

2019年10月24日

## 河北焦煤龙头，2019Q3 单季业绩同比改善

### 冀中能源(000937)首次覆盖

评级:	中性	股票代码:	000937
上次评级:	首次覆盖	52周最高价/最低价:	4.86/3.4
目标价格:		总市值(亿)	127
最新收盘价:	3.58	自由流通市值(亿)	104
		自由流通股数(百万)	2,906.60

**事件概述:** 2019年第三季度，公司实现单季营业收入55.52亿元，同比+0.68%，单季归母净利润2.74亿元，同比+12.59%。2019年1-3季度，公司实现营业收入169.58亿元，同比+4.04%，归母净利润7.31亿元，同比-13.80%。公司三季度单季归母净利润实现了同比改善，扭转了今年上半年的下滑趋势。

► **河北省最大煤企冀中能源集团下属上市公司，河北矿区以焦煤为主，主要客户位于华北地区。**

公司大股东冀中能源集团有限责任公司为河北省最大煤企，煤炭工业协会2019年中国煤炭企业产量50强排名第9。截至2018年末，上市公司下属20座矿井，总地质储量32.29亿吨，年度核定生产能力3270万吨，在产矿井的总可采储量约6.95亿吨，以优质炼焦煤1/3焦煤、肥煤、气肥煤以及瘦煤为主。

公司煤炭资源分布在河北、山西与内蒙古，其中以河北为主（主要包括邢台矿区、峰峰矿区、邯郸矿区等），根据公司评级报告，河北地区地质储量/可开采储量/生产能力占比分别在60%以上/30%左右/50%以上。河北省内的煤炭资源大部分为煤质优良的炼焦用煤，其中1/3焦煤为华北地区局部稀缺煤种，具有较强的品种优势。公司焦煤主要客户以河北、河南、山东等国有重点钢铁企业及大型民营钢铁企业为主，动力煤市场以河北省内的电厂为主，涵盖上海、山东、山西、内蒙古等部分用户。公司华北客户销售额占比保持在80%以上。

► **公司业绩目前主要由煤炭贡献，煤炭领域推动债转股降杠杆，未来资本开支主要在非煤投资。**

2019年上半年，公司原煤产量1448万吨，同比+4.1%；精煤产量610万吨，同比+2.1%，其中冶炼精煤471万吨，同比-0.1%；焦炭产量77.85万吨，同比+12.5%。销量方面，公司原煤/洗精煤/洗混煤/煤泥及其他销量分别为508/607/295/123万吨，同比分别+16%/-3%/+2%/+13%，公司河北地区多数矿井有效可采年限正逐年减少，部分矿井剩余服务年限已较短，开采条件趋于复杂，焦煤产量趋降，同时山西等省外矿区动力煤产销量增长。

公司业务分为煤炭（炼焦煤/动力煤）、化工（焦炭）、建材（玻纤）、电力（矸石电厂）四大板块，2019年上半年收入占比分别为83.1%/14.8%/1.6%/0.4%，毛利润占比分别为92.0%/8.3%/0.7%/-0.7%，公司业绩主要由煤炭业务贡献。

主业方面，公司目前无在建矿井，预计未来河北产量收缩外省产量扩张，煤炭主要以长协销售为主，煤价较为稳定。根据公司2019年9月28日公告，建信投资和公司1:1比例以债转股方式对段王煤业实施增资共计16亿元，公司拟将所持金牛化工10%股份协议转让给冀中能源峰峰集团，适应新一轮国资国企改革的要求，推降杠杆，理顺股权。

非煤产业方面，公司积极推动40万吨PVC项目续建、铁矿资源的获取等。

**投资建议：首次覆盖，给予“中性”评级。**

我们假设公司2019-21年原煤产量均为3000万吨，商品煤综合售价分别为600/570/553元/吨，同比分别为-3%/-5%/-3%，焦炭产量均为150万吨，吨焦收入分别为2148/1933/1836元/吨，同比分别为-3%/-10%/-5%，预计公司2019-21年归母净利润分别为9.2/7.8/7.0亿元，同比分别为+5%/-15%/-10%（2018Q4，公司按照天津市高院和天津市二中院批准的《渤钢集团重整计划》计提资产减值损失4.6亿元，业绩基数较低，预计2019Q4单季归母1.87亿元，同比+1.64亿元）。2019-21年，预计公司EPS分别为0.26/0.22/0.20元，对应公司2019年10月24日收盘价3.58元/股，PE分别为14/16/18倍，首次覆盖，给予公司“中性”评级。

**风险提示：**宏观经济系统性风险；聚隆23万吨PVC产能处于技改和停产检修状态，40万吨在建PVC项目未来转固后将增加折旧和财务费用，盈利情况存在不确定性；铁矿投资未来收益率具有不确定性。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20381.75	21458.41	21887.19	20621.08	19963.11
YoY (%)	49.47%	5.28%	2.00%	-5.78%	-3.19%
归母净利润(百万元)	1064.34	872.02	918.43	778.17	702.77
YoY (%)	336.25%	-18.07%	5.32%	-15.27%	-9.69%
毛利率 (%)	24.63%	26.84%	23.17%	22.14%	21.57%
每股收益 (元)	0.30	0.25	0.26	0.22	0.20
ROE	5.52%	4.38%	4.41%	3.60%	3.15%
市盈率	11.89	14.51	13.77	16.26	18.00

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

**分析师：丁一洪**

邮箱：dingyh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519070001  
联系电话：0755-83025232

**分析师：洪奕昕**

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080004  
联系电话：0755-83025232

**联系人：卓乃建**

邮箱：zhuonj@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100003  
联系电话：0755-83025232

**联系人：李承鹏**

邮箱：licp1@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：0755-83025232

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21458.41	21887.19	20621.08	19963.11	净利润	1049.16	1224.57	1037.55	937.03
YoY (%)	5.28%	2.00%	-5.78%	-3.19%	折旧和摊销	1593.79	1620.86	1663.32	1705.78
营业成本	15698.34	16815.12	16054.83	15657.18	营运资金变动	-395.42	1908.88	156.64	80.54
营业税金及附加	625.80	569.07	536.15	519.04	经营活动现金流	3104.02	5221.16	3301.18	3167.02
销售费用	371.29	354.41	333.90	323.25	资本开支	-800.40	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	2105.27	1860.41	1752.79	1696.86	投资	-819.70	0.00	0.00	0.00
财务费用	597.73	524.51	474.04	455.46	投资活动现金流	-1409.88	-870.36	-870.36	-870.36
资产减值损失	561.19	0.00	0.00	0.00	股权募资	5.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	143.23	129.64	129.64	129.64	债务募资	674.28	-882.79	0.00	0.00
营业利润	1747.62	1877.72	1590.95	1436.81	筹资活动现金流	-469.29	-1620.86	-573.31	-573.31
营业外收支	-297.40	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1224.85	2729.93	1857.51	1723.35
利润总额	1450.22	1877.72	1590.95	1436.81					
所得税	401.06	653.15	553.40	499.78	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	1049.16	1224.57	1037.55	937.03	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	872.02	918.43	778.17	702.77	营业收入增长率	5.28%	2.00%	-5.78%	-3.19%
YoY (%)	-18.07%	5.32%	-15.27%	-9.69%	净利润增长率	-18.07%	5.32%	-15.27%	-9.69%
每股收益	0.25	0.26	0.22	0.20	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	26.84%	23.17%	22.14%	21.57%
					净利率	4.89%	5.59%	5.03%	4.69%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	总资产收益率 ROA	1.91%	1.97%	1.64%	1.46%
货币资金	7196.88	9926.81	11784.32	13507.67	净资产收益率 ROE	4.38%	4.41%	3.60%	3.15%
预付款项	93.90	100.58	96.04	93.66	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	642.52	756.61	722.40	704.51	流动比率	<b>1.28</b>	<b>1.32</b>	<b>1.44</b>	<b>1.56</b>
其他流动资产	11047.95	9775.37	9270.75	9008.51	速动比率	1.23	1.27	1.39	1.51
流动资产合计	18981.26	20559.38	21873.50	23314.34	现金比率	0.49	0.64	0.78	0.90
长期股权投资	3907.02	3907.02	3907.02	3907.02	资产负债率	52.85%	51.21%	49.69%	48.51%
固定资产	13451.06	13045.78	12598.05	12107.85	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	5335.98	5120.40	4904.82	4689.24	总资产周转率	0.47	0.47	0.44	0.42
非流动资产合计	26784.89	26164.03	25500.72	24794.94	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	45766.15	46723.41	47374.22	48109.28	每股收益	0.25	0.26	0.22	0.20
短期借款	4845.00	4845.00	4845.00	4845.00	每股净资产	5.63	5.89	6.11	6.31
应付账款及票据	4330.52	4950.74	4726.89	4609.82	每股经营现金流	0.88	1.48	0.93	0.90
其他流动负债	5602.73	5739.59	5576.69	5491.80	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14778.26	15535.33	15148.58	14946.61	<b>估值分析</b>				
长期借款	3182.79	2300.00	2300.00	2300.00	PE	14.51	13.77	16.26	18.00
其他长期负债	6226.67	6091.36	6091.36	6091.36	PB	0.67	0.61	0.59	0.57
非流动负债合计	9409.46	8391.36	8391.36	8391.36					
负债合计	24187.71	23926.69	23539.95	23337.98					
股本	3533.55	3533.55	3533.55	3533.55					
少数股东权益	1680.32	1986.46	2245.85	2480.11					
股东权益合计	21578.44	22796.72	23834.27	24771.30					
负债和股东权益合计	45766.15	46723.41	47374.22	48109.28					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造、出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后就职于立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源资管、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。