

2018年10月19日

冀中能源 (000937.SZ)

## 经营稳健，业绩释放慢于预期

■事件：2018年10月19日公司发布三季报，报告期内公司归属于母公司所有者的净利润为8.49亿元，较上年同期增0.87%；营业收入为162.99亿元，较上年同期增5.73%，基本每股收益为0.2402元，较上年同期增0.88%。

### 点评

■三季度业绩释放不及预期：据公告，公司第三季度归属于母公司所有者的净利润为2.44亿元，同比下降10.07%，环比下降23.27%。据煤炭资源网数据，2018年三季度公司主焦煤价格为1527元/吨，环比提高1.12%，同比提高13.7%，因此业绩下降的主要原因是采掘衔接不顺导致的产量下降。工作面衔接问题解决后，公司产量有望恢复。

■剥离亏损业务，利好业绩释放：据公司8月10日公告，拟将今年连续亏损的宣东矿、张家口煤炭销售分公司、张家口物资贸易分公司、张家口洗煤厂、张家口机械修造分公司等与煤炭业务紧密关联的张家口矿区的经营性资产及负债转让给关联方张矿集团，转让价格为5950.93万元。公司剥离亏损业务有助于公司减轻业绩包袱，利好后期公司业绩释放。

■吨煤净利低，业绩弹性大：以2018年上半年的归母净利润以及煤炭销量测算，2018年上半年公司吨煤净利润为41.41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。我们认为今年下半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年公司归母净利为11.44/11.53/11.79亿元，对应EPS分别为0.32/0.33/0.33元/股。考虑到焦煤价格上涨，价格中枢有望持续抬升，给予“增持-A”评级，6个月目标价4.16元，折合13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。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	13,635.7	20,381.8	20,773.8	21,386.3	21,769.7
净利润	244.0	1,064.3	1,144.4	1,153.8	1,179.0

## 公司快报

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 **增持-A**

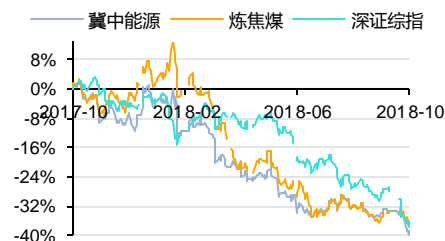
维持评级

6个月目标价：**4.16元**  
 股价(2018-10-19) **3.73元**

### 交易数据

总市值(百万元)	13,180.13
流通市值(百万元)	10,841.62
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	3.67/6.40元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.11	11.03	-5.48
绝对收益	-7.9	-7.44	-40.77

周泰

分析师

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

### 相关报告

冀中能源：经营稳健，上半年业绩同比增6%/周泰	2018-08-17
冀中能源：盈利同比改善，但增速慢于预期/周泰	2018-04-25
冀中能源：吨煤净利低，业绩弹性大/周泰	2018-04-17
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

每股收益(元)	0.07	0.30	0.32	0.33	0.33
每股净资产(元)	5.26	5.46	5.76	6.09	6.42

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	54.0	12.4	11.5	11.4	11.2
市净率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
净利润率	1.8%	5.2%	5.5%	5.4%	5.4%
净资产收益率	1.3%	5.5%	5.6%	5.4%	5.2%
股息收益率	2.7%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.5%	6.1%	6.2%	4.8%	6.0%

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
<b>营业收入</b>	13,635.7	20,381.8	20,773.8	21,386.3	21,769.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	10,579.7	15,361.0	15,688.0	16,231.6	16,643.2	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%	5.5%	0.3%	2.0%
销售费用	302.8	349.2	411.3	421.6	411.1	净利润增长率	-30.7%	336.2%	7.5%	0.8%	2.2%
管理费用	1,415.6	1,886.6	1,568.8	1,947.8	2,163.6	EBITDA 增长率	6.0%	63.9%	7.4%	-7.9%	-5.9%
财务费用	587.5	638.6	587.0	268.2	16.3	EBIT 增长率	28.7%	154.6%	11.8%	-12.8%	-10.1%
资产减值损失	95.6	108.5	103.0	80.0	50.0	NOPLAT 增长率	-71.9%	366.1%	0.2%	-12.8%	-10.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	-0.1%	12.0%	-27.6%	24.6%
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%	5.3%	5.4%	5.2%
<b>营业利润</b>	274.3	1,767.9	1,865.4	1,870.6	1,907.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	100.6	-236.7	-180.0	-180.0	-180.0	毛利率	22.4%	24.6%	24.5%	24.1%	23.5%
<b>利润总额</b>	374.8	1,531.2	1,685.4	1,690.6	1,727.4	营业利润率	2.0%	8.7%	9.0%	8.7%	8.8%
减:所得税	215.0	441.6	505.6	507.2	518.2	净利润率	1.8%	5.2%	5.5%	5.4%	5.4%
<b>净利润</b>	244.0	1,064.3	1,144.4	1,153.8	1,179.0	EBITDA/营业收入	16.5%	18.1%	19.1%	17.1%	15.8%
						EBIT/营业收入	6.3%	10.8%	11.8%	10.0%	8.8%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	377	256	236	207	182
						流动营业资本周转天数	70	58	101	79	77
						流动资产周转天数	395	296	354	312	307
						应收帐款周转天数	126	78	130	112	107
						存货周转天数	29	17	26	24	23
						总资产周转天数	1,112	789	823	742	704
						投资资本周转天数	697	493	512	453	420
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	1.3%	5.5%	5.6%	5.4%	5.2%
						ROA	0.4%	2.4%	2.4%	3.0%	2.6%
						ROIC	1.5%	6.1%	6.2%	4.8%	6.0%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.2%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
						管理费用率	10.4%	9.3%	7.6%	9.1%	9.9%
						财务费用率	4.3%	3.1%	2.8%	1.3%	0.1%
						三费/营业收入	16.9%	14.1%	12.4%	12.3%	11.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.8%	54.5%	55.5%	40.7%	47.4%
						负债权益比	116.6%	119.9%	124.7%	68.6%	90.2%
						流动比率	1.02	1.23	1.05	1.31	1.48
						速动比率	0.95	1.18	0.94	1.25	1.34
						利息保障倍数	1.47	3.44	4.18	7.97	118.20
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.10	0.10	-	-	-
						分红比率	144.8%	33.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	2.7%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,076.7	5,943.4	1,661.9	4,867.8	2,145.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	4,785.8	4,084.0	10,919.3	2,328.7	10,565.2
应收票据	4,936.1	4,898.5	6,065.4	4,823.3	6,202.6
预付帐款	92.3	96.4	513.6	191.4	223.4
存货	1,173.3	770.2	2,280.2	596.7	2,167.2
其他流动资产	483.3	2,167.7	1,463.3	1,371.4	1,667.5
可供出售金融资产	513.8	513.8	513.8	513.8	513.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3,397.9	3,816.6	3,816.6	3,816.6	3,816.6
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	14,705.3	14,282.1	12,968.4	11,654.8	10,341.1
在建工程	2,004.2	2,093.5	2,093.5	2,093.5	2,093.5
无形资产	5,818.5	5,616.0	5,416.8	5,217.6	5,018.4
其他非流动资产	1,529.7	1,496.5	1,532.5	1,474.3	1,488.4
<b>资产总额</b>	43,516.7	45,778.7	49,245.4	38,949.8	46,243.1
短期债务	5,011.1	3,140.0	5,676.1	-	-
应付帐款	6,058.3	6,206.9	9,924.1	6,197.6	9,446.6
应付票据	506.9	137.4	995.6	120.7	894.2
其他流动负债	3,621.5	5,112.9	5,319.2	4,539.8	5,202.9
长期借款	3,781.3	3,948.6	1,297.3	-	1,217.0
其他非流动负债	4,444.9	6,412.8	4,115.4	4,991.0	5,173.0
<b>负债总额</b>	23,424.0	24,958.5	27,327.6	15,849.1	21,933.8
少数股东权益	1,518.4	1,526.4	1,560.0	1,589.1	1,618.6
股本	3,533.5	3,533.5	3,533.5	3,533.5	3,533.5
留存收益	14,967.3	15,679.9	16,824.3	17,978.1	19,157.1
<b>股东权益</b>	20,092.7	20,820.2	21,917.8	23,100.7	24,309.3

## 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	159.8	1,089.6	1,144.4	1,153.8	1,179.0
加:折旧和摊销	1,405.9	1,513.3	1,512.9	1,512.9	1,512.9
资产减值准备	95.6	108.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	587.5	638.6	587.0	268.2	16.3
投资损失	24.4	-72.1	-75.0	-75.0	-75.0
少数股东损益	-84.2	25.3	35.4	29.6	30.2
营运资金的变动	-821.4	-288.8	-4,899.4	7,179.4	-7,083.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	-244.1	4,236.9	-1,694.8	10,068.8	-4,420.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,894.6	-2,601.1	64.6	76.7	77.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,673.7	336.2	-2,651.3	-6,939.6	1,620.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.07	0.30	0.32	0.33	0.33
BVPS(元)	5.26	5.46	5.76	6.09	6.42
PE(X)	54.0	12.4	11.5	11.4	11.2
PB(X)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
P/FCF	-22.1	5.9	-3.1	4.2	-4.8
P/S	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	14.7	7.9	6.1	3.9	5.4
CAGR(%)	94.9%	3.5%	57.2%	94.9%	3.5%
PEG	0.6	3.5	0.2	0.1	3.2
ROIC/WACC	0.2	0.7	0.7	0.6	0.7
REP	6.7	1.4	1.0	1.1	0.9

## ■ 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

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