

神火股份 (000933)

环保部点名批评聊城、滨州，利好神火股份！

【事件】 环保部 12 月 26 日发布公告，公示中央第三环境保护督察组对山东省环境保护督察反馈情况，点名批评滨州、聊城等地违反国家要求大力发展电解铝等过剩产能项目，电解铝总产能严重超过控制目标。点名批评魏桥集团违规建成 45 台机组，信发集团违规建设 9 台机组。

【点评】

1. 电解铝去产能不及预期源于山东政策执行不到位，环保部点名批评或施压关停。
 魏桥集团旗下的中国宏桥是世界最大的电解铝企业，拥有全国独有“孤网运行”模式，特点为垂直一体化、不受国网调度、不需物价部门核价、不受发电时限控制，在生产成本方面具有极大优势。据《山东省 2017 年煤炭消费减量替代工作行动方案》通知，魏桥创业集团关停违规建成电解铝违规产能 268 万吨，信发集团违规产能 53 万吨，而在后续公布的山东省采暖季电解铝限产具体方案中，魏桥和信发关停的电解铝产能指标占采暖季限产关停份额，即山东电解铝采暖季限产低于市场预期。12 月 26 日环保部发布公告，公示中央第三环境保护督察组对山东省环境保护督察反馈情况，点名批评滨州、聊城等地违反国家要求大力发展电解铝等过剩产能项目，电解铝总产能严重超过控制目标。点名批评魏桥集团违规建成 45 台机组，信发集团违规建设 9 台机组。环保部点名批评或将加大山东电解铝关停执行力度，利好电解铝行业。

2. 电解铝供需面最差情况基本已到底部，未来向上改善。
 9 月-11 月氧化铝价格大涨，从 9 月初的 2885 元/吨最高上涨至 3795 元/吨，使得电解铝生产成本大幅增加，吨铝利润微薄。氧化铝价格大涨除采暖季关停影响外，主要由于氧化铝集中度提高，中铝、锦江、信发、魏桥四家企业占了氧化铝市场份额的 50%，定价权高。目前氧化铝价格已经下降，回调至 2980 元/吨。电解铝库存总体处于波动下跌状态。我们一直强调电解铝去产能→去产量→去库存的传导链没有中断，铝市场长期看好的逻辑没有改变。受政策限制，未来电解铝供给增量有限，而铝的下游需求增长较快，特别是汽车轻量化及轨道交通的发展带来交通用铝的增长，看好明年铝价。

3. 两矿停产影响今年煤炭板块利润，看好明年焦煤市场，煤基更为坚实。
 公司下属煤矿中最大的两个矿井今年均因故暂时停产。其中薛湖煤矿核定产能 120 万吨，5 月中旬停产 8 月 28 日复产，停产约 3 个半月。新庄矿核定产能 225 万吨，8 月份升级为煤与瓦斯突出矿井而停产 2 个月，于 10 月 2 日恢复生产，两矿停产严重影响今年煤炭板块利润。我们看好明年焦煤市场，今年在冬季焦煤需求很弱的情况下，焦煤价格依然保持高位，说明今年焦煤市场整体供需偏紧。明年焦煤新增产能较少，在全社会库存低位的情况下，预计 18 年焦煤市场整体供需结构依然偏紧。公司煤种均为优质冶金煤，具有低硫低灰特点，煤质优良，主要作为喷吹煤和炼焦配煤销往宝钢、武钢、南钢、马钢等企业，主要客户均不在限产范围内，明年煤价有望全年保持高位，煤炭板块利润相较于今年有望大幅增长，煤基更为坚实。

4. 业绩好，弹性大，估值便宜。
 据我们测算，2017 年公司全年净利润在 12.4 亿左右，对应 PE 在 14 倍左右，纯焦煤标的目前 PE 大多在 12 倍以上，电解铝公司 PE 在 20 倍以上，据此来看公司目前估值相对便宜。公司目前有近 113 万吨电解铝产量，如果铝年化均价上涨 500 元，公司将增加盈利近 6 亿元，业绩弹性大。

投资建议：我们预计公司 2017-2019 年净利润为 12.4 亿、20.0 亿和 25.8 亿，对应 EPS 为 0.65、1.05 和 1.36 元/股，看好明年铝价和焦煤市场，给予明年 15 倍 PE，目标价 15.7 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下滑，煤价、铝价大幅下跌，电解铝采暖季限产执行低于预期

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	9.09 元
目标价格	15.7 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)	17,275.55
流通 A 股市值(百万元)	17,274.64
每股净资产(元)	3.43
资产负债率(%)	83.89
一年内最高/最低(元)	15.25/5.43

作者

冶小梅 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110516100001
 yexiaomei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《神火股份-公司点评:铝期现双击，神火继续高飞，上调目标价至 21 元》
 2017-08-09

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	20,024.07	22,840.08	23,832.98
增长率(%)	(26.74)	(3.74)	18.47	14.06	4.35
EBITDA(百万元)	1,034.41	2,418.11	4,956.86	6,163.59	7,131.12
净利润(百万元)	(1,672.69)	342.14	1,237.60	1,999.03	2,584.77
增长率(%)	356.36	(120.45)	261.72	61.52	29.30
EPS(元/股)	(0.88)	0.18	0.65	1.05	1.36
市盈率(P/E)	(10.33)	50.49	13.96	8.64	6.68
市净率(P/B)	3.28	3.05	2.60	2.03	1.59
市销率(P/S)	0.98	1.02	0.86	0.76	0.72
EV/EBITDA	34.65	14.47	6.90	5.81	3.87

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	1,601.93	1,827.21	1,906.64
应收账款	891.69	1,361.30	860.38	602.23	923.96
预付账款	1,609.55	503.79	2,319.06	889.02	2,105.28
存货	4,250.52	4,570.16	3,329.36	6,245.17	2,614.55
其他	1,844.30	1,673.96	1,802.96	2,251.54	1,832.16
流动资产合计	14,627.31	16,082.32	9,913.68	11,815.16	9,382.58
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
非流动资产合计	35,810.15	35,679.19	33,516.23	32,241.10	30,983.23
资产总计	50,437.46	51,761.51	43,429.92	44,056.26	40,365.81
短期借款	17,238.23	20,670.85	12,233.12	13,869.38	5,750.66
应付账款	4,945.67	4,567.23	4,264.14	6,256.84	4,495.40
其他	9,301.69	8,926.77	14,864.26	9,932.50	13,665.01
流动负债合计	31,485.59	34,164.85	31,361.52	30,058.72	23,911.07
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
非流动负债合计	10,343.41	9,943.38	3,437.85	3,481.46	3,553.89
负债合计	41,829.00	44,108.23	34,799.36	33,540.18	27,464.97
少数股东权益	3,344.62	1,987.38	1,993.29	2,003.17	2,015.87
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	4,736.76	6,612.41	8,984.48
其他	(1,798.46)	(1,741.59)	(1,950.54)	(1,950.54)	(1,950.54)
股东权益合计	8,608.46	7,653.28	8,630.56	10,516.08	12,900.85
负债和股东权益总	50,437.46	51,761.51	43,429.92	44,056.26	40,365.81

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(1,839.52)	(1,024.68)	1,237.60	1,999.03	2,584.77
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	2,002.41	2,055.61	2,144.97
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)	6,400.16	(4,647.82)	4,541.46
其它	425.65	2,042.15	6.22	10.05	12.99
经营活动现金流	(735.98)	611.27	10,773.96	604.74	10,509.26
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
投资活动现金流	(1,472.55)	(2,164.99)	40.00	20.00	50.00
债权融资	30,111.48	32,790.43	17,874.25	19,653.94	11,532.08
股权融资	(1,469.27)	(1,657.66)	(2,211.35)	(2,055.61)	(2,144.97)
其他	(25,913.87)	(29,970.64)	(32,848.03)	(17,997.79)	(19,866.94)
筹资活动现金流	2,728.34	1,162.14	(17,185.13)	(399.46)	(10,479.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	519.81	(391.59)	(6,371.18)	225.28	79.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,558.22	16,902.32	20,024.07	22,840.08	23,832.98
营业成本	16,334.46	13,106.54	15,083.26	16,575.44	16,575.44
营业税金及附加	116.11	309.66	360.43	411.12	428.99
营业费用	563.13	506.89	440.53	502.48	524.33
管理费用	618.16	738.56	460.55	525.32	548.16
财务费用	1,541.07	1,718.15	2,002.41	2,055.61	2,144.97
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)
营业利润	(1,850.89)	(663.70)	1,726.88	2,820.10	3,661.09
营业外收入	124.21	78.14	75.00	75.00	75.00
营业外支出	31.45	23.74	25.00	25.00	25.00
利润总额	(1,758.13)	(609.29)	1,776.88	2,870.10	3,711.09
所得税	81.39	415.39	533.06	861.03	1,113.33
净利润	(1,839.52)	(1,024.68)	1,243.82	2,009.07	2,597.76
少数股东损益	(166.83)	(1,366.82)	6.22	10.05	12.99
归属于母公司净利润	(1,672.69)	342.14	1,237.60	1,999.03	2,584.77
每股收益(元)	(0.88)	0.18	0.65	1.05	1.36

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-26.74%	-3.74%	18.47%	14.06%	4.35%
营业利润	546.96%	-64.14%	-360.19%	63.31%	29.82%
归属于母公司净利润	356.36%	-120.45%	261.72%	61.52%	29.30%
获利能力					
毛利率	6.97%	22.46%	24.67%	27.43%	30.45%
净利率	-9.53%	2.02%	6.18%	8.75%	10.85%
ROE	-31.78%	6.04%	18.65%	23.48%	23.75%
ROIC	-1.33%	5.60%	8.67%	14.50%	15.03%
偿债能力					
资产负债率	82.93%	85.21%	80.13%	76.13%	68.04%
净负债率	163.48%	74.30%	38.75%	145.71%	93.47%
流动比率	0.46	0.47	0.32	0.39	0.39
速动比率	0.33	0.34	0.21	0.19	0.28
营运能力					
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	5.07	4.77	5.38
总资产周转率	0.35	0.33	0.42	0.52	0.56
每股指标(元)					
每股收益	-0.88	0.18	0.65	1.05	1.36
每股经营现金流	-0.39	0.32	5.67	0.32	5.53
每股净资产	2.77	2.98	3.49	4.48	5.73
估值比率					
市盈率	-10.33	50.49	13.96	8.64	6.68
市净率	3.28	3.05	2.60	2.03	1.59
EV/EBITDA	34.65	14.47	6.90	5.81	3.87
EV/EBIT	-115.68	33.19	9.17	7.34	4.75

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