

神火股份(000933)/工业金属 两矿停产拖累 2017 年业绩, 关注电解铝产能异地置换

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.77

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

电话:

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

联系人: 张绪成

电话: 010-59013905

Email: zhangxc@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,900.50
流通股本(百万股)	1,900.47
市价(元)	6.77
市值(百万元)	12,866.39
流通市值(百万元)	12,866.17

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 神火股份点评: 弹性铝标的, 业绩存在改善空间兼具规模成长性
- 2 神火股份(000933.SZ)点评: 煤炭板块稳健, 铝板块弹性
- 3 资产收购继续增强煤炭业务成长预期

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,902	18,899	20,300	21,534	22,355
增长率 yoy%	-3.7%	11.8%	20.1%	6.1%	3.8%
净利润	342	368	814	946	1,108
增长率 yoy%	-120.5%	7.6%	138.0%	16.2%	17.1%
每股收益(元)	0.18	0.19	0.43	0.50	0.58
每股现金流量	0.32	0.58	2.16	3.06	3.29
净资产收益率	-12.6%	4.0%	12.9%	11.6%	11.7%
P/E	37.6	35.0	15.8	13.6	11.6
P/B	1.7	1.6	1.3	1.1	1.0

备注:

投资要点

事件:

公司发布 2017 年报和 2018 年一季报。2017 年实现营业收入 189 亿元, 同比增长 11.8%; 归母净利润 3.68 亿元, 同比增加 7.58%; 扣非归母净利润 4.95 亿元, 同比增长 38.35%; 经营活动净现金流 11 亿元, 同比增长 79.3%; 基本每股收益 0.19 元。2018 年一季度实现营业收入 47.1 亿, 同比增长 4.12%; 归母净利润 6878 万元, 同比下降 76.4%; 扣非归母净利润-3630 万元, 同比下降 113%; 基本每股收益 0.04 元。

点评:

■ 2017 年业绩同比增长, 主因煤炭和铝板块盈利增长, 但两矿停产和大量计提减值拖累业绩

虽然公司的归母净利只增长 7.58%, 但从经营性业绩来看, 2017 年公司扣非后的归母净利润同比增长 38.35%, 主要是由于煤炭和铝行业在供给侧改革的推动下, 价格大幅上涨, 导致盈利明显改善, 据公司公告煤炭价格大幅上涨 49.88%, 铝价格同比上涨 15.9%; 此外公司因为淘汰落后产能获得政府补贴, 导致营业外收入达 2 亿元, 同比增长 157%。然而, 以下几个方面同时也拖累了公司业绩: 一是薛湖和新庄两矿停产导致公司利润大幅减少, 报表中营业外支出 4.07 亿元, 主要由此造成; 二是大额计提资产减值 1.46 亿元, 主要包括应收账款计提坏账准备 5787 万元、计提存货跌价准备 3719 万元、固定资产计提资产减值准备 5059 万元(主要为沁澳铝业厂房建筑物)。

■ 薛湖和新庄矿对产销量影响较大, 预计 2018 年产销仍受影响

2017 年公司煤炭产量 626 万吨, 同比下降 14.27%, 销量 642 万吨, 同比下降 11.33%, 仅完成 2017 年计划目标的 79%和 81%。产销量的下降主要是由于两矿发生事故停产: 一是薛湖煤矿(120 万吨)5 月 15 日发生安全生产事故停产, 至 8 月份复产, 新庄矿因升级为煤与瓦斯突出矿井而 8 月份停产, 至 10 月复产, 两矿虽复产但仍没有达到满负荷, 尤其是薛湖矿一直没有产量产出, 估算影响 2017 产量 170 万吨。2018 年 4 月 12 日薛湖矿再次发生安全生产事故而停产, 则 2018 年产量将再受影响, 根据公司对 2018 年的生产量目标 696 万吨来看, 仍比 2017 年的计划目标量减少 100 万吨。

■ 2018Q1 业绩大幅下降, 主要是煤矿停产以及铝板块成本上涨

公司 2018Q1 归母净利同比大降 76.4%, 如果以经营性业绩来看, 剔除应收账款资产减值准备转回的 1.07 亿元, 公司的扣非归母净利为-3630 万元, 扭盈转亏。主要原因包括: 一是煤炭板块薛湖和新庄矿停产, 导致产量下降和成本上升, 当期煤炭板块利润总额仅为 1.83 亿元, 同比大幅下降 64.8%; 二是新疆板块电解铝成本上涨, 新疆从去年 7 月开始对自备电厂征收政府性基金, 公司自备电成本增加 0.0241 元/度, 相当于电解铝成本上涨 281 元/吨(考虑 85%的自备电自给率), 此外氧化铝价格同比小幅上涨。

■ 公司电解铝闲置产能有望实现异地置换, 公司铝板块存成长空间

2018 年初, 神火集团与云南省文山州政府签署合作协议, 将把集团(包括上市公司)的电解铝闲置产能置换到文山州, 利用当地相对低价(0.25 元

度)的水电进行电解铝的冶炼加工,建设规模为90万吨。目前上市公司与神火集团分别有电解铝闲置产能33万吨和24万吨,其中上市公司有6万吨公告要进行转让,因此上市公司和集团将分别拿出27万吨和24万吨闲置产能进行项目合作,并按6000元/吨作价作为出资。三方用产能指标或货币共同出资50.6亿元,其中神火股份占股比51.78%、神火集团占比28.46%、文山城投公司占比19.76%,上市公司对新项目实际控股。

■ **引入债转股基金,有望降低公司高企的资产负债率和财务费用**

由于公司建设新疆80万吨电解铝项目,导致公司的资产负债率和财务费用一直很高,截止2017年资产负债率为85.5%,财务费用为19.87亿元,财务费用率10.52%。此次公司计划引入债转股基金对下属的新疆神火、许昌新龙矿业、兴隆矿业进行增资(全部或部分企业),债转股基金总规模不超过29亿元,预计每年可节省财务费用1.4亿元。

■ **业绩预测:2018~2020年EPS为0.43、0.50、0.58元。**

考虑到国内电解铝供给侧改革,国际贸易商的摩擦(俄铝事件等),以及国内工业企业逐步复工,电解铝库存下降,电解铝价格后期存在上涨的动力。作为铝弹性标的,铝板块会带来较高的业绩贡献。我们预计公司2018~2020年EPS为0.43、0.50、0.58元,当前股价6.77元,对应PE为16X/14X/12X。

■ **风险提示:宏观经济不及预期,供给侧改革不及预期**

图表：公司财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>16,082</b>	<b>18,137</b>	<b>23,257</b>	<b>29,903</b>	<b>35,513</b>	<b>营业收入</b>	<b>16,902</b>	<b>18,899</b>	<b>20,300</b>	<b>21,534</b>	<b>22,355</b>
货币资金	7,973	8,827	12,920	19,040	24,238	营业成本	13,107	14,361	15,659	16,215	16,605
应收账款&票据	1,257	1,648	1,786	1,895	1,967	营业税金及附加	310	425	467	495	514
预付账款	504	500	548	584	614	销售费用	507	471	508	549	581
存货	4,570	5,975	6,577	6,810	6,974	管理费用	739	597	650	700	727
其他	1,778	1,187	1,425	1,574	1,720	财务费用	1,718	1,988	1,374	1,657	1,668
<b>非流动资产</b>	<b>35,679</b>	<b>35,795</b>	<b>39,072</b>	<b>38,424</b>	<b>37,744</b>	资产减值损失	2,043	146	20	30	40
长期股权投资	2,913	3,043	2,900	2,800	2,700	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	20,469	19,115	24,551	25,313	25,210	投资净收益	857	120	70	80	80
无形资产	5,008	5,284	5,329	5,360	5,389	<b>营业利润</b>	<b>-664</b>	<b>1,058</b>	<b>1,708</b>	<b>1,982</b>	<b>2,314</b>
其他	7,290	8,353	6,293	4,951	4,446	营业外收入	78	201	50	60	80
<b>资产总计</b>	<b>51,762</b>	<b>53,932</b>	<b>62,329</b>	<b>68,327</b>	<b>73,257</b>	营业外支出	24	407	35	40	50
<b>流动负债</b>	<b>34,165</b>	<b>37,521</b>	<b>39,220</b>	<b>42,499</b>	<b>44,579</b>	<b>利润总额</b>	<b>-609</b>	<b>851</b>	<b>1,723</b>	<b>2,002</b>	<b>2,344</b>
长期借款	20,671	15,271	22,238	23,238	23,138	所得税	415	544	638	741	867
应付账款	4,011	12,268	6,264	7,297	8,302	<b>净利润</b>	<b>-1,025</b>	<b>306</b>	<b>1,086</b>	<b>1,261</b>	<b>1,477</b>
预收账款	2,411	2,657	3,045	3,230	3,353	少数股东损益	-1,367	-62	271	315	369
其他	7,072	7,325	7,673	8,734	9,785	<b>归属母公司净利润</b>	<b>342</b>	<b>368</b>	<b>814</b>	<b>946</b>	<b>1,108</b>
<b>非流动负债</b>	<b>9,943</b>	<b>8,576</b>	<b>13,365</b>	<b>13,875</b>	<b>15,375</b>	EBITDA	1,740	4,233	4,577	5,248	5,668
长期借款	6,201	3,831	8,079	9,079	11,079	EPS (摊薄)	0	0	0.43	0.50	0.58
应付债券	2,398	1,640	3,396	2,896	2,396	<b>主要财务比率</b>					
其他	1,344	3,105	1,890	1,900	1,900		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	<b>44,108</b>	<b>46,097</b>	<b>52,585</b>	<b>56,374</b>	<b>59,954</b>	<b>成长能力</b>					
股本及资本公积	3,851	3,841	3,849	3,849	3,849	营业收入增长率	-3.7%	11.8%	20.1%	6.1%	3.8%
留存收益	1,606	1,926	2,079	2,910	3,886	EBIT增长率	-170.9%	1370.4%	1419.4%	18.3%	9.7%
专项储备	209	145	200	1,300	1,350	营业利润增长率	-64.1%	-259.4%	-357.4%	16.0%	16.8%
归属母公司股东权益	5,666	5,912	6,128	8,060	9,085	归母净利润增长率	-120.5%	7.6%	138.0%	16.2%	17.1%
少数股东权益	1,987	1,923	3,616	3,893	4,218	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>51,762</b>	<b>53,932</b>	<b>62,329</b>	<b>68,327</b>	<b>73,257</b>	毛利率	20.6%	21.8%	20.6%	22.4%	23.4%
						净利率	-6.1%	1.6%	5.3%	5.9%	6.6%
						ROE	-12.6%	4.0%	12.9%	11.6%	11.7%
						ROIC	0.9%	5.6%	5.2%	4.9%	5.0%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	85.2%	85.5%	84.4%	82.5%	81.8%
						流动比率	0.47	0.48	0.59	0.70	0.80
						速动比率	0.22	0.00	0.27	0.37	0.45
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.33	0.36	0.36	0.33	0.32
						应收账款&票据周转率	13.31	13.01	12.98	11.70	11.58
						应付账款&票据周转率	2.81	1.76	2.08	2.39	2.13
						存货周转率	2.97	2.72	2.74	2.42	2.41
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.18	0.19	0.43	0.50	0.58
						每股经营现金流	0.32	0.58	2.16	3.06	3.29
						每股净资产	4.03	4.12	5.13	6.29	7.00
						<b>估值比率</b>					
						PE	37.6	35.0	15.8	13.6	11.6
						PB	1.7	1.6	1.3	1.1	1.0

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。