

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

## 悲观预期或渐散, 关注公司资本结构优化

### ——神火股份(000933)公司点评报告

#### 证券研究报告-公司点评报告

**增持(首次)**
**市场数据(2019-01-29)**

发布日期: 2019年01月30日

收盘价(元)	4.03
一年内最高/最低(元)	9.95/3.82
沪深300指数	3193.97
市净率(倍)	1.30
流通市值(亿元)	76.59

**投资要点:**
**基础数据(2018-9-30)**

每股净资产(元)	3.24
每股经营现金流(元)	0.29
毛利率(%)	14.28
净资产收益率-摊薄(%)	4.74
资产负债率(%)	85.08
总股本/流通股(万股)	190050/190046.87
B股/H股(万股)	0/0

**个股相对沪深300指数表现**


资料来源: 贝格数据, 中原证券

**相关报告**
**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**邮编:** 200122

- 煤炭和铝产品双主业, 煤电铝协同效应明显。**2017年公司煤炭板块收入39.96亿元, 占比21.14%, 毛利率44.34%; 铝板块收入134.63亿元, 占比71.24%, 毛利率25.33%。**煤炭业务方面**, 公司共控制的煤炭保有储量20.30亿吨, 可采储量9.89亿吨, 主要包括: 永城矿区的无烟煤, 储量2.78亿吨, 可开采储量1.02亿吨; 许昌、郑州矿区的瘦煤、贫煤和无烟煤, 储量17.51亿吨, 可开采储量8.86亿吨。此外公司在郑州赵家寨煤矿、新疆准东五彩湾矿区、禹州市张得煤区等地拥有参股和尚未办理探矿权证的资源, 这几处权益储量约15.91亿吨。**铝业务方面**, 公司氧化铝产能80万吨/年、氢氧化铝产能10万吨/年、电解铝产能146万吨/年(其中27万吨产能指标将转移至云南神火)、装机容量2270MW、阳极炭块产能56万吨/年、铝材产能15万吨/年。公司煤电铝一体化经营优势明显, 已形成比较完善的煤电铝产业链, 优质煤炭对外出售, 低热值的劣质煤炭用来发电, 把廉价的劣质煤炭资源转化为电能, 用来生产电解铝, 有效降低产品成本, 实现资源的充分利用和优势互补。
- 公司2018年前三季度利润大幅下降。**公司2018年前三季度归属母公司股东净利2.92亿, 同比下降67.18%, 如果扣除非经常性损益贡献的7.33亿利润, 前三季度归母利润为-4.41亿。非经常损益的主要几项为: 电解铝产能指标向云南神火作价出资产生的资产处置获得收益10.35亿元, 应收账款减值准备转回1.07亿元, 电解铝产能指标转移对应的固定资产减值准备计提了2.36亿元, 薛湖矿事故停工损失2.1亿元。业绩下滑的主要原因: 氧化铝等主要原辅材料价格同比大幅上涨、新疆地区征收政府性基金等因素影响, 公司电解铝产品的生产成本同比大幅上升; 同时, 受下属新庄煤矿、薛湖煤矿复工复产后按照“双六”规定组织生产影响, 公司煤炭产品产量同比大幅下降、成本大幅上升; 公司主营产品盈利能力大幅下降。
- 公司将通过定向增发和增资扩股的方式优化资本结构。**定增方面, 2018年12月18日公司股东大会通过非公开发行股票议案, 拟非公开发行股票3.8亿股, 募集20.49亿元, 用于河南平顶山矿区梁北煤矿改扩建项目以及偿还3亿元银行借款。增资扩股方面, 2019年1月9日公司大股东神火集团引入河南资产管理有限公司及河南资产管理基金管理有限公司, 拟对公司全资子公司河南省许昌新龙矿业有限责任公司进行增资扩股, 其中神火集团出资1.75亿, 河南资产管理出资7亿, 河南资产管理基金出资100万。通过上述措施, 公司预计可以将资产负债率从目前的85.1%降至81.3%, 有效降低财务成本。公司三

费中，财务费用约占三分之二，2017 年公司财务费用 19.88 亿，同比增长 15.7%；2018 年前三季度公司财务费用 13.54 亿，同比下降 3%，财务费用得到一定控制。

- **煤、铝需求或边际改善，煤、铝价格有望得到支撑。**虽然国内经济面临下行压力，中央正陆续推出多项稳投资、促销费的逆周期政策。积极的财政政策发力，地方政府专项债的融资规模扩大；房地产政策将采取“一城一策”，部分城市开始小幅放松限购政策；货币政策边际宽松，多次降准释放流动性，创设央行票据互换工具（CBS），为银行永续债的发行和流通提供便利，提升银行资本充足率，增强银行信贷能力；发改委等十部委发布《进一步优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案》，提升汽车、家电等领域的消费。相对友好的政策环境有利于改善悲观的市场预期，对煤、铝价格起到一定支撑作用。
- **盈利预测与估值：**公司在 2018 年受到电解铝成本上升和煤矿事故停产等影响，业绩出现大幅下滑，考虑到公司将电解铝产能部分置换至电价较低的云南神火，新龙公司下属梁北煤矿扩建项目获国家能源局批准，生产能力将由 90 万吨/年改扩至 240 万吨/年，公司在煤、铝业务上的发展潜力犹在。预计公司 2018-2020 年每股 EPS 分别为 0.15 元、0.24 元和 0.38 元，在不考虑未来增发摊薄的影响下，以 2019 年 1 月 29 日收盘价 4.03 元计算，对应的 PE 分别是 27.7 倍、16.7 倍和 10.5 倍，首次给予公司“增持”评级

**风险提示：**宏观经济不及预期，市场需求不振；去产能政策不及预期，煤、铝价格下跌。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16902.3	18899.2	19088.1	19279.0	19471.8
增长比率	-3.7%	11.8%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润(百万元)	342.1	368.1	276.7	457.3	728.1
增长比率	120.5%	7.6%	-24.8%	65.3%	59.2%
每股收益(元)	0.18	0.19	0.15	0.24	0.38
市盈率(倍)	22.4	20.8	27.7	16.7	10.5

资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 公司煤炭保有量及可开采量 (亿吨)

	煤炭保有储量	可开采量
2017	20.32	9.91
2016	22.10	10.37
2015	23.34	11.06

资料来源: 公司年报, 贝格数据, 中原证券

表 2: 公司铝板块产能 (万吨)

	氧化铝	氢氧化铝	电解铝	装机容量 (KW)	阳极炭块	铝材
2017	80	10	146	2270	56	15
2016	80	10	146	2270	56	15
2015	90	10	146	2270	56	15

资料来源: 公司年报, 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司 2014-2017 年煤炭产量

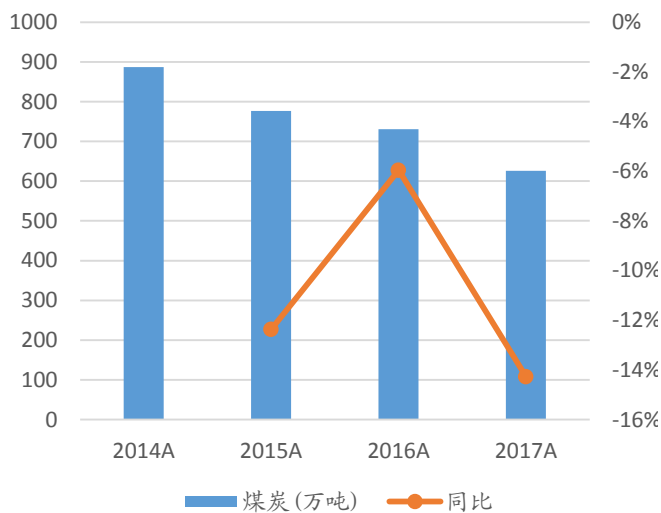
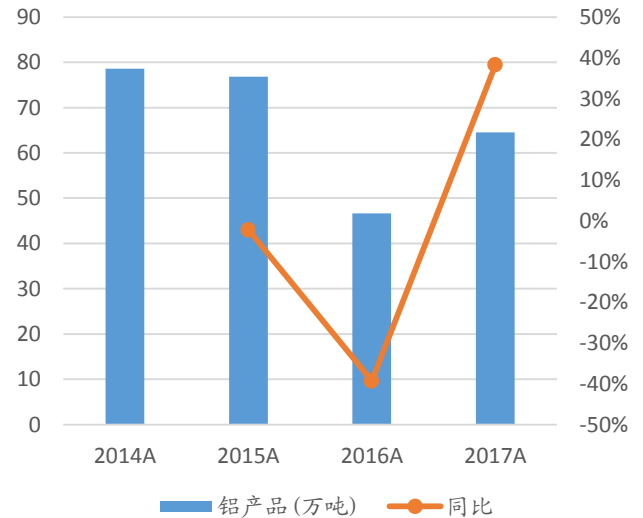
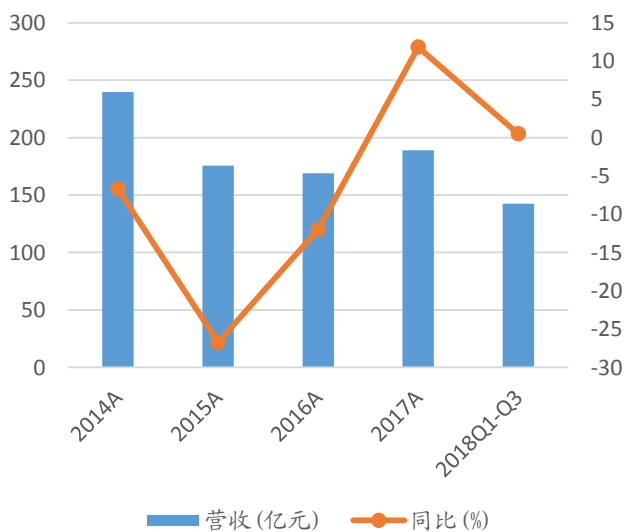


图 2: 公司 2014-2017 年铝产品产量



资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

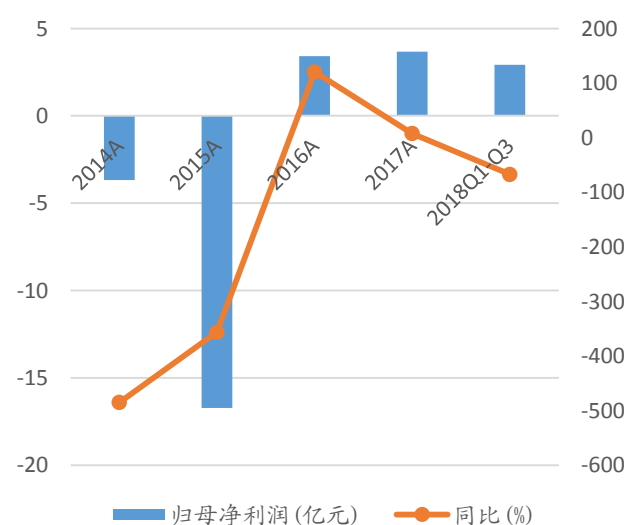
图 3: 公司 2014-2018 年营收及增速



资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

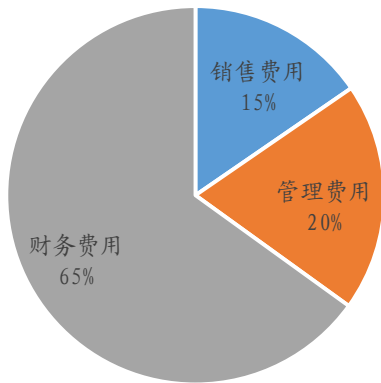
资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

图 4: 公司 2014-2018 年净利润及增速



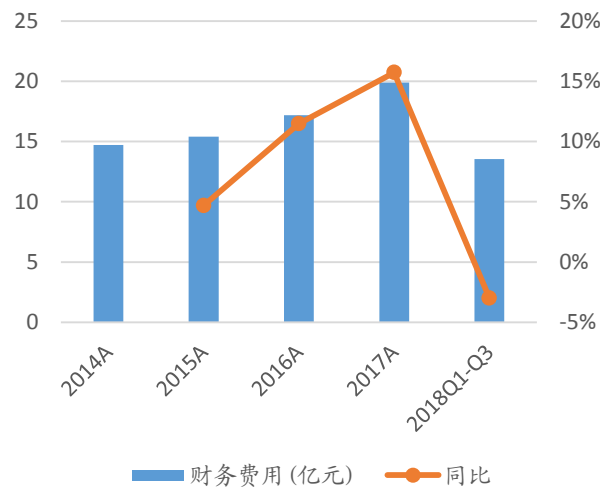
资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

图 5: 公司 2017 年三项费用占比



资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

图 6: 公司 2014-2018 年财务费用及增速



资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>16902.3</b>	<b>18899.2</b>	<b>19088.1</b>	<b>19279.0</b>	<b>19471.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	13,106.5	14,361.0	15,079.6	14,943.2	15,090.5	营业收入增长率	-3.7%	11.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业税费	309.7	424.6	301.6	363.7	370.8	营业利润增长率	64.1%	259.4%	-39.2%	103.9%	28.1%
销售费用	506.9	470.9	553.4	539.1	531.4	净利润增长率	120.5%	7.6%	-24.8%	65.3%	59.2%
管理费用	738.6	596.7	702.9	720.4	686.5	EBITDA 增长率	133.8%	73.2%	-15.0%	7.4%	2.1%
财务费用	1,718.1	1,987.7	1,707.6	1,301.6	1,012.7	EBIT 增长率	-440.3%	186.4%	-22.2%	11.2%	3.1%
资产减值损失	2,043.4	145.6	200.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-647.0%	-38.1%	60.7%	11.2%	3.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.8%	-29.7%	38.8%	-29.7%	21.9%
投资和汇兑收益	857.2	119.9	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	-11.1%	2.4%	3.7%	10.6%	12.3%
<b>营业利润</b>	<b>-663.7</b>	<b>1,057.7</b>	<b>643.0</b>	<b>1,311.0</b>	<b>1,679.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	54.4	-206.8	-19.9	-57.4	-62.0	毛利率	22.5%	24.0%	21.0%	22.5%	22.5%
<b>利润总额</b>	<b>-609.3</b>	<b>851.0</b>	<b>623.1</b>	<b>1,253.6</b>	<b>1,617.9</b>	营业利润率	-3.9%	5.6%	3.4%	6.8%	8.6%
减: 所得税	415.4	544.5	155.8	313.4	404.5	净利润率	2.0%	1.9%	1.4%	2.4%	3.7%
<b>净利润</b>	<b>342.1</b>	<b>368.1</b>	<b>276.7</b>	<b>457.3</b>	<b>728.1</b>	EBITDA/营业收入	14.3%	22.2%	18.7%	19.8%	20.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	6.2%	16.0%	12.3%	13.6%	13.8%
货币资金	7,973.1	8,827.2	1,527.1	1,542.3	1,557.7	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	453	376	348	322	297
应收帐款	1,361.3	803.1	1,502.4	866.4	1,458.4	<b>流动营业资本周转天数</b>	-44	-99	-84	-76	-86
应收票据	966.6	1,477.1	647.4	1,596.6	720.5	流动资产周转天数	327	326	266	198	196
预付帐款	503.8	500.4	1,828.9	91.9	1,683.4	应收帐款周转天数	24	21	22	22	21
存货	4,570.2	5,975.0	3,793.9	6,442.7	3,955.4	存货周转天数	94	100	92	96	96
其他流动资产	707.4	554.1	745.6	669.0	656.2	总资产周转天数	1,088	1,007	921	817	786
可供出售金融资产	105.6	105.6	105.0	105.4	105.4	投资资本周转天数	658	488	477	467	424
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	2,913.1	3,043.3	3,043.3	3,043.3	3,043.3	ROE	6.0%	6.2%	4.6%	7.1%	10.3%
投资性房地产	31.3	29.9	29.9	29.9	29.9	ROA	-2.0%	0.6%	1.1%	2.1%	2.9%
固定资产	20,468.8	19,023.0	17,837.6	16,652.2	15,466.8	ROIC	5.6%	3.6%	8.3%	6.7%	9.8%
在建工程	4,792.4	5,314.4	5,314.4	5,314.4	5,314.4	<b>费用率</b>					
无形资产	5,007.6	5,284.1	5,259.5	5,234.9	5,210.3	销售费用率	3.0%	2.5%	2.9%	2.8%	2.7%
其他非流动资产	2,360.4	2,995.0	2,081.5	2,217.0	2,066.5	管理费用率	4.4%	3.2%	3.7%	3.7%	3.5%
<b>资产总额</b>	<b>51,761.5</b>	<b>53,932.2</b>	<b>43,716.7</b>	<b>43,806.2</b>	<b>41,268.4</b>	财务费用率	10.2%	10.5%	8.9%	6.8%	5.2%
短期债务	20,670.9	15,271.2	17,304.9	9,459.0	10,559.4	三费/营业收入	17.5%	16.2%	15.5%	13.3%	11.5%
应付帐款	4,567.2	4,790.8	5,113.1	5,019.4	4,972.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	1,636.6	9,435.5	395.9	8,376.8	1,733.9	资产负债率	85.2%	85.5%	81.4%	79.5%	75.5%
其他流动负债	7,290.2	8,023.3	7,222.2	7,831.3	7,475.2	负债权益比	576.3%	588.3%	438.2%	387.6%	308.9%
长期借款	6,201.0	3,831.0	1,640.6	-	2,169.4	流动比率	0.47	0.48	0.33	0.37	0.41
其他非流动负债	3,742.4	4,745.2	3,917.2	4,134.9	4,265.8	速动比率	0.34	0.32	0.21	0.16	0.25
<b>负债总额</b>	<b>44,108.2</b>	<b>46,096.9</b>	<b>35,594.0</b>	<b>34,821.5</b>	<b>31,176.5</b>	利息保障倍数	0.61	1.52	1.38	2.01	2.66
<b>少数股东权益</b>	<b>1,987.4</b>	<b>1,923.1</b>	<b>2,104.2</b>	<b>2,562.9</b>	<b>3,024.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,900.5	1,900.5	1,900.5	1,900.5	1,900.5	DPS(元)	0.03	0.03	0.01	0.03	0.04
留存收益	3,556.5	3,866.6	4,118.0	4,521.3	5,167.4	分红比率	13.9%	12.9%	8.9%	11.9%	11.2%
<b>股东权益</b>	<b>7,653.3</b>	<b>7,835.4</b>	<b>8,122.7</b>	<b>8,984.7</b>	<b>10,091.9</b>	股息收益率	0.6%	0.6%	0.3%	0.7%	1.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	-1,024.7	306.5	276.7	457.3	728.1	EPS(元)	0.18	0.19	0.15	0.24	0.38
加: 折旧和摊销	1,543.0	1,332.2	1,210.0	1,210.0	1,210.0	BVPS(元)	2.98	3.11	3.17	3.38	3.72
资产减值准备	2,043.4	145.6	-	-	-	PE(X)	22.4	20.8	27.7	16.7	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
财务费用	1,711.8	1,938.4	1,707.6	1,301.6	1,012.7	P/FCF	1.7	4.6	-0.9	-30.2	-14.9
投资收益	-857.2	-119.9	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	-1,366.8	-61.6	190.6	482.9	485.4	EV/EBITDA	13.3	5.5	8.7	5.7	6.6
营运资金的变动	-2,803.8	-1,605.3	-8,495.3	7,385.0	-5,590.2	CAGR(%)	-197.2%	58.2%	-163.3%	-197.2%	58.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>611.3</b>	<b>1,096.0</b>	<b>-5,210.3</b>	<b>10,736.9</b>	<b>-2,254.0</b>	PEG	-0.1	0.4	-0.2	-0.1	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,165.0</b>	<b>5.0</b>	<b>100.7</b>	<b>99.6</b>	<b>100.1</b>	ROIC/WACC	0.7	0.5	1.1	0.9	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,162.1</b>	<b>-1,049.7</b>	<b>-2,190.4</b>	<b>-10,821.2</b>	<b>2,169.4</b>	REP	1.5	2.3	1.0	1.2	0.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。