

2017年12月28日

冀中能源 (000937.SZ)

(更正报告)转让产能置换指标, 榆树沟及时止损

■事件: 2017年12月27日公司发布公告称, 将子公司沽源金牛能源有限责任公司所属煤矿并关闭并出售产能置换指标。以及将邢台矿核减产能中可交易的产能104万吨/年, 在河北省公共资源交易平台进行产能指标的公开转让, 其中56万吨由内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司以9464万元购得。

点评

■沽源矿2010年以来无产量贡献, 榆树沟矿为在建矿井: 沽源金牛能源公司下属沽源煤矿与榆树沟煤矿两座矿井。沽源煤矿核定生产能力为22万吨/年, 因开采条件较差, 自2010年后, 只对井巷进行维护, 保持通风及排水系统正常运行, 不贡献产量。榆树沟煤矿为沽源金牛的在建项目。榆树沟煤矿概算投资12.75亿元, 设计生产能力120万吨/年, 截止2017年11月30日, 榆树沟煤矿累计完成投资2.84亿元。榆树沟煤矿设计开采区域位于闪电河流域湿地保护区, 属于禁止采矿活动区域。因榆树沟煤矿已不符合国家“京津冀水源涵养功能区”功能定位和张家口建设无矿市要求, 故榆树沟煤矿被列入河北省2018年关闭(产能退出)煤矿名单。公司对榆树沟矿进行停建并及时转让产能置换指标, 也是及时止损之举, 有助于公司控制损失。

■测算指标转让均价181.31元/吨, 处于行业较高水平, 但计提减值损失后将减少归母净利润2100万元: 公司将沽源金牛能源的合计142万吨产能交易指标通过河北省公共资源交易平台公开转让, 合同价款合计为2.57亿元, 测算转让均价为181.31元/吨。与6月河北产能指标交易价格持平, 高于西山煤电收购指标价格(12月10日公告)。但据公告, 两矿井的关闭退出将导致公司本年度归属于母公司净利润减少约2100万元。我们认为是计算资产减值损失后的结果。

■邢台矿可交易产能总指标为104万吨, 本次仅成交56万吨: 邢台矿现有邢台矿上组煤生产井和邢台矿西井下组煤基建井两套系统, 总能力为270万吨/年。其中, 邢台矿上组煤生产井核定能力为210万吨/年; 邢台西井下组煤基建井批复能力60万吨/年。为了延长矿井使用年限, 实现和邢台矿西井的接续, 经河北省发改委批复, 公司所属邢台矿实施了部分去产能, 由210万吨/年核减为80万吨/年。核减的130万吨/年产能折算成可交易产能104万吨/年。本次内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司已购买邢台矿56万吨/年的产能指标, 合同金额9464万元, 测算交易价格为169元/吨, 较沽源金牛能源公司略低。

■据公告, 本次交易将增加归母净利润1800万元: 据公告, 邢台矿核减产能职工安置支出约6500万元, 核减产能指标转让收入扣除职工安

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价: 7.05元

股价(2017-12-28) 5.81元

交易数据

总市值(百万元)	20,529.91
流通市值(百万元)	16,887.35
总股本(百万股)	3,533.55
流通股本(百万股)	2,906.60
12个月价格区间	5.56/8.08元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.96	-13.71	-8.95
绝对收益	-3.25	-18.35	-13.62

周泰

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

冀中能源: 转让产能置换指标, 榆树沟及时止损/周泰	2017-12-27
冀中能源: 煤价继续回升, 业绩保持平稳/周泰	2017-10-29
冀中能源: 归母净利润同比增长61倍, 双焦业务有望持续释放业绩弹性/衡昆	2017-08-17

置等费用后，预计增加归属于母公司的净利润约 1800 万元。两笔交易对冲后，预计减少本年度归母净利润 300 万元。

■**焦煤价格上涨，公司有望受益：**当前焦煤下游钢铁限产，公司地处受限最严重的河北地区，也略受限产影响，但公司价格曾在 12 月 14 日提价 30 元/吨（煤炭资源网数据），反映了供应本身紧张程度。限产终有时，届时预计下游钢铁的需求较为刚性，需求有望集中释放，有望拉动焦煤价格大涨。考虑当前时点钢铁需求并不悲观，随着限产的推进，钢铁端的库存存在不断消化预期，而到 3 月限产结束后，钢厂复产有望成为强催化，同时建筑工地开工也将提振钢铁生产需求，进而对焦煤的需求也有望集中释放，焦煤价格也有望迎来大幅上涨，届时公司业绩有望提升。

■**投资建议：**预计 2017-2019 年公司归母净利为 11.40/16.55/17.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.47/0.48 元/股。考虑到焦煤价格上涨，预计明年价格中枢将持续抬升，上调评级至“买入-A”，折合 15 倍 PE (2018)，6 个月目标价 7.05 元。

■**风险提示：**煤炭价格大幅下跌，宏观经济走势的不确定性，限产政策变化。

报告更正原因：原报告（12 月 27 日发布）将 2017-2019 年公司归母净利错算为 15.75/18.13/18.55 亿元，对应 EPS 错算为 0.45/0.51/0.52 元/股，以 15 倍 PE 对应目标价 7.65 元，特此更正。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	12,537.0	13,635.7	20,726.0	22,623.6	24,235.0
净利润	351.8	244.0	1,140.2	1,655.5	1,705.7
每股收益(元)	0.10	0.07	0.32	0.47	0.48
每股净资产(元)	5.20	5.26	4.20	3.77	3.04

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	56.7	81.8	17.5	12.1	11.7
市净率(倍)	1.1	1.1	1.3	1.5	1.9
净利润率	2.8%	1.8%	5.5%	7.3%	7.0%
净资产收益率	1.9%	1.3%	7.7%	12.4%	15.9%
股息收益率	0.1%	1.8%	24.1%	15.8%	21.6%
ROIC	4.9%	1.5%	6.7%	7.2%	7.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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	12,537.0	13,635.7	20,726.0	22,623.6	24,235.0	成长性					
减:营业成本	11,017.7	10,579.7	15,245.3	16,729.8	17,977.0	营业收入增长率	-31.3%	8.8%	52.0%	9.2%	7.1%
营业税费	260.5	355.9	621.8	678.7	727.0	营业利润增长率	-115.9%	1422.7%	518.9%	4.6%	2.7%
销售费用	437.6	302.8	540.8	627.4	614.2	净利润增长率	1343.4%	-30.7%	367.4%	45.2%	3.0%
管理费用	1,938.0	1,415.6	1,805.0	2,010.0	2,205.0	EBITDA 增长率	-9.3%	6.0%	71.5%	3.0%	3.4%
财务费用	651.5	587.5	812.5	852.8	939.7	EBIT 增长率	4.4%	28.7%	191.3%	4.7%	5.1%
资产减值损失	211.1	95.6	103.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	-10.2%	-71.9%	412.4%	4.7%	5.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.7%	12.4%	-2.5%	-0.7%	-8.2%
投资和汇兑收益	1,997.5	-24.4	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	-3.8%	0.6%	-17.6%	-10.5%	-19.3%
营业利润	18.0	274.3	1,697.6	1,774.9	1,822.1	利润率					
加:营业外净收支	137.6	100.6	100.0	100.0	100.0	毛利率	12.1%	22.4%	26.4%	26.1%	25.8%
利润总额	155.6	374.8	1,797.6	1,874.9	1,922.1	营业利润率	0.1%	2.0%	8.2%	7.8%	7.5%
减:所得税	-147.8	215.0	449.4	468.7	480.5	净利润率	2.8%	1.8%	5.5%	7.3%	7.0%
净利润	351.8	244.0	1,140.2	1,655.5	1,705.7	EBITDA/营业收入	17.0%	16.5%	18.6%	17.6%	17.0%
						EBIT/营业收入	5.3%	6.3%	12.1%	11.6%	11.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	397	377	245	206	175
						流动资产周转天数	60	70	62	72	69
						流动营业资本周转天数	406	395	289	284	281
						应收帐款周转天数	141	126	122	130	126
						存货周转天数	32	29	25	27	27
						总资产周转天数	1,184	1,112	764	698	647
						投资资本周转天数	739	697	479	432	385
						投资回报率					
						ROE	1.9%	1.3%	7.7%	12.4%	15.9%
						ROA	0.7%	0.4%	3.0%	3.2%	3.3%
						ROIC	4.9%	1.5%	6.7%	7.2%	7.7%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	2.2%	2.6%	2.8%	2.5%
						管理费用率	15.5%	10.4%	8.7%	8.9%	9.1%
						财务费用率	5.2%	4.3%	3.9%	3.8%	3.9%
						三费/营业收入	24.1%	16.9%	15.2%	15.4%	15.5%
						偿债能力					
						资产负债率	51.0%	53.8%	62.7%	65.8%	72.7%
						负债权益比	103.9%	116.6%	168.4%	192.4%	266.7%
						流动比率	0.97	1.02	0.72	0.71	0.70
						速动比率	0.90	0.95	0.65	0.64	0.63
						利息保障倍数	1.03	1.47	3.09	3.08	2.94
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.10	1.36	0.89	1.22
						分红比率	5.0%	144.8%	421.7%	190.5%	252.3%
						股息收益率	0.1%	1.8%	24.1%	15.8%	21.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	303.4	159.8	1,140.2	1,655.5	1,705.7	EPS(元)	0.10	0.07	0.32	0.47	0.48
加:折旧和摊销	1,472.8	1,405.9	1,352.9	1,352.9	1,352.9	BVPS(元)	5.20	5.26	4.20	3.77	3.04
资产减值准备	211.1	95.6	-	-	-	PE(X)	56.7	81.8	17.5	12.1	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.1	1.1	1.3	1.5	1.9
财务费用	651.5	587.5	812.5	852.8	939.7	P/FCF	9.3	-33.5	8.5	5.6	4.3
投资损失	-1,997.5	24.4	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	1.6	1.5	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	-48.4	-84.2	208.0	-249.3	-264.2	EV/EBITDA	11.4	14.7	8.4	8.5	8.3
营运资金的变动	-565.7	-821.4	-729.7	-1,173.9	918.5	CAGR(%)	66.7%	108.2%	-302.0%	66.7%	108.2%
经营活动产生现金流量	1,050.8	-244.1	2,684.0	2,338.0	4,552.7	PEG	0.9	0.8	-0.1	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	846.0	-1,894.6	99.6	100.3	99.9	ROIC/WACC	0.6	0.2	0.8	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	-961.6	1,673.7	-5,202.2	-2,286.5	-4,523.8	REP	1.7	7.0	1.5	1.5	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

周泰声明，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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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