

公司研究/年报点评

2018年04月30日

有色金属/基本金属及冶炼II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 6.77
合理价格区间(元): 8.00~9.00

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

邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

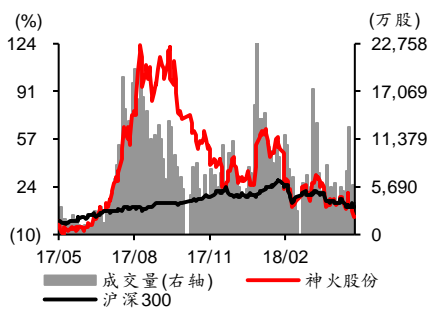
孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1《神火股份(000933,买入): 煤稳健, 铝改善, 炭素还有小惊喜》2017.08
- 2《神火股份(000933,买入): 矿难稍拖累, 电解铝予惊喜》2017.07
- 3《神火股份(000933,买入): 供给侧改革提速, 资产亟待重估》2017.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

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)	6.00-14.78
总市值(百万元)	12,866
总资产(百万元)	53,365
每股净资产(元)	3.15

资料来源: 公司公告

Q4 亏损拖累业绩, 未来看产能置换

神火股份(000933)

公司 2017 年归母净利润为 3.68 亿元

公司 2017 年实现营业收入 188.99 亿元, 同比增长 11.81%; 归母净利润 3.68 亿元, 同比增长 7.58%; 基本每股收益 0.19 元, 同比增长 7.61%; 加权平均净资产收益率 6.36%, 同比提高 0.07 个百分点。公司 2018 年一季度实现营业收入 47.12 亿元, 同比增长 4.12%, 环比下降 0.41%; 归母净利润 6878 万元, 同比下降 76.41%, 环比增加 5.89 亿元。由于铝价不及预期、公司营业外支出偏高, 公司 17 年和 18Q1 业绩低于我们此前预期。但目前公司 PE 估值横向比较明显偏低, 我们对公司维持买入评级。

铝价下跌叠加营业外支出远超预期, 公司四季度大幅亏损

受益于铝供给侧改革, 2017 年前三季度原铝均价同比上升约 18%, 公司同期已实现归母净利润 8.89 亿元, 但第四季度大幅亏损 5.20 亿元, 造成业绩不及此前预期。四季度亏损主要因为 (1) 原铝价格下跌但氧化铝成本高企; (2) 年内公司薛湖、新庄煤矿各因事故出现一段时间的停产, 公司对其进行的巷道工程投入被计为营业外支出, 第四季度营业外支出高达 3.84 亿元; (3) 薛湖、新庄煤矿复产后产量较低, 导致期末库存商品成本高于可变现净值, 公司计提了存货跌价准备, 同时自发电成本增加。

煤矿事故影响未完全消散, 公司 18Q1 利润同比下降

公司 2018 年一季度煤炭板块大约实现利润 1.8 亿元, 同比下降约 65%, 主要因为公司两煤矿复产初期产量下降、单位成本上升。公司新疆电解铝大约实现利润 1.1 亿元, 同比下降约 47%, 主要因为氧化铝价格上涨、新疆地区自 2017 年下半年开始加征 0.0241 元/度的电力基金造成生产成本增加 320 元/吨铝。从一季报推算, 公司河南电解铝仍有较大程度亏损。

拟进行产能置换, 河南亏损电解铝产能有望盘活

公司 4 月 27 日公告, 公司拟与控股股东神火集团、文山城投共同投资建设水电铝项目, 在云南省文山州富宁县出资设立云南神火铝业有限公司, 项目建设规模 90 万吨/年。公司此举是通过产能置换将河南高成本电解铝产能转移至云南富宁, 该地毗邻氧化铝生产基地、电力成本相对低, 公司预计项目投产后 5 年内含税电价不高于 0.25 元/度。此次产能置换的指标价格为 6000 元/吨, 涉及集团 24 万吨产能和公司在河南地区的 27 万吨闲置产能, 我们认为公司目前在河南的 33 万吨运行产能也存在远期置换的可能性, 产能置换使得公司亏损产能得以盘活, 远期利润有望显著增厚。

动态 PE 估值已处于低位, 维持买入评级

假设 2018-20 年原铝均价分别为 1.45/1.50/1.55 万元/吨, 公司煤炭业务体量及盈利能力保持稳定, 暂不考虑产能置换。预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.50、0.62、0.91 元, 由于铝价不及预期, 18-19 年 EPS 分别较上次下调 0.42、0.40 元。参照可比公司 18 年平均约 17 倍的一致预期 PE 估值, 给予公司 16-18 倍 PE, 对应目标价 8.00-9.00 元, 维持买入评级。

风险提示: 铝价下跌、公司煤矿生产进度不及预期、电力等成本上行。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,902	18,899	20,893	21,292	22,278
+/-%	(11.99)	11.81	10.55	1.91	4.63
归属母公司净利润(百万元)	342.14	368.09	958.47	1,180	1,731
+/-%	120.46	7.58	160.39	23.07	46.73
EPS(元, 最新摊薄)	0.18	0.19	0.50	0.62	0.91
PE(倍)	37.61	34.95	13.42	10.91	7.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司盈利预测核心假设变动对比表

更改项目	此前假设	本次报告假设	更改原因
原铝价格	2018、19年均价分别为1.50和1.55万元/吨	2018、19年均价分别为1.45和1.50万元/吨	根据目前铝价调整
资产减值	2018、19年资产减值损失分别约为0.39、0.39亿元	2018、19年资产减值损失分别约为1.50、1.40亿元	煤矿事故影响仍未完全消除, 仍可能计提存货跌价准备
营业外净收入	2018、19年营业外净收入分别约为0.80、0.81亿元	2018、19年营业外净收入分别约为0.10、0.50亿元	煤矿事故影响仍未完全消除, 后续可能有少量安全设备投入

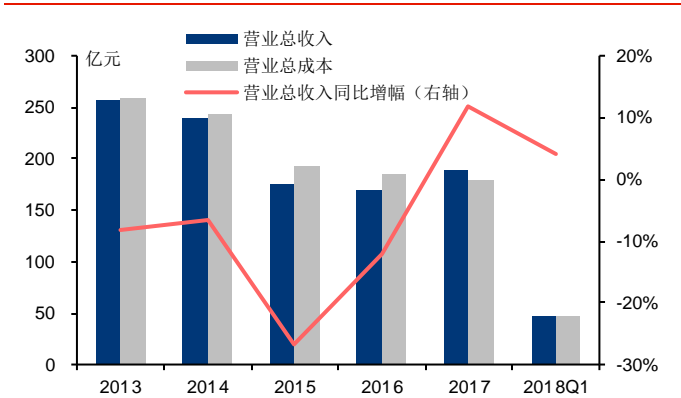
资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司 Wind 一致预期估值情况

股票代码	公司名称	收盘价(元)	EPS (2018E)	EPS (2019E)	PE (2018E)	PE (2019E)
601600	中国铝业	4.69	0.23	0.33	20.39	14.21
600219	南山铝业	3.16	0.24	0.28	13.17	11.29
000807	云铝股份	7.61	0.44	0.69	17.30	11.03
600595	中孚实业	4.04	0.13	0.21	31.08	19.24
平均值					16.95	12.18

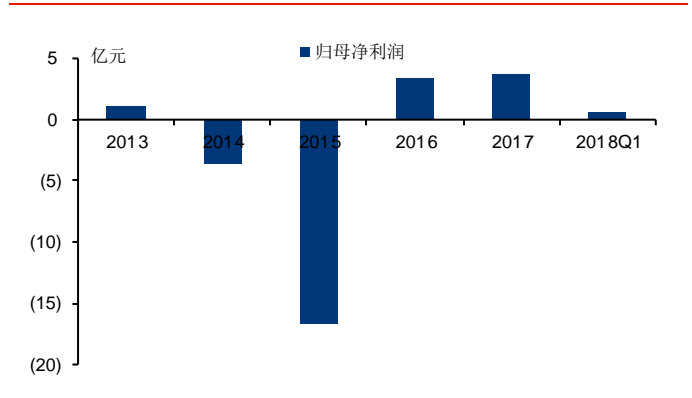
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 选取2018年4月27日收盘价; 计算平均PE时剔除中孚实业的异常值)

图表3: 公司 2013-2018Q1 营业总收入和营业总成本



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

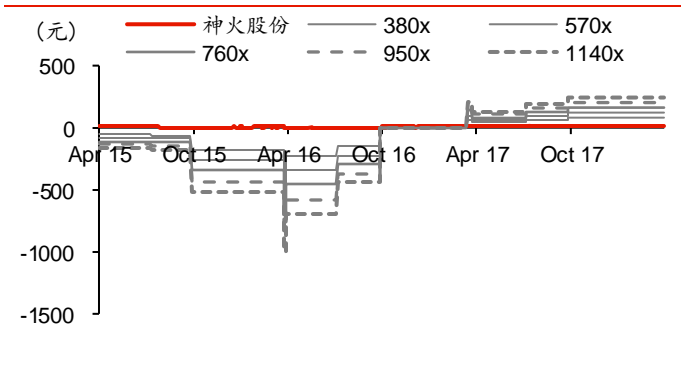
图表4: 公司 2013-2018Q1 归母净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

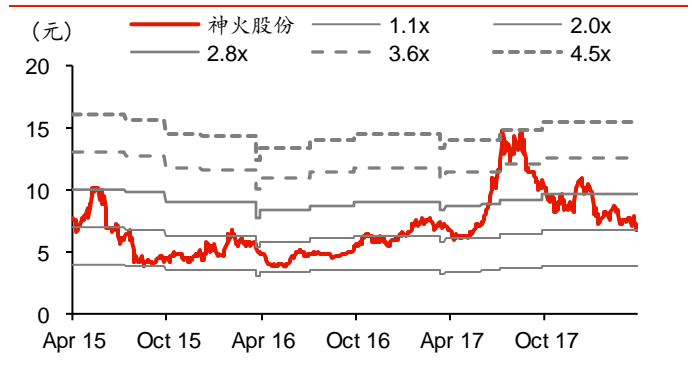
PE/PB - Bands

图表5: 神火股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 神火股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	16,082	18,137	18,377	19,570	21,238
现金	7,973	8,827	8,424	9,325	10,756
应收账款	290.50	170.48	295.72	278.73	285.27
其他应收账款	1,071	632.66	904.02	942.19	942.31
预付账款	503.79	500.38	743.19	672.10	693.30
存货	4,570	5,975	5,963	6,255	6,383
其他流动资产	1,674	2,031	2,048	2,097	2,178
非流动资产	35,679	35,795	34,050	33,440	32,431
长期投资	2,913	3,043	2,624	2,812	2,788
固定资产投资	20,469	19,023	20,669	20,991	20,599
无形资产	5,008	5,284	5,297	5,336	5,401
其他非流动资产	7,290	8,445	5,460	4,302	3,643
资产总计	51,762	53,932	52,428	53,011	53,669
流动负债	34,165	37,521	36,935	37,741	38,165
短期借款	20,671	15,271	17,399	17,235	16,962
应付账款	2,374	2,832	3,001	3,098	3,153
其他流动负债	11,120	19,418	16,534	17,408	18,049
非流动负债	9,943	8,576	6,644	5,168	3,555
长期借款	6,201	3,831	2,489	881.33	(764.81)
其他非流动负债	3,742	4,745	4,155	4,287	4,320
负债合计	44,108	46,097	43,579	42,909	41,720
少数股东权益	1,987	1,923	1,978	2,051	2,168
股本	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
资本公积	1,951	1,940	1,940	1,940	1,940
留存公积	1,606	1,926	3,030	4,210	5,941
归属母公司股	5,666	5,912	6,871	8,050	9,781
负债和股东权益	51,762	53,932	52,428	53,011	53,669

现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	611.27	1,096	761.61	5,110	5,422
净利润	(1,025)	306.50	1,014	1,253	1,847
折旧摊销	1,543	1,332	1,560	1,725	1,827
财务费用	1,718	1,988	1,606	1,554	1,362
投资损失	(857.20)	(119.93)	(119.93)	(119.93)	(119.93)
营运资金变动	(2,866)	(2,583)	(3,983)	868.53	531.03
其他经营现金	2,098	172.39	683.78	(171.03)	(25.49)
投资活动现金	(2,165)	5.05	(234.43)	(908.02)	(715.75)
资本支出	636.89	761.19	554.24	607.63	603.81
长期投资	2,156	(376.73)	(404.94)	181.00	(23.01)
其他投资现金	627.51	389.51	(85.13)	(119.40)	(134.95)
筹资活动现金	1,162	(1,050)	(930.73)	(3,300)	(3,275)
短期借款	3,433	(5,400)	2,128	(163.92)	(272.66)
长期借款	(878.25)	(2,370)	(1,342)	(1,607)	(1,646)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(7.36)	(10.39)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,385)	6,730	(1,716)	(1,528)	(1,357)
现金净增加额	(391.36)	50.97	(403.55)	901.86	1,430

利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,902	18,899	20,893	21,292	22,278
营业成本	13,107	14,361	16,458	16,554	16,844
营业税金及附加	309.66	424.63	383.38	419.83	439.32
营业费用	506.89	470.87	571.25	574.33	596.00
管理费用	738.56	596.71	746.27	759.41	779.75
财务费用	1,718	1,988	1,606	1,554	1,362
资产减值损失	2,043	145.64	150.00	140.00	120.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	857.20	119.93	119.93	119.93	119.93
营业利润	(673.29)	1,058	1,098	1,410	2,256
营业外收入	76.16	200.68	90.00	90.00	90.00
营业外支出	12.17	407.43	80.00	40.00	20.00
利润总额	(609.29)	850.99	1,108	1,460	2,326
所得税	415.39	544.49	93.99	207.42	479.10
净利润	(1,025)	306.50	1,014	1,253	1,847
少数股东损益	(1,367)	(61.59)	55.39	73.00	116.31
归属母公司净利润	342.14	368.09	958.47	1,180	1,731
EBITDA	2,588	4,378	4,264	4,689	5,445
EPS(元, 基本)	0.18	0.19	0.50	0.62	0.91

主要财务比率

会计年度(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(11.99)	11.81	10.55	1.91	4.63
营业利润	63.57	257.10	3.79	28.43	60.02
归属母公司净利润	120.46	7.58	160.39	23.07	46.73
获利能力(%)					
毛利率	22.46	24.01	21.23	22.25	24.39
净利率	2.02	1.95	4.59	5.54	7.77
ROE	6.04	6.23	13.95	14.65	17.70
ROIC	6.20	5.52	10.91	12.15	14.79
偿债能力					
资产负债率(%)	85.21	85.47	83.12	80.94	77.74
净负债比率(%)	68.90	51.02	54.70	51.62	48.58
流动比率	0.47	0.48	0.50	0.52	0.56
速动比率	0.34	0.32	0.33	0.35	0.39
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.36	0.39	0.40	0.42
应收账款周转率	42.80	75.84	86.41	70.33	75.50
应付账款周转率	5.35	5.52	5.64	5.43	5.39
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.19	0.50	0.62	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.58	0.40	2.69	2.85
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.11	3.62	4.24	5.15
估值比率					
PE(倍)	37.61	34.95	13.42	10.91	7.43
PB(倍)	2.27	2.18	1.87	1.60	1.32
EV_EBITDA(倍)	10.04	5.94	6.09	5.54	4.77

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

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 2018 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

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

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 1063211166/传真：86 1063211275

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