CMS 招商证券

中性-B（维持）

当前股价：6.43 元
2016 年 11 月 04 日

冀中能源 000937.SZ

增产需要时间，业绩仍难释放

受益供给侧改革，公司煤价 9 月以来持续上涨，但由于历史欠账较多，业绩仍难释放，需要一定时间消化以前欠账，预计全年净利仅 3.5 亿左右，EPS 约 0.1 元/股。当前政策持续打压煤价，建议投资者等待煤价调整后的投资机会。

- **煤炭板块：增产需要时间，全年产量预计 2900 万吨。**公司目前共有 25 个矿井，其中 23 个生产矿井，2 个在建矿井，按照 276 天重新核定后在产产能 3150 万吨，全年预计原煤产量 2900 万吨，与 2015 年基本持平。近期发改委要求部分安全先进矿井恢复到 330 天生产，但是由于前期生产设备和安全设施投入下降，且人员已经重新安置，重新布置工作面又需要大约 1-2 个月的时间，预计需要一段时间才能逐步提升至 330 天的产能。

  分矿区来看，本部邢台矿区 8 个矿；276 天产能 953 万吨，主产主焦煤和 1/3 焦煤，精煤洗出率 50%左右，整体洗煤回收率 80%。不含财务费用的完全成本在 300 元/吨以上。目前出厂的主焦精煤含税价格在 1140 元/吨，1/3 焦煤在 1040 元/吨，洗中煤在 370 元/吨。

  峰峰矿区目前有 4 个矿，276 天产能 760 万吨，其中大淑村矿和万年矿是动力煤，新三矿和梧桐矿是焦煤。精煤洗出率也在 50%左右，完全成本比邢台本部高一些，约 350 元/吨，焦煤售价与公司本部一致。动力煤发热量在 3700-5000 大卡之间，洗选掺配之后平均发热量在 4500 大卡，综合售价目前在 400 左右。

  邯郸矿区目前也是 4 个矿，276 产能 454 万吨，动力煤，成本在 300 左右，但煤质比较差。

  山西矿区目前有 3 个矿，都是动力煤，发热量在 5000 大卡左右，以原煤形式出售。其中段王矿 276 天产能 252 万吨，控股 73%，目前还处于待验收状态，今年无法完全出力，预计能贡献 200 万吨产量；76 万吨的友众矿和 101 万吨平安矿正常生产，但公司权益占比仅 37%。成本方面，友众和平安完全成本均在 200 左右，段王高些在 250 左右，当前售价 290 元/吨，已经实现盈利，但上半年煤价太低，预计山西地区全年依旧亏损。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	18257	12537	14418	18743	20940
同比增长	-29%	-31%	15%	30%	12%
营业利润(百万元)	(114)	18	192	751	771
同比增长	-107%	-116%	967%	291%	3%
净利润(百万元)	24	352	358	954	975
同比增长	-98%	1343%	2%	166%	2%
每股收益(元)	0.01	0.10	0.10	0.27	0.28
PB	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1

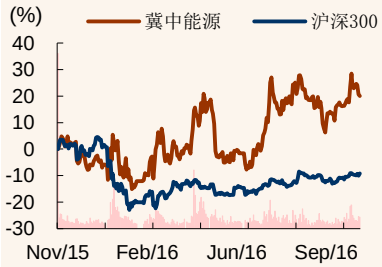
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3129
总股本（万股）	353355
已上市流通股（万股）	290660
总市值（亿元）	227
流通市值（亿元）	187
每股净资产（MRQ）	5.3
ROE（TTM）	2.3
资产负债率	53.4%
主要股东	冀中能源集团有限责
主要股东持股比例	44.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	2	27
相对表现	0	-3	30



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《冀中能源（000937）—高弹性低估值，供给侧行情优选标的》2016-05-03

2、《冀中能源（000937）—高弹性焦煤标的，受益供给侧改革》2016-04-22

3、《冀中能源（000937）—报表实现微利，煤炭业务处于亏损边缘》2015-08-30

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

内蒙矿区目前有 4 个矿，276 天产能 479 万吨，权益占比均为 72%，煤种为不粘煤；目前生产矿井有 3 个，张大银矿（151 万吨）、盛鑫矿（101 万吨）、武媚牛矿（176 万吨），50 万吨的在建矿平安矿已经停建，涉及村庄的搬迁，短期不会进展。张大银矿是露天矿，完全成本仅 110 元/吨，其余井工矿，完全成本 180 元/吨，目前当地售价 130-140 元/吨，预计内蒙地区煤矿全年亏损。

焦化板块：公司与天津铁厂合作的 130 万吨焦炭生产线由天津铁厂运营，9 月份开始盈利，但全年依旧亏损，预计亏损 1 亿左右，主要是由于天铁方面此前需求低迷，金牛天铁开工率一直不足。近期天津铁厂大窑炉要复产，需求会起来，预计明年可实现盈利。

PVC 方面：公司 23 万吨的生产线一直处于停产检修状态，近期 PVC 价格持续上涨，沧州聚隆化工准备复产，今年依旧亏损；此外还有一条 40 万吨的生产线在建。

玻纤方面：公司玻纤板块盈利较好，上半年盈利 1200 万，公司未来可能在玻纤产业链上进行延伸。

股权运作：公司近期以章村矿、陶一矿、显德汪矿外加 12 亿现金作对价从集团手中购买上市公司华北制药 2.5 亿股股权，华北制药拟向高附加值药生产商转型，预计该部分股权存在一定增值潜力。

煤价判断：在发改委不断要求煤企增产的政策下，公司判断 276-330 产能释放进度可能低于市场预期，短期煤价预计仍能维持，不过之后煤价还是可能会面临调整（动力煤和焦煤期货的 1705 都低于 1701）。

盈利预测及评级：

- 预计公司 2016 年实现净利 3.5 亿，对应 EPS 约 0.1 元/股。
- 2017 年煤价目前看不清楚，我们测算在秦皇岛 5500 大卡 450、500 和 550 元/吨的情况下，预计公司每股收益分别为 0.1 元/股、0.3 元/股、0.6 元/股。这里没有考虑公司成本的回升，由于公司在行业周期下行的过程中历史欠账较多，煤价反弹后会首先补以前的欠账，报表反应出来的业绩会远低于预期。
- 政府不断要求增产打压煤价，建议投资者等待煤价调整后的投资机会。

风险提示：政府煤价调控效果低于预期

表 1：煤矿明细（单位：万吨）

煤矿名称	煤种	权益占比	地质储量	可采储量	产能-330	产能-276	权益产能-330	权益产能-276	状态
邢台矿	1/3 焦煤、肥	100%	38,768	2,122	210	176	210	176	在产
邢东矿	1/3 焦煤	100%	25,393	6,127	125	105	125	105	在产
邢北煤业	焦煤	100%	997	579	45	38	45	38	在产
西庞井	焦煤	100%	614	369	60	50	60	50	在产
东庞矿	1/3 焦煤	100%	42,195	5,773	420	353	420	353	在产
东庞矿北井	1/3 焦煤	100%	9,042	1,100	90	76	90	76	在产
葛泉矿	焦煤、瘦煤	100%	11,761	1,065	95	80	95	80	在产
葛泉矿东井	焦煤、瘦煤	100%	1,479	832	90	76	90	76	在产
大淑村矿	动力煤	100%	11,342	2,274	150	126	150	126	在产
万年矿	动力煤	100%	23,541	6,354	360	302	360	302	在产
新三矿	肥煤、焦煤	100%	9,578	1,321	95	80	95	80	在产
梧桐庄矿	肥煤、焦煤	100%	38,612	6,012	300	252	300	252	在产
陶二矿	动力煤	100%	32,727	4,363	120	101	120	101	在产
云驾岭矿	动力煤	100%	7,263	1,738	180	151	180	151	在产
郭二庄矿	动力煤	100%	14,000	2,254	180	151	180	151	在产
郭二庄矿二	动力煤	100%	6,164	674	60	50	60	50	在产
段王煤业	动力煤	73%	43,596	16,085	300	252	220	184	待验收
友众煤矿	动力煤	37%	7,345	5,509	90	76	34	28	在产
平安煤矿	动力煤	37%	3,062	2,297	120	101	45	38	在产
张大银矿	不粘煤	72%	2,407	2,380	180	151	130	109	在产
平安煤矿	长焰煤	72%	5,159	2,283	60	50	43	36	在建
盛鑫煤矿	不粘煤	72%	6,773	4,253	120	101	86	73	在产
武媚牛矿	不粘煤	72%	9,191	3,727	210	176	151	127	在产
宣东二矿	弱黏煤	100%	10,873	4,127	150	126	150	126	在产
榆树沟矿	褐煤	100%	27,000	11,213	120	101	120	101	在建
	在产小计	91%	356723	81334	3750	3150	3395	2852	
	在建小计	91%	32159	13,496	180	151	163	137	
	合计	91%	388882	94830	3930	3301	3558	2989	

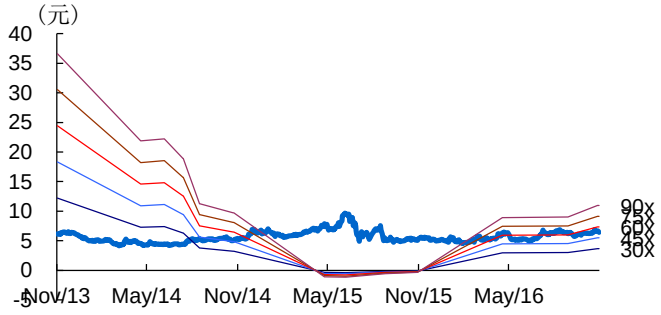
资料来源：wind、招商证券

表 2：煤炭板块测算

单位：万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	814	668	546	415	346	348	335
煤炭产量	3415	3642	3747	3295	1520	2965	1299
精煤产量	2,051	1,909	1,954	1,700	789	1,638	742
销量	3834	3797	3763	3373	1520	2951	1289
精煤产量占比	60%	52%	52%	52%	52%	55%	57%
成本测算：							
原材料	385	230	180	120	80	100	60
燃料及动力	17	18	18	19	18	18	18
职工酬薪	96	102	92	76	78	83	76
折旧摊销	29	33	35	39	42	38	38
维简及安全费用	34	27	28	29	23	31	27
其他	19	42	35	27	24	33	27
销售成本小计	579	451	387	309	265	303	246
三费及附加	132	137	119	116	93	102	80
完全成本	711	588	506	425	358	405	326
吨煤毛利	235	217	159	106	81	45	89
毛利率	29%	32%	29%	26%	23%	13%	26%
吨煤利润	103	80	40	-10	-12	-57	9
所得税	29	19	13	2	6	-4	5
吨煤净利	74	61	26	-12	-18	-53	4
煤炭业务损益(亿元)	28	23	10	-4	-3	-16	1
现金生产成本	550	418	352	270	222	265	208
现金完全成本	672	545	461	376	306	357	278

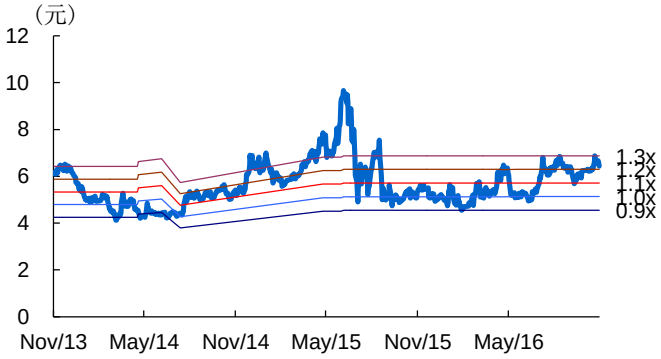
资料来源：wind、招商证券

图 1：冀中能源历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：冀中能源历史 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	13902	14351	12704	16660	18776
现金	3734	4553	1689	2361	2778
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2653	2115	2433	3162	3533
应收款项	4561	4465	5073	6595	7368
其它应收款	508	308	354	460	514
存货	1157	1057	1041	1335	1512
其他	1288	1854	2114	2746	3070
非流动资产	27821	26357	25869	25431	25038
长期股权投资	2698	1746	1746	1746	1746
固定资产	13757	13878	13992	14097	14192
无形资产	6309	5970	5373	4836	4352
其他	5057	4764	4758	4752	4748
资产总计	**41724**	**40708**	**38573**	**42091**	**43814**
流动负债	12883	14824	11665	13596	14574
短期借款	4336	2070	4200	4500	4500
应付账款	4939	5095	5067	6500	7359
预收账款	399	371	369	473	536
其他	3209	7288	2029	2123	2179
长期负债	8078	5920	6670	7470	7470
长期借款	3854	4432	5182	5982	5982
其他	4224	1488	1488	1488	1488
负债合计	**20961**	**20744**	**18335**	**21066**	**22044**
股本	2718	3534	3534	3534	3534
资本公积金	5074	4163	4163	4163	4163
留存收益	10576	10661	10983	11902	12781
少数股东权益	2394	1607	1557	1426	1292
归属于母公司所有者权益	18369	18357	18680	19599	20478
负债及权益合计	**41724**	**40708**	**38573**	**42091**	**43814**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1952	1051	1295	1650	2605
净利润	24	352	358	954	975
折旧摊销	1721	1473	1851	1800	1755
财务费用	755	652	700	750	800
投资收益	(209)	(1997)	(70)	(70)	(70)
营运资金变动	(205)	842	(1503)	(1674)	(732)
其它	(134)	(270)	(41)	(109)	(122)
投资活动现金流	(2891)	846	(1363)	(1363)	(1363)
资本支出	(2873)	(1918)	(1363)	(1363)	(1363)
其他投资	(18)	2764	0	0	0
筹资活动现金流	879	(962)	(2795)	385	(826)
借款变动	(1034)	779	(2129)	1100	0
普通股增加	405	815	0	0	0
资本公积增加	2690	(911)	0	0	0
股利分配	(578)	(272)	(35)	(35)	(96)
其他	(604)	(1373)	(630)	(680)	(730)
现金净增加额	(60)	935	(2863)	672	417

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	18257	12537	14418	18743	20940
营业成本	14539	11018	10957	14057	15915
营业税金及附加	279	261	216	281	314
营业费用	386	438	305	397	443
管理费用	2413	1938	1906	2477	2768
财务费用	755	652	700	750	800
资产减值损失	207	211	211	100	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	209	1997	70	70	70
营业利润	(114)	18	192	751	771
营业外收入	371	315	315	315	315
营业外支出	330	178	178	178	178
利润总额	(72)	156	330	888	908
所得税	91	(148)	21	66	67
净利润	(164)	303	309	823	841
少数股东损益	(188)	(48)	(49)	(131)	(134)
归属于母公司净利润	24	352	358	954	975
EPS（元）	0.01	0.10	0.10	0.27	0.28

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-29%	-31%	15%	30%	12%
营业利润	-107%	-116%	967%	291%	3%
净利润	-98%	1343%	2%	166%	2%
获利能力					
毛利率	20.4%	12.1%	24.0%	25.0%	24.0%
净利率	0.1%	2.8%	2.5%	5.1%	4.7%
ROE	0.1%	1.9%	1.9%	4.9%	4.8%
ROIC	2.9%	2.0%	2.8%	4.4%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	51.0%	47.5%	50.0%	50.3%
净负债比率	21.0%	28.3%	24.3%	24.9%	23.9%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	12.5	10.0	10.4	11.8	11.2
应收帐款周转率	4.0	2.8	3.0	3.2	3.0
应付帐款周转率	3.0	2.2	2.2	2.4	2.3
每股资料（元）					
每股收益	0.01	0.10	0.10	0.27	0.28
每股经营现金	0.72	0.30	0.37	0.47	0.74
每股净资产	6.76	5.20	5.29	5.55	5.80
每股股利	0.10	0.10	0.01	0.03	0.08
估值比率					
PE	717.1	64.6	63.4	23.8	23.3
PB	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.9	12.0	8.4	6.9	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。