

强烈推荐-A (维持)

神火股份 000933.SZ

当前股价: 5.0 元  
2019年10月14日

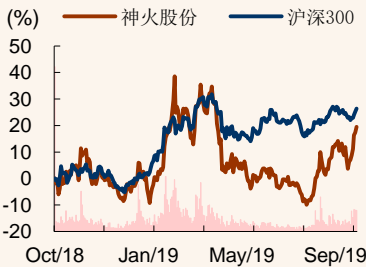
新疆电解铝盈利爆发, 矿权转让尘埃落定

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	190050
已上市流通股(万股)	190047
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	95
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	2.9
资产负债率	85.0%
主要股东	河南神火集团有限公司
主要股东持股比例	24.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-9	-3
相对表现	5	-7	-29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《神火股份(000933)——矿权转让纠纷达成和解, 市净率修复可期》2019-08-26
- 2、《神火股份(000933)——煤铝皆有望明显改善, 业绩静待反转》2019-08-21
- 3、《神火股份(000933)——处置历史负担轻装前行》2019-04-28

卢平

021-68407841  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn  
S1090519030004

事件: 公司发布前三季度业绩预增公告, 报告期内实现归母净利 22.0-29.0 亿元, 同比增长 654.4%-894.4%; 其中 Q3 单季度实现归母净利 20.0-27.0 亿元, 扭亏为盈。报告期内非经常性损益达到 32.2 亿元, 主要包含转让矿权收益 30.2 亿、转让房地产股权收益 4.4 亿元及永城铝厂关停计提减值损失 1.5 亿元。

- 测算 Q3 单季非经常性损益为亏损 5.2 亿元(区间中值)。依据业绩预增公告, Q3 单季非经常性损益主要为转让矿权收益 30.2 亿元和永城铝厂计提减值损失 1.5 亿元, 扣除后测算得到 Q3 单季亏损为 8.7 亿元-1.7 亿元, 中值为亏损 5.2 亿元, 推测应是受到氧化铝业务拖累——Q3 河南氧化铝均价仅为 2564 元/吨, 致使河南有色吨氧化铝亏损超过 1500 元。除此而外, 河南有色有计划逐步退出, 相应的减值损失亦是拖累单季业绩的重要原因。
- 新疆神火电解铝盈利全国突出, 本部巨亏已成历史。伴随铝价回升、氧化铝等原材料徘徊低位, 电解铝行业盈利迎来爆发。新疆神火电解铝 Q3 单季录得利润 2.6 亿元, 环比大增 0.8 亿元。测算吨铝净利为 968 元, 较行业平均水平 375 元高出 1.5 倍以上, 盈利能力全国突出。目前本部电解铝已全部关停, 转移至云南的产能预计在年底开始投产(一期 45 万吨)。云南当地低电价及临近原料地、消费地形成较大成本优势, 预计盈利能力可与新疆神火相当, 相比本部吨铝成本可下降 4000 元/吨, 有望扭转过往巨亏局面。
- 煤炭生产持续恢复, 新建矿打开盈利空间。今年以来本部矿井加大安全投入, 生产逐步恢复正常, 量增叠加售价上行致使前三季度减亏 1.7 亿元。旗下最优矿井梁北矿(子公司新龙矿业)扩建(+150 万吨/年)仍在推进中, 预计明年下半年可投产。以当前 300 元/吨净利计, 完全达产后可带来 4.5 亿元增量, 打开煤炭业务的盈利空间。
- 盈利预测及评级。预计 2019-2021 年归母净利 28.9/7.6/9.9 亿元(2019 年包含 30.2 亿元矿权转让收益), 对应 EPS 为 1.52/0.43/0.61 元/股, 同比变化 1110%/-74%/30%(未考虑非公开发行摊薄)。我们判断公司基本面正处于反转前夕, 矿权增值已尘埃落定, PB 仍处破净边缘, 有望持续修复, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 煤铝价格低于预期、云南神火电价承诺违约、计提大额减值损失

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	18899	18835	16422	16072	16616
同比增长	12%	-0%	-13%	-2%	3%
营业利润(百万元)	1058	487	88	1116	1500
同比增长	-259%	-54%	-82%	1169%	34%
净利润(百万元)	368	239	2890	763	989
同比增长	8%	-35%	1110%	-74%	30%
每股收益(元)	0.19	0.13	1.52	0.40	0.52
PE	25.8	39.8	3.3	12.5	9.6
PB	1.6	1.6	1.1	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 河南及云南神火电解铝盈利测算

单位: 元/吨	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量	31	28	10	45	60
销量	31	27	10	45	60
电解铝均价	11867	11825	11812	12000	12000
完全成本	13100	14948	14620	11000	11000
吨铝利润额	(1233)	(3123)	-2808	1000	1000
吨铝净利	-1233	-3123	-2808	750	750
利润总额	(38000)	(85100)	-28080	45000	60000
净利润	(38000)	(85100)	-28080	33750	45000

资料来源: 公司公告, 招商证券

注: 2017-2019 年为河南本部运营 66 万吨/年电解铝 (2019 年为上半年), 审慎起见假定 2020 年起云南神火开始投产。

表 2: 新疆神火盈利测算

单位: 元/吨	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量-万吨	81	80	80	80	80
销量-万吨	81	81	80	80	80
综合售价	11867	11825	11812	12000	12000
完全成本	10068	11392	11100	11100	11100
吨铝利润	1799	433	712	900	900
吨铝净利	1428	325	534	675	675
利润总额	145095	34888	56960	72000	72000
净利润	115194	26166	42720	54000	54000
权益占比	100%	100%	100%	100%	100%
归母净利	115194	26166	42720	54000	54000

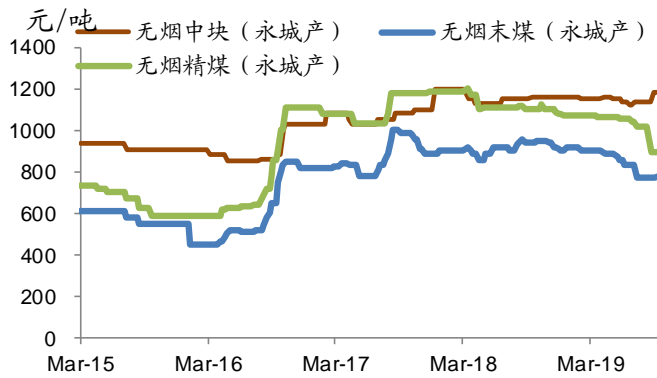
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 盈利预测汇总

	2017	2018	2019	2020	2021
煤炭	37644	9240	39900	71450	80450
电解铝	77194	(58934)	(10360)	64868	68490
氧化铝	(19313)	(82136)	(80000)	(30000)	(20000)
铝加工	304	(13940)	0	0	0
其他	(59020)	169656	339466	(30000)	(30000)
合计归母净利	36809	23886	289006	76318	98940

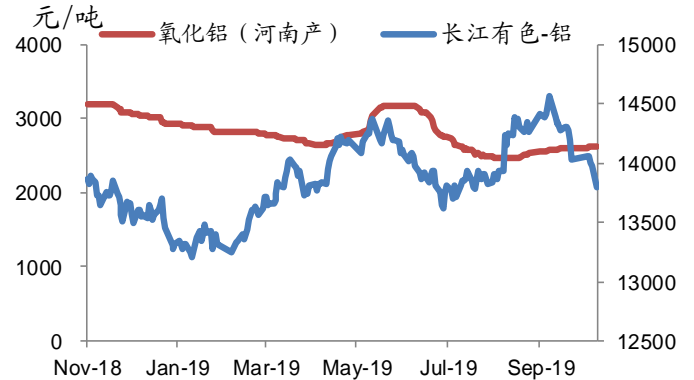
资料来源: 招商证券

图 1: 无烟精煤价格走势



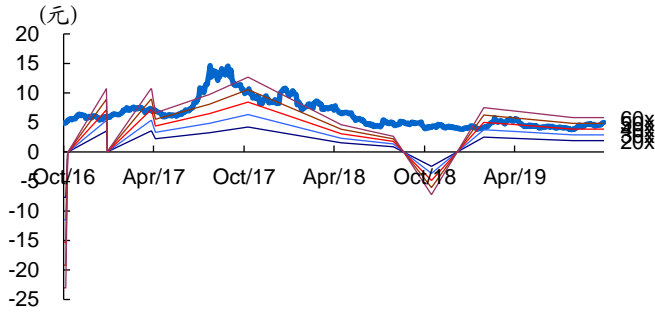
资料来源: wind、招商证券

图 2: 氧化铝、电解铝价格走势



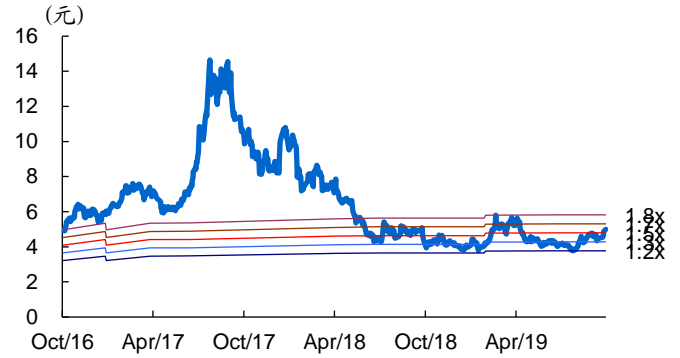
资料来源: wind、招商证券

图 3: 神火股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 神火股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	18137	18652	19984	19410	19593
现金	8827	9103	12000	12000	12000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1477	697	608	595	615
应收款项	170	284	231	226	234
其它应收款	633	2123	1851	1812	1873
存货	5975	5110	4163	3718	3784
其他	1054	1335	1131	1059	1087
<b>非流动资产</b>	35795	34817	34099	35700	37097
长期股权投资	3043	3354	2300	2300	2300
固定资产	19023	17640	17447	20665	20268
无形资产	5284	5663	4275	4132	3994
其他	8445	8160	10077	8602	10535
<b>资产总计</b>	<b>53932</b>	<b>53469</b>	<b>54083</b>	<b>55109</b>	<b>56690</b>
<b>流动负债</b>	37521	40948	39071	40482	41396
短期借款	15271	17045	23598	26409	27177
应付账款	2832	2673	2200	1964	1999
预收账款	2657	2934	1692	1511	1538
其他	16760	18296	11581	10598	10683
<b>长期负债</b>	8576	4867	4547	4291	4086
长期借款	3831	1601	1281	1025	820
其他	4745	3266	3266	3266	3266
<b>负债合计</b>	<b>46097</b>	<b>45816</b>	<b>43618</b>	<b>44773</b>	<b>45482</b>
股本	1901	1901	1901	1901	1901
资本公积金	1940	1940	1940	1940	1940
留存收益	2072	2247	5108	5004	5765
少数股东权益	1923	1565	1516	1492	1602
归属于母公司所有者权益	5912	6088	8949	8845	9605
<b>负债及权益合计</b>	<b>53932</b>	<b>53469</b>	<b>54083</b>	<b>55109</b>	<b>56690</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1096	422	3140	2588	3854
净利润	368	239	2890	763	989
折旧摊销	1332	1451	1465	1397	1603
财务费用	1938	2027	1656	1470	1432
投资收益	(120)	(409)	(820)	(259)	(295)
营运资金变动	(2346)	(2573)	(1989)	(757)	13
其它	(76)	(313)	(62)	(27)	111
<b>投资活动现金流</b>	5	1292	(746)	(3000)	(3000)
资本支出	(761)	(516)	(1800)	(3000)	(3000)
其他投资	766	1808	1054	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(1050)	(1733)	504	412	(854)
借款变动	(155)	(1214)	1368	2491	512
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(10)	0	0	0	0
股利分配	(19)	(38)	(29)	(867)	(229)
其他	(865)	(481)	(836)	(1211)	(1137)
<b>现金净增加额</b>	51	(19)	2897	(0)	0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	18899	18835	16422	16072	16616
营业成本	14361	16457	13540	12091	12305
营业税金及附加	425	505	460	450	465
营业费用	471	410	358	350	362
管理费用	597	620	541	529	547
财务费用	1988	1948	1656	1470	1432
资产减值损失	146	1347	600	325	300
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	2939	820	259	295
<b>营业利润</b>	1058	487	88	1116	1500
营业外收入	201	113	3020	0	0
营业外支出	407	214	0	0	0
<b>利润总额</b>	851	386	3108	1116	1500
所得税	544	450	267	377	400
<b>净利润</b>	306	(64)	2841	739	1100
少数股东损益	(62)	(303)	(49)	(24)	110
<b>归属于母公司净利润</b>	368	239	2890	763	989
<b>EPS (元)</b>	0.19	0.13	1.52	0.40	0.52

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	12%	-0%	-13%	-2%	3%
营业利润	-259%	-54%	-82%	1169%	34%
净利润	8%	-35%	1110%	-74%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.0%	12.6%	17.6%	24.8%	25.9%
净利率	1.9%	1.3%	17.6%	4.7%	6.0%
ROE	6.2%	3.9%	32.3%	8.6%	10.3%
ROIC	2.5%	9.1%	4.3%	3.8%	5.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	85.5%	85.7%	80.7%	81.2%	80.2%
净负债比率	43.6%	44.6%	46.6%	50.2%	49.7%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.7	3.0	2.9	3.1	3.3
应收帐款周转率	82.0	82.9	63.8	70.3	72.2
应付帐款周转率	5.5	6.0	5.6	5.8	6.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.19	0.13	1.52	0.40	0.52
每股经营现金	0.58	0.22	1.65	1.36	2.03
每股净资产	3.11	3.20	4.71	4.65	5.05
每股股利	0.02	0.02	0.46	0.12	0.16
<b>估值比率</b>					
PE	25.8	39.8	3.3	12.5	9.6
PB	1.6	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.5	8.5	9.8	7.9	6.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平**：毕业于中国人大，经济学博士。五年会计从业经验，十六年证券从业经验。

**王西典**：毕业于上海交大，工学硕士，2017年2月加入招商证券。

**招商煤炭研究小组所获荣誉**：荣获2007~2017年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2017年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2017年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。