CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：7.61 元
2017 年 04 月 17 日

冀中能源 000937.SZ

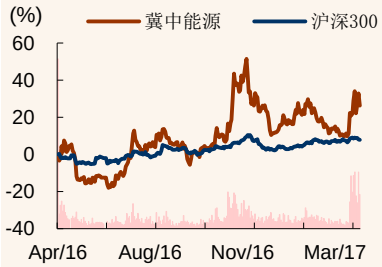
消化历史包袱，业绩缓慢释放

基础数据

上证综指	3222
总股本（万股）	353355
已上市流通股（万股）	290660
总市值（亿元）	269
流通市值（亿元）	221
每股净资产（MRQ）	5.3
ROE（TTM）	1.3
资产负债率	53.8%
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	17	29	30
相对表现	16	23	24



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《冀中能源（000937）—高弹性低估值河北煤企龙头，最受益新区建设》2017-04-04

2、《冀中能源（000937）—增产需要时间，业绩仍难释放》2016-11-04

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

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

2016 年公司实现营业收入 136 亿，增加 8.8%，归母净利润 2.4 亿元，下降 31%，EPS 为 0.07 元/股。公司煤炭板块的现金流大幅好转，但在过去几年煤炭行业的下行周期中积累了一些历史包袱，需要时间消化，业绩释放较为缓慢。我们预计 2017 年 EPS 为 0.45 元/股，公司地处冀中地区，受益新区建设，维持"强烈推荐-A"评级。

- **煤炭：煤价涨幅 22%，销量降幅 8%，煤炭板块扭亏。**2016 年公司原煤产量 2690 万吨，下降 9%；销量 2701 万吨，下降 8%，精煤率维持在 55%；煤炭销售均价 416 元/吨，增加 22%；吨煤销售成本 322 元/吨，回升 6%；毛利 108 元/吨，增加 140%；净利 10 元/吨，同比扭亏。

  展望 2017 年，预计产销量在 2700 万吨，假定秦皇岛 Q5500 均价在 600 元/吨，公司综合售价可以达到 540 元/吨，完全成本预计在 450 元/吨，吨煤净利 68 元，预计煤炭板块可实现净利 18.3 亿，按照 91%的权益占比来算，可以实现归母净利 16 亿。

- **玻纤：贡献 3290 万净利。**2016 年公司实现玻纤产量 7.2 万吨，增加 40%；销量 7.04 万吨，增加 27%；玻纤销售收入 4.1 亿，增加 29%，综合售价 5872 元/吨，增加 1%，完全成本 5437 元/吨，下降 4%；玻纤净利 435 元/吨，玻纤板块贡献净利 3290 万吨。

- **焦化： 2016 年下半年来已经实现盈亏平衡。**公司焦化业务此前长期处于亏损状态，主要是由于合资方天津钢铁方面产能利用率一直低位运行，影响焦化厂运行效率。去年下半年以来天铁方面产能利用率回升，带动公司焦化厂效率提升，去年上半年金牛天铁煤焦亏损 9577 万元，全年亏损 9090 万元，下半年来已经实现了扭亏。

- **盈利预测及评级：维持"强烈推荐-A"评级。**我们预计 2017 年 EPS 为 0.45 元/股，公司地处冀中地区，受益新区建设，维持"强烈推荐-A"评级。

- **风险提示：**煤价大幅下滑

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	12537	13636	16090	15286	15438
同比增长	-31%	9%	18%	-5%	1%
营业利润(百万元)	18	274	2157	2026	2051
同比增长	-116%	1423%	686%	-6%	1%
净利润(百万元)	352	244	1594	1505	1522
同比增长	1343%	-31%	553%	-6%	1%
每股收益(元)	0.10	0.07	0.45	0.43	0.43
PB	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：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
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。

表 2：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
井陉矿区	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

表 3：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

表 4：煤炭板块历史业绩分拆

	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016
综合售价	814	668	546	415	346	348	335	429
煤炭产量	3415	3642	3747	3295	1520	2965	1299	2690
精煤产量	2051	1909	1954	1700	789	1638	742	1473
销量	3834	3797	3763	3373	1520	2951	1289	2701
精煤产量占比	60%	52%	52%	52%	52%	55%	57%	55%
成本测算：								
原材料	385	250	180	120	80	100	70	124
燃料及动力	17	18	18	19	18	18	18	19
职工酬薪	96	102	92	76	78	83	76	84
折旧摊销	19	33	35	39	42	38	38	42
维简及安全费用	34	27	28	29	23	31	27	28
其他	29	22	35	27	24	33	17	24
销售成本小计	579	451	387	309	265	303	246	322
三费及附加	128	140	116	100	72	77	78	95
完全成本	708	591	503	409	337	380	324	416
吨煤毛利	235	217	159	106	81	45	89	108
毛利率	29%	32%	29%	26%	23%	13%	26%	25%
吨煤利润	107	77	43	6	9	(32)	11	13
所得税	27	19	11	2	2	2	3	3
吨煤净利	80	57	32	4	7	(34)	8	10
煤炭业务损益(亿元)	31	22	12	1	1	(10)	1	3

资料来源：招商证券

表 5：业绩弹性测算

单位：元/吨、万吨、万元	冀中能源					
秦港 Q5500	550	570	600	620	640	660
京唐港主焦煤	1000	1100	1200	1300	1400	1500
综合售价	463	501	540	578	615	652
完全成本	450	450	450	450	450	450
吨煤利润	13	51	90	128	165	202
所得税	3	13	23	32	41	50
吨煤净利	10	38	68	96	124	151
销量-万吨	2700	2700	2700	2700	2700	2700
煤炭净利	27044	102343	182936	258235	333534	408832
权益占比	91%	91%	91%	91%	91%	91%
权益净利	24610	93132	166472	234994	303516	372038
其他净利	1000	1000	1000	1000	1000	1000
归母净利	25610	94132	167472	235994	304516	373038

单位：元/吨、万吨、万元	冀中能源					
股本	353355	353355	353355	353355	353355	353355
EPS	0.07	0.27	0.47	0.67	0.86	1.06
股价	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
PE	105	29	16	11	9	7

资料来源：wind、招商证券

表 6：玻纤业务数据

单位：万元、万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	42,653	32,432	30,058	31,219	32,042	41337
营业成本	42,788	38,448	32,877	34,265	31,237	38275
营业利润	-135	-6,016	-2,819	-3,046	805	3062
净利润	-136	-5,998	-2,971	-3,068	795	3290
玻纤完全成本	6473	6528	5788	5887	5649	5437
玻纤损益	-20	-1,021	-496	-523	146	435
玻纤综合售价	6,453	5,506	5,292	5,364	5,794	5,872
玻纤产量	6.87	5.93	5.92	5.91	5.1	7.16
玻纤销量	6.61	5.89	5.68	5.82	5.53	7.04
玻纤库存	0.64	0.64	0.83	0.88	0.45	0.57

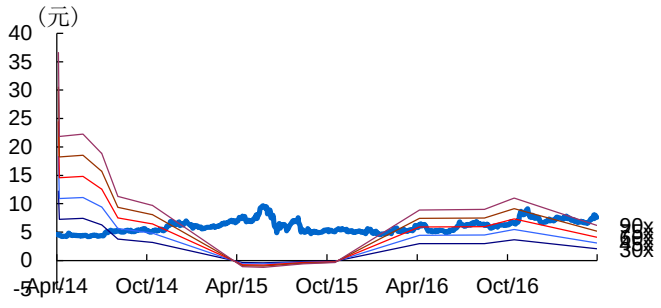
资料来源：wind、招商证券

表 7：子公司净利润

单位：万元	权益占比	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016
邢台金牛玻纤有限责任公	100%	-136	-5998	-2971	-3068	-388	795	1199	3290
邢台东庞通达煤电有限公	100%	10816	13135	11489	4197	1369	2982	3264	5248
沽源金牛能源有限责任公	100%	-971	-1007	-233	-258	-113	-233	-81	-124
冀中能源内蒙古有限公司	100%	-2093	1530	-10379	-4966	-9160	-19180	-4406	-8759
山西寿阳段王煤业集团有	72%	40146	33167	5928	-18815	-2030	-17734	-8851	-14046
河北金牛邢北煤业有限公	100%	-4531	-3730	-2346	-5165	-1494	-3066	-974	-1899
金牛天铁煤焦有限公司	50%	109	-27183	-3921	2056	-5663	-10930	-9577	-9090
河北本道矿山工程技术有	100%	0	0	0	0	7	-186	0	-169
邢台金牛酒店管理有限公	100%	0	0	0	0	0	2	-1	1
河北金牛化工股份有限公	26%	-24581	0	-14887	-30059	-13063	25349	0	4313
冀中能源集团财务有限责	35%	0	10277	11225	10174	4373	8667	3929	7701
沧州聚隆化限公司	100%	0	0	0	0	0	-11019	-12217	-21064
邢台咏宁水泥有限公司	40%	0	0	0	-765	0	0		-868
华北制药									5163

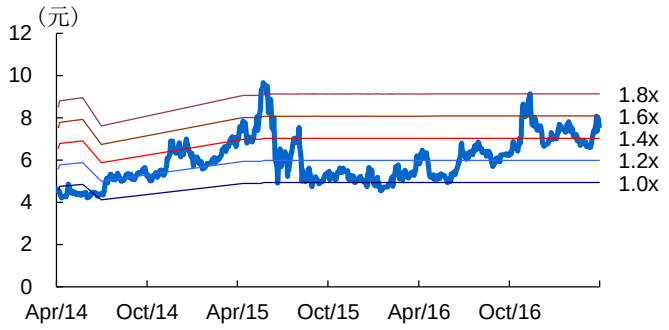
资料来源：wind、招商证券

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14351	15547	14998	15650	16749
现金	4553	4077	1682	2999	3972
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2115	4936	5825	5533	5589
应收款项	4465	4566	5325	5059	5109
其它应收款	308	220	259	246	249
存货	1057	1173	1239	1177	1188
其他	1854	576	669	635	641
非流动资产	26357	27969	28168	28361	28545
长期股权投资	1746	3398	3398	3398	3398
固定资产	13878	14705	15492	16212	16871
无形资产	5970	5819	5237	4713	4242
其他	4764	4048	4042	4038	4034
资产总计	**40708**	**43517**	**43166**	**44010**	**45294**
流动负债	14824	15198	12613	12282	12345
短期借款	2070	5011	4000	4000	4000
应付账款	5095	5072	5400	5130	5181
预收账款	371	554	590	561	566
其他	7288	4560	2623	2591	2597
长期负债	5920	8226	8426	8426	8426
长期借款	4432	3781	3981	3981	3981
其他	1488	4445	4445	4445	4445
负债合计	**20744**	**23424**	**21040**	**20708**	**20771**
股本	3534	3534	3534	3534	3534
资本公积金	4163	4162	4162	4162	4162
留存收益	10661	10879	12755	13782	14852
少数股东权益	1607	1518	1676	1825	1975
归属于母公司所有者权益	18357	18574	20451	21478	22548
负债及权益合计	**40708**	**43517**	**43166**	**44010**	**45294**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1051	(244)	2549	4235	3864
净利润	352	244	1594	1505	1522
折旧摊销	1473	1406	1835	1843	1851
财务费用	652	587	500	500	500
投资收益	(1997)	24	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	842	(2509)	(1452)	338	(64)
其它	(270)	3	173	150	156
投资活动现金流	846	(1895)	(2040)	(2040)	(2040)
资本支出	(1918)	(1056)	(2040)	(2040)	(2040)
其他投资	2764	(839)	0	0	0
筹资活动现金流	(962)	1674	(2904)	(878)	(851)
借款变动	779	(331)	(2787)	0	0
普通股增加	815	0	0	0	0
资本公积增加	(911)	(1)	0	0	0
股利分配	(272)	(353)	283	(478)	(451)
其他	(1373)	2359	(400)	(400)	(400)
现金净增加额	935	(465)	(2395)	1317	973

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12537	13636	16090	15286	15438
营业成本	11018	10580	11263	10700	10807
营业税金及附加	261	356	338	321	324
营业费用	438	303	274	260	262
管理费用	1938	1416	1609	1529	1544
财务费用	652	587	500	500	500
资产减值损失	211	96	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1997	(24)	100	100	100
营业利润	18	274	2157	2026	2051
营业外收入	315	245	245	245	245
营业外支出	178	145	100	100	100
利润总额	156	375	2302	2172	2196
所得税	(148)	215	550	518	524
净利润	303	160	1751	1654	1672
少数股东损益	(48)	(84)	158	149	151
归属于母公司净利润	352	244	1594	1505	1522
EPS（元）	0.10	0.07	0.45	0.43	0.43

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-31%	9%	18%	-5%	1%
营业利润	-116%	1423%	686%	-6%	1%
净利润	1343%	-31%	553%	-6%	1%
获利能力					
毛利率	12.1%	22.4%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	2.8%	1.8%	9.9%	9.8%	9.9%
ROE	1.9%	1.3%	7.8%	7.0%	6.7%
ROIC	2.0%	1.3%	6.6%	6.1%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	51.0%	53.8%	48.7%	47.1%	45.9%
净负债比率	28.3%	24.7%	18.5%	18.1%	17.6%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
存货周转率	10.0	9.5	9.3	8.9	9.1
应收帐款周转率	2.8	3.0	3.3	2.9	3.0
应付帐款周转率	2.2	2.1	2.2	2.0	2.1
每股资料（元）					
每股收益	0.10	0.07	0.45	0.43	0.43
每股经营现金	0.30	-0.07	0.72	1.20	1.09
每股净资产	5.20	5.26	5.79	6.08	6.38
每股股利	0.10	0.01	0.14	0.13	0.13
估值比率					
PE	76.4	110.2	16.9	17.9	17.7
PB	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	19.6	18.1	8.3	8.6	8.5

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。