

神火股份(000933)/

煤、铝产量皆有增长空间，集团拟实现整体上市
评级：增持(维持)
分析师：李俊松
执业证书编号：S0740518030001

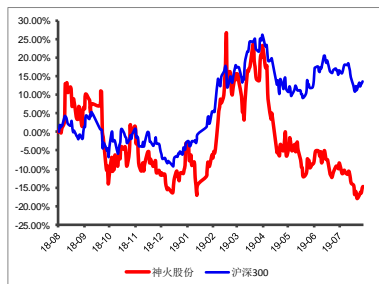
Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨
执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,900.5
流通股本(百万股)	1,900.5
市价(元)	3.92
市值(百万元)	7,450.0
流通市值(百万元)	7,449.8

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 三季报业绩同比大降，关注煤矿复产和铝产能异地置换
- 2 中报业绩同比大降，关注煤矿复产和铝产能异地置换
- 3 两矿停产拖累2017年业绩，关注电解铝产能异地置换

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,899	18,835	19,051	23,497	29,049
增长率 yoy%	11.81%	-0.34%	1.15%	23.33%	23.63%
净利润	368	239	324	535	783
增长率 yoy%	7.58%	-35.11%	35.64%	65.23%	46.26%
每股收益(元)	0.19	0.13	0.17	0.28	0.41
每股现金流量	0.58	0.22	0.36	3.80	1.10
净资产收益率	6.23%	3.92%	5.20%	8.00%	10.65%
P/E	20.24	31.19	22.99	13.92	9.51
PEG	1.45	-0.10	-0.15	1.00	-0.03
P/B	1.26	1.22	1.20	1.11	1.01

备注：

投资要点

- **事件：**公司发布2019年中报，实现营业收入91.1亿元，同比下降0.67%；归母净利润2.74亿元，同比下降16.69%；扣非归母净利润-2.5亿元，同比减亏34.18%；经营活动净现金流4.23亿元，同比下降1.97%；基本每股收益0.144元。具体点评如下：
- **2019H1业绩盈利但扣非业绩依然亏损，非经常性损益贡献5.24亿**
- 公司2019H1归母净利2.74亿元，公司业绩同比下滑，主要是因为上年同期公司以电解铝产能指标(27万吨)向云南神火作价出资导致资产处置收益(10.6亿元)较高所致。2019H1公司实现扣非归母净利-2.5亿元，非经常性损益高达5.24亿元，主要是由于神火集团向公司子公司光明房产增资导致公司丧失控制权产生的投资收益所致。根据公司公告，公司拟将持有的光明房产剩余47.99%股权继续转让给神火集团，彻底剥离房地产业务，消除再融资障碍。
- **拟收购集团铝加工业务，交易完成后神火集团将实现主业整体上市**
- 根据公司公告，为了延伸公司产业链，解决同业竞争问题，公司拟收购神火集团所持上海铝箔75%的股权和神隆宝鼎56.9%的股权，交易价格分别为2.45亿元和2.1亿元，两家公司都是从事铝加工业务，本次交易完成后神火集团将实现主业整体上市。
- **煤矿产销依然偏低，后续看梁北煤矿投产后放量**
- 2019H1公司煤炭板块来看，煤炭产量276.6万吨，同比下降1.1%，销量291万吨，同比增长6.2%。由于新庄煤矿(225万吨)和薛湖煤矿(120万吨)都被列入煤与瓦斯突出矿井，产能利用率受到限制，从历史数据来看，公司煤炭产销依然偏低。公司未来产量增量主要来自改扩建项目梁北煤矿(也是非公开募投项目)，从90万吨/年升级到240万吨，目前该项目正在积极建设中。
- **铝板块受到火灾影响产销量下滑，后续看云南神火项目投产后放量**
- 受到永城25万吨在产电解铝发生火灾影响，2019H1电解铝产销量出现一定下滑。2019H1铝产品产量48.48万吨，同比下降13%，销量48.95万吨，同比下降11.6%。公司持股32.22%的云南神火项目(合计产能90万吨)目前在积极推进中，一期45万吨预计今年年底或部分投产，该项目电价成本较低(初始电价0.25元/度，5年内涨至上限0.3元/度)，具有较强的竞争优势。
- **盈利预测：2019~2021年EPS为0.17、0.28、0.41元**
- 我们预计2019~2021年公司实现归属于母公司股东净利润分别为3.24、5.35、7.83亿元，折合EPS分别为0.17、0.28、0.41元，当前股价3.92元，对应为PE23X/14X/10X，维持增持评级。
- **风险提示：**在建项目不及预期风险；煤矿安全风险；电解铝行业持续低迷风险。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,899	18,835	19,051	23,497	29,049
增长率	11.8%	-0.3%	1.1%	23.3%	23.6%
营业成本	-14,361	-16,457	-15,938	-19,697	-24,632
% 销售收入	76.0%	87.4%	83.7%	83.8%	84.8%
毛利	4,538	2,378	3,113	3,800	4,417
% 销售收入	24.0%	12.6%	16.3%	16.2%	15.2%
营业税金及附加	-425	-505	-476	-564	-668
% 销售收入	2.2%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
营业费用	-471	-410	-419	-493	-581
% 销售收入	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
管理费用	-597	-620	-610	-728	-871
% 销售收入	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	3,046	843	1,608	2,014	2,296
% 销售收入	16.1%	4.5%	8.4%	8.6%	7.9%
财务费用	-1,988	-1,948	-1,753	-1,578	-1,499
% 销售收入	10.5%	10.3%	9.2%	6.7%	5.2%
资产减值损失	146	1,347	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	409	500	400	300
% 税前利润	10.7%	74.4%	82.6%	41.8%	24.7%
营业利润	1,324	651	455	936	1,197
营业利润率	7.0%	3.5%	2.4%	4.0%	4.1%
营业外收支	-207	-101	150	20	20
税前利润	1,117	550	605	956	1,217
利润率	5.9%	2.9%	3.2%	4.1%	4.2%
所得税	-544	-450	-202	-302	-305
所得税率	48.7%	81.8%	33.5%	31.6%	25.1%
净利润	306	-64	202	454	712
少数股东损益	-62	-303	-121	-82	-71
归属于母公司的净利润	368	239	324	535	783
净利率	1.9%	1.3%	1.7%	2.3%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	306	-64	202	454	712
加: 折旧和摊销	1,332	1,451	1,437	1,544	1,650
资产减值准备	146	1,347	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	1,938	2,027	1,753	1,578	1,499
投资收益	-120	-409	-500	-400	-300
少数股东损益	-62	-303	-121	-82	-71
营运资金的变动	-1,514	-1,265	-2,215	4,036	-1,469
经营活动现金净流	1,096	422	677	7,212	2,091
固定资本投资	842	1,875	-1,300	-1,300	-1,300
投资活动现金净流	5	1,292	-1,300	-1,400	-1,500
股利分配	-48	-48	-49	-80	-117
其他	-1,002	-1,685	776	-3,584	2,210
筹资活动现金净流	-1,050	-1,733	727	-3,664	2,092
现金净流量	51	-19	105	2,149	2,683

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,827	9,103	9,208	11,356	14,039
应收款项	2,280	3,104	2,070	3,993	3,127
存货	5,975	5,110	5,089	6,885	7,340
其他流动资产	1,054	1,335	1,136	1,662	1,527
流动资产	18,137	18,652	17,502	23,895	26,034
% 总资产	33.6%	34.9%	33.1%	40.1%	42.0%
长期投资	3,179	3,494	3,694	3,894	4,094
固定资产	19,115	17,640	17,858	17,922	17,843
% 总资产	35.4%	33.0%	33.8%	30.1%	28.8%
无形资产	5,284	5,663	5,926	6,186	6,444
非流动资产	35,795	34,817	35,327	35,716	35,991
% 总资产	66.4%	65.1%	66.9%	59.9%	58.0%
资产总计	53,932	53,469	52,829	59,611	62,025
短期借款	15,271	17,045	19,957	19,793	23,730
应付款项	16,883	17,465	14,365	22,992	21,305
其他流动负债	5,366	6,439	6,125	5,827	5,545
流动负债	37,521	40,948	40,447	48,613	50,579
长期贷款	3,831	1,601	1,601	0	0
其他长期负债	4,745	3,266	3,103	2,948	2,800
负债	46,097	45,816	45,151	51,560	53,380
普通股股东权益	5,912	6,088	6,234	6,689	7,354
少数股东权益	1,923	1,565	1,444	1,362	1,291
负债股东权益合计	53,932	53,469	52,829	59,611	62,025

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.19	0.13	0.17	0.28	0.41
每股净资产 (元)	3.11	3.20	3.28	3.52	3.87
每股经营现金净流 (元)	0.58	0.22	0.36	3.80	1.10
每股股利 (元)	0.03	0.03	0.03	0.04	0.06
回报率					
净资产收益率	6.23%	3.92%	5.20%	8.00%	10.65%
总资产收益率	0.57%	-0.12%	0.38%	0.76%	1.15%
投入资本收益率	3.64%	-1.90%	5.23%	6.42%	9.87%
增长率					
营业总收入增长率	11.81%	-0.34%	1.15%	23.33%	23.63%
EBIT 增长率	186.43%	-103.14%	-2220.64%	15.23%	7.86%
净利润增长率	7.58%	-35.11%	35.64%	65.23%	46.26%
总资产增长率	4.19%	-0.86%	-1.20%	12.84%	4.05%
资产管理能力					
应收账款周转天数	20.6	30.7	29.1	27.7	26.3
存货周转天数	100.4	105.9	96.4	91.7	88.1
应付账款周转天数	65.3	60.2	57.2	54.3	51.6
固定资产周转天数	377.0	351.3	335.4	274.1	221.6
偿债能力					
净负债/股东权益	204.93%	191.08%	197.03%	129.59%	147.27%
EBIT 利息保障倍数	1.5	0.0	1.1	1.5	1.7
资产负债率	85.47%	85.69%	85.47%	86.49%	86.06%

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。