

神火股份 (000933)

改革撬动煤铝弹性，仲裁期权价值可期

—神火股份更新报告

史江辉 (分析师) 王永彬 (研究助理)
0755-23976523 0755-23976032
shijianghui@gtjas.com wangyongbin@gtjas.com

本报告导读：

供给改革撬动煤铝远期价利好主业，仲裁或成短期催化可解燃眉之急，目标价 9.5 元。
投资要点：

供给改革助力远期经营，仲裁落地可解燃眉之急。由于煤铝价格比预期超跌 20%，仲裁推迟影响 EPS1.5 元，下调公司 2015/16 年 EPS 至 -0.55、-0.40 元（原 0.79、0.28 元），考虑仲裁庭 6 月组建（4 个月内裁决，可延长）公司扭亏迫切，预计其结果有望在 16 年落地。若公司获胜，16 年备考 EPS 将升至 1.1。另中央以供给改革为重心，公司为河南国企有望借改革风，获政策支持破解困境，参考行业平均 2.2 倍 PB 以及仲裁期权价值，给予一定溢价 15 年 3.1 倍 PB，维持目标价 9.5 元，上调至增持评级。

西迁电解铝产能降成本，煤炭闲置产能待出清。公司煤铝双主业，其更受益供给侧改革原因在于：①自备 4x350MW 发电机组的 80 万吨铝合金项目在电解铝生产成本较低的新疆落地（占规划总量 11.4%），而其自有煤发电（权益 10 亿吨）拥有更低的用电成本（电解铝中电成本占 40%），因此公司有望以成本优势等待产能出清（15H1 新疆铝电贡献 1.8 亿元净利润）；②公司拥有权益煤炭产能 930 万吨/年，在建权益产能 540 万吨/年，以价换量策略使得部分矿井亏损较重，我们预计对于潜在产能大且亏损严重的矿井，政府专项资金将有望倾斜，公司将从中受益。

仲裁结果值得期待，期权价值不容忽视。公司与潞安集团煤矿交易纠纷涉及 50 亿元现金（26.1 亿交易款+23.9 亿滞纳金），公司已于 2015 年 2 月向北京仲裁委员会申请仲裁，6 月成立仲裁庭，倘若进展顺利，该结果有望在 16 年落地，届时公司有望确认其 28.66 亿元的税后投资收益，并回笼部分现金用于其业务转型升级，公司期权价值值得关注。

风险提示：铝价大幅度下跌，仲裁进度和结果低于预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	25,687	23,967	18,474	16,996	19,715
(+/-)%	-8%	-7%	-23%	-8%	16%
经营利润 (EBIT)	834	1,208	539	649	1,561
(+/-)%	-34%	45%	-55%	20%	141%
净利润	117	-367	-1,037	-760	87
(+/-)%	-42%	-413%	-183%	27%	111%
每股净收益 (元)	0.06	-0.19	-0.55	-0.40	0.05
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	3.2%	5.0%	2.9%	3.8%	7.9%
净资产收益率 (%)	1.5%	-5.3%	-18.1%	-15.3%	1.7%
投入资本回报率 (%)	0.5%	8.7%	2.3%	2.8%	4.5%
EV/EBITDA	10.8	9.5	13.2	12.4	9.0
市盈率	86.4	-27.6	-9.7	-13.3	116.0
股息率 (%)	3.8%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：9.50

上次预测：9.50

当前价格：5.32

2016.01.13

交易数据

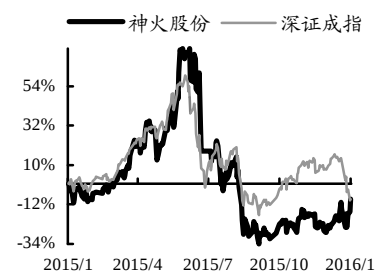
52 周内股价区间 (元)	3.82-10.66
总市值 (百万元)	10,111
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,901/1,900
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4952.93
日均成交值 (百万元)	232.27

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,105
每股净资产	3.21
市净率	1.7
净负债率	331.37%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.10	-0.05
Q2	-0.09	-0.10
Q3	0.00	-0.29
Q4	-0.01	-0.11
全年	-0.19	-0.55

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	25%	18%	-8%
相对指数	41%	24%	1%

相关报告

《铝价弹性极强，卖矿收益带来资金支持》
2015.05.18

《短多长空，关注行业转型个股》2014.09.03

《电解铝业务等待自建发电机组的救赎》
2012.08.09

《梁北矿复产和自建机组决定 12 年业绩成败》
2012.02.28

《电解铝业务翻转，未来两年均有增长点》

模型更新时间: 2016.01.12

股票研究

能源
煤炭

神火股份 (000933)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **9.50**

上次预测: 9.50

当前价格: 5.32

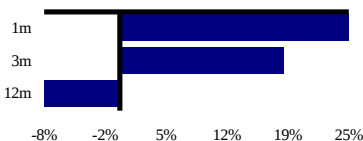
公司网址

www.shenhuo.com

公司简介

公司是河南神火集团的核心企业,系国家大型企业,国家重点扶植企业,河南省 100 家建立现代企业制度试点企业,银行“AAA”信誉企业,全国 500 家文明创建先进单位。
公司主要从事煤炭采选、加工、火力发电等业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

3.82-10.66

市值 (百万)

10,111

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

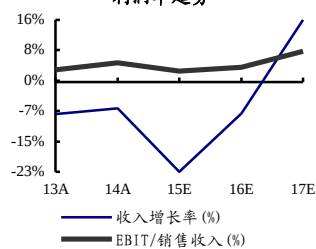
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	25,687	23,967	18,474	16,996	19,715
营业成本	23,670	21,139	16,700	15,228	16,896
税金及附加	143	163	98	90	104
销售费用	384	868	647	586	651
管理费用	656	589	490	442	503
EBIT	834	1,208	539	649	1,561
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	120	57	-7	0	0
财务费用	958	1,472	1,575	1,425	1,482
营业利润	-49	-286	-1,042	-775	80
所得税	97	178	120	88	27
少数股东损益	-98	-46	-80	-58	10
净利润	117	-367	-1,037	-760	87
货币资金、交易性金融资产	3,642	5,869	3,451	3,102	3,100
其他流动资产	931	1,096	0	0	0
长期投资	865	942	942	942	942
固定资产合计	25,997	28,402	26,929	25,378	24,429
无形及其他资产	5,497	6,043	5,818	5,735	5,648
资产合计	43,414	51,136	46,142	45,620	46,209
流动负债	24,727	31,144	27,325	27,618	28,108
非流动负债	7,496	9,573	9,516	9,518	9,521
股东权益	7,577	6,865	5,740	4,980	5,068
投入资本(IC)	25,360	24,382	25,889	26,301	26,940
NOPLAT	134	2,123	604	727	1,218
折旧与摊销	1,485	1,415	1,557	1,679	1,720
流动资金增量	1,331	3,451	-3,109	-2,047	-1,675
资本支出	-936	-1,906	186	1	-639
自由现金流	2,013	5,084	-762	360	624
经营现金流	1,436	753	14	308	1,688
投资现金流	-2,097	-2,196	179	1	-639
融资现金流	506	920	-2,611	-658	-1,051
现金流净增加额	-155	-523	-2,418	-349	-2
收入增长率	-8.2%	-6.7%	-22.9%	-8.0%	16.0%
EBIT 增长率	-33.9%	44.9%	-55.3%	20.4%	140.5%
净利润增长率	-42.0%	-413.4%	-183.0%	26.8%	111.5%
利润率					
毛利率	7.9%	11.8%	9.6%	10.4%	14.3%
EBIT 率	3.2%	5.0%	2.9%	3.8%	7.9%
净利率	0.5%	-1.5%	-5.6%	-4.5%	0.4%
净资产收益率(ROE)	1.5%	-5.3%	-18.1%	-15.3%	1.7%
总资产收益率(ROA)	0.3%	-0.7%	-2.2%	-1.7%	0.2%
投入资本回报率(ROIC)	0.5%	8.7%	2.3%	2.8%	4.5%
存货周转天数	42	66	105	132	137
应收账款周转天数	5	8	11	14	15
总资产周转天数	591	720	961	985	850
净利润现金含量	12.28	-2.05	-0.01	-0.41	19.36
资本支出/收入	4%	8%	-1%	0%	3%
资产负债率	74.2%	79.6%	79.8%	81.4%	81.4%
净负债率	198.4%	217.1%	306.6%	378.1%	382.3%
PE	86.4	-27.6	-9.7	-13.3	116.0
PB	1.3	1.5	1.8	2.0	2.0
EV/EBITDA	10.8	9.5	13.2	12.4	9.0
P/S	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5
股息率	3.8%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%

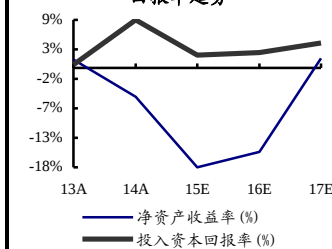
股票绝对涨幅和相对涨幅



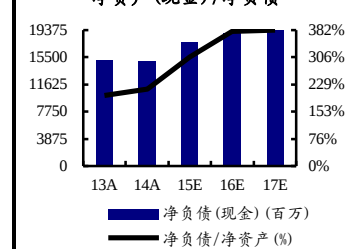
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		