

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

利润增速降幅收窄, 毛利率有所提升

——神火股份(000933)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持增持(维持)

市场数据(2019-08-14)

发布日期: 2019年08月14日

收盘价(元)	3.84
一年内最高/最低(元)	5.98/3.71
沪深300指数	3682.4
市净率(倍)	1.20
流通市值(亿元)	72.98

投资要点:
基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	3.33
每股经营现金流(元)	0.22
毛利率(%)	15.90
净资产收益率-摊薄(%)	4.33
资产负债率(%)	84.97
总股本/流通股(万股)	190050/190046.83
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

1 《神火股份(000933)公司点评报告: 悲观预期或渐散, 关注公司资本结构优化》
2019-01-30

联系人: 李琳琳
电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

- **公司中报营收同比略降, 利润降幅明显收窄。**公司2019年上半年实现营业收入91.11亿元, 同比下降0.67%; 实现净归属母公司股东净利润2.74亿元, 同比下降16.69%, 降幅较2018年底收窄18个百分点; 扣非后归属母公司股东净利润为亏损2.5亿元, 同比增长34.18%。2019年第二季单季, 实现营业收入45.57亿元, 同比增长2.17%; 实现净归属母公司股东净利润2.19亿元, 同比下降15.77%; 扣非后归属母公司股东净利润为亏损2.92亿元, 同比增长14.87%。虽然公司扣除非后的经常性损益净利润同比减亏, 但是因为2018年同期确认了大额的电解铝产能指标转让收益, 导致公司2019年上半年度实现的归属于上市公司股东的净利润同比减少。公司二季度产生较大非经常性损益主要因为公司失去光明房产的控制权, 公司在光明房产的剩余股权按公允价值重新计量产生利得2.69亿元。同时, 公司拟向神火集团转让剩余的光明房产股权, 将实现投资收益2.01亿元。
- **公司毛利率有所回升。**2019年上半年公司铝及铝制品业务实现毛利5.97亿元, 毛利率为9.99%, 较2018年毛利率-9.05%有较大提升; 上半年煤炭业务实现毛利7.79亿元, 毛利率为33.19%, 较2018年毛利率37.96%有所回落。铝板块成本下降是毛利提升的主要原因。随着未来云南水电铝材产能置换板块实现收入, 公司铝板块业务的毛利率或将继续得到提升。
- **公司产销量进度符合预期。**2019年上半年份公司生产煤炭276.58万吨, 销售291.11万吨, 分别完成年度计划的46.48%、48.93%; 生产型焦2.56万吨, 销售2.98万吨, 分别完成年度计划的46.55%、54.18%; 生产铝产品48.48万吨, 销售48.95万吨, 分别完成年度计划的48.00%、56.92%; 生产铝材冷轧产品2.89万吨, 销售2.53万吨, 分别完成年度计划的46.61%、40.81%; 发电68.03亿度, 供电64.36亿度, 分别完成年度计划的56.63%、53.57%; 生产阳极炭块24.92万吨, 销售25.99万吨, 分别完成年度计划的47.47%、49.50%; 生产氧化铝22.22万吨, 销售22.1万吨, 分别完成年度计划的51.67%、51.42%。公司产销量将继续保持稳定态势。
- **云南产能置换项目是未来重要的收入来源。**2018年公司控股股东神火集团和文山城投签订协议投资建设90万吨水电铝材一体化项目, 预计总投资54亿。云南神火铝业负责该项目执行, 其中神火集团占股48.02%, 神火股份占股32.21%, 文山城投占股19.76%。该项目预计2020年建成投产, 该项目水电成本较低, 前5年为0.25元/度, 第6年起每年增加0.012元/度, 但不超过0.3元/度。该项目投产后,

有望增厚上市公司的利润。

- **市场需求不振，铝价持续低迷，期待积极因素积累。**2019 年上半年 LME 铝平均价较 2018 年均价下跌了约 13%。主要是受到中美贸易战、英国脱欧、中国宏观经济下行等因素的影响。国内房地产市场将坚持“房住不炒”、不把房地产当做短期经济刺激手段的政策，相关需求不会大起大落；2019 年国内汽车市场比较低迷，乘用车产销量出现较大下降。不过，市场价格可能已经比较充分反应了市场的悲观预期，目前的价格水平全行业都处于盈亏的边缘，同时市场库存也处于历史较低水平，铝价继续下探的空间或有限。当前，中美贸易谈判还在继续进行，美拟对华 3000 亿美元商品加征关税的时间也推迟到 12 月，预计 2019 年下半年市场或环比改善，不排除铝价出现反弹的可能。
- **盈利预测与估值：**考虑到 2019 年铝价出现一定程度下跌，未来公司将电解铝产能部分置换至电价较低的云南神火。预计公司 2019-2020 年每股 EPS 分别为 0.16 元、0.23 元和 0.29 元，在不考虑未来增发摊薄的影响下，以 2019 年 8 月 13 日收盘价 3.85 元计算，对应的 PE 分别是 24.8 倍、16.7 倍和 13.5 倍，继续给予公司“增持”评级。

风险提示：（1）中美贸易冲突，经济下行导致市场需求不振；（2）国家去产能政策不及预期，煤、铝价格下跌；（3）云南项目进展不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18899.2	18834.8	20718.3	22790.1	25069.1
增长比率	11.8%	-0.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	368.1	238.9	294.8	438.0	544.0
增长比率	7.6%	-35.1%	23.4%	48.6%	24.2%
每股收益(元)	0.19	0.13	0.16	0.23	0.29
市盈率(倍)	19.9	30.6	24.8	16.7	13.5

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
2018	18.71	9.08
2017	20.32	9.91
2016	22.10	10.37
2015	23.34	11.06

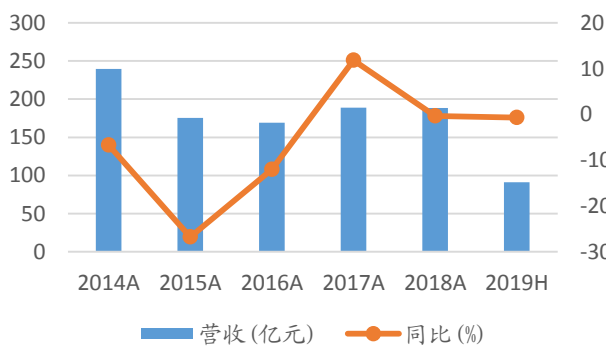
资料来源: 公司年报, 贝格数据, 中原证券

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
2018	80	10	146	2270	56	15
2017	80	10	146	2270	56	15
2016	80	10	146	2270	56	15
2015	90	10	146	2270	56	15

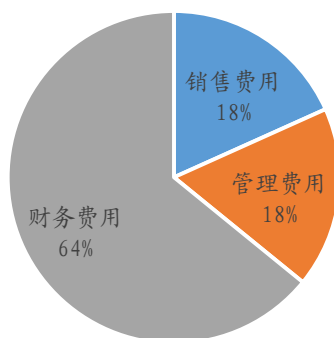
资料来源: 公司年报, 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司营收及同比增速



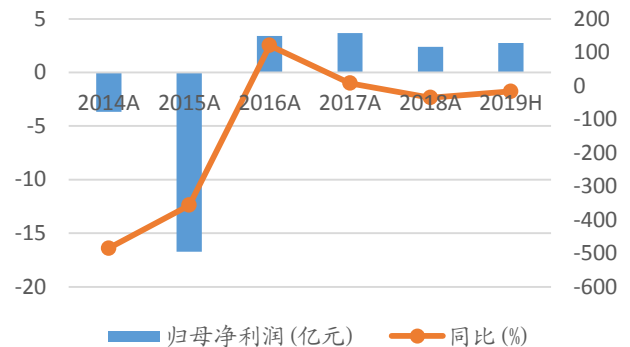
资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

图 3: 公司 2019 年上半年三项费用占比



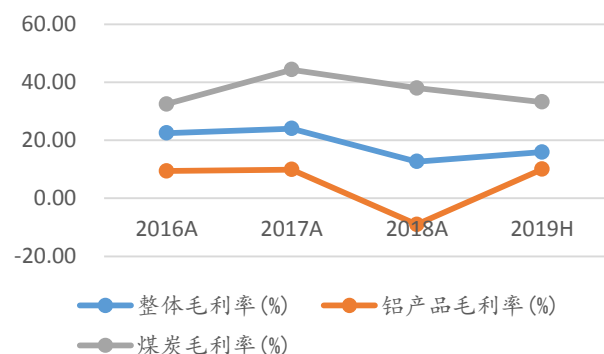
资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

图 2: 公司归母净利润及同比增速



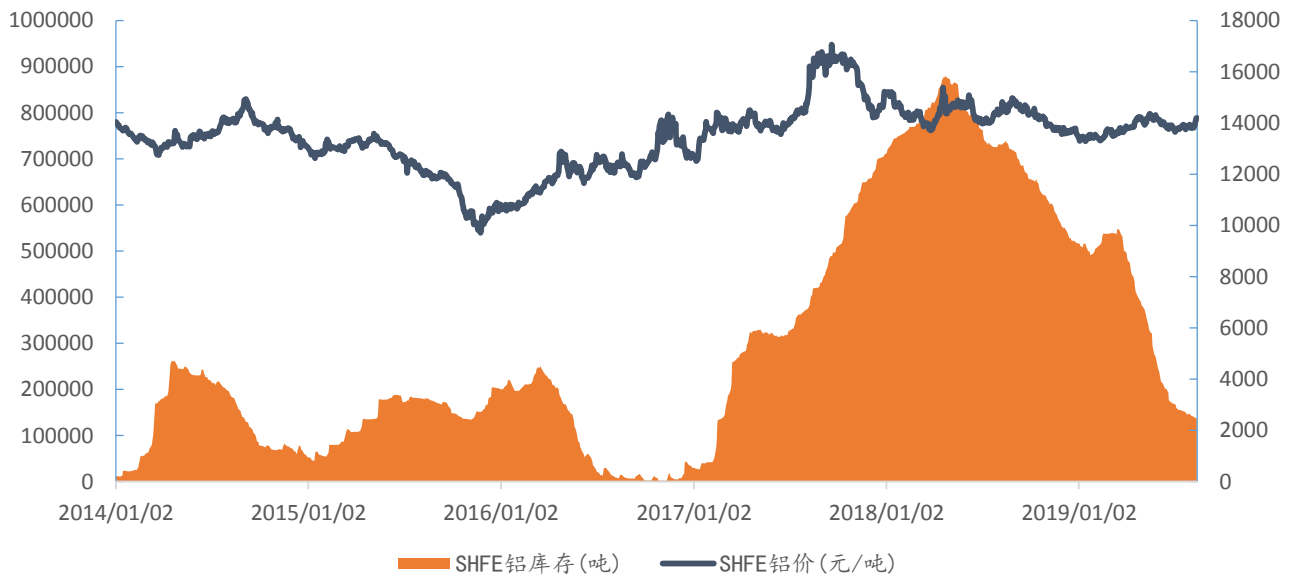
资料来源: Wind, 贝格数据, 中原证券

图 4: 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

图 5: SHFE 铝价走势及库存变量



资料来源: 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18899.2	18834.8	20718.3	22790.1	25069.1	成长性					
减: 营业成本	14,361.0	16,456.8	18,646.4	21,468.3	22,311.5	营业收入增长率	11.8%	-0.3%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	424.6	504.6	207.2	227.9	250.7	营业利润增长率	259.4%	-54.0%	-167.1%	-13.6%	442.4%
销售费用	470.9	410.0	207.2	227.9	250.7	净利润增长率	7.6%	-35.1%	23.4%	48.6%	24.2%
管理费用	596.7	620.4	207.2	227.9	250.7	EBITDA增长率	73.2%	-71.8%	143.5%	-28.3%	66.4%
财务费用	1,987.7	1,948.2	1,876.9	1,109.3	834.7	EBIT增长率	186.4%	-103.1%	-1736.9%	-52.4%	185.3%
资产减值损失	145.6	1,346.7	-	-	-	NOPLAT增长率	-38.1%	-136.8%	-388.1%	-52.4%	185.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-29.7%	-9.4%	27.0%	-50.6%	63.8%
投资和汇兑收益	119.9	409.1	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	2.4%	-2.3%	-5.8%	-5.4%	12.0%
营业利润	1,057.7	486.9	-326.7	-371.1	1,270.9	利润率					
加: 营业外净收支	-206.8	-101.0	-84.5	-130.7	-62.0	毛利率	24.0%	12.6%	10.0%	5.8%	11.0%
利润总额	851.0	385.9	-411.1	-501.9	1,208.9	营业利润率	5.6%	2.6%	-1.6%	-1.6%	5.1%
减: 所得税	544.5	449.8	-102.8	-125.5	302.2	净利润率	1.9%	1.3%	1.4%	1.9%	2.2%
净利润	368.1	238.9	294.8	438.0	544.0	EBITDA/营业收入	22.2%	6.3%	13.9%	9.0%	13.7%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	16.0%	-0.5%	7.5%	3.2%	8.4%
货币资金	8,827.2	9,103.0	1,657.5	1,823.2	2,005.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	376	350	295	248	207
应收帐款	803.1	283.7	1,826.2	255.8	1,840.9	流动营业资本周转天数	-99	-169	-109	-137	-136
应收票据	1,477.1	697.3	1,742.9	1,011.1	1,947.6	流动资产周转天数	326	352	298	221	213
预付帐款	500.4	671.4	1,208.0	523.3	1,355.7	应收帐款周转天数	21	10	18	16	15
存货	5,975.0	5,109.7	7,823.8	7,214.5	8,163.1	存货周转天数	100	106	112	119	110
其他流动资产	554.1	2,786.4	1,349.3	1,563.3	1,899.7	总资产周转天数	1,007	1,026	888	733	657
可供出售金融资产	105.6	105.6	105.6	105.6	105.6	投资资本周转天数	488	386	378	288	228
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3,043.3	3,353.5	3,353.5	3,353.5	3,353.5	ROE	6.2%	3.9%	4.7%	6.6%	7.7%
投资性房地产	29.9	34.3	34.3	34.3	34.3	ROA	0.6%	-0.1%	-0.6%	-0.9%	1.9%
固定资产	19,023.0	17,640.4	16,353.5	15,066.6	13,779.7	ROIC	3.6%	-1.9%	6.1%	2.3%	13.1%
在建工程	5,314.4	4,943.9	4,943.9	4,943.9	4,943.9	费用率					
无形资产	5,284.1	5,663.4	5,627.6	5,591.7	5,555.9	销售费用率	2.5%	2.2%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	2,995.0	3,075.8	2,677.7	2,605.7	2,403.9	管理费用率	3.2%	3.3%	1.0%	1.0%	1.0%
资产总额	53,932.2	53,468.5	48,703.8	44,092.6	47,389.3	财务费用率	10.5%	10.3%	9.1%	4.9%	3.3%
短期债务	15,271.2	17,044.8	15,896.4	4,122.8	5,173.7	三费/营业收入	16.2%	15.8%	11.1%	6.9%	5.3%
应付帐款	4,790.8	2,673.5	8,707.1	3,569.4	8,595.9	偿债能力					
应付票据	9,435.5	10,324.0	4,033.4	15,586.1	5,866.8	资产负债率	85.5%	85.7%	85.2%	84.5%	83.9%
其他流动负债	8,023.3	10,906.2	8,941.7	10,021.3	10,462.7	负债权益比	588.3%	598.7%	575.8%	546.8%	520.5%
长期借款	3,831.0	1,601.0	-	-	5,932.8	流动比率	0.48	0.46	0.42	0.37	0.57
其他非流动负债	4,745.2	3,266.3	3,917.9	3,976.5	3,720.2	速动比率	0.32	0.33	0.21	0.16	0.30
负债总额	46,096.9	45,815.8	41,496.5	37,276.0	39,752.1	利息保障倍数	1.52	-0.05	0.83	0.67	2.52
少数股东权益	1,923.1	1,565.1	992.1	218.4	563.0	分红指标					
股本	1,900.5	1,900.5	1,900.5	1,900.5	1,900.5	DPS(元)	0.03	0.02	0.02	0.03	0.04
留存收益	3,866.6	4,058.0	4,314.7	4,697.6	5,173.7	分红比率	12.9%	11.9%	12.9%	12.6%	12.5%
股东权益	7,835.4	7,652.8	7,207.4	6,816.6	7,637.2	股息收益率	0.6%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	306.5	-63.9	294.8	438.0	544.0	EPS(元)	0.19	0.13	0.16	0.23	0.29
加: 折旧和摊销	1,332.2	1,450.9	1,322.7	1,322.7	1,322.7	BVPS(元)	3.11	3.20	3.27	3.47	3.72
资产减值准备	145.6	1,346.7	-	-	-	PE(X)	19.9	30.6	24.8	16.7	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
财务费用	1,938.4	2,027.1	1,876.9	1,109.3	834.7	P/FCF	4.3	8.2	-1.0	7.9	-24.7
投资收益	-119.9	-409.1	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	-61.6	-302.8	-603.2	-814.4	362.7	EV/EBITDA	5.4	17.3	8.9	6.2	5.8
营运资金的变动	-1,605.3	-1,763.6	-6,081.4	11,066.0	-8,814.5	CAGR(%)	-207.1%	-342.0%	-33.0%	-207.1%	-342.0%
经营活动产生现金流量	1,096.0	421.8	-3,290.1	13,021.6	-5,850.4	PEG	-0.1	-0.1	-0.8	-0.1	-0.0
投资活动产生现金流量	5.0	1,291.8	100.0	100.0	100.0	ROIC/WACC	0.4	-0.2	0.7	0.3	1.5
融资活动产生现金流量	-1,049.7	-1,732.9	-4,255.4	-12,955.8	5,932.8	REP	2.6	-5.0	1.6	4.2	0.7

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。

