

# 神火股份 (000933)

## 铝期现双击，神火继续高飞，上调目标价至 21 元

**事件：**昨天铝主力合约大涨至 16220 元/吨，现货也大幅上涨 430 元/吨，期现双击，体现了市场对铝后市强大的信心。根据我们之前的测算，到了年底，铝或有 18.6% 的供给缺口。昨天的大涨意味着上涨潮提前来临，我们认为下半年铝均价有望达到 16000 元/吨，神火全年净利润有望达到 26 亿，保守估计给予 15 倍 pe，目标价上调至 21 元。

**煤炭板块预计全年净利润 10 个亿。**公司煤价基本与焦煤价格保持同向变动，约占京唐港主焦煤库价的 39%，今年来看炼焦煤整体高位平稳，淡旺季存在价格波动，以目前下游需求、钢厂利润情况、双焦走势来看，预计下半年焦煤均价高于上半年，假设 17 年全年京唐港主焦煤库价均价 1600 元/吨，则公司全年煤炭销售均价约为 624 元/吨。公司预计 17 年煤炭产量 796 万吨，最坏情况下薛湖煤矿下半年不能复产，则矿难影响公司全年产量约 83 万吨。公司煤炭库存 47.45 万吨，在产量受影响且煤价高位的情况下，库存可贡献销量（上半年消耗库存 26.29 万吨），全年煤炭销量为 763 万吨。上半年煤炭销售成本 332.77 元/吨，较 16 年有所上升主要由于人工成本的增加，预计下半年成本与上半年持平或略涨，假设全年销售成本为 335 元/吨。则全年煤炭净利润约 10 个亿。

**下半年电解铝供需缺口或达 18.6%。**自电解铝 656 号文公布以来，市场上对电解铝违规运行产能的估计集中在 500 万吨附近。从目前电解铝违规在产产能关停情况来看，新疆已关停 95 万吨，山东魏桥和信发 321 万吨，合计已达 416 万吨，在 9 月 15 号专项督察结束前，还有近 200 万吨电解铝违规产能面临关停，电解铝去产能或超市场预期，8 月有望迎来电解铝违规产能关停大潮。此外，采暖季限产加码 3 座城市，“2+26+3”城市电解铝运行产能 1347 万吨，4 个月的供暖季叠加电解槽关停和重启 2 个月左右的时间，环保限产实际影响时间为 6 个月！两项政策叠加，年底电解铝或有 18.6% 的供需缺口。另外如果环保限产每年都执行，则电解铝厂每年仅 6 个月的开工时间，即使其全负荷生产也不一定挽回停产复产损失，因此采暖季限产的产能很可能 18 年全年都不会复产，进一步加剧电解铝供给的减少，铝价在 18 年将会迎来更大的上涨空间。

**下半年铝均价有望达到 16000 元/吨，电解铝板块净利润 16 亿。**上半年长江有色铝均价 13429 元/吨（含税），下半年随着电解铝违规产能出清及环保限产“双高压”影响，铝价中枢有望大幅上移。9 月份迎来电解铝销售旺季，需求端增加将助推铝价上涨，库存拐点或也在 9 月出现，下半年长江有色铝均价很有可能达到 16000 元/吨（含税）。电解铝成本 40% 来自电力，35% 来自氧化铝，10% 来自阳极炭块。考虑下半年可能征收政府性基金，则河南本部电力成本增加 359 元/吨，新疆板块电力成本增加 248 元/吨。上半年氧化铝均价 2679.83 元/吨，采暖季环保限产将对氧化铝供给造成一定影响，但随着电解铝去的推进，氧化铝需求或出现下滑，预计氧化铝价格难以大幅跟涨。假设下半年氧化铝均价 2800 元/吨，一吨电解铝大约需要 1.93 吨氧化铝，则成本增加约 230 元/吨。公司阳极炭块均为自给，成本不受影响。在此假设下，全年电解铝板块净利润约 16 亿。

**神火全年利润有望达到 26 亿，上调目标价至 21 元。**根据前述测算，公司全年煤炭板块净利润 10 个亿，电解铝板块净利润 16 亿，净利润合计达 26 亿，保守估计给予 15 倍 pe，目标价上调至 21 元。2018、2019 长江有色铝均价看到 18000 元/吨（含税），另外薛湖煤矿复产还有煤炭增量，预计净利润分别为 52 亿和 55 亿，则 2017 年—2019 年对应 PE 为 10.41、5.23 和 4.94。

**风险提示：**宏观经济大幅下调，煤价、铝价大幅下跌，电解铝供改不及预期

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.39 元
目标价格	21 元
上次目标价	8 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,900.50
流通 A 股股本(百万股)	1,900.40
A 股总市值(百万元)	27,348.20
流通 A 股市值(百万元)	27,346.76
每股净资产(元)	3.29
资产负债率(%)	84.31
一年内最高/最低(元)	14.81/4.53

### 作者

**王茜** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110516090005  
 wangqian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,558.22	16,902.32	21,177.77	24,565.47	24,584.27
增长率(%)	(26.74)	(3.74)	25.30	16.00	0.08
EBITDA(百万元)	1,034.41	2,418.11	6,242.97	9,478.59	9,557.82
净利润(百万元)	(1,672.69)	342.14	2,627.69	5,227.92	5,538.79
增长率(%)	356.36	(120.45)	668.02	98.95	5.95
EPS(元/股)	(0.88)	0.18	1.38	2.75	2.91
市盈率(P/E)	(16.35)	79.93	10.41	5.23	4.94
市净率(P/B)	5.20	4.83	3.43	2.13	1.52
市销率(P/S)	1.56	1.62	1.29	1.11	1.11
EV/EBITDA	34.65	14.47	6.91	4.44	3.23

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,031.24	7,973.10	1,694.22	1,965.24	2,992.03
应收账款	891.69	1,361.30	988.38	584.71	989.59
预付账款	1,609.55	503.79	2,243.03	595.94	2,053.84
存货	4,250.52	4,570.16	3,116.58	5,356.33	2,484.02
其他	1,844.30	1,673.96	1,909.16	2,315.95	1,842.76
<b>流动资产合计</b>	<b>14,627.31</b>	<b>16,082.32</b>	<b>9,951.37</b>	<b>10,818.17</b>	<b>10,362.23</b>
长期股权投资	800.10	2,913.06	2,913.06	2,913.06	2,913.06
固定资产	22,080.94	20,468.78	21,223.89	21,167.88	20,612.21
在建工程	6,435.43	4,792.35	2,911.41	1,794.85	1,106.91
无形资产	5,295.54	5,007.60	4,981.93	4,956.25	4,930.58
其他	1,198.13	2,497.41	1,485.95	1,409.06	1,420.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>35,810.15</b>	<b>35,679.19</b>	<b>33,516.23</b>	<b>32,241.10</b>	<b>30,983.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>50,437.46</b>	<b>51,761.51</b>	<b>43,467.60</b>	<b>43,059.27</b>	<b>41,345.46</b>
短期借款	17,238.23	20,670.85	11,175.18	10,203.63	0.00
应付账款	4,945.67	4,567.23	4,026.26	5,284.21	4,230.91
其他	9,301.69	8,926.77	14,865.38	9,195.94	13,556.42
<b>流动负债合计</b>	<b>31,485.59</b>	<b>34,164.85</b>	<b>30,066.82</b>	<b>24,683.78</b>	<b>17,787.34</b>
长期借款	7,079.25	6,201.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,395.84	2,398.11	2,262.51	2,352.16	2,337.59
其他	868.32	1,344.27	1,175.33	1,129.31	1,216.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,343.41</b>	<b>9,943.38</b>	<b>3,437.85</b>	<b>3,481.46</b>	<b>3,553.89</b>
<b>负债合计</b>	<b>41,829.00</b>	<b>44,108.23</b>	<b>33,504.67</b>	<b>28,165.25</b>	<b>21,341.23</b>
少数股东权益	3,344.62	1,987.38	1,999.93	2,025.76	2,052.98
股本	1,900.50	1,900.50	1,900.50	1,900.50	1,900.50
资本公积	1,948.73	1,950.54	1,950.54	1,950.54	1,950.54
留存收益	3,213.07	3,556.45	6,062.51	10,967.76	16,050.75
其他	(1,798.46)	(1,741.59)	(1,950.54)	(1,950.54)	(1,950.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,608.46</b>	<b>7,653.28</b>	<b>9,962.94</b>	<b>14,894.03</b>	<b>20,004.22</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>50,437.46</b>	<b>51,761.51</b>	<b>43,467.60</b>	<b>43,059.27</b>	<b>41,345.46</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(1,839.52)	(1,024.68)	2,627.69	5,227.92	5,538.79
折旧摊销	1,499.70	1,543.02	1,227.57	1,287.88	1,325.06
财务费用	1,553.43	1,711.76	1,287.69	734.73	330.45
投资损失	31.72	(857.20)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,406.96)	(2,803.78)	6,218.01	(5,039.84)	4,848.31
其它	425.65	2,042.15	13.20	26.27	27.83
<b>经营活动现金流</b>	<b>(735.98)</b>	<b>611.27</b>	<b>11,274.17</b>	<b>2,136.95</b>	<b>11,970.44</b>
资本支出	1,945.76	(552.38)	228.93	126.03	(37.00)
长期投资	(4.41)	2,112.95	0.00	0.00	0.00
其他	(3,413.90)	(3,725.56)	(188.93)	(106.03)	87.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,472.55)</b>	<b>(2,164.99)</b>	<b>40.00</b>	<b>20.00</b>	<b>50.00</b>
债权融资	30,111.48	32,790.43	16,816.31	15,988.20	5,781.43
股权融资	(1,469.27)	(1,657.66)	(1,496.64)	(734.73)	(330.45)
其他	(25,913.87)	(29,970.64)	(32,912.73)	(17,139.41)	(16,444.62)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,728.34</b>	<b>1,162.14</b>	<b>(17,593.05)</b>	<b>(1,885.94)</b>	<b>(10,993.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>519.81</b>	<b>(391.59)</b>	<b>(6,278.88)</b>	<b>271.02</b>	<b>1,026.79</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>17,558.22</b>	<b>16,902.32</b>	<b>21,177.77</b>	<b>24,565.47</b>	<b>24,584.27</b>
营业成本	16,334.46	13,106.54	14,676.98	14,668.32	14,668.32
营业税金及附加	116.11	309.66	423.56	491.31	491.69
营业费用	563.13	506.89	550.62	614.14	590.02
管理费用	618.16	738.56	561.21	650.98	651.48
财务费用	1,541.07	1,718.15	1,287.69	734.73	330.45
资产减值损失	204.46	2,043.42	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(31.72)	857.20	100.00	100.00	100.00
其他	63.45	(1,714.40)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>(1,850.89)</b>	<b>(663.70)</b>	<b>3,727.71</b>	<b>7,455.98</b>	<b>7,902.31</b>
营业外收入	124.21	78.14	75.00	75.00	75.00
营业外支出	31.45	23.74	30.00	25.00	25.00
<b>利润总额</b>	<b>(1,758.13)</b>	<b>(609.29)</b>	<b>3,772.71</b>	<b>7,505.98</b>	<b>7,952.31</b>
所得税	81.39	415.39	1,131.81	2,251.80	2,385.69
<b>净利润</b>	<b>(1,839.52)</b>	<b>(1,024.68)</b>	<b>2,640.90</b>	<b>5,254.19</b>	<b>5,566.62</b>
少数股东损益	(166.83)	(1,366.82)	13.20	26.27	27.83
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1,672.69)</b>	<b>342.14</b>	<b>2,627.69</b>	<b>5,227.92</b>	<b>5,538.79</b>
每股收益(元)	(0.88)	0.18	1.38	2.75	2.91

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-26.74%	-3.74%	25.30%	16.00%	0.08%
营业利润	546.96%	-64.14%	-661.66%	100.02%	5.99%
归属于母公司净利润	356.36%	-120.45%	668.02%	98.95%	5.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	6.97%	22.46%	30.70%	40.29%	40.33%
净利率	-9.53%	2.02%	12.41%	21.28%	22.53%
ROE	-31.78%	6.04%	33.00%	40.63%	30.85%
ROIC	-1.33%	5.60%	11.66%	24.17%	20.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	82.93%	85.21%	77.08%	65.41%	51.62%
净负债率	163.48%	74.30%	33.57%	100.67%	51.05%
流动比率	0.46	0.47	0.33	0.44	0.58
速动比率	0.33	0.34	0.23	0.22	0.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	17.46	15.00	18.03	31.23	31.23
存货周转率	4.01	3.83	5.51	5.80	6.27
总资产周转率	0.35	0.33	0.44	0.57	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.88	0.18	1.38	2.75	2.91
每股经营现金流	-0.39	0.32	5.93	1.12	6.30
每股净资产	2.77	2.98	4.19	6.77	9.45
<b>估值比率</b>					
市盈率	-16.35	79.93	10.41	5.23	4.94
市净率	5.20	4.83	3.43	2.13	1.52
EV/EBITDA	34.65	14.47	6.91	4.44	3.23
EV/EBIT	-115.68	33.19	8.60	5.14	3.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com