CMS 招商证券

中性-A（维持）

当前股价：5.33 元
2017 年 03 月 19 日

郑州煤电 600121.SH

关注ST之后的投资机会

公司两年亏损，年报之后将被*ST，目前时点并不适合介入。预计 2017 年产销量在 1000 万吨的水平，假定秦皇岛 Q5500 均价在 550，可实现 EPS 为 0.41，估值并不贵；今年神火集团董事长李崇调任郑煤集团董事长，国企改革预期升温，2017 年建议重点关注郑煤。短期我们给予“中性-A”评级，建议等待 ST 之后的布局机会。

- **产能：核定产能 1075 万吨，其中 235 万吨将于年底推出。**公司目前有 7 对生产矿井，按照 330 天核定的产能为 1075 万吨，其中权益产能 906 万吨，权益占比 84%。煤种为动力煤，公司没有洗煤厂，直接以原煤销售。190 万吨的米村矿和 45 万吨的教学二矿将于年底推出，但不影响今年产量，对产量的影响在明年。两对矿井退出后公司产能将下降到 840 万吨。此外，公司已经没有在建矿井。
- **产量：预计 2017 年煤炭产销 1000 万吨。**公司近几年煤炭产销量维持在 1100 万吨的水平，2016 年高岭矿关闭，预计 2017 年公司煤炭产量 1000 万吨，今年米村和教学二矿退出之后，预计 2018 年煤炭产量下降到 800 万吨。
- **价格：**目前公司原煤不含税价格 450-480 元/吨，基本上回到了 2013 年的水平。如果秦皇岛 Q5500 动力煤 2017 年中枢在 550-570 元/吨，我们测算公司综合售价会在 385-400 之间。
- **成本：**公司吨煤完全成本在 320 元左右，2017 年仍旧会控制成本。
- **盈利预测及评级：给予“中性-A”评级。**假定 2017 年秦皇岛 Q5500 均价在 550 附近，预计公司综合煤价 385 元/吨，完全成本 320 元/吨，吨煤净利 55 元，销量 1000 万吨，权益占比 84%，测算煤炭净利 4.6 亿，其他亏损 0.5 亿，归母净利 4.1 亿，EPS 为 0.41。由于公司两年亏损，年报之后将被*ST，目前时点并不适合介入。今年神火集团董事长李崇调任郑煤集团董事长，国企改革预期升温，2017 年建议重点关注郑煤。短期我们给予“中性-A”评级，建议等待 ST 之后的布局机会
- 风险提示：宏观经济复苏低于预期

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	19495	11996	10796	11660	10960
同比增长	-5%	-38%	-10%	8%	-6%
营业利润(百万元)	273	(479)	(636)	430	321
同比增长	-40%	-276%	33%	-168%	-25%
净利润(百万元)	62	(544)	(602)	414	310
同比增长	44%	-974%	11%	-169%	-25%
每股收益(元)	0.06	(0.54)	(0.59)	0.41	0.31
PB	1.3	1.6	1.9	1.7	1.6

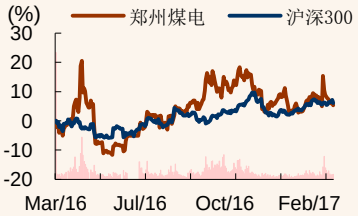
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3237
总股本（万股）	101534
已上市流通股（万股）	101534
总市值（亿元）	54
流通市值（亿元）	54
每股净资产（MRQ）	3.4
ROE（TTM）	-7.4
资产负债率	62.1%
主要股东	郑州煤炭工业(集团)有
主要股东持股比例	63.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-1	13
相对表现	-3	-7	3



资料来源：贝格数据、招商证券

卢平
021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁
021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理
刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

表 1：郑煤煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态	备注
赵家寨	动力煤	51%	37734	21777	300	153	在产	
超化	动力煤	100%	4753	3564	180	180	在产	
告成	动力煤	100%	13125	9844	120	120	在产	
白坪	动力煤	100%	13253	6100	180	180	在产	
芦沟	动力煤	100%	1433	1075	60	60	在产	
米村	动力煤	100%	1487	1115	190	190	在产	年底关
教学二矿	动力煤	51%	705	529	45	23	在产	年底关
		84%	72490	44005	1075	906		

资料来源：wind、招商证券

表 2：煤炭历史损益测算

单位：元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
综合售价	473	481	432	353	247	235
原煤产量	486	1111	1119	1095	1042	518
商品煤产量						
销量	472	1093	1070	1055	1014	530
原煤洗出率						
成本测算：						
原材料	60	50	40	33	19	17
燃料及动力	22	22	21	22	16	16
职工薪酬	140	138	137	117	96	80
折旧摊销	30	30	31	29	28	28
维简及安全费用	60	50	49	49	51	35
其他	34	17	13	7	15	13
生产成本	346	306	292	256	227	189
吨煤毛利	128	175	140	97	20	45
毛利率	27%	36%	32%	27%	8%	19%
三费及附加	51	63	57	51	49	30
完全成本	431	396	377	348	310	273
吨煤利润	42.8	84.7	54.9	4.9	-62.7	-38.5
所得税	11	21	14	1	0	0
吨煤净利	32.1	63.5	41.1	3.7	-62.7	-38.5
煤炭业务损益(亿元)	1.5	6.9	4.4	0.4	-6.4	-2.0
现金生产成本	316	277	261	227	198	161
现金完全成本	396	362	341	314	276	240

资料来源：wind、招商证券

表 3：煤炭盈利弹性测算

秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600
综合售价	329	350	375	385	399	420
完全成本	320	320	320	320	320	320
吨煤利润	9	30	55	65	79	100
所得税	1	5	8	10	12	15
吨煤净利	8	26	46	55	67	85
销量-万吨	1000	1000	1000	1000	1000	1000
煤炭净利-万元	7650	25500	46325	55250	67150	85000
权益占比	84%	84%	84%	84%	84%	84%
权益净利	6426	21420	38913	46410	56406	71400
其他净利	-5000	-5000	-5000	-5000	-5000	-5000
归母净利	1426	16420	33913	41410	51406	66400

秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600
股本-万	101534	101534	101534	101534	101534	101534
EPS	0.01	0.16	0.33	0.41	0.51	0.65

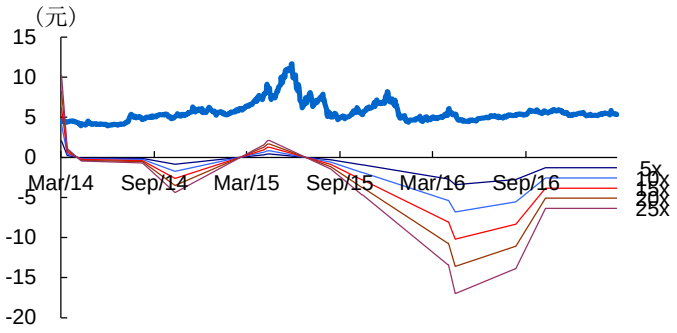
资料来源：wind、招商证券

表 4：EPS 敏感性分析

秦皇岛 Q5500/完全成本	470	500	535	550	570	600
300	0.15	0.30	0.47	0.55	0.65	0.79
310	0.08	0.23	0.40	0.48	0.58	0.72
320	0.01	0.16	0.33	0.41	0.51	0.65
330	-0.06	0.09	0.26	0.34	0.44	0.58
340	-0.13	0.02	0.19	0.27	0.37	0.51

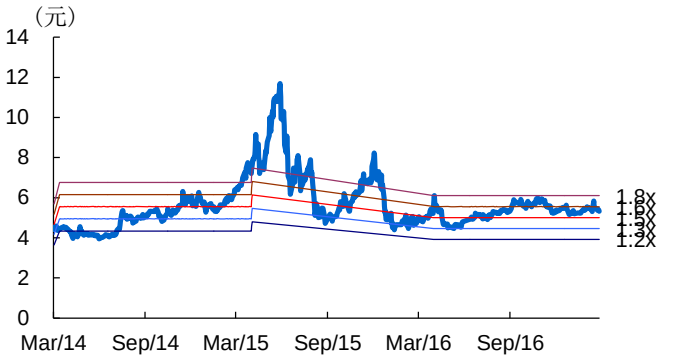
资料来源：wind、招商证券

图 1：郑州煤电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：郑州煤电历史 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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3876	4079	3176	3405	3411
现金	1333	1844	1256	1342	1467
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	696	630	567	613	576
应收款项	1030	966	823	889	836
其它应收款	90	84	75	81	77
存货	304	301	241	255	242
其他	423	255	213	226	214
非流动资产	7489	7017	7003	6992	6983
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5347	5085	5142	5194	5242
无形资产	750	694	624	562	506
其他	1392	1238	1237	1235	1235
资产总计	**11365**	**11096**	**10179**	**10397**	**10394**
流动负债	5492	6431	5677	5249	5029
短期借款	1480	3420	4225	3760	3574
应付账款	1093	978	579	611	581
预收账款	231	113	94	99	94
其他	2688	1920	779	779	779
长期负债	601	223	723	923	923
长期借款	392	0	500	700	700
其他	209	223	223	223	223
负债合计	**6094**	**6654**	**6400**	**6173**	**5952**
股本	1015	1015	1015	1015	1015
资本公积金	813	550	550	550	550
留存收益	2389	1874	1272	1676	1862
少数股东权益	1054	1002	941	983	1015
归属于母公司所有者权益	4218	3439	2838	3241	3427
负债及权益合计	**11365**	**11096**	**10179**	**10397**	**10394**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(308)	(297)	(405)	1111	1165
净利润	62	(544)	(602)	414	310
折旧摊销	694	511	512	510	508
财务费用	288	240	280	260	240
投资收益	(341)	(296)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1223)	(177)	(516)	(110)	87
其它	212	(32)	(70)	47	29
投资活动现金流	454	371	(500)	(500)	(500)
资本支出	(16)	(8)	(500)	(500)	(500)
其他投资	470	379	0	0	0
筹资活动现金流	(718)	312	317	(525)	(540)
借款变动	(514)	506	587	(265)	(186)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	143	(263)	0	0	0
股利分配	(254)	(102)	0	(10)	(124)
其他	(93)	171	(270)	(250)	(230)
现金净增加额	(572)	385	(588)	86	125

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19495	11996	10796	11660	10960
营业成本	18348	11746	9716	10260	9754
营业税金及附加	131	116	104	112	106
营业费用	116	96	64	94	65
管理费用	658	508	457	494	464
财务费用	268	227	280	260	240
资产减值损失	43	78	820	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	341	296	10	10	10
营业利润	273	(479)	(636)	430	321
营业外收入	30	3	15	15	15
营业外支出	10	12	10	10	10
利润总额	293	(489)	(631)	435	326
所得税	130	111	32	(21)	(16)
净利润	163	(600)	(663)	456	342
少数股东损益	100	(55)	(61)	42	32
归属于母公司净利润	62	(544)	(602)	414	310
EPS（元）	0.06	(0.54)	(0.59)	0.41	0.31

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-5%	-38%	-10%	8%	-6%
营业利润	-40%	-276%	33%	-168%	-25%
净利润	44%	-974%	11%	-169%	-25%
获利能力					
毛利率	5.9%	2.1%	10.0%	12.0%	11.0%
净利率	0.3%	-4.5%	-5.6%	3.5%	2.8%
ROE	1.5%	-15.8%	-21.2%	12.8%	9.0%
ROIC	26.1%	-3.4%	-4.4%	8.3%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	60.0%	62.9%	59.4%	57.3%
净负债比率	21.0%	37.3%	46.4%	42.9%	41.1%
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	1.7	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	64.5	38.8	35.8	41.4	39.3
应收帐款周转率	29.8	12.0	12.1	13.6	12.7
应付帐款周转率	18.8	11.3	12.5	17.2	16.4
每股资料（元）					
每股收益	0.06	-0.54	-0.59	0.41	0.31
每股经营现金	-0.30	-0.29	-0.40	1.09	1.15
每股净资产	4.15	3.39	2.79	3.19	3.38
每股股利	0.10	0.10	0.01	0.12	0.09
估值比率					
PE	86.9	-9.9	-9.0	13.1	17.5
PB	1.3	1.6	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.4	49.3	63.1	8.2	9.2

资料来源：公司数据、招商证券

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：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014 年 3 月年加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015 年 7 月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获 2007~2015 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015 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，任何机构和个人均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。