



中航证券金融研究所  
部门负责人 董忠云 证券执业证书号：  
S0640515120001  
证券分析师 沈文文 证券执业证书号：  
S0640513070003  
研究助理 王晓东 证券执业证书号：  
S0640117020002  
研究助理 莫崇康 证券执业证书号：  
S0640115080006  
电话：13621365359  
邮箱：wangxd@avicsec.com

## 神火股份（000933）中报点评： 扣非净利润同比大增， 电解铝板块有望成为业绩加速器

行业分类：有色金属

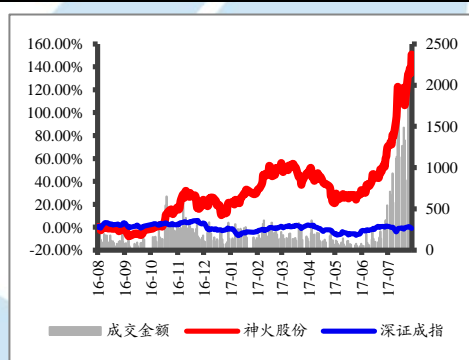
2017年8月3日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	—
当前股价（17.8.3）	11.56

### 基础数据

上证指数	3272.93
总股本（亿）	19.01
流通A股（亿）	19.00
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	219.69
每股净资产（元）	3.29
ROE（2017H）	10.22%
资产负债率（2017H）	84.31%
动态市盈率	18.83
市净率	3.68

### 近一年公司指数与深证成指走势对比



### 2017年半年度报告：

- 报告期内公司实现营业收入924,085.57万元，同比增长18.53%；利润总额86,885.52万元，同比增长40.14%；归属于上市公司股东的净利润61,172.49万元，同比增长-5.3%；扣非后的净利润57,586.84万元，同比增长1107.15%。
- 煤炭和电解铝价格高位运行，上半年业绩大幅增长。煤炭板块营业收入241,714.42万元，同比增121.33%，环比增7.42%；毛利106,770.2万元，同比增425.46%，环比增24.05%。电解铝板块营业收入600305.49万元，同比小幅降0.53%，环比升11.3%；毛利116,778.19万元，同比增12.91%，环比降17.05%。煤炭板块对公司业绩增加贡献大于电解铝板块。
- 供给侧改革和环保政策执行力度超越预期，支持煤炭价格高位运行，赋予电解铝涨价预期。根据国家统计局和海关总署数据，国内电解铝表观需求量14/15/16年增幅分别为12.98%、8.63%、1.64%。2017年4月，四部委联合下发的关于《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》，执行力度超出市场预期。结合近两年煤炭、钢铁行业的执行情况 and 国内政治经济形势来看，我们认为，供给侧结构性改革不是短期权宜之计，且相关政策将得到高质量的执行。在违法违规产能清理、环保督查、取暖季“2+26”城限产等叠加政策影响下，我们认为电解铝下半年供需将由紧平衡发展为短缺，电解铝具备较强涨价预期；煤炭价格能保持目前高位运行。
- 电解铝涨价对公司业绩弹性大，煤炭板块稳定公司业绩。公司电解铝产能全部合法，且均不在“2+26”城限产区域内。公司碳素完全自给自足。上半年国内氧化铝供需基本平衡，随着电解铝违规产能关闭和“2+26”城限产，短期内氧化铝价格有望下降，公司氧化铝自给率30%。电解铝在产产能113万吨，电解铝价格每吨上涨1000元，不考虑成本上升，增加毛利11.3亿，电解铝价格对公司业绩弹性大。公司河南区域有闲置产能33万吨，若电解铝价格上涨至能覆盖成本，此闲置产能有可能投入运行。电解铝板块有望成为公司业绩的加速器。公司外销煤炭品种稀缺，价格坚挺，煤炭板块是公司业绩的稳定器。
- 风险因素：供给侧改革和环保政策执行不力；无烟煤、电解铝价格下跌；氧化铝涨价超预期。
- 我们预计公司2017-2019年摊薄后的EPS分别为0.79元、1.25元和1.32元，对应的动态市盈率分别为14.68倍、9.28倍和8.79倍，给予买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：0755-83692635  
传真：0755-83688539

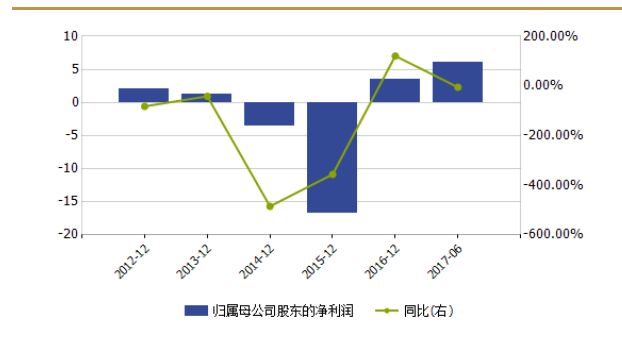
**图表 1 财务和估值数据摘要**

位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23967.12	17558.22	16902.32	19573.55	20703.55	20703.55
增长率(%)	-6.70%	-26.74%	-3.74%	15.80%	5.77%	0.00%
归属母公司股东净利润	-366.53	-1672.69	342.14	1496.77	2368.66	2499.98
增长率(%)	-413.37%	-356.36%	120.45%	337.47%	58.25%	5.54%
每股收益 (EPS)	-0.193	-0.880	0.180	0.788	1.246	1.315
每股股利 (DPS)	0.008	0.000	0.000	-0.011	-0.017	-0.018
每股经营现金流	0.194	-0.467	0.317	6.709	1.419	6.920
销售毛利率	11.80%	6.97%	22.46%	27.04%	29.93%	29.54%
销售净利率	-1.72%	-10.48%	-6.06%	8.18%	11.96%	12.60%
净资产收益率 (ROE)	-5.34%	-31.78%	6.04%	20.84%	24.71%	20.63%
投入资本回报率 (ROIC)	3.87%	-2.78%	0.76%	8.04%	12.81%	12.28%
市盈率 (P/E)	-59.94	-13.13	64.21	14.68	9.28	8.79
市净率 (P/B)	3.20	4.17	3.88	3.06	2.29	1.81
股息率 (分红/股价)	0.001	0.000	0.000	(0.001)	(0.001)	(0.002)

数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图表 2: 营业收入及增长率 (亿元, %)**


数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图表 3: 公司近年归母净利润及增长率 (亿元, %)**


数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图表 4: 采掘业板块和有色金属板块收入毛利情况**

报告期	煤炭销量 (万吨)	电解铝销量 (万吨)	采掘业收入 (万元)	采掘业成本 (万元)	采掘业毛利 (万元)	有色金属收入 (万元)	有色金属成本 (万元)	有色金属毛利 (万元)
2016H1	345.5	61.26	109,209.83	88,890.63	20,319.2	603,533.26	500,109.88	103,423.37
2016H2	380.1	53.02	225,012.98	138,939.28	86,073.70	539,350.99	398,567.20	140,783.79
2017H1	393.52	53.36	241,714.42	134,944.21	106,770.20	600,305.49	483,527.29	116,778.19
2017H1 同比	13.90%	-12.90%	121.33%	51.81%	425.46%	-0.53%	-3.32%	12.91%
2017H1 环比	3.53%	0.64%	7.42%	-2.88%	24.05%	11.30%	21.32%	-17.05%

采掘业涵盖产品: 煤炭、型焦。

有色金属行业涵盖产品: 铝锭、铝合金、阳极炭块、氧化铝、氢氧化铝。

数据来源: 公司公告、中航证券金融研究所

**图表 5 报表预测**

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1541.60	1491.45	1476.76	2362.81	2717.23	3124.81
减: 营业成本	1525.60	952.88	441.56	685.21	788.00	906.20
营业税金及附加	1.72	43.53	84.58	141.77	163.03	187.49
营业费用	16.63	95.07	108.21	134.68	154.88	178.11
管理费用	46.70	129.43	107.33	87.42	100.54	115.62
财务费用	11.67	-21.43	-15.26	-25.59	-56.35	-91.77
资产减值损失	3.27	85.70	-3.21	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	75.46	-5.92	18.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.18	-0.08	-3.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>12.65</b>	<b>200.27</b>	<b>769.11</b>	<b>1339.31</b>	<b>1567.13</b>	<b>1829.17</b>
加: 其他非经营损益	1.67	0.43	-3.11	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>14.32</b>	<b>200.69</b>	<b>765.99</b>	<b>1339.31</b>	<b>1567.13</b>	<b>1829.17</b>
减: 所得税	3.95	61.09	118.67	200.90	235.07	274.38
<b>净利润</b>	<b>10.37</b>	<b>139.60</b>	<b>647.33</b>	<b>1138.42</b>	<b>1332.06</b>	<b>1554.80</b>
减: 少数股东损益	1.82	-20.43	-2.93	-5.16	-6.03	-7.04
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>8.55</b>	<b>160.04</b>	<b>650.26</b>	<b>1143.57</b>	<b>1338.10</b>	<b>1561.84</b>
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	95.79	38.77	319.07	1955.69	3053.51	5104.21
应收和预付款项	129.87	192.47	186.94	-50.67	207.38	-27.16
存货	87.87	79.79	143.30	-11.17	163.12	11.62
其他流动资产	1.57	10.46	16.57	16.57	16.57	16.57
长期股权投资	1.58	1.24	1.17	1.17	1.17	1.17
投资性房地产	2.85	2.69	2.54	1.99	1.44	0.89
固定资产和在建工程	108.20	701.08	1003.66	879.16	754.67	630.17
无形资产和开发支出	30.46	2.56	2.27	2.00	1.73	1.46
其他非流动资产	14.36	104.52	185.98	182.67	179.37	179.37
<b>资产总计</b>	<b>472.55</b>	<b>1133.58</b>	<b>1861.50</b>	<b>2977.41</b>	<b>4378.95</b>	<b>5918.29</b>
短期借款	32.00	32.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	280.97	319.80	559.14	536.63	606.11	590.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	97.98	111.46	0.29	0.29	0.29	0.29
<b>负债合计</b>	<b>410.95</b>	<b>463.26</b>	<b>559.43</b>	<b>536.92</b>	<b>606.40</b>	<b>590.94</b>
股本	158.33	653.01	653.01	653.01	653.01	653.01
资本公积	49.96	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36
留存收益	-170.53	-9.00	622.34	1765.91	3104.00	4665.84
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>37.76</b>	<b>666.37</b>	<b>1297.71</b>	<b>2441.28</b>	<b>3779.38</b>	<b>5341.21</b>
少数股东权益	23.97	4.00	1.06	-4.09	-10.12	-17.17
<b>股东权益合计</b>	<b>61.74</b>	<b>670.37</b>	<b>1298.77</b>	<b>2437.19</b>	<b>3769.25</b>	<b>5324.05</b>
负债和股东权益合计	472.68	1133.63	1858.20	2974.11	4375.65	5914.99
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	56.55	153.39	556.25	1611.03	1041.47	1958.93
投资性现金净流量	94.75	-206.83	-413.99	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-75.51	-6.19	109.89	25.59	56.35	91.77
<b>现金流量净额</b>	<b>75.78</b>	<b>-55.18</b>	<b>269.73</b>	<b>1636.62</b>	<b>1097.82</b>	<b>2050.70</b>

资料来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

董忠云, SAC 执业证书号: S0640515120001, 经济学博士, 中航证券金融研究所负责人。  
沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 南开大学理学学士、生理学硕士。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。