

强烈推荐-A (维持)

冀中能源 000937.SZ

当前股价: 6.7 元

2017 年 04 月 04 日

高弹性低估值河北煤企龙头，最受益新区建设

基础数据

上证综指	3223
总股本(万股)	353355
已上市流通股(万股)	290660
总市值(亿元)	237
流通市值(亿元)	195
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	-6	8	26
相对表现	-6	2	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《冀中能源(000937)一增产需要时间,业绩仍难释放》2016-11-04
- 2、《冀中能源(000937)一高弹性低估值,供给侧行情优选标的》2016-05-03
- 3、《冀中能源(000937)一高弹性焦煤标的,受益供给侧改革》2016-04-22

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

4月1日,国务院宣布设立雄安新区,这是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区。这个时点很类似去年1月份供给侧改革刚刚提出的时候,能感受到政策力度空前,但对供需的影响还难以量化,唯一确定的是区域内的基建和房地产链条企业会直接受益,进而传导到上游的煤炭企业。因此,建议前期当主题炒,从主题的角度看,冀中是最受益的煤炭标的;后期随着基建项目的实质推进,才会带来基本面改善驱动的投资机会。假定秦港 Q5500 今年均价在 600,测算公司 2017 年 EPS 为 0.77 元/股,对应 PE 仅 9 倍, PB 不足 1.3 倍,估值处于历史低位,低估值高弹性,维持“强烈推荐-A”投资评级,建议积极配置。

- **雄安新区将引爆冀中基建和房地产需求。**河北是中国工业大省,此次设立的雄安新区位于北京、天津和保定之间,整体处于河北中北部。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发,起步区面积约 100 平方公里,中期发展区面积约 200 平方公里,远期控制区面积约 2000 平方公里。参考此前深圳特区和浦东新区的建设经验,雄安新区预计也是平地起城,这将为当地和周边区域带来大量的基建和房地产建设需求,进而拉动当地煤炭需求。
- **冀中能源是河北省核心煤炭供应商,本身处于煤价高地。**河北每年煤炭产量约 8000 万吨,消费量接近 3 亿吨,每年净调入 2 亿多吨,主要从晋陕蒙地区调入,当地煤企较调入煤有大约 100 元/吨的运输优势,主要靠汽运煤调入,当前公路治超和限制京津冀地区汽运煤的背景下,冀中地区的煤价高地特征将更加明显,新区建设将进一步拉大价差,最利好冀中能源。
- **煤炭产销量约 3000 万吨,全年煤价预计高位震荡。**今年煤炭行业整体将呈现供应偏紧的状态,秦港 Q5500 煤价中枢大概率在 600 以上,焦煤库存依旧处于低位,存在涨价趋势,看好冀中全年业绩。PVC、玻纤、焦炭等业务体量较小,整体预计盈亏平衡,对业绩的影响很小。
- **盈利预测与投资评级:**我们测算 2017 年 EPS 为 0.77 元/股,9 倍 PE,给以“强烈推荐-A”评级,建议积极配置。
- **风险提示:**新区建设低于预期,煤价大幅回落

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	20185	19175
同比增长	-29%	-31%	15%	40%	-5%
营业利润(百万元)	(114)	18	367	3779	3585
同比增长	-107%	-116%	1936%	931%	-5%
净利润(百万元)	24	352	341	2704	2572
同比增长	-98%	1343%	-3%	692%	-5%
每股收益(元)	0.01	0.10	0.10	0.77	0.73
PE	747.2	67.3	69.4	8.8	9.2
PB	1.0	1.3	1.3	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、雄安新区建设引爆冀中基建和房地产需求	4
1、河北是煤炭调入大省，区内煤企受益新区建设	4
2、河北龙头煤企，在产产能 3750 万吨	6
二、煤价高位震荡，煤炭板块业绩弹性有望爆发	9
1、煤炭板块业绩反转	9
2、煤炭板块业绩弹性测算	11
三、煤化建电多元发展	13
1、PVC 价格低位运行，为减亏停止生产	13
2、焦炭生产线利用率提升，17 年有望盈利	14
3、玻纤业务盈利较好，未来有望延伸产业链	15
四、最受益雄安新区煤炭标的	16

图表目录

表 1: 煤矿产能统计	7
表 2: 矿区数据概览	7
表 3: 公司煤矿明细	7
表 4: 冀中集团煤炭资源分布	8
表 6: 冀中煤炭板块历史业绩测算	11
表 7: 冀中能源弹性测算	11
表 8: 冀中能源 EPS 弹性测算	12
表 9: 金牛天铁煤焦化有限公司经营数据	14
表 10: 电力业务经营数据	15
表 11: 冶金煤标的股价对煤价上涨弹性	16
表 12: 行业估值比较表	17
附: 财务预测表	19
图 1 雄安新区规划图	4
图 2 河北原煤产量	5
图 3 河北煤炭消费量	5
图 4 冀中地区形成了价格高地	6
图 5 冀中和侯马 Q4500 价差扩大	6
图 6 煤炭板块收入走势	9
图 7 煤炭收入占比	9
图 8 原煤产量持续下滑	9
图 9 精煤产量相对稳定	9
图 10 公司煤炭销量走势	10
图 11 库存占比低于 5%	10
图 12 公司煤炭综合售价	10

图 13 环渤海动力煤指数	10
图 14 华北聚氯乙烯市场均价	13
图 15 公司聚氯乙烯价格不断下降	13
图 16 PVC 产量	13
图 17 PVC 生产成本	13
图 18 焦炭历年产量	14
图 19 全国焦化企业开工率触底回升	14
图 20 焦炭历年综合售价	14
图 21 历年生产成本	14
图 22 玻纤产量持续下滑	15
图 23 玻纤销量持续下滑	15
图 24 玻纤历年综合售价	15
图 25 玻纤业务 2015 年实现扭亏	15
图 26 PE-TTM 走势	16
图 27 PB 处于历史低位	16

一、雄安新区建设引爆冀中基建和房地产需求

1、河北是煤炭调入大省，区内煤企受益新区建设

河北是中国工业大省，也是经济大省，此次设立的雄安新区位于北京、天津和保定之间，整体处于河北中北部。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。参考此前深圳特区和浦东新区的建设经验，雄安新区预计也是平地起城，这将为当地和周边区域带来大量的基建和房地产建设需求，进而拉动当地煤炭需求。

图 1 雄安新区规划图



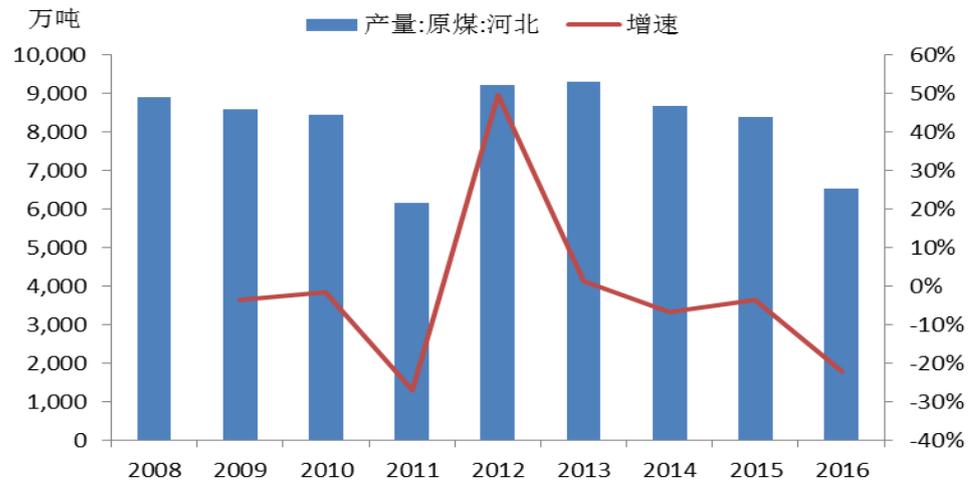
资料来源：wind、招商证券

就煤炭产销而言，河北是煤炭生产大省，也是煤炭消费大省，整体是净调入省份。

生产方面，2016 年供给侧改革河北退出了 56 处煤矿，涉及产能 1458 万吨，2017 年计划退出 13 处煤矿，涉及产能 941 万吨；目前河北省内煤炭在产产能（不包含省内煤企在省外的煤矿）在 8500 万吨左右；2016 年河北煤炭产量只有 6520 万吨，环比 2015 年的 8384 万吨下降了 22%，主要是受 276 政策影响；当前煤炭供需矛盾缓和甚至呈现供给偏紧的状态，276 政策大概率不会再实施；此外，河北省的煤炭资源开发已经很完善，省内已经基本没有在建产能；预计未来河北省煤炭产量在 7000-8000 万吨之间。

就企业层面而言，河北省内煤企经过多年的整合之后目前只剩下冀中集团和开滦集团两家省属煤炭集团，民营矿井大部分都已经退出。目前冀中集团在省内大概有 4500 万吨产能，开滦集团有大概 3800 万吨产能，除此之外就是一些民营或者地方小矿，产能已经微不足道。所以，在河北煤炭市场，冀中和开滦有很强的话语权。

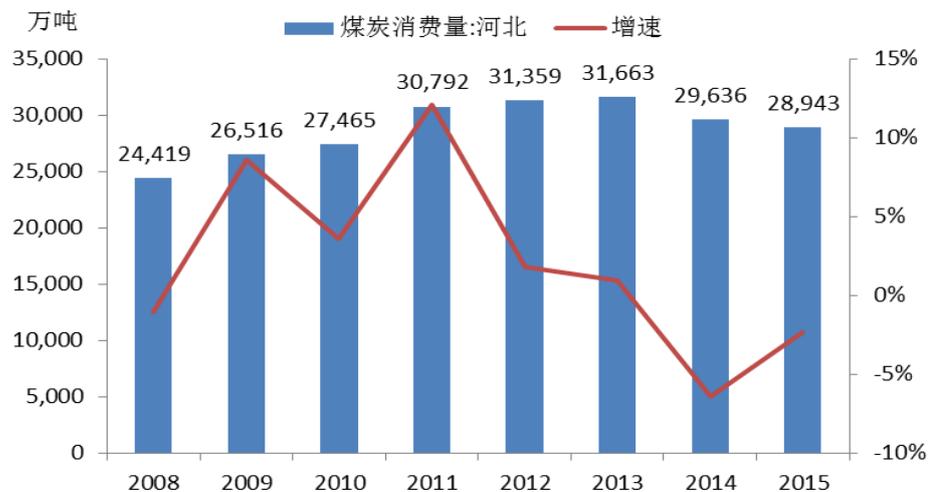
图 2 河北原煤产量



资料来源：wind、招商证券

消费方面，河北一直是中国工业大省，仅钢铁产量就占到全国四分之一，近几年煤炭消费维持在 3 亿吨的水平，占全国煤炭消费量的比重大致在 7%，而产量占比不足 2%，每年煤炭调入量在 2 亿吨的水平。

图 3 河北煤炭消费量

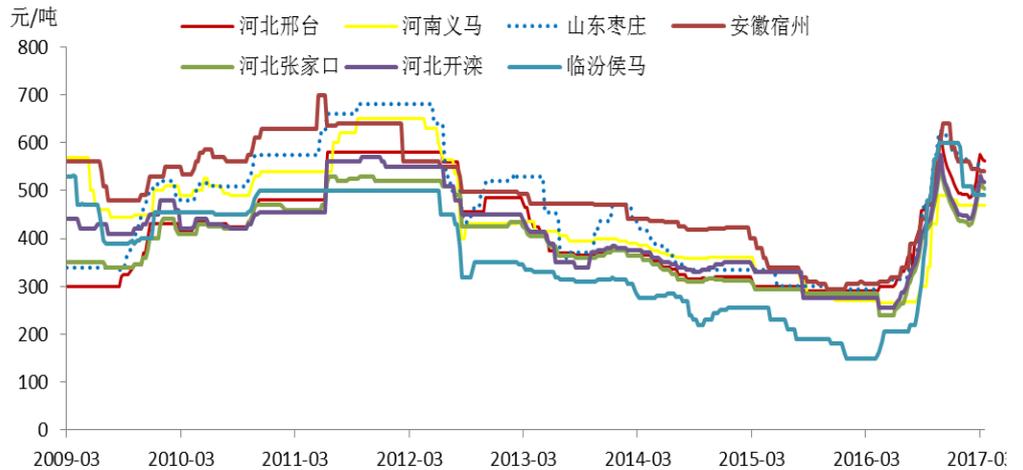


资料来源：wind、招商证券

从区域来看，河北省周边的山东、河南虽然都是煤炭生产大省，但也都是煤炭净调入省。山东每年煤炭产量大概 1.5 亿吨，消费量 2.8 亿吨，净调入 1.3 亿吨；河南产量 1.2 亿吨，消费 2.3 亿吨，净调入约 1.1 亿吨。河北的煤炭主要从晋陕蒙地区调入，西煤东运的两大通道大秦线和朔黄线都从河北省内通过，而雄安新区位于这两大通道之间，当地煤企较调入煤具有运距优势，目前从大同南站到保定站的铁运煤运费报价在 100 元/吨左右。当前华北地区出于环保考虑在大力整治汽运煤，这会进一步抬高河北地区的煤价中枢，冀中集团最为受益（开滦的矿主要位于唐山）。

具体来看，河北地区动力煤发热量普遍在 4500 大卡左右，横向比较全国各地 Q4500 动力煤的车板价可以发现，冀中地区的车板价大部分时间都是最高的，冀中地区由于铁路运输网络的欠发达导致该地区成了一个典型的煤价高地。

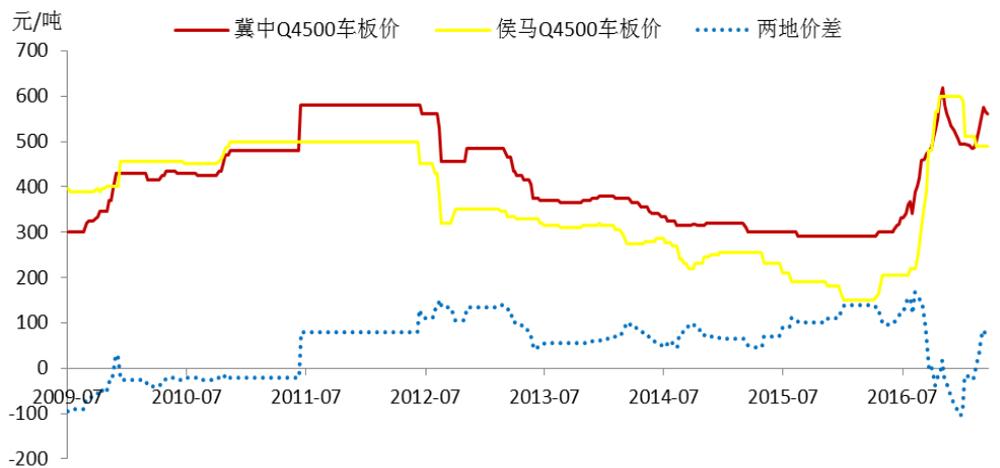
图 4 冀中地区形成了价格高地



资料来源: wind、招商证券

从价差来看，冀中邢台地区和主产地山西临汾侯马的 Q4500 动力煤价格长期均值在 52 元/吨左右，近期由于京津冀地区大力整治汽运煤，价差扩大到目前的 72 元/吨。在铁运欠缺，汽运受限的背景下，如果雄安新区再带来大量增量需求，冀中地区的煤炭高地特征将会更加明显，与周边地区的价差将会继续扩大，非常有利于区域内的煤企。

图 5 冀中和侯马 Q4500 价差扩大



资料来源: wind、招商证券

2、河北龙头煤企，在产产能 3750 万吨

冀中能源是河北省重点煤炭生产企业，控股股东冀中集团煤炭产能过亿吨，是河北省仅次于河北钢铁的第二大企业。冀中能源作为集团旗下上市平台，在 2010 通过资产重组的方式收购了集团旗下部分优质矿井，随后在山西和内蒙参与了当地煤炭资源整合，形成了目前煤炭产业河北、山西、内蒙三地布局的格局。

目前公司拥有煤炭产能 3930 万吨，其中在产 23 对矿井，产能 3750 万吨，在建 2 对矿井，产能 180 万吨。地质储量 39 亿吨，可采储量 9.5 亿吨，可采储量占地质储量比例不到 25%，低于行业平均水平，主要是由于地质条件影响，随着勘探开采技术的完善和进步，未来可开采量可以提升。

表 1: 煤矿产能统计

状态 (单位: 万吨)	数量	地质储量	可采储量	产能	权益产能
在产	23	356723	81334	3750	3395
在建	2	32159	13496	180	163
合计	25	388882	94830	3930	3558

资料来源: wind、招商证券

分矿区来看: 公司煤炭资源分布在六个矿区, 河北的邢台矿区、峰峰矿区、邯郸矿区、张家口矿区以及山西矿区、内蒙矿区, 河北四个矿区以焦煤和无烟煤为主, 产能 2850 万吨, 占比 73%; 山西矿区以动力煤为主, 产能 510 万吨, 占比 13%; 内蒙矿区以褐煤为主, 产能 570 万吨, 占比 14%。

表 2: 矿区数据概览

单位: 万吨	煤种	地质储量	可采储量	产能	权益产能
邢台矿区	焦煤、瘦煤	130249	17967	1135	1135
峰峰矿区	肥煤、焦煤	83073	15961	905	905
邯郸矿区	无烟煤	69148	9792	540	540
张家口矿区	褐煤	37873	15340	270	270
山西矿区	贫煤	54003	23890	510	298
内蒙矿区	褐煤	23530	12643	570	410

资料来源: wind、招商证券

在建煤矿方面: 公司目前有两个在建矿, 内蒙矿区 60 万吨的平安煤矿和张家口矿区 120 万吨的榆树沟矿, 平安矿基建已经基本完工, 榆树沟矿建设进度已经停滞, 工程进度仅 20%, 未来将会退出。公司未来产能扩张将主要来自于集团注入。

表 3: 公司煤矿明细

单位: 万吨	煤种	权益占比	地质储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
邢台矿	1/3 焦煤、肥煤	100%	38,768	2,122	210	210	在产
邢东矿	1/3 焦煤	100%	25,393	6,127	125	125	在产
邢北煤业	焦煤	100%	997	579	45	45	在产
西庞井	焦煤	100%	614	369	60	60	在产
东庞矿	1/3 焦煤	100%	42,195	5,773	420	420	在产
东庞矿北井	1/3 焦煤	100%	9,042	1,100	90	90	在产
葛泉矿	焦煤、瘦煤	100%	11,761	1,065	95	95	在产
葛泉矿东井	焦煤、瘦煤	100%	1,479	832	90	90	在产
大淑村矿	动力煤	100%	11,342	2,274	150	150	在产
万年矿	动力煤	100%	23,541	6,354	360	360	在产
新三矿	肥煤、焦煤	100%	9,578	1,321	95	95	在产
梧桐庄矿	肥煤、焦煤	100%	38,612	6,012	300	300	在产
陶二矿	动力煤	100%	32,727	4,363	120	120	在产
云驾岭矿	动力煤	100%	7,263	1,738	180	180	在产
郭二庄矿	动力煤	100%	14,000	2,254	180	180	在产
郭二庄矿二坑	动力煤	100%	6,164	674	60	60	在产
段王煤业	动力煤	73%	43,596	16,085	300	220	在产
友众煤矿	动力煤	37%	7,345	5,509	90	34	在产
平安煤矿	动力煤	37%	3,062	2,297	120	45	在产
张大银矿	不粘煤	72%	2,407	2,380	180	130	在产
平安煤矿	长焰煤	72%	5,159	2,283	60	43	在建
盛鑫煤矿	不粘煤	72%	6,773	4,253	120	86	在产
武媚牛矿	不粘煤	72%	9,191	3,727	210	151	在产

单位: 万吨	煤种	权益占比	地质储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
宣东二矿	弱黏煤	100%	10,873	4,127	150	150	在产
榆树沟矿	褐煤	100%	27,000	11,213	120	120	在建
	在产小计	91%	356723	81334	3750	3395	
	在建小计	91%	32,159	13,496	180	163	
	合计	91%	388882	94830	3930	3558	

资料来源: 招商证券 注: 宣东二矿将退出。

目前上市公司产能仅占集团三层左右, 集团尚有大量矿井未注入上市公司。集团层面煤炭资源储量高达 150 亿吨, 可采储量约 67 亿吨, 远高于上市公司, 根据此前重组时集团的承诺, 上市公司对集团矿井有优先购买权, 在国家严格控制行业新增产能的背景下, 公司产能扩张只能依靠集团注入。

表 4: 冀中集团煤炭资源分布

资源所在地	地质储量 (亿吨)	剩余可采储量 (亿吨)	煤种
河北省小计	58.6	12.63	
峰峰矿区	21	4.77	焦煤、肥煤、无烟煤
邯郸矿区	15.4	1.97	无烟煤为主
邢台矿区	17.82	3.85	1/3 焦煤、气煤、肥煤为主
井陘矿区	0.07	0.04	主焦煤、1/3 焦煤、气煤为主
张北、宣下矿区	4.3	2	1/3 焦煤、气煤为主
山西省小计	23.46	15.3	焦煤、瘦煤、贫煤
内蒙古小计	65.46	36.15	
鄂尔多斯地区	38.84	21.67	长焰煤
锡林郭勒地区	26.62	14.48	褐煤
新疆小计	4.36	2.44	焦煤
青海小计	1.09	0.68	动力煤
合计	152.96	67.2	

资料来源: 招商证券

截止 2015 年底, 冀中集团共有生产矿井 82 对, 核定生产能力 11588 万吨, 2015 年煤炭产量 10174 万吨, 上市公司只占到集团的三分之一, 煤炭市场好转之后, 存在资产注入预期。

表 5: 冀中集团产能过亿吨

企业名称	生产矿井数量 (对)	2015 年产量
峰峰集团	34	3,850
冀中股份	17	2,803
邯矿集团	11	1,528
张矿集团	10	1,002
邢矿集团	1	120
井矿集团	4	213
山西冀中	5	658
合计	82	10,174

资料来源: wind、招商证券

二、煤价高位震荡，煤炭板块业绩弹性有望爆发

1、煤炭板块业绩反转

煤炭生产一直是公司的核心业务，近年来其收入占比维持在 80% 左右，但由于 2011 年开始整个行业进入下行周期，叠加新能源的结构性替代，行业供需失衡的格局不断加深，公司煤炭业务量价齐跌，煤炭板块收入持续下滑，从 2011 年高点时的 312 亿元下降到了 2015 年的 103 亿元，下滑了 67%。而 2016 年在供给侧改革的刺激下，煤价暴涨，煤企业绩出现明显改善，2016 年成了煤企业绩的一个周期拐点。

图 6 煤炭板块收入走势



资料来源：wind、招商证券

图 7 煤炭收入占比



资料来源：wind、招商证券

产量方面：预计 2017 年商品煤产量 3000 万吨以上。公司自 2010 年收购集团部分矿井之后产量就一直稳定在 3000 万吨以上，此间除了整合内蒙鄂尔多斯和山西寿阳部分地方矿井外便无其他煤矿并表。2013 年公司煤炭产量达到最高点 3747 万吨，2015 年下降到 2965 万吨。当前公司煤炭在产产能 3750 万吨，即使考虑宣东二矿的退出，产能仍有 3600 万吨，由于河北地区地质条件限制，即使放开 276，也无法满产，预计原煤产量能够做到 3300 万吨，洗选之后商品煤产量能够做到 3000 万吨以上。

图 8 原煤产量持续下滑



资料来源：wind、招商证券

图 9 精煤产量相对稳定



资料来源：wind、招商证券

公司地处中国最大的钢铁产区河北省，煤种以焦煤为主，由于炼焦使用的焦煤都是洗选后的精煤，为了提高效益，公司一直保持着较大的入洗率。近年来精煤产量占全部煤炭

产量的比例维持在 50%以上，其中冶炼精煤占比维持在 35%以上。其中 2015 年公司精煤产量 1638 万吨，占比 55%，冶炼精煤产量 1104 万吨，占比 37%；由于未来矿井没有大的变动，预计精煤率可以维持。

销量方面：预计 2017 年商品煤销量 3000 万吨。公司地处河北，毗邻消费地，库存很少，库存占产量比重维持在 5%以下，基本实现产销平衡，2015 年公司商品煤销售 2951 万吨，较 2014 年 3373 万吨下降 13%。预计 2016 年销量在 2900 万吨，2017 年销量在 3000 万吨。

图 10 公司煤炭销量走势



资料来源：wind、招商证券

图 11 库存占比低于 5%



资料来源：wind、招商证券

售价方面：预计 2017 年综合售价在 550 左右。公司 2015 年煤炭不含税综合售价 348 元/吨，较 2014 年的 415 元/吨下降 16%，同期环渤海 5500 大卡动力煤指数从 522 元/吨下降到 430 元/吨，降幅 18%，全国重点焦煤吞吐港京唐港河北产主焦煤平仓价从 956 元/吨下降到 797 元/吨，降幅 17%，公司煤价降幅与行业基本趋同。2016 年秦皇岛 Q5500 动力煤均价在 475 元/吨，京唐港主焦煤（山西产）均价在 969 元/吨，我们测算公司 2016 年综合售价在 431 元/吨。展望 2017 年，预计秦港 Q5500 均价在 550-600 之间，京唐港主焦（山西产）均价在 1300 左右，**测算公司综合售价在 550 左右，基本上回到 2013 年的水平。**

图 12 公司煤炭综合售价



资料来源：wind、招商证券

图 13 环渤海动力煤指数



资料来源：wind、招商证券

成本方面：预计 2017 年完全成本 450 元/吨。2015 年公司煤炭完全成本 405 元/吨，2016 年中期下降到 326 元/吨的历史低位，对于河北地区的煤炭企业而言，这个成本不可持续，随着煤价回暖，煤企现金流改善，煤炭成本会出现一定程度的回升；预计 2017

年公司商品煤生产成本 350 元/吨，完全成本 450 元/吨，基本回到 2014 年的水平。

表 6: 冀中煤炭板块历史业绩测算

单位: 元/吨、万吨	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
职工薪酬	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
煤炭损益(亿)	28	23	10	-4	-3	-16	1

资料来源: wind、招商证券

2、煤炭板块业绩弹性测算

公司历史上业绩最好的年份是 2011 年，归母净利 30 亿，对应当年秦皇岛 Q5500 均价 819 元/吨，随后逐年下滑，2012 年 22 亿，对应秦港 Q5500 均价 701 元/吨；2013 年净利 12 亿，吨煤净利 26 元，对应秦港 Q5500 均价 589 元/吨，京唐港主焦均价 1167 元/吨。我们判断 2017 年煤炭市场呈现供需均衡略微偏紧的格局，今年煤价大概率高位震荡，均价最接近历史上 2013 年的水平。

2013 年公司吨煤综合售价 546 元，预计 2017 年公司综合售价在 583 左右。2013 年公司商品煤完全成本 506 元/吨，在经历了几年的价格下行之之后，煤企的成本管控能力大幅提升，加上剥离了 3 个低效矿井，公司的完全成本大概率不会再回到历史高位水平，我们预计的 2017 年完全成本在 450 左右。从边际变化的角度来看，在同样的煤炭均价下，2017 年业绩将显著高于 2013 年。

表 7: 冀中能源弹性测算

单位: 元/吨	冀中能源					
秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600
京唐港主焦煤	1200	1250	1300	1300	1350	1400
综合售价	481	505	532	538	558	583
完全成本	450	450	450	450	450	450
吨煤利润	31	55	82	88	108	133
所得税	8	14	20	22	27	33
吨煤净利	23	41	61	66	81	100

单位: 元/吨	冀中能源					
销量-万吨	3000	3000	3000	3000	3000	3000
煤炭净利	68736	123878	183864	198395	243850	298993
权益占比	91%	91%	91%	91%	91%	91%
权益净利	62550	112729	167317	180540	221904	272083
EPS	0.18	0.32	0.48	0.51	0.63	0.77

资料来源: wind、招商证券

如果今年秦港 Q5500 均价在 570, 则对应 EPS 为 0.63 元; 均价在 600, 则对应 EPS 为 0.77 元。对应当前股价 PE 分别为 11 倍、9 倍; 从目前行业供需来看, 今年均价大概率在 600 左右, 只有 9 倍 PE, 估值整体处于历史低位。

表 8: 冀中能源 EPS 弹性测算

EPS	550	570	600	620	640	660
1200	0.38	0.43	0.50	0.55	0.60	0.65
1250	0.45	0.50	0.57	0.62	0.67	0.72
1300	0.51	0.56	0.64	0.69	0.74	0.79
1300	0.51	0.56	0.64	0.69	0.74	0.79
1350	0.58	0.63	0.71	0.76	0.81	0.86
1400	0.65	0.70	0.77	0.82	0.87	0.92

资料来源: 招商证券 注: 第一行表示秦港 Q5500 年度均价, 第一列表示京唐港主焦煤年度均价

三、煤化建电多元发展

冀中除了煤炭业务以外,还有 23 万吨产能 PVC 生产线,7 万吨产能的玻璃纤维生产线,150 万吨的焦炭生产线,以及一些小型的坑口电厂,这些业务占公司体量较小,对业绩影响不大,公司的业绩释放主要还是来自于煤炭板块。

1、PVC 价格低位运行,为减亏停止生产

公司拥有一条 23 万吨的电石法 PVC (聚氯乙烯) 生产线以及 40 万吨的在建产能,此前 PVC 相关资产在上市子公司金牛化工旗下。2015 年金牛化工通过资产重组,将 PVC 相关资产打包注入其 100%控股的子公司聚隆化工名下,随后作价 3.45 亿元(账面净资产-4500 万元)转让给了冀中能源,公司拥有 PVC 相关资产 100%权益。

由于 PVC 行业供需失衡,PVC 价格近年来持续低位运行,公司已于 2014 年将 PVC 生产线停产检修,至今仍未复工,目前正在寻找第三方合作。在建的 40 万吨 PVC 项目投资预算 9.4 亿,目前已经投入了 9.2 亿,工程进度 98%,但出于盈利考虑一直没有投产。预计该板块 2017 年整体将亏损 1 亿左右。

图 14 华北聚氯乙烯市场均价



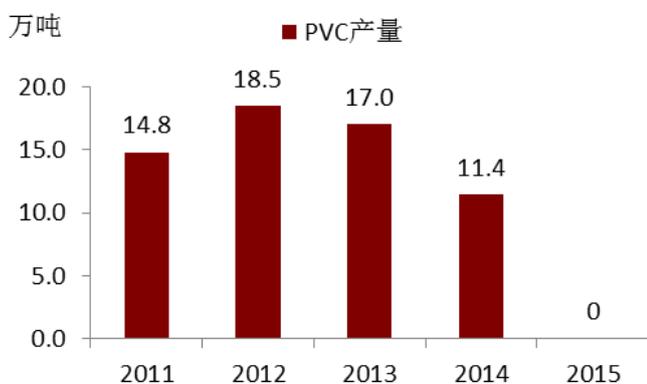
资料来源: wind、招商证券

图 15 公司聚氯乙烯价格不断下降



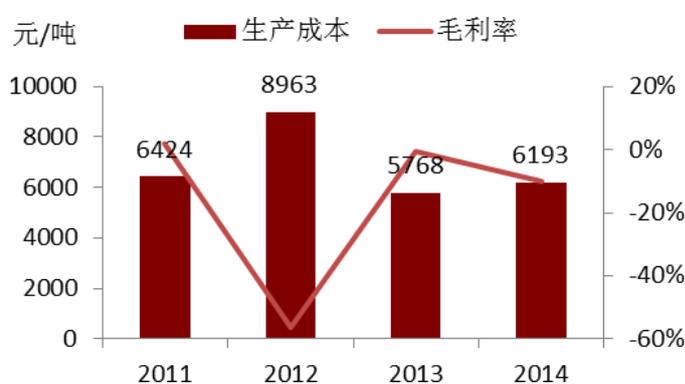
资料来源: wind、招商证券 注: 2014 年以后停产

图 16 PVC 产量



资料来源: wind、招商证券注: 2014 年以后停产

图 17 PVC 生产成本



资料来源: wind、招商证券 注: 2014 年以后停产

2、焦炭生产线利用率提升，17 年有望盈利

公司拥有 150 万吨的焦炭生产线，运营主体为金牛天铁煤焦化有限公司，系与天津铁厂合资建设，权益占比各 50%，该项目是天津那边批复下来的，由天津铁厂负责运营，主要给天铁供应焦炭。由于天铁方面开工率一直不高，导致焦化厂开工不足，此前一直处于亏损状态。去年 9 月焦化板块已经实现扭亏，主要得益于天津铁厂开工率的回升。

图 18 焦炭历年产量



资料来源：wind、招商证券

图 19 全国焦化企业开工率触底回升



资料来源：wind、招商证券

根据我们的测算，2015 年公司焦炭销售均价（含副产品）1080 元/吨，较 2014 年下降 221 元/吨或 17%；完全成本 957 元/吨，较 2014 年下降 360 元/吨或 27%，亏损 118 元/吨，2015 年焦化业务净亏 1.1 亿，归母净利润-0.55 亿。当前时点上，国内焦炭生产线大多能实现盈利，受益于钢铁价格高位运行，钢厂对焦炭提价的接受程度较高，预计 2017 年焦炭板块整体可以实现盈利，我们保守按 50 元/吨的净利算，130 万吨产量，可实现净利润 6500 万元，归母净利 3250 万元。

图 20 焦炭历年综合售价



资料来源：wind、招商证券

图 21 历年生产成本



资料来源：wind、招商证券

表 9：金牛天铁煤焦化有限公司经营数据

单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	28.0	12.3	20.0	16.8	8.8
营业成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	0.0	-2.7	-0.4	0.2	-1.1
净利润	0.0	-2.7	-0.4	0.2	-1.1

资料来源：wind、招商证券

3、玻纤业务盈利较好，未来有望延伸产业链

公司建材板块本来有水泥和玻璃纤维两块业务，其中水泥业务由于持续亏损，公司将其所持邢台咏宁水泥 60%股权转让给了北京金隅股份有限公司，公司建材板块仅剩下玻璃纤维业务，产能 7 万吨，由全资子公司邢台金牛玻纤公司负责运营。2015 年公司生产剥离纤维 5.1 万吨，下降 14%，销售 5.5 万吨，下降 5%。

图 22 玻纤产量持续下滑



资料来源：wind、招商证券

图 23 玻纤销量持续下滑



资料来源：wind、招商证券

根据测算，2015 年玻纤综合售价 5794 元/吨，较 2014 年上涨 8%，完全成本 5649 元/吨，下降 4%，盈利 146 元/吨，金牛玻纤实现净利 795 万元。2016 年预计金牛玻纤实现净利 2000 万元，玻纤作为重要材料将显著受益于雄安新区的建设，预计玻纤板块的盈利还会继续增加，未来公司很可能在玻纤领域进行产业链延伸。

图 24 玻纤历年综合售价



资料来源：wind、招商证券

图 25 玻纤业务 2015 年实现扭亏



资料来源：wind、招商证券

此外，公司还有几座小型坑口矸石电厂，2015 年发电量 11 亿度，度电综合售价（不含税）2 毛 6 分，生产成本 1 毛 8 分，毛利 8 分/度，体量太小难以贡献利润。

表 10: 电力业务经营数据

亿度	2011	2012	2013	2014	2015
产量	12.1	12.9	13.3	11.1	10.9
销量	12.1	12.9	13.3	11.1	10.9
综合售价 (元/度)	0.24	0.22	0.23	0.26	0.26
生产成本 (元/度)	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18

资料来源：wind、招商证券

四、最受益雄安新区煤炭标的

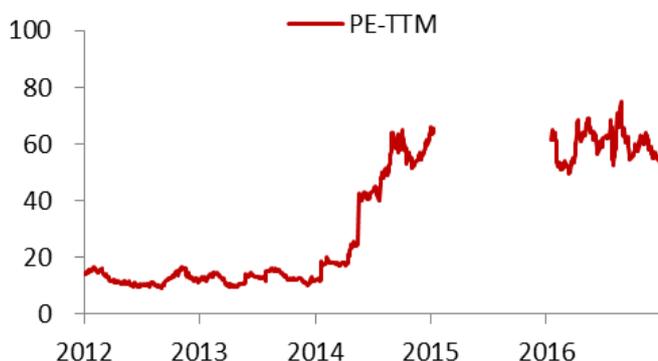
冀中能源是河北省核心煤炭供应商，焦精煤主要供应河北钢铁、天津钢铁、安阳钢铁等华北地区大型钢厂，动力煤主要供应河北电厂及水泥等建材厂。雄安新区具体的建设规划还没有出台，目前还很难具体测算新区建设带来的钢铁水泥等增量需求。

这个时点很类似去年 1 月份供给侧改革刚刚提出的时候，能感受到政策力度空前，但对供需的影响还难以量化，唯一确定的是区域内的基建和房地产链条企业会直接受益，进而传导到上游的煤炭企业。因此，从主题炒作的角度来看，冀中是最受益的煤炭标的；后期随着基建项目的实质推进，才会带来基本面改善驱动的投资机会。

即使在不考虑雄安新区影响的情况下，冀中也是非常值得配置的高弹性煤炭标的。今年煤炭行业整体将呈现供应偏紧的状态，秦港 Q5500 煤价中枢大概率在 550 以上，甚至到 600 的位置，焦煤库存依旧处于低位，存在涨价趋势，看好冀中全年业绩，我们测算 2017 年 EPS 为 0.77 元/股（秦港 Q5500 均价假设为 600），对应当前股价仅 9 倍。

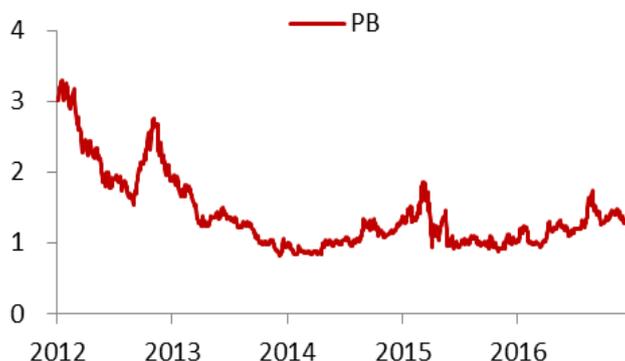
从 PB 来看，冀中目前 PB 不到 1.3 倍，无论是横向比较还是纵向比较，都处于历史低位，向下的空间很有限，向上却有业绩超预期的可能，我们维持其“强烈推荐-A”评级，建议积极配置。

图 26 PE-TTM 走势



资料来源：招商证券 注：剔除 2015 年极端值

图 27 PB 处于历史低位



资料来源：招商证券

表 11：冶金煤标的股价对煤价上涨弹性

万吨万元	销量	自产焦煤	喷吹煤	动力煤	2016EPS	2017EPS	15 倍 PE	股价	上涨空间
西山煤电	2355	1100		1255	0.13	0.66	12.5	9.65	3%
冀中能源	3000	875		2125	0.10	0.77	12.0	6.70	72%
平煤股份	3000	900		2100	0.10	0.63	17.4	5.93	59%
盘江股份	653	332		321	0.10	0.38	7.2	7.91	-28%
永泰能源	904	600		304	0.07	0.16	2.3	3.96	-41%
阳泉煤业	3000		502	2498	0.13	0.61	14.9	6.85	34%
潞安环能	3135		1400	1735	0.27	0.82	16.4	8.87	39%

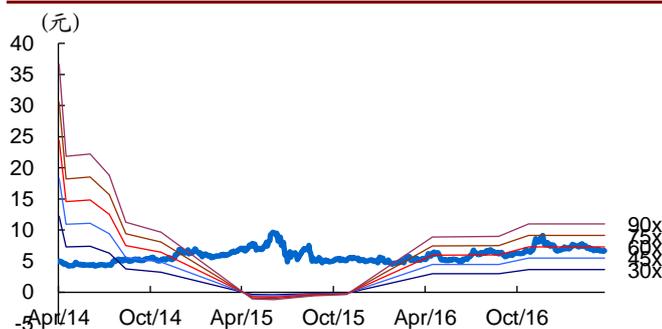
资料来源：WIND、招商证券 注：假定 2017 年秦港 Q5500 均价上涨到 600，2016 年均价为 475。

表 12: 行业估值比较表

	股价	EPS-15A	EPS-16E	EPS-17E	PE-16E	PE-17E	每股净资产	P/B
炼焦煤								
西山煤电	9.7	0.04	0.13	0.41	74	24	5.2	1.9
盘江股份	7.9	0.01	0.10	0.26	79	30	3.5	2.3
冀中能源	6.7	0.10	0.10	0.77	67	9	5.3	1.3
平煤股份	5.9	-0.91	0.30	0.39	20	15	4.4	1.3
永泰能源	4.0	0.06	0.07	0.07	57	57	1.9	2.1
平均	6.8	-0.14	0.14	0.33	59	28	4.0	1.8
喷吹煤								
阳泉煤业	6.9	0.03	0.13	0.57	53	12	5.6	1.2
潞安环能	8.9	0.03	0.27	0.67	33	13	6.1	1.4
平均	7.9	0.03	0.20	0.62	43	13	5.9	1.3
动力煤								
中国神华	19.4	0.81	1.14	1.71	17	11	15.7	1.2
中煤能源	6.1	-0.19	0.15	0.46	41	13	6.5	0.9
陕西煤业	6.2	-0.30	0.28	0.60	22	10	3.3	1.9
*st 新集	5.0	-0.99	0.10	0.40	50	13	1.7	2.9
兖州煤业	11.4	0.17	0.23	1.00	50	11	8.6	1.3
*st 山煤	4.8	-1.20	0.13	0.45	37	11	2.0	2.3
平庄能源	5.3	-0.39	-0.31	0.16	-17	33	3.9	1.3
恒源煤电	8.8	-1.38	0.03	0.43	293	20	5.9	1.5
大同煤业	6.2	-1.08	0.11	0.35	56	18	3.1	2.0
昊华能源	7.0	0.05	0.01	0.25	698	28	5.4	1.3
大有能源	5.0	-0.54	-0.76	0.15	-7	34	2.8	1.8
靖远煤电	3.9	0.16	0.09	0.21	44	18	2.7	1.4
露天煤业	9.0	0.33	0.51	0.78	18	12	5.8	1.5
郑州煤电	5.0	-0.54	-0.59	0.39	-8	13	3.4	1.4
安源煤业	5.2	0.03	-2.02	0.08	-3	65	2.8	1.8
平均	7.3	-0.36	0.08	0.52	92	17	5.1	1.6
一体化								
*st 神火	6.9	-0.88	0.18	0.63	38	11	3.2	2.1
兰花科创	7.8	0.01	-0.64	0.72	-12	11	8.0	0.97
开滦股份	6.6	-0.34	0.36	0.30	18	22	5.5	1.2
上海能源	11.4	0.02	0.61	0.23	19	50	11.8	1.0
平均	8.2	-0.30	0.13	0.47	16	23	7.1	1.3
总平均	7.4	-0.28	0.11	0.48	70	20	5.3	1.6
中值	6.7	0.01	0.13	0.41	38	13	5.2	1.4

资料来源: 招商证券

图 28: 冀中能源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 29: 冀中能源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

供给侧改革系列

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升——供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
2. 《十三五煤炭消费持续负增长成为常态——供给侧改革系列报告之二》2016/2/2
3. 《1998-2000年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
4. 《供给侧改革 1.0 侧重全面，去产能效果一般——供给侧改革系列报告之四》2016/2/29
5. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度——供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
6. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
7. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍——供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
8. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你——供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
9. 《回到 276，行业大逆转——供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
10. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中——供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
11. 《从供给拉动切换到需求推动——煤炭行业 2016 年中期策略报告》2016/5/30
12. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨——供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
13. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
14. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
15. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
16. 《目前的煤炭，年初的钢铁——供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
17. 《低库存降无可降，维持股票 50%空间判断——供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
18. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡——供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
19. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
20. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
21. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？——供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/27
22. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/6
23. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
24. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27
25. 《煤价上涨带动煤企业绩大幅改善——供给侧改革系列报告之二十五》2016/10/10
26. 《三类释产保供，急涨煤价承压——供给侧改革系列报告之二十六》2016/10/13
27. 《股价煤价错配调整：最后一定一致——供给侧改革系列报告之二十七》2016/10/19
28. 《供改政策转向，煤价面临压力——煤炭行业 2017 年度投资策略》2016/11/30
29. 《动力煤未来供求及价格走势——供给侧改革系列报告之三十》2017/2/6
30. 《炼焦煤未来供求及价格走势——供给侧改革系列报告之三十一》2017/2/8

公司深度系列

1. 《永泰能源深度报告——持续借力资本市场，助推三大产业转型》2016/3/13
2. 《山煤国际深度报告——扭亏为盈打开新纪元，转型电商提升估值》2016/3/17
3. 《阳泉煤业深度报告——供给侧改革演绎下的高弹性机会》2016/4/6
4. 《神火股份深度报告——受益供给侧改革，积极运作扭亏保壳》2016/4/13
5. 《冀中能源深度报告——高弹性低估值，供给侧行情优选标的》2016/5/1
6. 《潞安环能深度报告——喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
7. 《西山煤电深度报告——供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
8. 《盘江股份深度报告——打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
9. 《*ST 山煤深度报告——扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1
10. 《兰花科创深度报告——煤炭化工双双反弹，估值处于底部区间》2016/12/23

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	13975	19339	22359
现金	3734	4553	2960	4153	7932
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2653	2115	2433	3406	3235
应收款项	4561	4465	5073	7102	6747
其它应收款	508	308	354	496	471
存货	1157	1057	1041	1246	1184
其他	1288	1854	2114	2936	2790
非流动资产	27821	26357	24714	23224	21874
长期股权投资	2698	1746	1746	1746	1746
固定资产	13757	13878	12838	11890	11028
无形资产	6309	5970	5373	4836	4352
其他	5057	4764	4758	4752	4748
资产总计	41724	40708	38689	42563	44233
流动负债	12883	14824	10465	10603	10258
短期借款	4336	2070	3000	2000	2000
应付账款	4939	5095	5067	6067	5764
预收账款	399	371	369	442	419
其他	3209	7288	2029	2095	2075
长期负债	8078	5920	7920	8720	8720
长期借款	3854	4432	6432	7232	7232
其他	4224	1488	1488	1488	1488
负债合计	20961	20744	18385	19323	18978
股本	2718	3534	3534	3534	3534
资本公积金	5074	4163	4163	4163	4163
留存收益	10576	10661	10967	13636	15396
少数股东权益	2394	1607	1640	1908	2162
归属于母公司所	18369	18357	18663	21332	23093
负债及权益合计	41724	40708	38689	42563	44233

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1952	1051	1203	2028	5191
净利润	24	352	341	2704	2572
折旧摊销	1721	1473	1851	1696	1557
财务费用	755	652	550	500	500
投资收益	(209)	(1997)	(70)	(100)	(100)
营运资金变动	(205)	842	(1503)	(3060)	419
其它	(134)	(270)	33	287	243
投资活动现金流	(2891)	846	(200)	(200)	(200)
资本支出	(2873)	(1918)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(18)	2764	0	0	0
筹资活动现金流	879	(962)	(2595)	(635)	(1211)
借款变动	(1034)	779	(2079)	(200)	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)	(811)
其他	(604)	(1373)	(480)	(400)	(400)
现金净增加额	(60)	935	(1592)	1192	3779

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	20185	19175
营业成本	14539	11018	10957	13120	12464
营业税金及附加	279	261	303	424	403
营业费用	386	438	305	343	326
管理费用	2413	1938	1906	2018	1918
财务费用	755	652	550	500	500
资产减值损失	207	211	100	100	80
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	209	1997	70	100	100
营业利润	(114)	18	367	3779	3585
营业外收入	371	315	250	250	250
营业外支出	330	178	140	100	100
利润总额	(72)	156	477	3929	3735
所得税	91	(148)	102	957	909
净利润	(164)	303	375	2972	2826
少数股东损益	(188)	(48)	34	267	254
归属于母公司	24	352	341	2704	2572
EPS (元)	0.01	0.10	0.10	0.77	0.73

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-29%	-31%	15%	40%	-5%
营业利润	-107%	-116%	1936%	931%	-5%
净利润	-98%	1343%	-3%	692%	-5%
获利能力					
毛利率	20.4%	12.1%	24.0%	35.0%	35.0%
净利率	0.1%	2.8%	2.4%	13.4%	13.4%
ROE	0.1%	1.9%	1.8%	12.7%	11.1%
ROIC	2.9%	2.0%	2.3%	9.9%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	51.0%	47.5%	45.4%	42.9%
净负债比率	21.0%	28.3%	24.4%	21.7%	20.9%
流动比率	1.1	1.0	1.3	1.8	2.2
速动比率	1.0	0.9	1.2	1.7	2.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4
存货周转率	12.5	10.0	10.4	11.5	10.3
应收帐款周转率	4.0	2.8	3.0	3.3	2.8
应付帐款周转率	3.0	2.2	2.2	2.4	2.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.01	0.10	0.10	0.77	0.73
每股经营现金	0.72	0.30	0.34	0.57	1.47
每股净资产	6.76	5.20	5.28	6.04	6.54
每股股利	0.10	0.10	0.01	0.23	0.22
估值比率					
PE	747.2	67.3	69.4	8.8	9.2
PB	1.0	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	24.3	26.7	18.5	8.6	9.1

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。