

冀中能源(000937)/煤炭开采
成本回补, 消化前期亏欠
评级: 买入(维持)

市场价格: 7.03

目标价格: 8.3

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

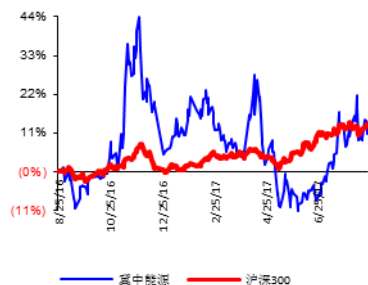
联系人: 陈晨

电话:

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,534
流通股本(百万股)	2,907
市价(元)	7.03
市值(百万元)	24,841
流通市值(百万元)	20,433

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 冀中能源(000937) 2016年中报点评: 低估值区域炼焦煤龙头, 下半年业绩弹性大
- 2 业绩今非昔比, 但弹性依然较大
- 3 收购再添优质无烟煤资源

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,537.0	13,635.6	20,191.6	22,232.1	24,472.0
增长率 yoy%	-31.33%	8.76	48.08%	10.11%	10.08%
净利润	351.81	243.98	1,122.88	1,366.20	1,475.94
增长率 yoy%	1343.40	-30.65%	360.24%	21.67%	8.03%
每股收益(元)	0.10	0.07	0.32	0.39	0.42
每股现金流量	0.30	-0.07	-0.34	0.95	0.54
净资产收益率	1.97%	1.29%	5.71%	6.68%	6.95%
P/E	50.62	97.62	22.12	18.18	16.83
PEG	0.04	—	0.06	0.84	2.10
P/B	1.00	1.26	1.26	1.21	1.17

备注:

投资要点

- 公司披露 2017 半年度报告, 实现营业收入 102.3 亿元 (+82%), 归属于上市公司股东净利润 5.7 亿元 (+6129%), 其中 Q1、Q2 分别为 2.85 亿、2.86 亿元, 业绩季度环比基本持平, 折合 EPS 为 0.162 元/股 (+6112%)。
- 生产成本回补, 煤炭主业释放利润较慢。报告期内, 公司第一大收入来源(收入占比 84%) 煤炭产销量分别为 1474 万吨 (+13%)、1408 万吨 (+8.4%), 其中精煤产销量分别为 681 万吨 (同比下降 8.2%, 冶炼精煤占比 78%)、695 万吨 (-5.7%), 煤炭综合售价 611 元/吨 (+77%), 吨煤成本 445 元/吨 (+71%), 吨煤毛利为 166.3 元/吨 (+80.5 元/吨)。公司煤炭生产成本显著增加, 我们判断主要是原材料、人员薪酬等有所回补, 消化前期亏欠, 根据测算, 煤炭板块贡献净利润 6.5 亿元, 折合吨煤净利润约 46 元/吨。
- 焦化业务盈利能力提升。报告期内, 第二大收入来源(收入占比 12%) 焦炭产/销量 67/68 万吨, 同比增加 53%/58%, 吨焦价格 1859 元/吨 (+8%), 吨焦成本 1676 元/吨 (-5%)。焦化企业金牛天铁净利润 3038 万元 (+1.26 亿元), 吨焦净利润达到 45 元/吨 (+268 元/吨)。
- 玻璃纤维和电力业务盈利减弱。第三、四大收入来源玻璃纤维(占比 2%) 和电力业务(1.5%) 体量都较小, 对公司盈利影响较小。报告期内, 由于售价降低和单位成本上升, 玻璃纤维业务毛利率同比下降 16pct 至 11%, 贡献毛利约 2200 万元。由于煤价上涨, 单位发电成本达到 0.43 元 (+150%), 毛利率下降 23pct 至 -18%, 毛利为 -5500 万元。
- 销售费用上涨明显, 期间费用率整体下降。报告期内, 公司销售费用 1.8 亿元 (+40.7%), 主要是因为运费及装卸费用增加所致。管理费用 7.9 亿元 (+15%), 财务费用 3.1 亿元 (+18%), 三项期间费用合计 12.8 亿元, 期间费用率 13%, 同比下降 5 个 pct。
- 旺季行情到来, 维持推荐优质焦煤股。随着 8 月下旬钢铁消费旺季到来, 前期相对滞涨的焦煤近期上涨明显, 京唐港主焦煤价自 7 月下旬以来上涨 95 元/吨至 1475 元/吨, 滞后钢价上涨约 1 个月, 下游钢厂及焦化厂开工积极, 叠加焦煤港口及终端库存低位, 焦煤价格有继续回升的动力, 继续看好焦煤股旺季行情。
- 盈利预测与估值: 我们预计公司 2017/18/19 年归属于母公司的净利润分别为 11.2/13.7/14.8 亿元, 折合 EPS 分别是 0.32/0.39/0.42 元/股, 给予公司“买入”评级, 给予 2017 年 1.5 倍 PE, 目标价 8.3 元。
- 风险提示: 宏观经济低迷; 行政性去产能的不确定性。

图表 1: 公司业务拆分详细

煤炭业务(万吨)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E	2018E	2019E
原煤产量	3102	3415	3642	3747	3295	2965	1299	2690	1474	2798	2938	3084
YOY		10%	7%	3%	-12%	-10%		-9%	13%	4%	5%	5%
精煤产量	1774	2051	1908	1954	1700	1638	742	1473	681	1399	1469	1542
精选率	57%	60%	52%	52%	52%	55%	57%	55%	46%	50%	50%	50%
其中: 冶炼精煤产量		1429	1276	1311	1143	1104	540	1091	530	1035	1102	1172
YOY			-11%	3%	-13%	-3%		-1%	-2%	-5%	6%	6%
占比		70%	67%	67%	67%	67%	73%	74%	78%	74%	75%	76%
其他精煤产量		622	632	644	556	534	202	382	151	364	367	370
YOY			2%	2%	-14%	-4%		-28%	-25%	-5%	1%	1%
占比		30%	33%	33%	33%	33%	27%	26%	22%	26%	25%	24%
商品煤销量	2575	2834	3797	3763	3373	2951	1299	2701	1408	2798	2938	3084
商品煤产销率%	83%	83%	104%	100%	102%	100%	100%	100%	96%	100%	100%	100%
其中: 原煤销量	390	765	1052	852	813	568	219	473	323	600	600	600
洗精煤	1789	2068	1898	1928	1693	1623	737	1492	695	1399	1469	1542
洗混煤	260	936	847	984	868	392	167	425	242	499	569	642
煤泥及其他	137						175	311	148	300	300	300
				545.38	415.11	334.80	326.58	413.48	593.68			
煤炭价格(元/吨)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E	2018E	2019E
原煤(元/吨)				257	193	163	161	217	272	275	284	292
YOY					-25%	-15%		33%	68%	27%	3%	3%
洗精煤(元/吨)				835.00	657.00	500.74	478.77	609.76	963.93	976	1024	1076
YOY					-21%	-24%		22%	101%	60%	5%	5%
洗混煤(元/吨)				227.00	151.00	166.70	143.61	198.60	262.93	268	276	284
YOY								19%	83%	35%	3%	3%
煤泥及其他(元/吨)						47.24	67.37	64.09	100.33	103	108	113
YOY								36%	49%	60%	5%	5%
商品煤综合售价	961	1102	668	546	415	348	345	429	611	606	635	665
YOY	24%	15%	-39%	-18%	-24%	-16%		23%	77%	41%	5%	5%
商品煤综合成本	673.83	783.86	451.20	387.04	309.33	303.27	259.56	321.52	445	437.27	454.76	472.95
YOY	16%	-42%	-14%	-20%	-2%			6%	71%	36%	4%	4%
煤炭业务收入(百万元)	24751.82	31215.80	25359.68	20536.48	14007.41	10274.78	4485.49	11590.56	8606.76	16944.88	18641.96	20507.41
煤炭业务成本(百万元)	17351.02	22211.82	17132.66	14563.91	10434.71	8949.04	3370.97	8682.96	6264.95	12233.34	13358.81	14587.82
煤炭销售毛利(百万元)	7400.80	9003.98	8227.02	5972.57	3572.70	1325.74	1114.52	2907.60	2341.81	4711.54	5283.15	5919.59
煤炭销售毛利率	30%	29%	32%	29%	26%	13%	25%	25%	27%	28%	28%	29%
吨煤毛利(元/吨)	287.41	317.75	216.66	158.72	105.91	44.93	85.81	107.67	166.28	168.41	179.85	191.92
收入占比	82%	83%	84%	79%	77%	82%	80%	85%	84%	84%	84%	84%
毛利占比	95%	96%	98%	96%	96%	87%	91%	95%	96%	95%	95%	94%
化工业务												
焦炭产量(万吨)		130	67	125	128	92	44	106	67	134	141	148
焦炭销量(万吨)		130	67	125	128	92	43	106	68	134	141	148
单位售价(元/吨)								1728	1209	1859	1859	2050
单位成本(元/吨)								1762	1114	1676	1671	1754
化工业务收入(百万元)	3976	4468	2942	3550	2803	1283	741	1277	1260	2499	2756	3038
YOY		12%	-34%	21%	-21%	-54%		-1%	70%	96%	10%	10%
化工业务成本(百万元)	3760	4319	2985	3458	2770	1209	755	1176	1135	2246	2476	2730
YOY		15%	-31%	16%	-20%	-56%		-3%	50%	91%	10%	10%
毛利(百万元)	216	149	-44	92	33	75	-14	101	125	254	280	309
毛利率(%)	5%	3%	-1%	3%	1%	6%	-2%	8%	10%	10%	10%	10%
收入占比	13%	12%	10%	14%	15%	10%	13%	9%	12%	12%	12%	12%
毛利占比	3%	2%	-1%	1%	1%	5%	-1%	3%	5%	5%	5%	5%
建材												
玻璃纤维产量(万吨)		6.87	5.93	5.92	5.91	5.10	3.47	7.16	3.72	7.44	7.66	7.89
玻璃纤维销量(万吨)		6.61	5.89	5.68	5.82	5.53	3.20	7.04	3.54	7.44	7.66	7.89
单位售价(元/吨)		17877	16721	14093	10583	8437	6185	5750	5563	5520	5796	6086
单位成本(元/吨)		14896	15166	12805	10255	7759	4539	4993	4936	4943	5190	5450
营业收入(百万元)	975.22	1181.70	984.86	800.50	615.92	466.57	197.92	404.79	196.95	410.68	444.15	480.34
YOY		21%	-17%	-19%	-23%	-24%		-13%	-8%	1%	8%	8%
营业成本(百万元)	854.12	984.62	893.27	727.35	596.87	429.05	145.24	351.51	174.73	368	398	430
YOY		15%	-9%	-19%	-18%	-28%		-18.1%	20.3%	5%	8%	8%
毛利(百万元)	121.10	197.07	91.58	73.15	19.05	37.52	52.67	53.28	22.22	43	46	50
毛利率(%)	12%	17%	9%	9%	3%	8%	27%	13%	11%	10%	10%	10%
收入占比	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%
毛利占比	2%	2%	1%	1%	1%	2%	4%	2%	1%	1%	1%	1%
电力												
发电量(亿度)	12.14	12.87	13.28	11.15	10.90	6.01	10.10	10.10	4.37	8.58	9.44	10.38
YOY		6%	3%	-16%	-2%				-27%	-15%	10%	10%
售电量(亿度)	12.14	12.87	13.28	11.15	10.90	6.01	10.10	10.10	4.37	8.58	9.44	10.38
度电价(元/度)	0.24	0.22	0.23	0.26	0.26	0.30	0.33	0.33	0.35	0.36	0.38	0.40
度电成本(元/度)	0.25	0.22	0.22	0.21	0.18	0.17	0.31	0.31	0.43	0.43	0.41	0.39
营业收入(百万元)	291	286	310	286	284	178	329	329	151	312	360	416
YOY		-2%	-8%	-8%	0%		16%	16%	-15%	-5%	16%	16%
营业成本(百万元)	308.40	282.44	287.00	237.69	195.48	102.77	313.07	313.07	186.93	367	384	401
YOY		-8%	2%	-17%	-18%		60%	60%	82%	17%	4%	4%
毛利(百万元)	-17.72	3.54	22.89	48.02	88.92	74.8	16.0	16.0	-35.6	-55.11	-23.27	15.32
毛利率(%)	-6%	1%	7%	17%	31%	42%	5%	5%	-24%	-18%	-6%	4%
商贸业务(百万元)												
商贸业务收入	328.90	166.64	321.28	210.59	201.51	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商贸业务成本	324.46	162.78	316.22	206.89	197.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	4.44	3.86	5.06	3.70	3.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02							
其他(百万元)												
其他收入	84.37	333.58	315.15	334.05	26.38	16.93	34.37	34.37	12.30	24.60	30.00	30.00
其他成本	58.92	187.91	235.34	292.75	37.84	18.61	56.08	56.08	18.77	37.53	45.00	45.00
毛利	25.45	145.67	79.81	41.30	-11.46	-1.68	-21.71	-21.71	-6.46	-12.93	-15.00	-15.00
毛利率	30%	44%	25%	12%	-43%	-10%	-63%	-63%	-53%	-53%	-50%	-50%
总营业收入(百万元)	30289	37569	30072	25834	18257	12537	5619	13636	10227	20192	22232	24472
YOY		24%	-20%	-14%	-29%	-31%		9%	82%	48%	10%	10%
总营业成本(百万元)	22530	28207	21645	19588	14539	11018	4393	10580	7780	15251	16661	18193
YOY		25%	-23%	-10%	-26%	-24%		-4%	77%	44%	9%	9%
总毛利(百万元)	7759	9362	8428	6246	3718	1519	1226	3056	2447	4940	5571	6279
毛利率	26%	25%	28%	24%	20%	12%	22%	22%	24%	24%	25%	26%

来源: 中泰证券研究所

图表 2：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18,257	12,537	13,636	20,192	22,232	24,472
增长率	-29.33%	-31.3%	8.8%	48.1%	10.1%	10.1%
营业成本	-14,539	-11,018	-10,580	-15,251	-16,661	-18,193
% 销售收入	79.6%	87.9%	77.6%	75.5%	74.9%	74.3%
毛利	3,718	1,519	3,056	4,940	5,571	6,279
% 销售收入	20.4%	12.1%	22.4%	24.5%	25.1%	25.7%
营业税金及附加	-279	-261	-356	-545	-600	-661
% 销售收入	1.5%	2.1%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
营业费用	-386	-438	-303	-363	-422	-489
% 销售收入	2.1%	3.5%	2.2%	1.8%	1.9%	2.0%
管理费用	-2,413	-1,938	-1,416	-1,615	-2,001	-2,447
% 销售收入	13.2%	15.5%	10.4%	8.0%	9.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	639	-1,117	982	2,416	2,548	2,681
% 销售收入	3.5%	-8.9%	7.2%	12.0%	11.5%	11.0%
财务费用	-755	-652	-587	-653	-638	-583
% 销售收入	4.1%	5.2%	4.3%	3.2%	2.9%	2.4%
资产减值损失	-207	-211	-96	-100	-21	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	209	1,997	-24	100	100	100
% 税前利润	-289.6%	1283.4%	—	6.0%	4.9%	4.5%
营业利润	-114	18	274	1,764	1,989	2,186
营业利润率	-0.6%	0.1%	2.0%	8.7%	8.9%	8.9%
营业外收支	41	138	101	-100	50	50
税前利润	-72	156	375	1,664	2,039	2,236
利润率	-0.4%	1.2%	2.7%	8.2%	9.2%	9.1%
所得税	-91	148	-215	-549	-612	-671
所得税率	—	-94.9%	57.4%	33.0%	30.0%	30.0%
净利润	-164	303	160	1,115	1,427	1,565
少数股东损益	-188	-48	-84	-8	61	89
归属于母公司的净利润	24	352	244	1,123	1,366	1,476
净利率	0.1%	2.8%	1.8%	5.6%	6.1%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-164	303	160	1,115	1,427	1,565
少数股东损益	0	0	0	-8	61	89
非现金支出	1,928	1,684	1,502	1,357	1,290	1,321
非经营收益	447	-1,563	705	665	499	443
营运资金变动	-259	626	-2,610	-4,325	146	-1,437
经营活动现金净流	1,952	1,051	-244	-1,196	3,423	1,982
资本开支	2,873	1,908	1,048	-330	570	750
投资	-61	2,735	-898	-392	0	0
其他	43	18	52	100	100	100
投资活动现金净流	-2,891	846	-1,895	38	-470	-650
股权募资	3,094	0	0	0	0	0
其他	-1,278	3	2,242	1,777	-2,593	252
债权募资	-936	-965	-568	-665	-1,002	-1,159
筹资活动现金净流	879	-962	1,674	1,111	-3,595	-906
现金净流量	-60	935	-465	-47	-642	425

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,734	4,553	4,077	4,038	3,335	3,671
应收款项	7,723	6,888	9,722	17,702	17,268	19,008
存货	1,157	1,057	1,173	1,379	1,369	1,495
其他流动资产	949	1,052	576	712	733	756
流动资产	13,563	13,549	15,547	23,832	22,705	24,930
% 总资产	32.8%	34.0%	35.7%	47.2%	46.6%	49.4%
长期投资	3,211	2,260	3,912	4,303	4,303	4,303
固定资产	16,756	16,476	16,822	15,366	14,909	14,413
% 总资产	40.5%	41.3%	38.7%	30.4%	30.6%	28.6%
无形资产	6,520	6,105	5,948	5,717	5,525	5,513
非流动资产	27,821	26,357	27,969	26,674	26,025	25,516
% 总资产	67.2%	66.0%	64.3%	52.8%	53.4%	50.6%
资产总计	41,385	39,907	43,517	50,505	48,730	50,446
短期借款	4,900	7,079	6,987	7,564	5,971	5,223
应付款项	6,979	6,979	7,119	10,130	9,787	10,046
其他流动负债	1,005	765	1,091	2,531	2,830	3,177
流动负债	12,883	14,824	15,198	20,225	18,588	18,446
长期贷款	3,854	4,432	3,781	4,981	3,981	3,981
其他长期负债	3,846	1,195	4,129	4,129	4,129	5,129
负债	20,583	20,451	23,108	29,335	26,698	27,556
普通股股东权益	18,408	17,849	18,890	19,660	20,461	21,230
少数股东权益	2,394	1,607	1,518	1,510	1,571	1,661
负债股东权益合计	41,385	39,907	43,517	50,505	48,730	50,446

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.009	0.100	0.069	0.318	0.387	0.418
每股净资产(元)	6.772	5.051	5.346	5.564	5.790	6.008
每股经营现金净流(元)	0.718	0.297	-0.069	-0.336	0.951	0.536
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.160	0.200
回报率						
净资产收益率	0.13%	1.97%	1.29%	5.71%	6.68%	6.95%
总资产收益率	0.06%	0.88%	0.56%	2.22%	2.80%	2.93%
投入资本收益率	5.55%	-8.75%	1.56%	5.57%	6.36%	6.51%
增长率						
营业总收入增长率	-29.33%	-31.33%	8.76%	48.08%	10.11%	10.08%
EBIT增长率	-70.65%	-274.73%	187.90%	146.13%	5.43%	5.25%
净利润增长率	-97.94%	1343.40%	-30.65%	360.24%	21.67%	8.03%
总资产增长率	0.69%	-3.57%	9.05%	16.06%	-3.51%	3.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.2	131.4	120.9	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	29.1	36.7	38.5	33.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	121.2	166.2	175.4	140.0	130.0	120.0
固定资产周转天数	278.6	402.3	382.6	250.9	208.8	179.6
偿债能力						
净负债/股东权益	37.33%	35.77%	47.40%	54.27%	43.57%	41.57%
EBIT利息保障倍数	0.8	-1.7	1.7	3.7	4.0	4.6
资产负债率	49.74%	51.25%	53.10%	58.08%	54.79%	54.62%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。