000937.CH

增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 4.92

板块评级:中立

本报告要点

- 股价为近两年低位，尽管业绩已经上涨了 3 倍以上，股价超跌。
- 中长期投资价值逐渐显现

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(17.6)	(10.7)	(18.9)	(34.9)
相对深证成指	(11.4)	(5.6)	(11.6)	(35.7)

发行股数 (百万)	3,534
流通股 (%)	82
流通股市值 (人民币 百万)	14,300
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	115
净负债比率 (%)(2018E)	31%
主要股东(%)	
冀中能源集团有限责任公司	44

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 4 月 18 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘：煤炭开采

唐倩
(8610)66229077
qian.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120036

冀中能源

基本面和市场情绪低点下超跌焦煤股值得重视

17 年归属母公司净利润 10.64 亿元，同比大幅增长 336%，基本每股收益 0.30 元。冶金精煤占原煤的比例提高 5 个百分点至 42%至近年最高值。由于煤价的一再下跌与市场风险偏好的下降，公司股价跌至近两年的新低，中长期投资价值显现。18 年市净率只有 0.9 倍，估值较低。按照 17 倍 18 年市盈率，约合 1.04 倍市净率，给与*增持*的评级。

支撑评级的要点

- **17 年归属母公司净利润 10.64 亿元，同比大幅增长 336%，基本每股收益 0.30 元，位于业绩预告区间上限。**拟每股派发现金红利 0.1 元（含税），分红比率为 33.2%。Q1、Q2、Q3、Q4 的每股收益分别为 0.08 元、0.08 元、0.08 元、0.06 元。由于煤炭售价上涨和焦炭销量、价格增长，营业收入同比增长 49%至 204 亿元，毛利润同比增长 64%至 15 亿元。毛利率由 22%增至 24%。期间费用率由 17%下降至 14%，接近历史最低值。经营利润率由 2%增长至 7.6%，净利润率由 1.8%增长至 5.2%。净资产收益率 5.82%。净负债率 19%，同比大幅下降 12 个百分点，为近 6 年低位。每股净资产高达 5.4 元。
- **煤炭产销量小幅增长，经营情况尚可。**17 年煤炭产销量同比增加 2%至 2,800 万吨。其中冶炼精煤产量 1,073 万吨，占原煤比例 43%，比 16 年提高 5 个百分点。焦煤比例在焦煤的上市公司中比较高。综合售价同比增长 44%至 619 元，但单位成本也有 38%的增长至 446 元。价格增长与同行相仿，但成本增长稍显快。吨煤毛利 173 元，同比增加 63%
- **吨煤净利 39 元，同业偏低，业绩对煤价的敏感度同行中最高。**公司煤炭收入占比 84%，煤炭业务的毛利占比高达 96%，不考虑其他业务，简单折算吨煤净利 39 元，去年只有 9 元，同比增加 327%，吨煤净利在行业中偏低，主要由于华中华北地区地质开采特点导致的刚性成本较高。由于煤价高而吨煤净利偏低，公司业绩对煤价的敏感度是最高的，10%的煤价上涨可带来 97%的业绩上涨。其他业务，如焦炭、玻璃纤维、电力中，由于占比较小，盈利能力较弱，对业绩的影响有限
- **母公司近期有优质焦煤矿投产。**公司的焦煤占比较高，会受益于焦煤供应的偏紧，我们看好焦煤中长期的价值。母公司冀中能源集团煤炭现有产能 7,000 万吨，为上市公司的一倍以上。集团发展比较稳健。位于山西汶水的 300 万吨优质主焦煤矿已于 17 年年底投产。公司承诺过资产注入，未来仍有集团优质焦煤资源注入公司的可能，且没有信达的障碍。

评级面临的主要风险

- 成本上涨超预期；煤价下跌

估值

- 煤价的连续下跌，煤焦钢产业链的走弱，经济日益明显的下行压力已经反映到股价里，目前是行业基本面的低点以及市场情绪的低点，公司股价已经跌至近两年的低位，尽管与两年前相比业绩涨了 3 倍多。我们看好焦煤的中长期价格。公司市净率只有 0.9 倍，估值较低。按照 17 倍 18 年市盈率，约合 1.04 倍市净率，给与公司*增持*的评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入 (人民币 百万)	13,636	20,382	21,739	22,797	23,893
变动 (%)	8.8	49.5	6.7	4.9	4.8
净利润 (人民币 百万)	244	1,064	1,165	1,306	1,361
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.07	0.30	0.33	0.37	0.39
变动 (%)	(108.4)	137.5	(27.9)	22.3	4.6
全面摊薄市盈率(倍)	71.3	16.3	14.9	13.3	12.8
价格/每股账面价值 (倍)	(0.07)	1.20	0.46	0.31	0.35
每股现金流量 (人民币)	(71.2)	4.1	10.6	16.1	19.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.5	0.0	0.0	0.0	0.0
每股股息 (人民币)	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12
股息率(%)	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

图表 1. 17 年年报业绩摘要

(人民币，百万)	2016 年	2017 年	同比变动(%)
营业收入	**13,636**	**20,382**	**49.5**
营业成本	10,580	15,361	45.2
毛利润	3,056	5,021	64.3
营业税金及附加	356	555	55.8
销售费用	303	349	15.4
管理费用	1,416	1,887	33.3
财务费用	587	639	8.7
资产减值损失	96	108	13.4
投资净收益	(24)	72	396.1
营业利润	**274**	**1,768**	**544.6**
营业外收入	245	20	(91.8)
营业外支出	145	257	77.5
税前利润	375	1,531	308.5
所得税	215	442	105.4
少数股东损益	(84)	25	130.0
归属于母公司所有净利润	**244**	**1,064**	**336.2**
每股收益(人民币，元)			
基本每股收益(元)	0.07	0.30	336.2
每股经营活动产生现金净流量(元)	(0.07)	1.20	1,836.1
毛利率(%)	22	25	
经营利润率(%)	2.0	8.7	
净利润率(%)	1.8	5.2	
应收账款	4,566	3,884	(15)
期间费用率(%)	17	14	
净资产收益率-加权(%)	1.25	5.82	

资料来源：公司数据，中银证券

图表 2. 煤炭板块经营情况

	2016	2017	同比变动（%）
产量（百万吨）	26.90	27.53	2.3
销量（百万吨）	27.01	27.58	2.1
价格（元/吨）	429	619	44.3
成本（元/吨）	323	446	38.1
吨煤毛利（元/吨）	106	173	63.1
营业收入（百万元）	11,591	17,084	47.4
营业成本（百万元）	8,683	12,276	41.4
毛利率（%）	25	28	
煤炭收入占比（%）	85	84	
煤炭毛利率占比（%）	95	96	

资料来源：公司数据，中银证券

图表 3. 各业务经营情况

各业务收入占比（%）	2016	2017
煤炭	85	84
焦炭	9	13
玻璃纤维	3	2
电力	2	1
各业务毛利润占比（%）		
煤炭	95	96
焦炭	3	5
玻璃纤维	2	1
电力	1	(1)
各业务毛利率（%）		
煤炭	25	28
焦炭	8	9
玻璃纤维	13	10
电力	5	(25)

资料来源：公司数据，中银证券

图表 4. 各产品价格和生产成本

价格（元/吨）	2016	2017	同比变动(%)
煤炭	429	619	44
焦炭	1,209	1,922	59
玻璃纤维	5,750	5,615	(2)
电力 （元/千瓦时）	0.33	0.36	10
单位成本（元/吨）			
煤炭	323	446	38
焦炭	1,110	1,764	59
玻璃纤维	4,909	4,914	0
电力 （元/千瓦时）	0.31	0.45	44

资料来源：公司数据，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**13,636**	**20,382**	**21,739**	**22,797**	**23,893**
销售成本	(10,580)	(15,361)	(16,741	(17,462)	(18,330)
经营费用	(2,074)	(2,790)	(2,976)	(3,121)	(3,271)
息税折旧前利润	**982**	**2,230**	**2,022**	**2,214**	**2,292**
折旧及摊销	1,213	1,295	582	633	849
经营利润 (息税前利润)	**2,375**	**3,732**	**2,666**	**2,917**	**3,224**
净利息收入/(费用)	(584)	(635)	(676)	(708)	(742)
其他收益/(损失)	2,375	3,732	2,666	2,917	3,224
税前利润	**332**	**1,423**	**1,175**	**1,337**	**1,384**
所得税	(215)	(442)	(397)	(444)	(462)
少数股东权益	84	(25)	(25)	(25)	(25)
净利润	**244**	**1,064**	**1,165**	**1,306**	**1,361**
核心净利润	**244**	**1,064**	**1,165**	**1,306**	**1,361**
每股收益(人民币)	0.069	0.301	0.330	0.370	0.385
核心每股收益(人民币)	0.069	0.301	0.330	0.370	0.385
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.099	0.111	0.116
收入增长(%)	9	49	7	5	5
息税前利润增长(%)	(188)	127	(9)	10	4
息税折旧前利润增长(%)	596	57	(29)	9	11
每股收益增长(%)	(31)	336	9	12	4
核心每股收益增长(%)	(31)	336	9	12	4

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	433	1,186	939	1,101	1,147
折旧与摊销	1,393	1,502	644	703	931
净利息费用	584	635	676	708	742
运营资本变动	(2,507)	982	(225)	(1,968)	(4,156)
税金	(215)	(442)	(397)	(444)	(462)
其他经营现金流	68	374	(2)	980	917
经营活动产生的现金流	**(244)**	**4,237**	**1,635**	**1,079**	**(882)**
购买固定资产净值	(1,056)	(707)	(1,317)	(1,226)	(532)
投资减少/增加	(890)	(1,930)	(67)	(50)	(47)
其他投资现金流	52	35	32	(280)	(1,195)
投资活动产生的现金流	**(1,895)**	**(2,601)**	**(1,352)**	**(1,556)**	**(1,775)**
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(750)	(792)	1,305	342	2,772
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	2,423	1,128	(225)	(218)	3,054
融资活动产生的现金流	**1,674**	**336**	**1,080**	**124**	**5,825**
现金变动	(465)	1,972	1,364	(352)	3,169
期初现金	4,542	3,971	3,146	5,180	1,756
公司自由现金流	(2,136)	1,640	288	(471)	(2,649)
权益自由现金流	(3,546)	(121)	1,370	(344)	(781)

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4,080	5,947	4,515	4,833	5,532
应收帐款	4,566	3,884	3,884	4,073	4,268
库存	1,173	770	920	960	1,007
其他流动资产	5,728	7,359	7,358	7,600	7,851
流动资产总计	**15,547**	**17,960**	**16,676**	**17,465**	**18,658**
固定资产	16,822	16,435	16,735	17,035	17,335
无形资产	5,819	5,616	5,816	6,016	6,216
其他长期资产	5,329	5,767	7,320	7,545	7,213
长期资产总计	**27,969**	**27,818**	**29,871**	**30,596**	**30,764**
总资产	**43,517**	**45,779**	**46,547**	**48,062**	**49,422**
应付帐款	5,072	4,776	4,776	4,982	5,229
短期债务	6,987	5,948	6,600	7,800	8,800
其他流动负债	3,138	3,873	3,873	3,913	3,962
流动负债总计	**15,198**	**14,597**	**15,249**	**16,695**	**17,991**
长期借款	3,781	3,949	4,200	4,400	4,600
其他长期负债	4,445	6,413	6,394	6,394	6,394
股本	3,534	3,534	3,534	3,534	3,534
储备	14,967	15,680	15,563	15,433	15,297
股东权益	**18,501**	**19,213**	**19,097**	**18,966**	**18,830**
少数股东权益	1,518	1,526	1,526	1,526	1,526
总负债及权益	**43,517**	**45,779**	**46,547**	**47,062**	**49,422**
每股帐面价值 (人民币)	5.24	5.44	5.40	5.37	5.33
每股有形资产 (人民币)	3.59	3.84	3.75	3.66	3.56
每股净负债/(现金)(人民币)	1.89	1.12	1.78	2.08	2.23

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	17.4	18.3	12.3	12.8	13.5
息税前利润率(%)	7.2	10.9	9.3	9.7	9.6
税前利润率(%)	3.2	5.8	4.3	4.8	4.8
净利率(%)	2.2	3.5	2.4	2.8	2.8
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	1.7	3.5	3.0	3.1	3.1
净权益负债率(%)	33.4	19.1	30.5	36.0	38.7
速动比率(倍)	0.9	1.2	1.0	1.0	1.0
估值					
市盈率 (倍)	71.3	16.3	14.9	13.3	12.8
核心业务市盈率(倍)	71.3	16.3	14.9	13.3	12.8
市净率 (倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
价格/现金流 (倍)	(71.2)	4.1	10.6	16.1	19.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.5	0.0	0.0	0.0	0.0
周转率					
存货周转天数	38.5	23.1	18.4	19.6	19.6
应收帐款周转天数	122.2	69.5	65.2	65.2	65.2
应付帐款周转天数	135.8	85.5	80.2	79.8	79.9
回报率					
股息支付率(%)	116.0	48.8	67.0	61.4	61.2
净资产收益率 (%)	1.6	3.8	2.7	3.4	3.5
资产收益率 (%)	1.1	3.1	2.5	2.7	2.8
已运用资本收益率(%)	3.2	7.3	6.5	6.8	6.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371