安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 07 月 02 日

公司快报

证券研究报告

无烟煤

神火股份（000933.SZ）

被低估的煤电铝一体化龙头

■河南省煤电铝一体化龙头。公司拥有煤炭、电力、氧化铝、电解铝以及铝加工的完整产业链布局，具备煤炭设计产能 945 万吨/年，电解铝产能约 146 万吨/年（含新疆产能 80 万吨/年），电解铝产能规模位于河南省第一位。公司目前电力自给率 90%，同时具备氧化铝产能 80 万吨（满足河南本部电解铝产能需求），并配套有阳极碳素产能 56 万吨/年，辅料碳素全面自给自足。

■新疆电解铝产能电力成本锁定，业绩弹性大。公司新疆产能电力成本较低，自备电厂采购当地坑口煤（价格较低且波动小），综合电力成本处于国内较低水平，即使考虑氧化铝及电解铝的运输费用，电解铝完全生产成本仍然处于国内成本曲线下端，极具竞争优势。电解铝每上涨 1000 元/吨可增厚税前利润 8 亿元，业绩弹性较大。

■河南本部煤炭板块盈利能力强，电解铝业务控制规模。公司煤炭产品主要为低硫、低磷、中低灰分、高发热量的优质无烟煤，2017 年一季度实现毛利 5 亿元，盈利能力强；电解铝业务受制于较高的省内过网费，电解铝完全成本高于行业平均水平，一季度出现亏损，公司根据自备电能力充分控制开工产能，实现效益最大化。

■充分受益于电解铝供改及冬季环保限产。一是公司产能完全合规，无需被迫关停，且存在闲置的电解铝指标，具备一定交易价值；二是公司河南厂区位于永城，不属于“26+2”冬季环保限产城市，生产经营无关停之忧。

■电解铝供改有望冲击铝供需平衡表，坚定看涨铝价。6 月 30 日前是清理违规产能地方核查的大限，在此之前东方希望、宏桥均作出关停产能姿态，可见之前低于预期的政策落实已出现微妙拐点。考虑到 9 月 15 日、10 月 15 日分别是专项抽查、督促整改的截止日期，供改政策贯彻落实势在必行，再加上越接近三季度末，高企的铝库存也面临去化，冬季补库和 2+26 采暖季环保限产也将来临，铝供给收缩确定性较强，坚定看涨铝价。

■投资建议：“买入-A”投资评级，6 个月目标价 12.87 元。我们预计公司 2017 年-2019 年公司 EPS 分别为 0.86 元、0.95 年和 1.06 元。考虑到公司主营规模及潜在利润弹性主要依赖电解铝业务，应当享受二级市场电解铝板块估值，给予公司“买入-A”评级，6 个月目标价 12.87 元，相当于 2017 年 15 倍的动态市盈率。

■风险提示：电解铝供改不及预期；煤炭价格大幅下跌；下游需求疲软。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	17,558.2	16,902.3	19,458.2	19,510.4	19,969.4
净利润	-1,672.7	342.1	1,630.3	1,809.6	2,015.7
每股收益(元)	-0.88	0.18	0.86	0.95	1.06
每股净资产(元)	2.77	2.98	3.84	4.79	5.85

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-8.3	40.5	8.5	7.7	6.9
市净率(倍)	2.6	2.4	1.9	1.5	1.2
净利润率	-9.5%	2.0%	8.4%	9.3%	10.1%
净资产收益率	-21.4%	-13.4%	17.1%	16.0%	15.2%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-1.3%	5.6%	8.3%	10.7%	12.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

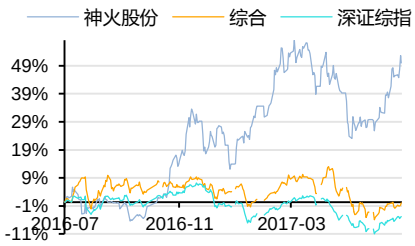
6 个月目标价： **12.87 元**

股价（2017-06-30） **7.29 元**

交易数据

总市值（百万元）	13,854.65
流通市值(百万元)	13,854.05
总股本（百万股）	1,900.50
流通股本(百万股)	1,900.42
12 个月价格区间	4.56/7.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.95	10.34	63.5
绝对收益	15.94	5.87	59.79

齐丁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

衡昆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

蔡宇杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050004
caiyj@essence.com.cn
010-83321070

张欣星 报告联系人
zhangxx1@essence.com.cn

相关报告

神火股份：价值严重低估的高弹性公司/齐丁	2016-07-02

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,558.2	16,902.3	19,458.2	19,510.4	19,969.4
减:营业成本	16,334.5	13,106.5	15,525.5	15,637.9	16,093.5
营业税费	116.1	309.7	101.2	101.5	103.8
销售费用	563.1	506.9	208.2	208.8	213.7
管理费用	618.2	738.6	467.0	468.2	479.3
财务费用	1,541.1	1,718.1	1,279.2	939.3	650.9
资产减值损失	204.5	2,043.4	10.0	50.0	50.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-31.7	857.2	200.0	201.0	202.0
营业利润	-1,850.9	-663.7	2,067.1	2,305.8	2,580.3
加:营业外净收支	92.8	54.4	40.0	40.0	40.0
利润总额	-1,758.1	-609.3	2,107.1	2,345.8	2,620.3
减:所得税	81.4	415.4	526.8	586.2	654.6
净利润	-1,672.7	342.1	1,630.3	1,809.6	2,015.7

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,031.2	7,973.1	10,063.5	8,730.4	8,828.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	891.7	1,361.3	2,282.3	2,285.1	2,310.4
应收票据	868.8	966.6	1,167.5	1,170.6	1,198.2
预付帐款	1,609.6	503.8	1,167.5	1,170.6	1,198.2
存货	4,250.5	4,570.2	2,328.8	2,345.7	2,414.0
其他流动资产	975.5	707.4	0.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	103.7	105.6	104.3	104.6	104.9
持有至到期投资	-	-	105.6	105.6	105.6
长期股权投资	800.1	2,913.1	2,934.9	2,934.9	2,934.9
投资性房地产	32.7	31.3	31.0	31.0	31.0
固定资产	22,080.9	20,468.8	19,713.6	18,668.7	17,615.7
在建工程	6,435.4	4,792.4	4,887.4	4,887.4	4,887.4
无形资产	5,295.5	5,007.6	5,290.7	5,247.9	5,205.0
其他非流动资产					
资产总额	50,437.5	51,761.5	52,446.9	50,053.2	49,205.4
短期债务	17,238.2	20,670.9	15,000.0	10,000.0	5,000.0
应付帐款	4,945.7	4,567.2	3,552.6	3,563.8	3,609.3
应付票据	2,796.9	1,636.6	3,105.1	3,127.6	3,218.7
其他流动负债					
长期借款	7,079.3	6,201.0	5,594.5	5,594.5	5,594.5
其他非流动负债					
负债总额	41,829.0	44,108.2	36,350.3	30,388.2	25,561.6
少数股东权益	3,344.6	1,987.4	1,937.4	1,887.4	1,837.4
股本	1,900.5	1,900.5	1,900.5	1,900.5	1,900.5
留存收益	3,213.1	3,556.5	5,186.8	6,995.4	9,009.1
股东权益	8,608.5	7,653.3	9,236.1	10,994.8	12,958.5

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-26.7%	-3.7%	15.1%	0.3%	2.4%
营业利润增长率	547.0%	-64.1%	-411.5%	11.5%	11.9%
净利润增长率	356.4%	-120.5%	376.5%	11.0%	11.4%
EBITDA 增长率	-59.4%	133.8%	96.8%	-2.1%	-0.3%
EBIT 增长率	-126.1%	-440.3%	217.4%	-3.0%	-0.4%
NOPLAT 增长率	-115.6%	-647.0%	41.5%	-3.0%	-0.4%
投资资本增长率	29.7%	-4.8%	-24.7%	-12.8%	-15.9%
净资产增长率	-17.4%	-11.1%	20.7%	19.0%	17.9%
利润率					
毛利率	7.0%	22.5%	20.2%	19.8%	19.4%
营业利润率	-10.5%	-3.9%	10.6%	11.8%	12.9%
净利润率	-9.5%	2.0%	8.4%	9.3%	10.1%
EBITDA/营业收入	5.9%	14.3%	24.5%	23.9%	23.3%
EBIT/营业收入	-1.8%	6.2%	17.2%	16.6%	16.2%
运营效率					
固定资产周转天数	427	453	372	354	327
流动营业资本周转天数	-114	-44	-38	-41	-40
流动资产周转天数	310	327	306	302	285
应收帐款周转天数	21	24	34	42	41
存货周转天数	90	94	64	43	43
总资产周转天数	1,041	1,088	964	946	895
投资资本周转天数	574	658	488	392	328
投资回报率					
ROE	-21.4%	-13.4%	17.1%	16.0%	15.2%
ROA	-3.6%	-2.0%	3.0%	3.5%	4.0%
ROIC	-1.3%	5.6%	8.3%	10.7%	12.3%
费用率					
销售费用率	3.2%	3.0%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	3.5%	4.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	8.8%	10.2%	6.6%	4.8%	3.3%
三费/营业收入	15.5%	17.5%	10.0%	8.3%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	85.2%	79.7%	73.4%	66.4%
负债权益比	485.9%	576.3%	393.6%	276.4%	197.3%
流动比率	0.46	0.47	0.63	0.74	0.97
速动比率	0.33	0.34	0.54	0.63	0.83
利息保障倍数	-0.20	0.61	2.62	3.45	4.96
分红指标					
DPS(元)	-	0.03	-	-	-
分红比率	0.0%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-1,839.5	-1,024.7	1,630.3	1,809.6	2,015.7
加:折旧和摊销	1,499.7	1,543.0	1,413.6	1,413.6	1,413.6
资产减值准备	204.5	2,043.4	10.0	50.0	50.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1,553.4	1,711.8	1,279.2	939.3	650.9
投资损失	31.7	-857.2	-200.0	-200.0	-200.0
少数股东损益	-166.8	-1,366.8	-50.0	-50.0	-50.0
营运资金的变动	-2,407.0	-2,803.8	187.6	10.9	23.7
经营活动产生现金流量	-736.0	611.3	4,270.8	3,973.4	3,904.0
投资活动产生现金流量	-1,472.5	-2,165.0	74.2	199.8	199.7
融资活动产生现金流量	2,728.3	1,162.1	-10,761.4	-4,169.0	-4,066.9

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	-0.88	0.18	0.86	0.95	1.06
BVPS(元)	2.77	2.98	3.84	4.79	5.85
PE(X)	-8.3	40.5	8.5	7.7	6.9
PB(X)	2.6	2.4	1.9	1.5	1.2
P/FCF	33.7	3.0	-3.0	-4.5	-7.4
P/S	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	34.6	14.5	6.1	5.3	4.2
CAGR(%)	-198.5%	-224.3%	-256.5%	-198.5%	-224.3%
PEG	0.0	-0.2	-0.0	-0.0	-0.0
ROIC/WACC	-0.2	0.8	1.2	1.5	1.7
REP	-6.0	1.5	1.1	0.8	0.7

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁、衡昆、蔡宇杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。