

2017年07月25日

中煤能源 (601898.SH)

中报预告低于预期，中长期仍值得关注

■事件：2017年7月24日，公司发布2017年上半年业绩预增公告。其中公司预计2017年上半年实现归母净利约15亿元到18亿元，与上年同期相比增加约143.51%到192.21%。

点评：

■中报预告低于预期：考虑公司一季度业绩和上半年煤炭价格走势，我们认为公司半年度业绩形成一定预期差。其中，公司2017年一季度归母净利实现11.71亿元。对应二季度公司归母净利区间约为3.29亿元到6.29亿元，环比下降46.29%到71.90%。而按秦皇岛港5500大卡动力煤价格走势，一季度均价605.00元/吨，二季度均价604.92元/吨，相差无几。所以我们认为公司上半年业绩低于市场预期。

■长协价下降或为公司二季度低于预期原因之一：根据长协煤计算公式，测算长协煤价二季度较一季度下降约4元/吨。我们认为长协价格下降或对公司二季度业绩有所影响。同时六月份由于供应相对紧张，公司加大长协煤占比或在一定程度上拖累业绩。

■产销收缩可能为业绩低于预期的原因之二：根据公司公告，公司2017年上半年产销量双降。其中，公司2017年1-6月商品煤产量3823万吨，同比降5.3%；2017年1-6月份商品煤销量6176万吨，同比降5.7%；2017年1-6月份自产商品煤销量3751万吨，同比降8.2%。考虑2017年行业不存在限产背景，公司产销量双降不符合前期市场判断。此外，由于市场判断二季度生产时间较一季度长（春节因素），产量或将环比增加，而公司二季度商品煤产量环比降1.51%也与之之前市场预期存在一定偏差。

■成本端或将环比增加：从利润构成角度，我们认为公司二季度成本或将环比增加。一是经历了几年行业下行周期之后，人工成本处于被压缩状态，而当前行业景气回升，员工工资存在一定上调预期。二是经历过几年的生产成本压缩的过程，生产设备存在增加维护投入的需求。三是二季度商品煤销量环比增加21.60%，销量的提升将带动销售费用的环比增高。

■投资建议：给予中性-A投资评级，6个月目标价5.60元，折合20倍市盈率。我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为45%、3%、2%，净利润增速分别为85.8%、43.1%、7.0%，EPS分别为0.28、0.41、0.43。公司未来业绩有望持续改善，中长期值得关注。

■风险提示：宏观经济低迷，煤炭价格大幅下降

公司快报

证券研究报告

动力煤

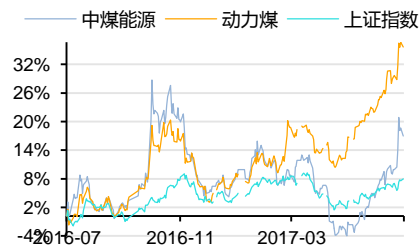
投资评级 **中性-A**
调低评级

6个月目标价：**5.60元**
股价(2017-07-24) **6.35元**

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 84,192.51 |
| 流通市值(百万元) | 58,115.20 |
| 总股本(百万股) | 13,258.66 |
| 流通股本(百万股) | 9,152.00 |
| 12个月价格区间 | 5.24/7.03元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 9.54 | 7.82 | 9.06 |
| 绝对收益 | 12.47 | 11.69 | 16.95 |

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

中煤能源：业绩扭亏，估值尚有修复空间/衡昆 2017-03-24

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 59,270.9 | 60,631.6 | 87,915.8 | 90,553.3 | 92,364.4 |
| 净利润 | -2,520.1 | 2,026.5 | 3,765.8 | 5,388.2 | 5,765.5 |
| 每股收益(元) | -0.19 | 0.15 | 0.28 | 0.41 | 0.43 |
| 每股净资产(元) | 6.30 | 6.48 | 6.57 | 6.93 | 7.27 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | -33.4 | 41.5 | 22.4 | 15.6 | 14.6 |
| 市净率(倍) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 净利润率 | -4.3% | 3.3% | 4.3% | 6.0% | 6.2% |
| 净资产收益率 | -3.0% | 2.4% | 4.3% | 5.9% | 6.0% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 1.0% | 1.0% | 1.5% |
| ROIC | 0.6% | 3.8% | 4.5% | 4.9% | 5.3% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 中煤能源 2017 年半年产销量分析

| 单位: 万吨 | 1-3 月份 | 4-6 月份 | 一二季度环比增减幅 |
|---------|--------|--------|-----------|
| 商品煤产量 | 1926 | 1897 | -1.51% |
| 商品煤销量 | 2787 | 3389 | 21.60% |
| 自产商品煤销量 | 1879 | 1872 | -0.37% |

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 59,270.9 | 60,631.6 | 87,915.8 | 90,553.3 | 92,364.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 40,695.6 | 40,321.0 | 57,145.3 | 58,859.7 | 60,036.8 | 营业收入增长率 | -16.1% | 2.3% | 45.0% | 3.0% | 2.0% |
| 营业税费 | 1,492.7 | 1,900.1 | 2,637.5 | 2,716.6 | 2,770.9 | 营业利润增长率 | -295.0% | -224.3% | 70.1% | 32.3% | 21.0% |
| 销售费用 | 12,296.6 | 8,761.3 | 13,187.4 | 13,583.0 | 13,854.7 | 净利润增长率 | -428.7% | -180.4% | 85.8% | 43.1% | 7.0% |
| 管理费用 | 3,688.0 | 3,517.1 | 5,714.5 | 5,886.0 | 6,003.7 | EBITDA 增长率 | -6.5% | 69.5% | 21.0% | 2.5% | 2.2% |
| 财务费用 | 3,981.2 | 3,742.7 | 4,041.2 | 2,563.5 | 1,310.2 | EBIT 增长率 | -63.8% | 488.7% | 37.7% | 4.1% | 3.6% |
| 资产减值损失 | 323.9 | 599.8 | 200.0 | 200.0 | 200.0 | NOPLAT 增长率 | -63.2% | 526.3% | 18.7% | 4.1% | 3.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 3.7% | -0.4% | -2.7% | -4.2% | -4.6% |
| 投资和汇兑收益 | 444.7 | 1,642.7 | 848.1 | 978.5 | 1,156.4 | 净资产增长率 | -2.6% | 1.9% | 1.8% | 5.1% | 5.2% |
| 营业利润 | -2,762.5 | 3,432.4 | 5,838.0 | 7,723.1 | 9,344.5 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 237.4 | -61.4 | 93.6 | 89.9 | 40.7 | 毛利率 | 31.3% | 33.5% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 利润总额 | -2,525.1 | 3,370.9 | 5,931.7 | 7,813.0 | 9,385.1 | 营业利润率 | -4.7% | 5.7% | 6.6% | 8.5% | 10.1% |
| 减:所得税 | -460.9 | 439.2 | 1,482.9 | 1,953.2 | 2,346.3 | 净利润率 | -4.3% | 3.3% | 4.3% | 6.0% | 6.2% |
| 净利润 | -2,520.1 | 2,026.5 | 3,765.8 | 5,388.2 | 5,765.5 | EBITDA/营业收入 | 13.4% | 22.2% | 18.5% | 18.4% | 18.5% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 2.1% | 11.8% | 11.2% | 11.4% | 11.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 485 | 509 | 332 | 299 | 270 |
| 货币资金 | 32,198.0 | 15,268.4 | 7,033.3 | 7,244.3 | 7,389.2 | 流动营业资本周转天数 | -42 | -49 | -34 | -30 | -31 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 358 | 316 | 206 | 195 | 194 |
| 应收账款 | 15,737.9 | 11,275.0 | 24,779.3 | 14,891.2 | 24,939.9 | 应收账款周转天数 | 83 | 80 | 74 | 79 | 78 |
| 应收票据 | 3,589.1 | 6,799.0 | 6,676.9 | 7,616.4 | 7,237.5 | 存货周转天数 | 47 | 42 | 41 | 42 | 41 |
| 预付账款 | 1,259.0 | 1,264.4 | 2,554.4 | 1,271.1 | 2,619.4 | 总资产周转天数 | 1,517 | 1,481 | 998 | 938 | 898 |
| 存货 | 6,825.0 | 7,390.9 | 12,500.8 | 8,693.6 | 12,534.3 | 投资资本周转天数 | 977 | 970 | 659 | 617 | 579 |
| 其他流动资产 | 2,409.6 | 2,543.6 | 2,512.3 | 2,488.5 | 2,514.8 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 5,495.3 | 5,396.1 | 5,044.4 | 5,311.9 | 5,250.8 | ROE | -3.0% | 2.4% | 4.3% | 5.9% | 6.0% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | -0.8% | 1.2% | 1.8% | 2.6% | 3.0% |
| 长期股权投资 | 13,255.5 | 14,184.0 | 14,184.0 | 14,184.0 | 14,184.0 | ROIC | 0.6% | 3.8% | 4.5% | 4.9% | 5.3% |
| 投资性房地产 | 50.8 | 53.3 | 53.3 | 53.3 | 53.3 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 87,359.5 | 84,021.0 | 78,072.1 | 72,123.1 | 66,174.1 | 销售费用率 | 20.7% | 14.5% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 在建工程 | 39,707.6 | 42,877.1 | 42,877.1 | 42,877.1 | 42,877.1 | 管理费用率 | 6.2% | 5.8% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 无形资产 | 39,096.1 | 40,155.5 | 39,692.2 | 39,228.8 | 38,765.4 | 财务费用率 | 6.7% | 6.2% | 4.6% | 2.8% | 1.4% |
| 其他非流动资产 | 9,996.2 | 10,620.4 | 9,805.9 | 10,072.4 | 10,125.9 | 三费/营业收入 | 33.7% | 26.4% | 26.1% | 24.3% | 22.9% |
| 资产总额 | 256,979.5 | 241,848.8 | 245,785.7 | 226,055.4 | 234,665.7 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 5,657.9 | 6,573.0 | 11,765.8 | 12,975.6 | 8,991.2 | 资产负债率 | 61.1% | 57.8% | 57.8% | 51.8% | 51.1% |
| 应付账款 | 23,729.2 | 23,071.3 | 42,341.4 | 27,072.1 | 42,664.3 | 负债权益比 | 156.9% | 137.2% | 136.8% | 107.3% | 104.5% |
| 应付票据 | 1,626.3 | 3,046.3 | 3,376.9 | 3,226.1 | 3,587.4 | 流动比率 | 0.92 | 0.73 | 0.67 | 0.56 | 0.68 |
| 其他流动负债 | 36,633.4 | 28,725.1 | 26,730.7 | 31,476.5 | 28,958.7 | 速动比率 | 0.82 | 0.60 | 0.52 | 0.45 | 0.53 |
| 长期借款 | 54,479.7 | 43,496.9 | 21,159.3 | 6,778.3 | - | 利息保障倍数 | 0.31 | 1.92 | 2.44 | 4.01 | 8.13 |
| 其他非流动负债 | 34,835.9 | 34,975.6 | 36,622.7 | 35,478.1 | 35,692.1 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 156,962.3 | 139,888.3 | 141,996.8 | 117,006.6 | 119,893.7 | DPS(元) | - | 0.04 | 0.06 | 0.06 | 0.09 |
| 少数股东权益 | 16,532.9 | 16,040.9 | 16,689.7 | 17,153.3 | 18,398.4 | 分红比率 | 0.0% | 25.5% | 22.3% | 16.0% | 21.3% |
| 股本 | 13,258.7 | 13,258.7 | 13,258.7 | 13,258.7 | 13,258.7 | 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 1.0% | 1.0% | 1.5% |
| 留存收益 | 68,766.0 | 71,267.8 | 73,840.6 | 78,636.8 | 83,114.9 | | | | | | |
| 股东权益 | 100,017.2 | 101,960.5 | 103,788.9 | 109,048.8 | 114,771.9 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | | | | | | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| | | | | | | 净利润 | -2,064.2 | 2,931.7 | 3,765.8 | 5,388.2 | 5,765.5 |
| | | | | | | 加:折旧和摊销 | 6,741.6 | 6,309.5 | 6,412.3 | 6,412.3 | 6,412.3 |
| | | | | | | 资产减值准备 | 323.9 | 599.8 | - | - | - |
| | | | | | | 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 财务费用 | 4,316.6 | 4,112.8 | 4,041.2 | 2,563.5 | 1,310.2 |
| | | | | | | 投资损失 | -444.7 | -1,642.7 | -848.1 | -978.5 | -1,156.4 |
| | | | | | | 少数股东损益 | 455.9 | 905.2 | 682.9 | 471.5 | 1,273.4 |
| | | | | | | 营运资金的变动 | 4,468.3 | -1,135.3 | -1,151.6 | 24.1 | 502.9 |
| | | | | | | 经营活动产生现金流量 | 7,284.6 | 12,067.8 | 12,902.6 | 13,881.1 | 14,107.9 |
| | | | | | | 投资活动产生现金流量 | -26,322.2 | 10,575.5 | 1,199.9 | 710.9 | 1,217.6 |
| | | | | | | 融资活动产生现金流量 | 12,099.4 | -23,951.5 | -22,337.6 | -14,381.1 | -15,180.5 |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS(元) | -0.19 | 0.15 | 0.28 | 0.41 | 0.43 |
| | | | | | | BVPS(元) | 6.30 | 6.48 | 6.57 | 6.93 | 7.27 |
| | | | | | | PE(X) | -33.4 | 41.5 | 22.4 | 15.6 | 14.6 |
| | | | | | | PB(X) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | | P/FCF | 10.5 | -5.2 | -11.3 | 96.4 | 468.7 |
| | | | | | | P/S | 1.4 | 1.4 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 20.2 | 11.4 | 9.6 | 8.6 | 7.8 |
| | | | | | | CAGR(%) | -241.6% | 33.9% | 53.8% | -241.6% | 33.9% |
| | | | | | | PEG | 0.1 | 1.2 | 0.4 | -0.1 | 0.4 |
| | | | | | | ROIC/WACC | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| | | | | | | REP | 14.3 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034