

2018年04月17日

冀中能源 (000937.SZ)

吨煤净利低，业绩弹性大

事件：2018年4月17日，公司发布年度报告称，报告期内，公司实现营业收入203.82亿元，同比增加49.47%；实现归属于上市公司股东的净利润10.64亿元，同比增长336.25%。

点评

■整体业绩符合预期，四季度业绩环比下降：测算四季度创造归母净利润2.23亿元，环比降低17.71%。我们认为主要由于环保限产导致以及落后煤矿关闭退出产生资产减值损失，以及部分费用在年底计提。

■冶金精煤比重下滑：报告期内，公司完成原煤产量2753.22万吨，同比增长2.35%；合计生产精煤1319.50万吨，其中，冶炼精煤1042.65万吨，同比减少47.98万吨，同比降低4.40%，冶金精煤占比38%，较2016年的41%下滑3个百分点，主要原因是邢台矿（主产焦煤）产能核减（产能由210万吨核减为80万吨），受此影响，以后可能会常态化。但公司的精煤比例仍在行业中偏高，即便稍有下降，对业绩的影响不大。

■受益煤价上涨，煤炭业务盈利能力回升：2017年公司商品煤综合售价为601.65元/吨，同比增长44.79%。测算吨煤销售成本445.83元/吨，同比上涨39.8%。售价增速高于成本端的增速，吨煤盈利能力继续提升，2017年煤炭业务毛利率为28.14%，较上年同期提高3.05个百分点。

■非煤业务微利，电力业务亏损：非煤业务方面，生产焦炭136.97万吨，同比增长28.69%；生产玻纤制品7.27万吨，同比增长1.54%；发电6.09亿千瓦时，同比降低39.70%。由于煤价走高，电力业务成本高企，电力业务亏损，建材业务也由于同样原因毛利率下滑3.02个百分点。受益于焦炭价格走高，焦化业务继续盈利，2017年毛利率为8.99%，同比提高1.1个百分点。综合测算，非煤业务贡献毛利2.13亿元，同比升高43.92%；毛利率6.46%，同比下降0.77个百分点。

■吨煤净利低，业绩弹性大：以2017年归母净利润以及煤炭销量测算，2017年公司吨煤净利润为38.59元/吨，在行业中处于偏低水平，因此盈利弹性将大于其他公司。我们认为今年煤价中枢将继续上移，受益于煤价上涨，公司利润将进一步释放。

■投资建议：公司地处冀中地区，由于缺乏铁路运输网络，而形成了价格高地。在煤价有望继续上涨的背景下，公司业绩有望释放，我们预计2018-2020年公司归母净利润为14.99/15.31/15.94亿元，对应EPS

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

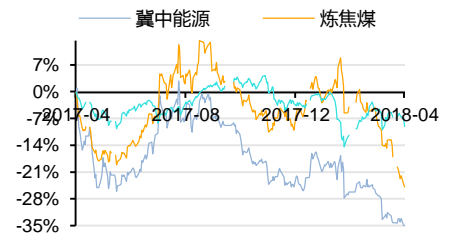
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价： 6.30元
股价(2018-04-17) 4.88元

交易数据

总市值(百万元)	17,243.71
流通市值(百万元)	14,184.21
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	4.88/7.71元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.22	-11.35	
绝对收益	-11.43	-18.8	-37.98

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：(更正报告) 转让产能置换指标，榆树沟及时止损/周泰	2017-12-28
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

分别为 0.42/0.43/0.45 元/股。考虑到焦煤价格上涨，预计明年价格中枢将持续抬升，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 6.30 元，折合 15 倍 PE（2018）。

■风险提示：煤炭价格大幅下跌，下游需求不及预期，宏观经济走势的不确定性。

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	13,635.7	20,381.8	20,773.8	21,386.3	21,769.7
净利润	244.0	1,064.3	1,499.1	1,531.5	1,594.1
每股收益(元)	0.07	0.30	0.42	0.43	0.45
每股净资产(元)	5.26	5.46	5.86	6.30	6.75

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	70.7	16.2	11.5	11.3	10.8
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利润率	1.8%	5.2%	7.2%	7.2%	7.3%
净资产收益率	1.3%	5.5%	7.2%	6.9%	6.7%
股息收益率	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.5%	6.1%	7.5%	6.0%	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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,635.7	20,381.8	20,773.8	21,386.3	21,769.7	成长性					
减:营业成本	10,579.7	15,361.0	15,213.1	15,739.1	16,136.6	营业收入增长率	8.8%	49.5%	1.9%	2.9%	1.8%
营业税费	355.9	554.5	625.3	641.6	653.1	营业利润增长率	1422.7%	544.6%	35.1%	1.5%	3.8%
销售费用	302.8	349.2	411.3	421.6	411.1	净利润增长率	-30.7%	336.2%	40.8%	2.2%	4.1%
管理费用	1,415.6	1,886.6	1,521.3	1,888.7	2,097.8	EBITDA 增长率	6.0%	63.9%	21.6%	-6.3%	-4.6%
财务费用	587.5	638.6	587.0	266.3	-19.5	EBIT 增长率	28.7%	154.6%	35.6%	-9.6%	-7.2%
资产减值损失	95.6	108.5	103.0	80.0	50.0	NOPLAT 增长率	-71.9%	366.1%	21.6%	-9.6%	-7.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	-0.1%	13.5%	-28.6%	26.4%
投资和汇兑收益	-24.4	72.1	75.0	75.0	75.0	净资产增长率	0.6%	3.6%	7.0%	7.0%	6.9%
营业利润	274.3	1,767.9	2,387.8	2,424.0	2,515.7	利润率					
加:营业外净收支	100.6	-236.7	-180.0	-180.0	-180.0	毛利率	22.4%	24.6%	26.8%	26.4%	25.9%
利润总额	374.8	1,531.2	2,207.8	2,244.0	2,335.7	营业利润率	2.0%	8.7%	11.5%	11.3%	11.6%
减:所得税	215.0	441.6	662.3	673.2	700.7	净利润率	1.8%	5.2%	7.2%	7.2%	7.3%
净利润	244.0	1,064.3	1,499.1	1,531.5	1,594.1	EBITDA/营业收入	16.5%	18.1%	21.6%	19.7%	18.4%
						EBIT/营业收入	6.3%	10.8%	14.3%	12.6%	11.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	377	256	236	207	182
						流动资产周转天数	70	58	104	82	80
						流动营业资本周转天数	395	296	353	318	313
						应收账款周转天数	126	78	130	112	107
						存货周转天数	29	17	26	23	22
						总资产周转天数	1,112	789	822	748	710
						投资资本周转天数	697	493	516	457	423
						投资回报率					
						ROE	1.3%	5.5%	7.2%	6.9%	6.7%
						ROA	0.4%	2.4%	3.1%	4.0%	3.5%
						ROIC	1.5%	6.1%	7.5%	6.0%	7.7%
						费用率					
						销售费用率	2.2%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
						管理费用率	10.4%	9.3%	7.3%	8.8%	9.6%
						财务费用率	4.3%	3.1%	2.8%	1.2%	-0.1%
						三费/营业收入	16.9%	14.1%	12.1%	12.0%	11.4%
						偿债能力					
						资产负债率	53.8%	54.5%	54.6%	39.9%	44.8%
						负债权益比	116.6%	119.9%	120.5%	66.4%	81.2%
						流动比率	1.02	1.23	1.07	1.38	1.52
						速动比率	0.95	1.18	0.96	1.32	1.39
						利息保障倍数	1.47	3.44	5.07	10.10	-127.87
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	-	-	-
						分红比率	144.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	159.8	1,089.6	1,499.1	1,531.5	1,594.1	EPS(元)	0.07	0.30	0.42	0.43	0.45
加:折旧和摊销	1,405.9	1,513.3	1,512.9	1,512.9	1,512.9	BVPS(元)	5.26	5.46	5.86	6.30	6.75
资产减值准备	95.6	108.5	-	-	-	PE(X)	70.7	16.2	11.5	11.3	10.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
财务费用	587.5	638.6	587.0	266.3	-19.5	P/FCF	-28.9	7.7	-4.1	4.5	-5.0
投资损失	24.4	-72.1	-75.0	-75.0	-75.0	P/S	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8
少数股东损益	-84.2	25.3	46.4	39.3	40.9	EV/EBITDA	14.7	7.9	6.3	4.2	5.5
营运资金的变动	-821.4	-288.8	-5,311.2	7,591.6	-7,495.1	CAGR(%)	114.2%	14.5%	72.1%	114.2%	14.5%
经营活动产生现金流量	-244.1	4,236.9	-1,740.9	10,866.5	-4,441.7	PEG	0.6	1.1	0.2	0.1	0.7
投资活动产生现金流量	-1,894.6	-2,601.1	64.6	76.7	77.3	ROIC/WACC	0.2	0.7	0.9	0.7	0.9
融资活动产生现金流量	1,673.7	336.2	-2,605.2	-6,984.6	924.7	REP	6.9	1.5	1.0	1.1	0.9

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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
北京联系人	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	
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

021-68766209 021-35082870 021-35082821 黎欢 巢莫雯 范洪群 胡珍 周蓉 姜雪 高思

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