

## 冀中能源 (000937.SZ)

### 低估值区域炼焦煤龙头, 下半年业绩弹性大

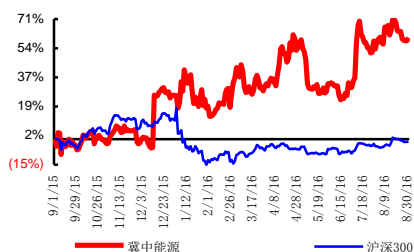
**评级: 买入**      前次:  
**目标价 (元): 8.62**  
 分析师                      联系人  
 刘昭亮                      陈晨  
 S0740510120026  
 021-20315150  
 liuzl@r.qlzq.com.cn  
 2016年08月31日

基本状况	
总股本(百万股)	3,534
流通股本(百万股)	2,907
市价(元)	6.41
市值(百万元)	22,650
流通市值(百万元)	18,631

业绩预测					
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	18,256.	12,537.	11,228.	13,217.	14,395.
营业收入增速	-29.33	-31.33	-10.44	17.71%	8.92%
归属于母公司的净利润	24.37	351.81	356.82	1,522.1	1,868.3
净利润增长率	-97.94	1343.4	1.42%	326.59	22.74%
摊薄每股收益 (元)	0.01	0.10	0.10	0.43	0.53
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率 (倍)	930.05	50.62	63.48	14.88	12.12
PEG	—	0.04	44.61	0.05	0.53
每股净资产 (元)	6.77	5.05	5.15	5.58	6.11
每股现金流量 (元)	0.72	0.30	0.46	0.80	0.95
净资产收益率	0.13%	1.97%	1.96%	7.72%	8.66%
市净率	1.23	1.00	1.25	1.15	1.05
总股本 (百万元)	2,718.1	3,533.5	3,533.5	3,533.5	3,533.5

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 股价与行业-市场走势对比



### 投资要点

- 事件:** 2016年8月30日, 公司披露半年报, 营业收入 56.19 亿元, 同比下降 21.15%; 归属于上市公司股东的净利润 916 万元, 同比增长 43.45%; 折合 EPS 为 0.0026 元/股。其中, 一季度实现归属于上市公司股东净利润为 420 万元, 二季度实现 496 万元。对其业绩表现, 具体点评如下:
- 得益于洗选率和冶炼精煤占比提升, 冶炼精煤产量提高。** 报告期内, 公司原煤产量 1299.3 万吨, 同比下滑 14.5%, 洗精煤产量为 742.5 万吨, 同比下降 5.9%, 其中洗选率为 57.2%, 同比提升 5.3 个百分点, 继续处于行业领先水平。与此同时, 洗精煤中冶炼精煤占比, 同比提了 9 个百分点达到 73%。正因如此, 冶炼精煤产量同比增长 7.7%, 达到 540 万吨。
- 大力压缩生产成本, 吨煤毛利得到提升。** 公司收入来源主要来自煤炭、化工和建材三项业务, 其中煤炭收入占总收入 77%、化工 13%、建材 3%, 合计 93%; 从毛利看, 煤炭占比 93%、化工-2%、建材 4%, 合计 96%。虽然, 上半年煤炭价格仍处于底部, 但是公司下游大客户需求较为稳定, 吨煤售价 332.3 元/吨, 同比微弱下滑 4%。同时, 通过大力压缩员工薪酬、原材料等方面开支, 公司吨煤成本仅为 244.4 元/吨, 同比下降 8%, 相对于 2015 全年下降 19%, 这促使吨煤毛利同比提升了 7 元/吨, 达到 88 元/吨。
- 焦炭价格低迷拖累化工板块业绩, 建材业务盈利明显改善。** 转让部分股权后, 金牛化工不再纳入合并报表, 公司化工业务主要是焦炭, 上半年河北焦炭主流价同比大幅下滑 18.2%, 产品价格的低迷拖累公司化工业务。建材方面, 由于公司生产的玻纤产品性能卓越、应用领域广, 具备较强的竞争力, 报告期内盈利能力明显改善, 同比毛利增加 6200 万元。
- 期间费用大幅压缩, 管理费用下降尤为显著。** 报告期内, 公司期间费用合计 10.8 亿元, 同比下降近 4 亿

元，下降幅度 27%。其中，管理费用为 6.87 亿元，同比下滑 34%，这一方面由于公司大幅降低非生产性支出，另一方面与章村矿、显德汪矿、陶一矿不再纳入合并报表有关；职工薪酬费用和折旧摊销等大力压缩，销售费用为 1.28 亿元，同比下降 28.1%；财务费用 2.67 亿元，同比基本持平。

- **炼焦煤迎来上涨时间窗口，下半年焦炭盈利也将有所好转。**随着焦煤产量和库存的大幅下滑，9-10 月进入焦煤消费旺季，各地炼焦煤已经开始大幅提价，从华东联合体涨 9 月主焦煤 80-100 元/吨、山西焦煤集团上调炼焦煤 30-95 元/吨，已经初露端倪。我们认为，公司作为河北地区占据较大市场份额的焦煤供应商，业绩将随着煤价上涨持续改善。与此同时，随着焦炭价格逐步回暖，化工业务盈利也将有所好转。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年归属于母公司的净利润分别为 3.59/15.22/18.68 亿元，折合 EPS 分别是 0.10/0.43/0.53 元/股，考虑到当前公司 PB 仅为 1.23 倍，估值具有相当大优势，维持公司“买入”评级，目标价为 8.62，对应 2017 年 20 倍 PE。
- **风险提示：**国内宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性；下游钢厂需求的走弱。

**图表 1：三张报表摘要**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	25,834	18,257	12,537	11,228	13,217	14,396	货币资金	3,686	3,734	4,553	4,014	6,999	10,691
增长率	-14.09%	-29.3%	-31.3%	-10.4%	17.7%	8.9%	应收款项	8,636	7,723	6,888	5,329	6,536	7,184
营业成本	-19,588	-14,539	-11,018	-8,782	-9,798	-10,658	存货	1,161	1,157	1,057	756	880	963
% 销售收入	75.8%	79.6%	87.9%	78.2%	74.1%	74.0%	其他流动资产	842	949	1,052	1,038	1,050	1,058
毛利	6,246	3,718	1,519	2,446	3,419	3,738	流动资产	14,326	13,563	13,549	11,138	15,465	19,895
% 销售收入	24.2%	20.4%	12.1%	21.8%	25.9%	26.0%	% 总资产	34.9%	32.8%	34.0%	31.1%	40.2%	48.3%
营业税金及附加	-339	-279	-261	-198	-242	-266	长期投资	2,893	3,211	2,260	2,260	2,260	2,260
% 销售收入	1.3%	1.5%	2.1%	1.8%	1.8%	1.9%	固定资产	15,898	16,756	16,476	15,305	14,096	12,836
营业费用	-550	-386	-438	-315	-386	-429	% 总资产	38.7%	40.5%	41.3%	42.7%	36.6%	31.2%
% 销售收入	2.1%	2.1%	3.5%	2.8%	2.9%	3.0%	无形资产	6,745	6,520	6,105	5,645	5,153	4,677
管理费用	-3,179	-2,413	-1,938	-1,593	-1,910	-2,092	非流动资产	26,775	27,821	26,357	24,726	23,025	21,290
% 销售收入	12.3%	13.2%	15.5%	14.2%	14.4%	14.5%	% 总资产	65.1%	67.2%	66.0%	68.9%	59.8%	51.7%
息税前利润 (EBIT)	2,178	639	-1,117	340	882	951	资产总计	41,102	41,385	39,907	35,864	38,490	41,185
% 销售收入	8.4%	3.5%	-8.9%	3.0%	6.7%	6.6%	短期借款	7,371	4,900	7,079	5,009	5,009	5,009
财务费用	-762	-755	-652	-317	-272	-262	应付款项	7,239	6,979	6,979	4,694	5,485	6,022
% 销售收入	2.9%	4.1%	5.2%	2.8%	2.1%	1.8%	其他流动负债	1,388	1,005	765	670	722	775
资产减值损失	128	-207	-211	0	0	0	流动负债	15,998	12,883	14,824	10,374	11,216	11,807
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,727	3,854	4,432	4,432	4,432	4,432
投资收益	68	209	1,997	100	200	300	其他长期负债	4,299	3,846	1,195	1,195	1,195	1,195
% 税前利润	3.9%	-289.6%	1283.4%	43.2%	21.8%	27.2%	负债	23,023	20,583	20,451	16,001	16,843	17,434
营业利润	1,612	-114	18	124	810	990	普通股股东权益	15,455	18,408	17,849	18,188	19,711	21,579
营业利润率	6.2%	-0.6%	0.1%	1.1%	6.1%	6.9%	少数股东权益	2,623	2,394	1,607	1,675	1,936	2,172
营业外收支	152	41	138	108	107	112	负债股东权益合计	41,102	41,385	39,907	35,864	38,490	41,185
税前利润	1,763	-72	156	231	917	1,102	<b>比率分析</b>						
利润率	6.8%	-0.4%	1.2%	2.1%	6.9%	7.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-641	-91	148	193	867	1,002	<b>每股指标</b>						
所得税率	36.3%	-126.6%	-94.9%	-83.6%	-94.5%	-91.0%	每股收益(元)	0.512	0.009	0.100	0.101	0.431	0.529
净利润	1,122	-164	303	425	1,784	2,104	每股净资产(元)	6.682	6.772	5.051	5.147	5.578	6.107
少数股东损益	-62	-188	-48	68	262	236	每股经营现金净流(元)	2.354	0.718	0.297	0.463	0.803	0.952
归属于母公司的净利润	1,184	24	352	357	1,522	1,868	每股股利(元)	0.000	0.000	0.005	0.005	0.000	0.000
净利率	4.6%	0.1%	2.8%	3.2%	11.5%	13.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							净资产收益率	7.66%	0.13%	1.97%	1.96%	7.72%	8.66%
净利润	1,122	-164	303	425	1,784	2,104	总资产收益率	2.88%	0.06%	0.88%	0.99%	3.95%	4.54%
少数股东损益	0	0	0	68	262	236	投入资本收益率	5.52%	5.55%	-8.75%	2.63%	7.61%	8.66%
非现金支出	1,876	1,928	1,684	1,613	1,553	1,532	<b>增长率</b>						
非经营收益	732	447	-1,563	122	-19	-124	营业总收入增长率	-14.09%	-29.33%	-31.33%	-10.44%	17.71%	8.92%
营运资金变动	1,714	-259	626	-525	-482	-148	EBIT增长率	-42.57%	-70.65%	-274.73%	130.46%	159.23%	7.88%
经营活动现金净流	5,444	1,952	1,051	1,703	3,098	3,600	净利润增长率	-47.39%	-97.94%	1343.40%	1.42%	326.59%	22.74%
资本开支	3,142	2,873	1,908	-127	-254	-315	总资产增长率	2.48%	0.69%	-3.57%	-10.13%	7.32%	7.00%
投资	-2,574	-61	2,735	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	59	43	18	100	200	300	应收账款周转天数	60.8	92.2	131.4	106.6	112.5	113.7
投资活动现金净流	-5,658	-2,891	846	227	454	615	存货周转天数	20.3	29.1	36.7	31.4	32.8	33.0
股权募资	0	3,094	0	0	0	0	应付账款周转天数	86.1	121.2	166.2	137.8	144.5	145.9
债权募资	1,185	-1,278	3	-2,070	0	0	固定资产周转天数	195.0	278.6	402.3	429.1	327.1	266.3
其他	-1,398	-936	-965	-329	-306	-288	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-213	879	-962	-2,399	-306	-288	净负债/股东权益	50.63%	37.33%	35.77%	27.32%	11.28%	-5.26%
现金净流量	-427	-60	935	-470	3,247	3,928	EBIT利息保障倍数	2.9	0.8	-1.7	1.1	3.2	3.6
							资产负债率	56.02%	49.74%	51.25%	44.62%	43.76%	42.33%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。