CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

神火股份 000933.SZ

目标估值：12-15 元
当前股价：8.9 元
2017 年 07 月 14 日

电解铝最优标的——半年业绩预告点评

基础数据

上证综指	3218
总股本（万股）	190050
已上市流通股（万股）	190042
总市值（亿元）	169
流通市值（亿元）	169
每股净资产（MRQ）	3.1
ROE（TTM）	3.6
资产负债率	85.1%
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	39	51	73
相对表现	36	40	61

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《*ST 神火（000933）—煤铝弹性共振，业绩有望大幅增长》2017-04-16
2、《*ST 神火（000933）—煤铝弹性共振，扭亏为盈成功摘帽》2017-04-11

刘文平
liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002
卢平
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008
研究助理
刘伟洁
liuweijie@cmschina.com.cn
刘晓飞
liuxiaofei@cmschina.com.cn

事件：

公司公布 2017 年上半年业绩预告，上半年预计归属上市公司股东净利润 6-6.3 亿元，**扣除非经常性损益的净利 5.7-6 亿**，去年同期亏损 0.6 亿，同比大增 1096.88-1149.35%。

公司上年同期确认了探矿权转让收益 6.96 亿元，导致公司 2017 年半年度实现的归属于上市公司股东的净利润同比下降 2.47%-7.12%。

评论：

1、电解铝供给侧改革如火如荼 铝价上涨有望持续

6 月底以来，中国电解铝供给侧改革的推进开始飞跃式前进。中国电解铝违规产能九成集中在新疆和山东两省。6 月底 7 月初，新疆违规产能陆续开始停产。近日，山东魏桥、信发两大铝企也均被爆减产消息。两省供给侧改革正朝着出清式的线路发展。随着在产产能的停产，预计不久电解铝市场基本面的压力将消失。**基本面和政策面共振推动铝价进一步走强。下半年电解铝均价有望较上半年调高近千元。**

公司在产电解铝产能全部合规，且不在“2+26+3”范围内，因此不受供给侧改革影响，预计 2017 电解铝产量稳定在 113 万吨。虽然本部电解铝厂难摆脱亏损，但预计新疆铝厂有望贡献 11 亿归母净利润。

2、旺季叠加限进 年内现货煤价有望突破上半年高点

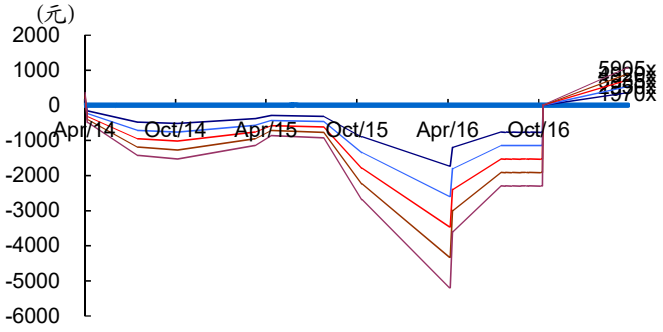
预计 7-8 月份火电电量比肩 3 月，仅从需求端看，煤价就应该回到前期高点。5 月开始，我国严控全年进口量在 2 亿吨左右。预计下半年进口量回落，如果进口量回到月度 1500 万吨，对全国煤炭供给的环比影响幅度为 2.2%，对沿海煤炭市场的供求环比影响幅度 9%，足以完全改变沿海煤炭市场供求形势。综合考虑，煤价应该突破前期高点（目前 589 元/吨），大致判断旺季将会推高煤价至 700 元/吨左右，年内中枢 600 元/吨。

预计 2017 年商品煤产销量为 800 万吨，煤炭板块贡献归母净利超 10 亿。

3、盈利预测及评级：煤铝均为高弹性资产，轮番供给侧改革，价格均走强。目前是电解铝供改的关键时期，预计铝价继续给公司增厚利润，公司是**电解铝行业估值最低**、弹性最大标的。2017 年 EPS 预估为 0.75，2017/2018/2019 年对应 P/E 11.9/8.9/8.7 倍。我们维持“强烈推荐-A”评级，建议投资者重点关注。

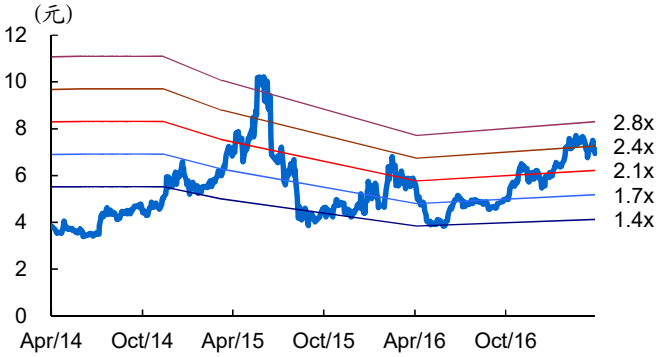
4、风险提示：煤铝价格不及预期，高家庄矿纠纷不利公司。

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	16700	16518	14919
现金	6031	7973	7000	6500	4800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	869	967	1179	1238	1251
应收款项	413	290	332	348	352
其它应收款	478	1071	1306	1372	1385
存货	4251	4570	5417	5538	5594
其他	2585	1211	1465	1522	1537
非流动资产	35810	35679	34491	33403	32381
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	4841	4679	4523
其他	7634	7290	7233	7183	7137
资产总计	**50437**	**51762**	**51191**	**49922**	**47299**
流动负债	31486	34165	32857	31104	27891
短期借款	17238	20671	20360	18580	15505
应付账款	2522	2374	2839	2903	2932
预收账款	2242	2411	2883	2948	2977
其他	9484	8708	6774	6674	6477
长期负债	10343	9943	9203	8111	7237
长期借款	7079	6201	5461	4369	3495
其他	3264	3742	3742	3742	3742
负债合计	**41829**	**44108**	**42060**	**39215**	**35128**
股本	1901	1901	1901	1901	1901
资本公积金	1949	1951	1951	1951	1951
留存收益	1415	1815	3217	4693	6056
少数股东权益	3345	1987	2062	2162	2264
归属于母公司所有者权益	5264	5666	7068	8544	9907
负债及权益合计	**50437**	**51762**	**51191**	**49922**	**47299**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(736)	611	4247	4846	4936
净利润	(1673)	342	1421	1902	1933
折旧摊销	1500	1543	1510	1438	1372
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)	(318)	(146)	(21)
其它	(175)	(1318)	84	101	101
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	(4900)	(4997)	(6287)
借款变动	4416	1543	(3331)	(3020)	(4167)
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	(19)	(426)	(571)
其他	(1640)	(383)	(1550)	(1550)	(1550)
现金净增加额	520	(392)	(973)	(500)	(1700)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17558	16902	20621	21652	21868
营业成本	16334	13107	15672	16022	16183
营业税金及附加	116	310	378	397	401
营业费用	563	507	639	671	678
管理费用	618	739	680	715	722
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)	1661	2257	2296
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)	1751	2347	2386
所得税	81	415	255	345	350
净利润	(1840)	(1025)	1496	2003	2035
少数股东损益	(167)	(1367)	75	100	102
归属于母公司净利润	(1673)	342	1421	1902	1933
EPS（元）	(0.88)	0.18	0.75	1.00	1.02

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-27%	-4%	22%	5%	1%
营业利润	547%	-64%	-350%	36%	2%
净利润	356%	-120%	315%	34%	2%
获利能力					
毛利率	7.0%	22.5%	24.0%	26.0%	26.0%
净利率	-9.5%	2.0%	6.9%	8.8%	8.8%
ROE	-31.8%	6.0%	20.1%	22.3%	19.5%
ROIC	-0.9%	3.6%	7.7%	9.4%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	85.2%	82.2%	78.6%	74.3%
净负债比率	55.0%	58.7%	52.9%	48.2%	42.0%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.7	3.0	3.1	2.9	2.9
应收帐款周转率	36.2	48.0	66.3	63.7	62.5
应付帐款周转率	6.3	5.4	6.0	5.6	5.5
每股资料（元）					
每股收益	-0.88	0.18	0.75	1.00	1.02
每股经营现金	-0.39	0.32	2.23	2.55	2.60
每股净资产	2.77	2.98	3.72	4.50	5.21
每股股利	0.00	0.01	0.22	0.30	0.31
估值比率					
PE	-10.1	49.4	11.9	8.9	8.7
PB	3.2	3.0	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	57.6	24.3	12.2	11.0	11.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。

刘文平：有色首席研究员。5 年有色金属和新材料研究和投资经验，善于从一级市场的角度研究二级市场上市公司，注重行业长期发展趋势和上市公司竞争优势分析。2014 年新财富钢铁行业入围（第四名）。2015 年度“天眼”明星分析师。2016 年金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师第五名。

卢平：煤炭研究组首席研究员。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。

刘伟洁：有色研究员。中南大学硕士，6 年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

刘晓飞：煤炭研究员。毕业于南开大学，金融学硕士，2015 年 7 月加入招商证券。

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。