开源证券

神火股份（000933.SZ） 扣非后业绩同比大幅改善，集团增持彰显未来信心

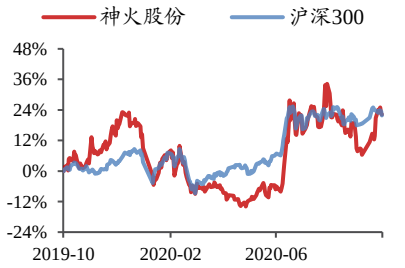
2020 年 10 月 24 日

——公司三季报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/23
当前股价(元)	5.31
一年最高最低(元)	6.00/3.82
总市值(亿元)	100.92
流通市值(亿元)	100.91
总股本(亿股)	19.01
流通股本(亿股)	19.00
近 3 个月换手率(%)	122.44

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司三季度业绩预告点评报告-2020Q3 单季业绩大幅改善，云南神火并表驱动未来成长》-2020.10.14

《公司首次覆盖报告-着力打造煤铝双核，云南铝布局再造神火》-2020.8.25

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现扣非后归母净利润 2.99 亿元，较 2019 年同期（调整前，亏损 2.91 亿元）增加 5.91 亿元，增幅达 203%；实现归母净利润 4.93 亿元，较 2019 年同期（调整前）减少 80.4%。

● **2020Q3 单季业绩大幅改善，云南神火并表驱动未来成长**

2020 年前三季度公司归母净利同比降幅明显，主因 2019Q3 回收高家庄煤矿 24.6 亿元转让款确认大额资产处置收益，抬高基数。扣非后来看，2020Q3 单季扣非后归母净利润为 1.52 亿元，在 2019 年同期-0.42 亿元基础上增加 1.99 亿元，且超过上半年扣非业绩总和，公司近年来积极优化产业结构成效显著，煤铝主业经营均明显改善。未来梁北矿扩产有序推进；云南神火预计 2021 年初完全通电后将贡献全年业绩。考虑到云南神火通电后盈利超预期，且公司权益比例提升，我们上调盈利预测，预计 2020/2021/2022 年归母净利润 7.3(+0.5)/12.8(+2.9)/15.9(+3.1)亿元，同比-45.8%/75.4%/23.8%；EPS 为 0.38(+0.02)/0.67(+0.15)/0.83(+0.16)元，对应当前股价 PE 分别为 13.9x/7.9x/6.4x。**维持“买入”评级。**

● **煤、铝主业经营状况明显改善，新疆神火、泉店煤矿大幅增利**

受益原材料价格下降，新疆神火同比增利 3 亿元。前三季度新疆神火实现利润 7.75 亿元，同比增加 3.95 亿元，其中三季度实现 3.84 亿元，环比增加 1.88 亿元。氧化铝、阳极炭块价格下降致吨铝完全成本同比减少 760 元/吨。**煤价走强，泉店矿增利 0.63 亿元。**泉店矿是公司产能最大的在产煤矿，前三季度吨煤价格同比+73.7 元/吨，吨煤成本同比-23.3 元/吨。**本部氧化铝产能出清，汇源铝业关停业绩减亏 1.92 亿元。**公司于 2019 年底关停汇源铝业 80 万吨亏损产能，经营利润同比减亏 2.59 亿元。**总体来看，煤铝主业经营状况明显改善。**

● **云南神火完成并表满产在即，集团增持股份彰显信心**

公司 9 月对云南神火完成并表，持股比例由 32.2%增至 43.4%，权益增加将增厚项目业绩贡献。一系列 45 万吨已于 9 月初完全通电，年内可贡献约 30 万吨产量，二系列 45 万吨预计 2021Q1 完全通电，可几乎贡献全年业绩。煤炭方面，梁北矿技改扩产预计年底试运营，产能将新增 150 万吨。同时，集团拟在半年内增持不超过 1.5%股份，凸显了对公司未来业绩前景的信心与对投资价值的认可。

● **风险提示：**煤、铝价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南项目进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,835	17,618	20,142	27,523	29,275
YOY(%)	-0.3	-6.5	14.3	36.6	6.4
归母净利润(百万元)	239	1,345	730	1,280	1,585
YOY(%)	-35.1	463.3	-45.8	75.4	23.8
毛利率(%)	12.6	14.8	20.1	23.8	24.6
净利率(%)	1.3	7.6	3.6	4.7	5.4
ROE(%)	-0.8	6.4	11.6	21.4	19.8
EPS(摊薄/元)	0.13	0.71	0.38	0.67	0.83
P/E(倍)	42.3	7.5	13.9	7.9	6.4
P/B(倍)	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18,652	15,816	18,457	26,956	27,972
现金	9,103	10,304	5,367	17,127	13,699
应收票据及应收账款	981	963	1,553	1,796	1,736
其他应收款	2,287	159	2,765	1,170	3,037
预付账款	671	629	690	1,166	817
存货	5,110	2,130	7,021	4,521	7,478
其他流动资产	499	1,632	1,060	1,176	1,204
非流动资产	34,817	33,578	31,050	28,392	25,762
长期投资	3,354	3,390	3,633	3,818	3,990
固定资产	17,640	16,328	16,278	14,916	12,941
无形资产	5,663	4,885	4,851	4,817	4,783
其他非流动资产	8,160	8,976	6,288	4,841	4,048
资产总计	53,469	49,394	49,507	55,348	53,734
流动负债	40,948	36,293	38,490	43,473	40,549
短期借款	17,045	18,548	18,548	18,548	18,548
应付票据及应付账款	12,997	11,774	12,347	20,227	13,993
其他流动负债	10,906	5,971	7,595	4,697	8,007
非流动负债	4,867	4,264	1,232	-574	-2,332
长期借款	1,601	2,191	476	-1,334	-3,089
其他非流动负债	3,266	2,073	756	761	758
负债合计	45,816	40,558	39,723	42,899	38,217
少数股东权益	1,565	1,054	1,463	2,848	4,331
股本	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
资本公积	1,940	2,449	2,449	2,449	2,449
留存收益	2,118	3,329	4,308	6,600	9,238
归属母公司股东权益	6,088	7,782	8,321	9,601	11,186
负债和股东权益	53,469	49,394	49,507	55,348	53,734

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	422	131	1,184	13,199	-2,024
净利润	-64	569	1,138	2,665	3,068
折旧摊销	1,451	1,531	1,390	1,430	1,430
财务费用	1,948	1,614	1,453	1,438	1,424
投资损失	-409	-579	-628	-578	-578
营运资金变动	-1,443	-1,683	-2,170	8,243	-7,368
其他经营现金流	-1,061	-1,321	- 0	- 0	- 0
投资活动现金流	1,292	3,372	1,765	1,805	1,778
资本支出	516	1,129	795	22,295	22,295
长期投资	-10	0	-243	-130	-171
其他投资现金流	1,798	4,501	2,317	23,970	23,901
筹资活动现金流	-1,733	-3,418	-7,885	-3,244	-3,182
短期借款	1,774	1,503	- 0	- 0	- 0
长期借款	-3,870	590	-1,716	-1,810	-1,755
普通股增加	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资本公积增加	- 0	509	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	364	-6,020	-6,170	-1,434	-1,427
现金净增加额	-19	87	-4,937	11,760	-3,428

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,835	17,618	20,142	27,523	29,275
营业成本	16,457	15,010	16,092	20,981	22,087
营业税金及附加	505	472	504	688	732
营业费用	410	505	403	550	585
管理费用	620	1,033	806	1,101	1,171
研发费用	62	53	53	79	82
财务费用	1,948	1,614	1,453	1,438	1,424
资产减值损失	1,347	-1,685	- 0	- 0	- 0
其他收益	25	33	26	28	28
公允价值变动收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
投资净收益	409	579	628	578	578
资产处置收益	2,566	3,163	- 0	- 0	- 0
营业利润	487	1,008	1,486	3,291	3,800
营业外收入	113	149	131	140	135
营业外支出	214	95	100	100	100
利润总额	386	1,061	1,517	3,331	3,835
所得税	450	492	379	666	767
净利润	-64	569	1,138	2,665	3,068
少数股东损益	-303	-776	409	1,385	1,483
归母净利润	239	1,345	730	1,280	1,585
EBITDA	2,728	3,578	3,849	5,585	5,953
EPS(元)	0.13	0.71	0.38	0.67	0.83

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-0.3	-6.5	14.3	36.6	6.4
营业利润(%)	-54.0	106.9	47.5	121.4	15.5
归属于母公司净利润(%)	-35.1	463.3	-45.8	75.4	23.8
获利能力					
毛利率(%)	12.6	14.8	20.1	23.8	24.6
净利率(%)	1.3	7.6	3.6	4.7	5.4
ROE(%)	-0.8	6.4	11.6	21.4	19.8
ROIC(%)	-0.6	3.3	6.6	12.2	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	85.7	82.1	80.2	77.5	71.1
净负债比率(%)	229.2	175.3	145.0	5.0	14.7
流动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	14.3	18.1	16.0	16.4	16.6
应付账款周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.71	0.38	0.67	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.07	0.62	6.95	-1.06
每股净资产(最新摊薄)	3.20	4.09	4.38	5.05	5.89
估值比率					
P/E	42.3	7.5	13.9	7.9	6.4
P/B	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.7	7.4	6.7	2.4	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn