

神火股份(000933)/金属

拟注资云南神火项目，低成本电解铝弹性标的

评级：买入(维持)

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

执业证书编号：S0740517080003

研究助理：郭中伟

电话：0755-22660869

邮箱：guozw@r.qlzq.com

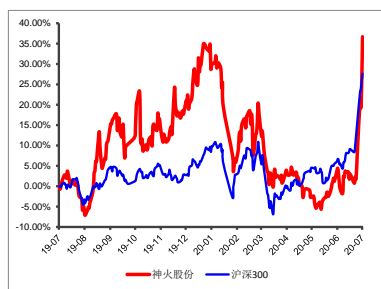
研究助理：王瀚

Email:wanghan@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)	5.55
市值(百万元)	10,547.8
流通市值(百万元)	10,547.6

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1 神火股份(000933.SZ) 2019 三季报点评：资产质量优化提升，盈利转折点即将到来
- 2 神火股份(000933.SZ) 2019 半年报点评：煤、铝产量皆有增长空间，集团拟实现整体上市
- 3 三季报业绩同比大降，关注煤矿

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,835	17,618	19,401	23,675	27,787
增长率 yoy%	-0.34%	-6.46%	10.12%	22.03%	17.37%
净利润	239	1,345	428	884	1,197
增长率 yoy%	-35.11%	463.29%	-68.17%	106.37%	35.37%
每股收益(元)	0.13	0.71	0.23	0.47	0.63
每股现金流量	0.22	0.07	2.10	2.45	2.13
净资产收益率	3.92%	17.29%	5.33%	10.05%	12.20%
P/E	44.16	7.84	24.63	11.93	8.81
PEG	-0.13	0.33	4.73	-0.04	0.37
P/B	1.73	1.36	1.31	1.20	1.08

备注：

**投资要点**

- **事件**：近日，公司发布关于筹划重大事项的提示性公告，拟以现金方式对云南神火铝业有限公司进行增资(当前持股 32.21%)，增资完成后，公司将成为云南神火控股股东，并将云南神火纳入合并报表范围。由于云南神火 2019 年末经审计的净资产为 45.1 亿元，超过公司 2019 年末经审计归属于上市公司股东的净资产的 50%，因此本次增资将构成重大资产重组。
- **此次公告内容，披露了云南神火具体的投产节奏规划**：云南神火作为分期建设 90 万吨绿色水电铝材一体化项目的投资主体，成立于 2018 年 4 月，2018 年 11 月完成产能指标置换。2019 年 12 月 31 日，该项目第一系列 45 万吨产能车间正式通电，目前已通电启动的第一段、第二段 30 万吨产能处于试运行阶段。第一系列第三段预计于 2020 年 8 月开始通电启动，第二系列 45 万吨产能预计 2021 年 3 月全部通电启动。
- **公司业务主要为电解铝和煤炭，随着河南本部高成本电解铝业务关停以及低成本云南电解铝项目的推进，同时梁北煤矿改扩建提升生产规模，两块业务资产质量都在不断优化提升，具体业务梳理如下**：
  - **2019 年公司主要产品产销量数据及业绩情况**：煤炭产量 551.1 万吨，销量 568.8 万吨，生产铝产品 88.7 万吨，销售 88.5 万吨，发电 130.8 亿度，供电 123.6 亿度，生产碳素 49.6 万吨，销售 52.0 万吨。全年实现营业收入 176.2 亿元(-9.0%)，实现归属于上市公司股东净利润 13.45 亿元(+452.2%)，业绩大幅增长主要是来自于非经常性收益，即公司与潞安集团就高家庄煤矿纠纷一案达成和解协议，实现了探矿权转让收益 32.55 亿元。
  - **电解铝业务方面**，截至 2019 年末，河南本部高成本的电解铝业务全部关停(66 万吨/年)，且产能指标全部转移到云南神火项目中，该项目电价成本较低(初始电价 0.25 元/度，5 年内每年上涨 1 分钱/度直至上限 0.3 元/度)，具有非常强的竞争优势。目前公司在产的电解铝项目来自全资子公司新疆神火煤电，电解铝在产产能 80 万吨，自备发电机组为 4\*350MW，阳极炭块 40 万吨，即电量约 90%自供，阳极炭块完全自供，凭借新疆地区低成本的煤电优势，该项目盈利能力突出。
  - **煤炭业务方面**，公司矿区位于永城和许昌等地，煤种以优质无烟煤和贫瘦煤为主，目前在产矿井 7 座，合计产能 687 万吨/年，权益产能 638 万吨。煤炭业务方面的一大看点，就是平顶山矿区的梁北煤矿(90 万吨/年)改扩建至 240 万吨/年，该项目将增加煤炭产能 150 万吨，权益产能 147 万吨，公司 2018 年非公开募集资金项目拟发行不超过 3.8 亿股，募集资金不超过 20.5 亿元，主要用于梁北煤矿改扩建项目，该非公开发行已经在今年 6 月 30 日获得中国证监会的核准批文。
- **电解铝行业成本维持低位，大周期格局正重塑**。成本端来看，目前氧化铝、预焙阳极产能相对过剩，氧化铝平均开工率低于 80%，阳极平均开工率低于 70%，行业议价权均相对较弱，由于两者构成电解铝完全成本的一半左右，利于电解铝整体成本控制相对较低水平；从电解铝行业新增产能来看，2019~2022 年前五家企业贡献了行业 60%的新增产能，行业格局进一步优化，同时龙头企业新投产能具有低成本的特征，使整个电解铝行业的成本曲线扁平化，这为企业间创造了合作的窗口，未来行业内企业间的协同性有望进一步增强，整体利润水平将得到支撑。
- **公司电解铝业绩弹性较大，建议积极关注**。云南神火有望延续公司打造低成本电解铝产业的思路，当前新疆神火电解铝权益产能 80 万吨/年，考虑到公

复产和铝产能异地置换

司将对云南神火项目进行增资，假设股权比例达到 50%以上，则公司对云南神火电解铝权益产能将在 45 万吨及以上，公司全部电解铝权益产能达到 125 万吨以上，如果电解铝价格上涨 1000 元/吨，则可以带来税前利润达到 12.5 亿元，业绩弹性较大。

- **盈利预测与估值：**预测公司 2020-2022 年实现营业收入 194.0/236.8/277.9 亿元，同比分别+10.1%、+22.0%、+17.4%，实现归属于母公司股东的净利润分别为 4.3/8.8/12.0 亿元，同比分别-68%、+106%、+35%，折合 EPS 分别是 0.23、0.47、0.63 元/股（未考虑非公开发行增加股本事项），当前股价（5.55 元/股）对应 PE 分别为 25/12/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在建项目不及预期风险；煤矿安全风险；电解铝行业下游低迷风险。

图表 1: 三张报表摘要

## 损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>18,835</b>	<b>17,618</b>	<b>19,401</b>	<b>23,675</b>	<b>27,787</b>
增长率	-0.3%	-6.5%	10.1%	22.0%	17.4%
营业成本	-16,457	-15,010	-16,378	-19,887	-23,322
% 销售收入	87.4%	85.2%	84.4%	84.0%	83.9%
毛利	2,378	2,608	3,023	3,789	4,465
% 销售收入	12.6%	14.8%	15.6%	16.0%	16.1%
营业税金及附加	-505	-472	-485	-616	-750
% 销售收入	2.7%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%
营业费用	-410	-505	-407	-521	-639
% 销售收入	2.2%	2.9%	2.1%	2.2%	2.3%
管理费用	-620	-1,033	-582	-734	-889
% 销售收入	3.3%	5.9%	3.0%	3.1%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	843	597	1,549	1,918	2,187
% 销售收入	4.5%	3.4%	8.0%	8.1%	7.9%
财务费用	-1,948	-1,614	-1,453	-1,308	-1,177
% 销售收入	10.3%	9.2%	7.5%	5.5%	4.2%
资产减值损失	1,347	-1,685	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	409	579	400	400	400
% 税前利润	74.4%	-28.0%	61.9%	34.5%	25.6%
营业利润	651	-2,123	596	1,111	1,510
营业利润率	3.5%	-12.0%	3.1%	4.7%	5.4%
营业外收支	-101	53	50	50	50
税前利润	550	-2,069	646	1,161	1,560
利润率	2.9%	-11.7%	3.3%	4.9%	5.6%
所得税	-450	-492	-89	-192	-272
所得税率	81.8%	-23.8%	13.8%	16.6%	17.4%
净利润	-64	569	357	769	1,088
少数股东损益	-303	-776	-71	-115	-109
归属于母公司的净利润	239	1,345	428	884	1,197
净利率	1.3%	7.6%	2.2%	3.7%	4.3%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-64	569	357	769	1,088
加: 折旧和摊销	1,451	1,532	1,590	1,732	1,871
资产减值准备	1,347	1,697	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	2,027	1,711	1,453	1,308	1,177
投资收益	-409	-579	-400	-400	-400
少数股东损益	-303	-776	-71	-115	-109
营运资金的变动	-1,265	-4,474	986	1,244	317
<b>经营活动现金净流</b>	<b>422</b>	<b>131</b>	<b>3,985</b>	<b>4,652</b>	<b>4,053</b>
固定资本投资	1,875	1,230	-1,500	-1,500	-1,500
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,292</b>	<b>3,372</b>	<b>-1,211</b>	<b>-1,212</b>	<b>-1,214</b>
股利分配	-29	-29	-64	-133	-179
其他	-1,704	-3,389	-1,667	-807	-254
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,733</b>	<b>-3,418</b>	<b>-1,731</b>	<b>-939</b>	<b>-434</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-19</b>	<b>86</b>	<b>1,043</b>	<b>2,500</b>	<b>2,405</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,103	10,304	11,347	13,846	16,252
应收款项	3,104	1,122	2,522	2,058	3,487
存货	5,110	2,130	3,794	4,838	4,274
其他流动资产	1,335	2,261	2,514	2,810	3,068
流动资产	18,652	15,816	20,177	23,552	27,081
% 总资产	34.9%	32.0%	37.3%	40.9%	44.3%
长期投资	3,494	3,430	3,430	3,430	3,430
固定资产	17,640	16,328	16,611	16,703	16,616
% 总资产	33.0%	33.1%	30.7%	29.0%	27.2%
无形资产	5,663	4,885	4,941	4,996	5,051
非流动资产	34,817	33,578	33,852	33,990	33,999
% 总资产	65.1%	68.0%	62.7%	59.1%	55.7%
<b>资产总计</b>	<b>53,469</b>	<b>49,394</b>	<b>54,029</b>	<b>57,543</b>	<b>61,080</b>
短期借款	17,045	18,548	19,299	19,962	21,038
应付款项	17,465	13,184	17,900	20,429	22,280
其他流动负债	6,439	4,562	4,335	4,120	3,916
流动负债	40,949	36,293	41,534	44,510	47,233
长期贷款	1,601	2,191	1,500	1,500	1,500
其他长期负债	3,266	2,073	1,969	1,871	1,777
<b>负债</b>	<b>45,816</b>	<b>40,558</b>	<b>45,003</b>	<b>47,881</b>	<b>50,510</b>
普通股股东权益	6,088	7,782	8,043	8,794	9,811
少数股东权益	1,565	1,054	983	868	759
<b>负债股东权益合计</b>	<b>53,469</b>	<b>49,394</b>	<b>54,029</b>	<b>57,543</b>	<b>61,080</b>

## 比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.13	0.71	0.23	0.47	0.63
每股净资产 (元)	3.20	4.09	4.23	4.63	5.16
每股经营现金净流 (元)	0.22	0.07	2.10	2.45	2.13
每股股利 (元)	0.02	0.02	0.03	0.07	0.09
<b>回报率</b>					
净资产收益率	3.92%	17.29%	5.33%	10.05%	12.20%
总资产收益率	-0.12%	1.15%	0.66%	1.34%	1.78%
投入资本收益率	-1.90%	7.33%	7.94%	10.20%	12.63%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	-0.34%	-6.46%	10.12%	22.03%	17.37%
EBIT增长率	-103.14%	-3121.55%	-35.39%	19.98%	12.09%
净利润增长率	-35.11%	463.29%	-68.17%	106.37%	35.37%
总资产增长率	-0.86%	-7.62%	9.38%	6.50%	6.15%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	30.7	36.1	27.0	28.4	29.8
存货周转天数	105.9	74.0	55.0	65.6	59.0
应付账款周转天数	60.2	63.0	59.9	56.9	54.0
固定资产周转天数	351.3	347.0	305.6	253.3	215.8
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	176.75%	145.12%	113.13%	85.96%	71.92%
EBIT利息保障倍数	0.0	1.8	1.3	1.7	2.1
资产负债率	85.69%	82.11%	83.29%	83.21%	82.69%

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。