

神火股份(000933)/

资产质量优化提升, 盈利转折点即将到来

评级: 买入(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

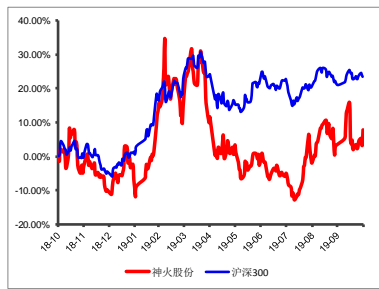
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.c

基本状况

总股本(百万股)	1,900.5
流通股本(百万股)	1,900.5
市价(元)	4.66
市值(百万元)	8,856.3
流通市值(百万元)	8,856.2

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 神火股份(000933.SZ) 2019 半年报点评: 煤、铝产量皆有增长空间, 集团拟实现整体上市
- 2 三季度业绩同比大降, 关注煤矿复产和铝产能异地置换
- 3 中报业绩同比大降, 关注煤矿复产和铝产能异地置换

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,899	18,835	19,051	24,752	29,817
增长率 yoy%	11.81%	-0.34%	1.15%	29.93%	20.46%
净利润	368	239	2,660	638	930
增长率 yoy%	7.58%	-35.11%	1013.61	-76.02%	45.82%
每股收益(元)	0.19	0.13	1.40	0.34	0.49
每股现金流量	0.58	0.22	1.12	4.36	0.37
净资产收益率	6.23%	3.92%	32.36%	7.28%	9.74%
P/E	24.06	37.08	3.33	13.88	9.52
PEG	1.12	-0.11	-0.02	0.65	-0.03
P/B	1.50	1.45	1.08	1.01	0.93

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年三季度报, 前三季度实现营业收入 134.1 亿元, 同比下降 8.4%; 归母净利润 25.2 亿元, 同比增加 731%; 扣非归母净利润-2.9 亿元, 同比减亏 35%; 经营活动净现金流 7.7 亿元, 同比增长 35%; 基本每股收益 1.33 元, 同比增加 730%。具体点评如下:
- **非经常性损益主要来自高家庄煤矿探矿权转让收益**
- 2019Q1-Q3 公司实现扣非归母净利润-2.9 亿元, 非经常性损益高达 28.1 亿元, 第三季度公司与潞安集团就高家庄煤矿探矿权转移一案达成正式和解, 公司确认探矿权转让收益 42 亿元, 扣除成本税费等, 增加归母净利润约 29 亿元, 考虑公司目前在扩张煤矿和电解铝产能, 该笔资金将有助于改善现金流和降低财务费用。
- **第三季度单季经营性业绩为负, 主要是计提了存货跌价准备和资产减值准备**
- 第三季度, 公司实现扣非归母净利润为-0.47 亿元, 同比增亏 16.4%, 低于市场预期, 主要是因为该季度计提了存货跌价准备和资产减值准备, 合计约 5.3 亿元。一方面, 考虑氧化铝行情低迷, 公司对控股子公司河南有色汇源铝业有限公司的铝土矿石等计提存货跌价准备 1.75 亿元, 另外一方面公司对全资子公司永城市神火示范电站有限公司的 2×135MW 机组计提资产减值准备 0.50 亿元, 对控股子公司神火新材料(从事氢氧化铝业务, 已经破产清算)全部固定资产计提了资产减值准备 3.1 亿元。
- **第三季度新疆电解铝盈利能力突出**
- 前三季度, 由于氧化铝价格下降, 公司新疆地区电解铝产品的完全成本同比减少 367.92 元/吨, 同比增加利润总额 2.27 亿元; 电解铝价格同比下降 123.78 元/吨, 减少利润总额 0.75 亿元, 合计实现利润总额 4.16 亿元, 同比增加 1.54 亿元。其中, 第三季度新疆电解铝实现利润总额 2.58 亿元, 环比增加 0.82 亿元, 假设单季产出 20 万吨(产能 80 万吨/年), 则该季度吨铝税前净利润高达 1300 元/吨, 盈利能力突出。
- **公司看点: 资产质量优化提升, 盈利转折点即将到来**
- 从煤矿资产来看, 公司明年产量增量主要来自改扩建项目梁北煤矿(也是非公开募投项目), 从 90 万吨/年升级到 240 万吨, 该煤矿煤种为贫瘦煤, 盈利能力较好, 产能释放将有利于提升板块的盈利水平。从电解铝资产来看, 新疆电解铝项目(80 万吨/年)电力成本低的优势依然明显, 公司高成本的永城本部产能已经全部停产, 产能指标转移至低成本的云南神火项目(公司持股 32.22%), 云南神火项目(合计产能 90 万吨)目前在积极推进中, 一期 4.5 万吨预计今年年底可部分投产, 该项目电价成本较低(初始电价 0.25 元/度, 5 年内涨至上限 0.3 元/度), 具有较强的竞争优势。可以看出, 公司煤和铝资产质量都在优化提升, 我们判断盈利转折点很快到来。
- **盈利预测: 2019~2021 年 EPS 为 1.40、0.34、0.49 元**
- 预测公司 2019-2021 年实现营业收入 190.5/247.5/298.2 亿元, 同比分别+1.2%、+29.9%、+20.5%, 实现归属于母公司股东的净利润分别为 26.6/6.38/9.3 亿元(前述为 3.24/6.38/9.3 亿元), 同比分别+1014%、-76%、+46%, 折合 EPS 分别是 1.40/0.34/0.49 元/股(未考虑非公开发行), 当前股价(4.

66 元/股) 对应 PE 分别为 3/14/10 倍, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 在建项目不及预期风险; 煤矿安全风险; 电解铝行业持续低迷风险。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,899	18,835	19,051	24,752	29,817
增长率	11.8%	-0.3%	1.1%	29.9%	20.5%
营业成本	-14,361	-16,457	-15,938	-20,767	-25,232
% 销售收入	76.0%	87.4%	83.7%	83.9%	84.6%
毛利	4,538	2,378	3,113	3,985	4,585
% 销售收入	24.0%	12.6%	16.3%	16.1%	15.4%
营业税金及附加	-425	-505	-476	-594	-686
% 销售收入	2.2%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
营业费用	-471	-410	-419	-520	-596
% 销售收入	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
管理费用	-597	-620	-610	-767	-895
% 销售收入	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	3,046	843	1,608	2,104	2,408
% 销售收入	16.1%	4.5%	8.4%	8.5%	8.1%
财务费用	-1,988	-1,948	-1,753	-1,578	-1,420
% 销售收入	10.5%	10.3%	9.2%	6.4%	4.8%
资产减值损失	146	1,347	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	409	500	400	300
% 税前利润	10.7%	74.4%	14.2%	38.2%	21.3%
营业利润	1,324	651	455	1,026	1,388
营业利润率	7.0%	3.5%	2.4%	4.1%	4.7%
营业外收支	-207	-101	3,070	20	20
税前利润	1,117	550	3,525	1,046	1,408
利润率	5.9%	2.9%	18.5%	4.2%	4.7%
所得税	-544	-450	-1,662	-296	-362
所得税率	48.7%	81.8%	47.2%	28.3%	25.7%
净利润	306	-64	1,662	550	846
少数股东损益	-62	-303	-997	-88	-85
归属于母公司的净利润	368	239	2,660	638	930
净利率	1.9%	1.3%	14.0%	2.6%	3.1%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	306	-64	1,662	550	846
加: 折旧和摊销	1,332	1,451	1,437	1,544	1,650
资产减值准备	146	1,347	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	1,938	2,027	1,753	1,578	1,420
投资收益	-120	-409	-500	-400	-300
少数股东损益	-62	-303	-997	-88	-85
营运资金的变动	-1,514	-1,265	-2,215	5,017	-2,908
经营活动现金净流	1,096	422	2,137	8,290	707
固定资本投资	842	1,875	-1,300	-1,300	-1,300
投资活动现金净流	5	1,292	-1,300	-1,400	-1,500
股利分配	-48	-48	-399	-96	-140
其他	-1,002	-1,685	-334	-4,038	3,380
筹资活动现金净流	-1,050	-1,733	-733	-4,134	3,240
现金净流量	51	-19	105	2,755	2,448

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,827	9,103	9,208	11,963	14,411
应收款项	2,280	3,104	2,070	4,317	2,992
存货	5,975	5,110	5,089	7,535	7,036
其他流动资产	1,054	1,335	1,136	1,730	1,495
流动资产	18,137	18,652	17,502	25,545	25,934
% 总资产	33.6%	34.9%	33.1%	41.7%	41.9%
长期投资	3,179	3,494	3,694	3,894	4,094
固定资产	19,115	17,640	17,858	17,922	17,843
% 总资产	35.4%	33.0%	33.8%	29.3%	28.8%
无形资产	5,284	5,663	5,926	6,186	6,444
非流动资产	35,795	34,817	35,327	35,716	35,991
% 总资产	66.4%	65.1%	66.9%	58.3%	58.1%
资产总计	53,932	53,469	52,829	61,261	61,924
短期借款	15,271	17,045	19,580	18,229	23,257
应付款项	16,883	17,465	14,365	25,017	20,375
其他流动负债	5,366	6,439	6,125	5,827	5,545
流动负债	37,521	40,948	40,070	49,072	49,176
长期贷款	3,831	1,601	868	0	0
其他长期负债	4,745	3,266	3,103	2,948	2,800
负债	46,097	45,816	44,042	52,020	51,977
普通股股东权益	5,912	6,088	8,219	8,762	9,552
少数股东权益	1,923	1,565	568	480	395
负债股东权益合计	53,932	53,469	52,829	61,261	61,924

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.19	0.13	1.40	0.34	0.49
每股净资产 (元)	3.11	3.20	4.32	4.61	5.03
每股经营现金净流 (元)	0.58	0.22	1.12	4.36	0.37
每股股利 (元)	0.03	0.03	0.21	0.05	0.07
回报率					
净资产收益率	6.23%	3.92%	32.36%	7.28%	9.74%
总资产收益率	0.57%	-0.12%	3.15%	0.90%	1.37%
投入资本收益率	3.64%	-1.90%	5.23%	7.23%	10.92%
增长率					
营业总收入增长率	11.81%	-0.34%	1.15%	29.93%	20.46%
EBIT 增长率	186.43%	-103.14%	-2220.64%	19.70%	8.49%
净利润增长率	7.58%	-35.11%	1013.61%	-76.02%	45.82%
总资产增长率	4.19%	-0.86%	-1.20%	15.96%	1.08%
资产管理能力					
应收账款周转天数	20.6	30.7	29.1	27.7	26.3
存货周转天数	100.4	105.9	96.4	91.8	88.0
应付账款周转天数	65.3	60.2	57.2	54.3	51.6
固定资产周转天数	377.0	351.3	335.4	260.2	215.9
偿债能力					
净负债/股东权益	204.93%	191.08%	152.62%	91.95%	119.13%
EBIT 利息保障倍数	1.5	0.0	1.1	1.5	1.8
资产负债率	85.47%	85.69%	83.37%	84.91%	83.94%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。