煤稳健，铝改善，炭素还有小惊喜

神火股份(000933)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	11.56
合理价格区间(元):	13.65-14.56

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

黄孚 联系人 010-56793948 huangfu@htsc.com

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

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

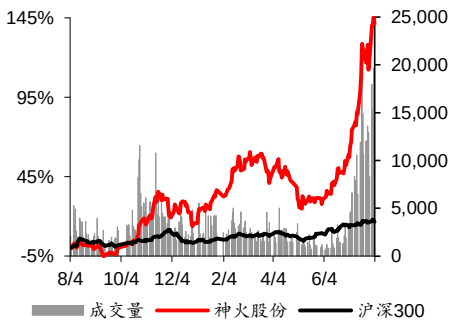
相关研究

1《神火股份(000933,买入)：矿难稍拖累，电解铝予惊喜》2017.07

2《神火股份(000933,买入)：供给侧改革提速，资产亟待重估》2017.06

3《*ST 神火(000933,增持)：煤铝双轮驱动业绩向上》2017.04

股价走势图



资料来源：Wind

公司发布 2017 年半年度报告，业绩符合预期

公司 2017 年上半年实现营业收入约 92.41 亿元，同比上升 18.53%；归属于母公司净利润 6.12 亿元，同比下降 5.30%；基本每股收益 0.3220 元，同比下降 5.29%。其中，2017Q2 实现营业收入约 47.15 亿元，环比上升 4.18%、同比上升 7.64%；归属于母公司净利润 3.20 亿元，环比上升 9.80%、同比上升 41.94%，从总量上看，二季度单季 3.2 亿净利润与此前 7 月中旬公布的 2017 年半年度业绩预告区间差异不大，业绩基本符合预期。

电解铝业绩释放加快，业绩弹性大

结合业绩预告内容及我们自己的测算，我们认为二季度电解铝盈利能力的提升是公司业绩环比向好的重要因素，一方面，今年二季度铝产品售价（不含税）环比一季度提高约 270 元。另一方面，二季度氧化铝价格亦较一季度有所下跌。公司上半年电解铝业务毛利率接近 20%，虽已至近几年高位，但随着供给侧改革的持续推进，业绩向上空间仍大。据我们测算，铝价若上涨至 1.5 万元/吨且维持一年，公司铝业务年化净利润有望至 11.14 亿，铝价若涨至 1.6 万元/吨且维持一年，铝业务年化净利润则有望至 15.8 亿元。

预焙阳极有亮点，公司或受益于阳极碳素的供不应求

根据公司财务报表数据显示，公司上半年生产碳素产品 26.37 万吨，其中永城区域 6.5 万吨，新疆区域 19.87 万吨。公司阳极碳素上半年整体实现毛利率 26.54%，新疆炭素实现营业收入 6.69 亿元，净利润约 1.27 亿元，净利率高达 20%。诚然，公司的炭素产品都是自用，阳极碳素价格的上涨从逻辑上似乎并不能提升公司整体业务的盈利水平。但若预焙阳极行业整体出现供不应求，情况就有不同，彼时预焙阳极的不足可能会限制电解铝生产从而推高铝价，公司将因有阳极自给优势将显著获益。

煤炭业务仍稳健

公司上半年煤炭产品实现生产 367.23 万吨，实现销售 393.52 万吨，同比分别上涨 3.6%、13.9%，毛利率高达 44%。考虑到薛湖煤矿一个半月的停产，我们认为公司煤炭产销较为符合预期。而根据公司此前业绩预告披露，煤炭业务上半年实现利润总额 8.48 亿，盈利情况较好，展望下半年，我们认为随着薛湖煤矿安全事故的逐步解决，仍对煤炭业务持较为乐观的态度。

最便宜的铝标的，受益铝供给侧改革，维持“买入”评级

随着近期宏桥、信发、中铝华润等电解铝厂陆续因违规而停产，电解铝供给侧改革的推进力度又向前进了一大步，铝价预期也有望提升。我们上调 2017-19 年铝价假设至 14400、15000、15500 元/吨，上调幅度分别为 1.41%、3.45%、4.73%。对应 2017-19 年预期归母净利润调整为 13.45、17.44、19.32 亿元，对应 EPS 为 0.71、0.91、1.02 元。给予 2018 年 15-16 倍 PE，对应目标价区间至 13.65-14.56 元，维持“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)	4.56-11.76
总市值 (百万元)	21,970
总资产 (百万元)	52,568
每股净资产 (元)	3.29

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	20,447	21,320	22,259
+/-%	(19.87)	(11.99)	20.97	4.27	4.40
归属母公司净利润 (百万元)	(1,672)	342.14	1,345	1,744	1,932
+/-%	(356.22)	120.46	293.00	29.72	10.78
EPS (元，最新摊薄)	(0.88)	0.18	0.71	0.92	1.02
PE (倍)	(13.14)	64.21	16.34	12.60	11.37

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	15,671	16,351	16,877
现金	6,058	7,973	6,984	7,159	7,237
应收账款	413.39	290.50	401.12	407.64	422.05
其他应收账款	478.30	1,071	895.19	1,003	1,083
预付账款	1,610	503.79	1,034	991.57	1,004
存货	4,251	4,570	4,486	4,867	5,163
其他流动资产	1,844	1,674	1,871	1,922	1,969
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	48,363	47,612	46,493
流动负债	31,564	34,165	29,774	28,009	25,552
短期借款	17,238	20,671	14,669	12,979	10,184
应付账款	2,522	2,374	2,467	2,653	2,798
其他流动负债	11,804	11,120	12,638	12,377	12,570
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	39,503	37,094	34,124
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	3,112	4,856	6,789
归属母公司股	5,272	5,666	6,963	8,707	10,640
负债和股东权益	50,535	51,762	48,363	47,612	46,493

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	6,032	4,338	4,979
净利润	(1,838)	(1,025)	1,254	1,658	1,850
折旧摊销	1,500	1,543	1,745	1,892	1,967
财务费用	1,541	1,718	1,744	1,499	1,316
投资损失	33.20	(857.20)	(48.02)	(75.10)	(61.56)
营运资金变动	(2,197)	(2,866)	864.00	(612.02)	(74.08)
其他经营现金	227.98	2,098	473.55	(23.99)	(18.67)
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	(7,924)	(3,817)	(4,653)
短期借款	7,941	3,433	(6,002)	(1,690)	(2,795)
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)	(1,889)	(1,672)	(1,613)
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	20,447	21,320	22,259
营业成本	17,977	13,107	15,596	16,288	17,026
营业税金及附加	116.19	309.66	251.73	282.94	307.00
营业费用	563.16	506.89	629.94	645.76	676.92
管理费用	618.34	738.56	749.91	815.92	860.13
财务费用	1,541	1,718	1,744	1,499	1,316
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)	1,468	1,826	2,096
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)	1,442	1,906	2,177
所得税	82.43	415.39	187.42	247.75	326.48
净利润	(1,838)	(1,025)	1,254	1,658	1,850
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	1,345	1,744	1,932
EBITDA	1,192	2,597	4,956	5,217	5,379
EPS (元)	(0.88)	0.18	0.71	0.92	1.02

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)	20.97	4.27	4.40
营业利润	(546.04)	64.09	321.22	24.34	14.81
归属母公司净利润	(356.22)	120.46	293.00	29.72	10.78
获利能力 (%)					
毛利率	6.39	22.46	23.72	23.60	23.51
净利率	(8.71)	2.02	6.58	8.18	8.68
ROE	(31.72)	6.04	19.31	20.03	18.16
ROIC	(1.01)	6.26	10.68	11.57	12.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.93	85.21	81.68	77.91	73.40
净负债比率 (%)	66.14	68.90	61.43	59.70	56.00
流动比率	0.46	0.47	0.53	0.58	0.66
速动比率	0.32	0.34	0.37	0.40	0.45
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.33	0.41	0.44	0.47
应收账款周转率	35.85	42.80	52.64	47.05	47.81
应付账款周转率	6.96	5.35	6.44	6.36	6.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.88)	0.18	0.71	0.92	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.39)	0.32	3.17	2.28	2.62
每股净资产(最新摊薄)	2.77	2.98	3.66	4.58	5.60
估值比率					
PE (倍)	(13.14)	64.21	16.34	12.60	11.37
PB (倍)	4.17	3.88	3.16	2.52	2.06
EV_EBITDA (倍)	37.06	17.01	8.91	8.47	8.21

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