

冀中能源(000937)/煤炭开采

煤炭产量有增长, 焦炭业务表现较好

评级: 增持(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,382	21,458	21,544	21,323	21,114
增长率 yoy%	49.47%	5.28%	0.40%	-1.02%	-0.98%
净利润	1,064	872	969	1,055	1,085
增长率 yoy%	336.25%	-18.07%	11.09%	8.91%	2.87%
每股收益(元)	0.30	0.25	0.27	0.30	0.31
每股现金流量	1.20	0.88	0.80	0.67	0.84
净资产收益率	5.52%	4.38%	4.75%	5.02%	5.01%
P/E	11.49	14.02	12.62	11.59	11.27
PEG	2.59	2.07	0.14	2.61	1.67
P/B	0.63	0.61	0.60	0.58	0.56

备注:

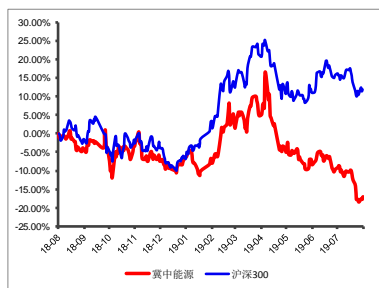
投资要点

- 公司披露 2019 半年度报告:** 实现营业收入 114.05 亿元 (+5.8%), 归属于上市公司股东净利润 4.57 亿元 (-24.4%), 其中 Q1、Q2 分别为 2.34 和 2.23 亿元, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.16 亿元 (-39.1%), 每股收益为 0.13 元/股 (-24.5%), 加权平均 ROE 为 2.27% (-0.8%)。
- 煤炭产销量同比微增, 售价基本稳定, 成本上涨造成板块利润下滑。** 报告期内, 公司第一大收入来源(煤炭收入占比 83%)原煤产量 1448 万吨 (+4.1%), 商品煤销量 1534 万吨 (+5%), 其中洗精煤销量 607 万吨 (-2.5%)、原煤销量 508 万吨 (+15.7%)、洗混煤销量 295 (+1.6%)、煤泥及其他销量 123 万吨 (+13.2%)。根据我们测算, 商品煤综合售价 608 元/吨 (-0.2%), 吨煤成本 471 元/吨 (+6.2%), 毛利率为 24% (同比下降 5 个百分点), 吨煤毛利为 147 元/吨 (-18%), 成本上涨可能与一次性计提的搬迁费用增加有关。
- 焦化业务表现较好, 上半年吨焦净利润 192 元/吨。** 报告期内, 第二大收入来源(收入占比 15%)焦炭产/销量 78/78 万吨, 同比+12.5%/+13.4%, 吨焦价格 2172 元/吨 (+5%), 吨焦成本 1911 元/吨 (+1.6%), 毛利率为 12% (同比增加 3 个百分点), 吨焦毛利 260 元/吨 (+39.2%)。公司焦化企业金牛天铁(公司持股 50%)实现净利润 1.5 亿元 (+0.94 亿元), 吨焦净利润达到 192 元/吨 (+110 元/吨), 焦化业务表现较好与公司焦炭品质较高、成本结构得到优化等有关。
- 拟新建年产 20 万吨玻璃纤维池窑拉丝项目, 培育新的利润增长点。** 公司 3 月份发布对外投资公告, 拟投资 20.3 亿元建设两条 10 万吨玻纤池窑生产线, 该项目在 3 月份经河北省国资委批复通过。该项目旨在延伸玻纤项目产业链条, 打造从玻纤生产前端延伸至下游复合材料领域的全产业链条, 提升玻纤产业的市场竞争力, 增强公司整体盈利能力。
- 三项期间费用皆有下降, 整体期间费用率微降。** 报告期内, 公司销售费用 1.85 亿元 (-4.4%), 系运输及装卸费等减少所致; 管理费用 8.9 亿元 (-4.9%), 系职工薪酬费用等下降所致; 财务费用 2.5 亿元 (-14.3%), 系本期利息收入大幅上升所致。三项期间费用合计 13.2 亿元 (-7%), 期间费用率 11.6%, 同比下降 1.6 个 pct。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 2019/2020/2021 年实现归属于母公司股东净利润分别为 9.7/10.6/10.9 亿元, 折合 EPS 分别是 0.27/0.30/0.31 元/股, 当前 3.46 元股价对应 PE 分别为 12.6/11.6/11.3 倍, 维持公司“增持”评级。
- 风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性干预的不确定性。

基本状况

总股本(百万股)	3,533.5
流通股本(百万股)	2,906.6
市价(元)	3.46
市值(百万元)	12,226.1
流通市值(百万元)	10,056.8

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 冀中能源 2018 年报点评: 大额计提资产减值, 损失拖累业绩表现
- 冀中能源 2018 三季度点评: 工作面搬迁影响单季度利润
- 冀中能源 2018 半年报点评: 业绩稳健, 公司资产质量持续得到优化

图表 1: 煤炭及焦炭业务拆分及预测

煤炭业务(万吨)	2014A	2015A	2016A	2017H	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
原煤产量	3295	2965	2690	1474	2753	1390	2830	1448	2858	2887	2915
YOY	-12%	-10%	-9%	13%	2.3%	-5.7%	2.8%	4.1%	1.0%	1.0%	1.0%
精煤产量	1700	1638	1473	681	1320	597	1179	610	1200	1212	1224
精选率	52%	55%	55%	46%	48%	43%	42%	42%	42%	42%	42%
其中: 冶炼精煤产量	1143	1104	1091	530	1043	471	942	471	960	970	980
占比	67%	67%	74%	78%	79%	79%	80%	77%	80%	80%	80%
其他精煤产量	556	534	382	151	277	126	237	139	240	242	245
占比	33%	33%	26%	22%	21%	21%	20%	23%	20%	20%	20%
商品煤销量	3373	2951	2701	1408	2758	1461	2845	1534	2858	2887	2915
商品煤产销率%	102%	100%	100%	96%	100%	105%	101%	106%	100%	100%	100%
其中: 原煤销量	813	568	473	323	620	439	799	508	800	800	800
洗精煤	1693	1623	1492	695	1347	623	1216	607	1200	1212	1224
洗混煤	868	392	425	242	501	291	598	295	600	600	600
煤泥及其他		368	311	148	291	109	233	123	258	274	291
	415	335	413	594	600	609	617	608	619	611	603
煤炭价格(元/吨)	2014A	2015A	2016A	2017H	2017A	2018H	2018A	2019H	2019E	2020E	2021E
原煤(元/吨)	193	163	217	272	278	320	309	319	305	302	299
yoy	-25%	-15%	33%	68%	28%	18%	11%	0%	-1%	-1%	-1%
洗精煤(元/吨)	657	501	610	964	975	1040	1070	1105	1102	1091	1080
yoy	-21%	-24%	22%	101%	60%	8%	10%	6%	3%	-1%	-1%
洗混煤(元/吨)	151	167	199	263	282	315	312	293	293	287	281
yoy			19%	83%	42%	20%	10%	-7%	-6%	-2%	-2%
煤泥及其他(元/吨)		47	64	100	94	88	92	104	102	100	98
yoy			36%	49%	46%	-12%	-1%	18%	10%	-2%	-2%
商品煤综合售价	415	348	429	611	619	622	619	618	619	611	603
YOY	-24%	-16%	23%	77%	44%	1.9%	0.0%	-0.2%	0%	-1%	-1%
商品煤综合成本	309	303	322	445	445	444	434	471	460	456	451
YOY	-20%	-2%	6%	71%	38%	-0.3%	-2.5%	6.2%	6.0%	-1.0%	-1.0%
煤炭业务收入(百万元)	14007	10275	11591	8607	17084	9095	17619	9477	17687	17638	17589
煤炭业务成本(百万元)	10435	8949	8683	6265	12276	6481	12348	7223	13150	13149	13147
煤炭销售毛利(百万元)	3573	1326	2908	2342	4808	2614	5271	2254	4537	4489	4441
煤炭销售毛利率	26%	13%	25%	27%	28%	29%	30%	24%	26%	25%	25%
吨煤毛利(元/吨)	106	45	108	166	174	179	185	147	159	156	152
收入占比	77%	82%	85%	84%	84%	84%	82%	83%	82%	83%	83%
毛利占比	96%	87%	95%	96%	96%	95%	92%	92%	92%	92%	92%
化工业务											
焦炭产量(万吨)	128	92	106	67	137	69	150	78	155	155	155
焦炭销量(万吨)	128	92	106	68	138	68	149	78	155	155	155
单位售价(元/吨)			1209	1859	1922	2069	2214	2172	2170	2061	1958
单位成本(元/吨)			1114	1676	1750	1882	1885	1911	1904	1809	1718
单位毛利(元/吨)			95	184	173	187	329	260	266	253	240
化工业务收入(百万元)	2803	1283	1277	1260	2654	1415	3308	1684	3363	3195	3035
yoy	-21%	-54%	-1%	70%	108%	12%	25%	19%	2%	-5%	-5%
化工业务成本(百万元)	2770	1209	1176	1135	2415	1287	2816	1482	2951	2803	2663
yoy	-20%	-56%	-3%	50%	105%	13%	17%	15%	5%	-5%	-5%
毛利(百万元)	33	75	101	125	239	128	492	202	412	392	372
毛利率(%)	1%	6%	8%	10%	9%	9%	15%	12%	12%	12%	12%
收入占比	15%	10%	9%	12%	13%	13%	15%	15%	16%	15%	14%
毛利占比	1%	5%	3%	5%	5%	5%	9%	8%	8%	8%	8%

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)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20,382	21,458	21,544	21,323	21,114
增长率	49.5%	5.3%	0.4%	-1.0%	-1.0%
营业成本	-15,361	-15,698	-16,601	-16,447	-16,300
% 销售收入	75.4%	73.2%	77.1%	77.1%	77.2%
毛利	5,021	5,760	4,943	4,877	4,814
% 销售收入	24.6%	26.8%	22.9%	22.9%	22.8%
营业税金及附加	-555	-626	-582	-576	-570
% 销售收入	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%
营业费用	-349	-371	-349	-345	-342
% 销售收入	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-1,887	-2,105	-1,724	-1,706	-1,689
% 销售收入	9.3%	9.8%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	2,230	2,658	2,288	2,250	2,213
% 销售收入	10.9%	12.4%	10.6%	10.6%	10.5%
财务费用	-639	-598	-580	-550	-530
% 销售收入	3.1%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
资产减值损失	108	561	100	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	72	143	158	173	191
% 税前利润	4.7%	5.8%	8.4%	9.7%	10.6%
营业利润	1,772	2,764	1,966	1,883	1,883
营业利润率	8.7%	12.9%	9.1%	8.8%	8.9%
营业外收支	-237	-297	-90	-90	-90
税前利润	1,536	2,467	1,876	1,793	1,793
利润率	7.5%	11.5%	8.7%	8.4%	8.5%
所得税	-442	-401	-536	-532	-497
所得税率	28.8%	16.3%	28.6%	29.7%	27.7%
净利润	1,090	1,049	1,140	1,241	1,277
少数股东损益	25	177	171	186	192
归属于母公司的净利润	1,064	872	969	1,055	1,085
净利率	5.2%	4.1%	4.5%	4.9%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,090	1,049	1,140	1,241	1,277
加: 折旧和摊销	1,513	1,594	1,694	1,775	1,858
资产减值准备	108	561	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	639	598	580	550	530
投资收益	-72	-143	-158	-173	-191
少数股东损益	25	177	171	186	192
营运资金的变动	-289	-1,535	-436	-1,026	-517
经营活动现金净流	4,237	3,104	2,820	2,368	2,957
固定资本投资	387	781	-1,000	-1,000	-1,000
投资活动现金净流	-2,601	-1,410	-1,142	-1,127	-1,109
股利分配	-353	-353	-387	-422	-434
其他	690	-116	-1,262	-893	-1,205
筹资活动现金净流	336	-469	-1,649	-1,315	-1,639
现金净流量	1,972	1,225	29	-74	209

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,943	7,197	7,226	7,152	7,361
应收款项	8,983	8,072	8,194	7,101	7,287
存货	770	643	702	497	573
其他流动资产	2,264	3,069	3,519	4,018	4,612
流动资产	17,960	18,981	19,641	18,767	19,832
% 总资产	39.2%	41.5%	42.6%	41.9%	43.7%
长期投资	4,330	4,421	4,521	4,621	4,721
固定资产	14,282	13,451	12,880	12,250	11,558
% 总资产	31.2%	29.4%	28.0%	27.4%	25.5%
无形资产	5,616	5,336	5,318	5,292	5,259
非流动资产	27,818	26,785	26,440	26,021	25,533
% 总资产	60.8%	58.5%	57.4%	58.1%	56.3%
资产总计	45,779	45,766	46,081	44,788	45,366
短期借款	3,140	4,845	3,967	3,649	3,000
应付款项	7,142	6,074	6,394	4,698	5,176
其他流动负债	4,315	3,859	3,820	3,782	3,744
流动负债	14,597	14,778	14,181	12,129	11,921
长期贷款	3,949	3,183	3,500	3,500	3,500
其他长期负债	6,413	6,227	6,164	6,104	6,048
负债	24,958	24,188	23,845	21,734	21,468
普通股股东权益	19,294	19,898	20,384	21,017	21,669
少数股东权益	1,526	1,680	1,851	2,037	2,229
负债股东权益合计	45,779	45,766	46,081	44,788	45,366

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.30	0.25	0.27	0.30	0.31
每股净资产 (元)	5.46	5.63	5.77	5.95	6.13
每股经营现金净流 (元)	1.20	0.88	0.80	0.67	0.84
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12
回报率					
净资产收益率	5.52%	4.38%	4.75%	5.02%	5.01%
总资产收益率	2.38%	2.29%	2.47%	2.77%	2.81%
投入资本收益率	6.13%	6.09%	5.67%	6.00%	6.02%
增长率					
营业总收入增长率	49.47%	5.28%	0.40%	-1.02%	-0.98%
EBIT 增长率	154.60%	2.09%	4.74%	2.87%	-0.82%
净利润增长率	336.25%	-18.07%	11.09%	8.91%	2.87%
总资产增长率	5.20%	-0.03%	0.69%	-2.80%	1.29%
资产管理能力					
应收账款周转天数	78.3	55.2	52.5	49.9	47.4
存货周转天数	17.2	11.9	11.2	10.1	9.1
应付账款周转天数	115.4	102.8	92.5	83.2	74.9
固定资产周转天数	256.0	232.6	220.0	212.1	203.0
偿债能力					
净负债/股东权益	36.86%	38.69%	35.24%	31.59%	24.57%
EBIT 利息保障倍数	3.4	3.7	4.0	4.4	4.5
资产负债率	54.52%	52.85%	51.75%	48.53%	47.32%

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。