨价带来的业绩弹性。近期铝供给侧改革提速，且政策环境较上篇报告时有较大变化，因此上调 2017-19 年铝价假设至 14200、14500、14800 元/吨，上调幅度分别为 5.19%、5.84、5.71%，相应 2017-19 年预期归母净利润向上调整为 12.37、14.69、15.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、0.77、0.81 元。经验表明，有色企业业绩高点年利润对应 PE 可低至 10-15 倍，谨慎起见给予 17 年 13-14 倍的 PE 水平并调整目标价区间至 8.45-9.1 元，给予“买入”评级。

风险提示：电解铝供给侧改革不及预期，无烟煤需求不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,901
流通 A 股 (百万股)	1,900
52 周内股价区间 (元)	4.56-7.71
总市值 (百万元)	13,513
总资产 (百万元)	53,427
每股净资产 (元)	3.14

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	19,205	16,902	20,229	20,775	21,494
+/-%	(19.87)	(11.99)	19.68	2.70	3.46
归属母公司净利润 (百万元)	(1,672)	342.14	1,237	1,469	1,544
+/-%	(356.22)	-	261.46	18.79	5.08
EPS (元，最新摊薄)	(0.88)	0.18	0.65	0.77	0.81
PE (倍)	(8.07)	39.44	10.91	9.18	8.74

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,654	16,082	15,618	16,216	16,686
现金	6,058	7,973	6,984	7,159	7,237
应收账款	413.39	290.50	396.83	397.20	407.56
其他应收账款	478.30	1,071	885.63	977.54	1,046
预付账款	1,610	503.79	1,029	979.58	987.25
存货	4,251	4,570	4,463	4,808	5,079
其他流动资产	1,844	1,674	1,860	1,894	1,929
非流动资产	35,880	35,679	32,692	31,261	29,616
长期投资	788.36	2,913	1,853	2,029	2,118
固定投资	22,081	20,469	21,536	21,156	20,137
无形资产	5,296	5,008	4,826	4,622	4,408
其他非流动资产	7,716	7,290	4,476	3,454	2,953
资产总计	50,535	51,762	48,310	47,477	46,302
流动负债	31,564	34,165	29,782	28,210	26,085
短期借款	17,238	20,671	14,734	13,320	10,914
应付账款	2,522	2,374	2,455	2,621	2,753
其他流动负债	11,804	11,120	12,593	12,270	12,419
非流动负债	10,343	9,943	9,729	9,084	8,572
长期借款	7,079	6,201	6,169	5,713	5,469
其他非流动负债	3,264	3,742	3,560	3,371	3,103
负债合计	41,907	44,108	39,511	37,294	34,657
少数股东权益	3,355	1,987	1,897	1,811	1,729
股本	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
资本公积	1,958	1,951	1,951	1,951	1,951
留存公积	1,264	1,606	3,052	4,521	6,064
归属母公司股	5,272	5,666	6,903	8,372	9,916
负债和股东权益	50,535	51,762	48,310	47,477	46,302

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(732.93)	611.27	5,921	4,076	4,622
净利润	(1,838)	(1,025)	1,146	1,383	1,462
折旧摊销	1,500	1,543	1,745	1,892	1,967
财务费用	1,541	1,718	1,746	1,511	1,348
投资损失	33.20	(857.20)	(48.02)	(75.10)	(61.56)
营运资金变动	(2,197)	(2,866)	862.41	(606.25)	(71.10)
其他经营现金	227.98	2,098	470.06	(29.65)	(22.31)
投资活动现金	(1,473)	(2,165)	902.89	(346.27)	(249.44)
资本支出	1,500	636.89	250.00	250.00	250.00
长期投资	0.00	(2,156)	(1,032)	175.64	84.24
其他投资现金	27.74	(3,684)	120.57	79.36	84.80
筹资活动现金	2,728	1,162	(7,813)	(3,554)	(4,296)
短期借款	7,941	3,433	(5,936)	(1,415)	(2,406)
长期借款	813.30	(878.25)	(32.48)	(455.36)	(243.92)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	18.21	(7.36)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,044)	(1,385)	(1,844)	(1,684)	(1,645)
现金净增加额	522.89	(391.36)	(989.01)	175.32	77.17

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,205	16,902	20,229	20,775	21,494
营业成本	17,977	13,107	15,518	16,091	16,750
营业税金及附加	116.19	309.66	249.04	275.70	296.46
营业费用	563.16	506.89	623.21	629.23	653.69
管理费用	618.34	738.56	741.90	795.04	830.60
财务费用	1,541	1,718	1,746	1,511	1,348
资产减值损失	204.46	2,043	55.15	37.87	37.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(33.20)	857.20	48.02	75.10	61.56
营业利润	(1,848)	(663.70)	1,344	1,509	1,639
营业外收入	124.24	78.14	0.00	106.60	106.60
营业外支出	31.45	23.74	26.51	26.41	26.00
利润总额	(1,755)	(609.29)	1,318	1,590	1,720
所得税	82.43	415.39	171.30	206.64	257.93
净利润	(1,838)	(1,025)	1,146	1,383	1,462
少数股东损益	(165.73)	(1,367)	(90.33)	(86.26)	(82.18)
归属母公司净利润	(1,672)	342.14	1,237	1,469	1,544
EBITDA	1,192	2,597	4,834	4,913	4,954
EPS (元)	(0.88)	0.18	0.65	0.77	0.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(19.87)	(11.99)	19.68	2.70	3.46
营业利润	(546.04)	64.09	302.53	12.29	8.59
归属母公司净利润	(356.22)	-	261.46	18.79	5.08
获利能力 (%)					
毛利率	6.39	22.46	23.29	22.54	22.07
净利率	(8.71)	2.02	6.11	7.07	7.18
ROE	(31.72)	6.04	17.92	17.55	15.57
ROIC	(1.01)	6.26	10.27	10.51	10.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.93	85.21	81.79	78.55	74.85
净负债比率 (%)	66.14	68.90	61.58	60.30	57.25
流动比率	0.46	0.47	0.52	0.57	0.64
速动比率	0.32	0.34	0.37	0.40	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.33	0.40	0.43	0.46
应收账款周转率	35.85	42.80	52.40	46.69	47.60
应付账款周转率	6.96	5.35	6.43	6.34	6.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.88)	0.18	0.65	0.77	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.39)	0.32	3.12	2.14	2.43
每股净资产(最新摊薄)	2.77	2.98	3.63	4.41	5.22
估值比率					
PE (倍)	(8.07)	39.44	10.91	9.18	8.74
PB (倍)	2.56	2.38	1.95	1.61	1.36
EV_EBITDA (倍)	29.95	13.74	7.38	7.27	7.21

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com