

煤炭/能源

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 3.63

当前价格: 3.60

2019.09.18

冀中能源 (000937)

区域煤炭龙头，竞争优势较强

——冀中能源首次覆盖报告

	翟堃 (分析师)	杜冲 (分析师)
	021-38675862	021-38677235
	zhaikun@gtjas.com	duchong@gtjas.com
证书编号	S0880517100004	S0880517080006

本报告导读:

冀中能源背靠大股东、坐拥优质煤炭资源、享区位优势，竞争力较强，未来发展或将受益于集团优质煤炭资产的注入，值得长期关注，首次覆盖，给予“中性”评级。

投资要点:

- **首次覆盖，给予“中性”评级。**预测 2019-21 年 EPS 0.20/0.19/0.18 元/股，结合 PE 和 PB 估值法，目标价 3.63 元，对应 2019 年 PE 为 18.2 倍，首次覆盖给予“中性”评级。
- **深耕河北地区的区域煤炭龙头，竞争优势较强。**1) 背靠大股东，发展有支撑。控股股东为河北第一大煤炭企业冀中能源集团，集团 2018 年煤炭产量 8100 万吨（全国第 9）、营收 2363 亿元（全国第 5）。2) 煤炭资源丰富，煤质优良。冀中能源拥有较丰富的主焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤等资源，出产的炼焦精煤具有低灰、低硫、低磷、挥发分适中、粘结性强的特点，市场竞争力较强。3) 区位优势突出，市场需求广阔。煤炭资源主要分布在环渤海经济圈腹地，交通十分便利。此外，区域内焦化、钢铁、发电等煤炭下游产业发达，需求广阔。
- **煤焦化产业受益于供给侧改革，业绩显著增长。**供给侧改革以来，公司煤炭产销量、综合售价逐步回升，煤炭板块营收规模 2018 年攀升至五年高点 176.2 亿；焦炭业务，去产能叠加环保限产影响，产销量和价格均明显上涨，2016-2018 化工板块营业收入复合增速 37.1%，板块毛利率水平上升到新高 14.9%（2018）。
- **长期看点：集团优质资产注入。**截至 2018 年底，公司下属 20 座矿井，总可采储量 6.95 亿吨，核定生产能力 3270 万吨，分别占集团的比例为 13%、47%、52%，占比仍然较低，资产注入存较大空间。
- **风险提示。**资产注入不确定性、煤价下跌、宏观经济和行政干预风险。

交易数据

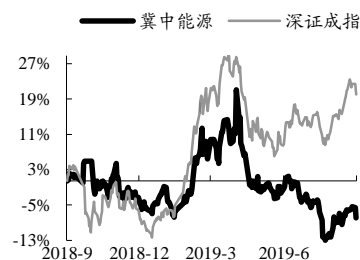
52 周内股价区间 (元)	3.37-4.91
总市值 (百万元)	12,721
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,534/2,907
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	8.10
日均成交额 (百万元)	29.91

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	20,347
每股净资产	5.76
市净率	0.6
净负债率	32.02%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.08	0.07
Q2	0.09	0.06
Q3	0.07	0.04
Q4	0.01	0.03
全年	0.25	0.20

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	-6%	-8%
相对指数	-2%	-17%	-28%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,382	21,458	22,278	22,475	22,492
(+/-)%	49%	5%	4%	1%	0%
经营利润 (EBIT)	2,229	2,530	1,978	1,760	1,623
(+/-)%	127%	13%	-22%	-11%	-8%
净利润 (归母)	1,064	872	715	689	630
(+/-)%	336%	-18%	-18%	-4%	-8%
每股净收益 (元)	0.30	0.25	0.20	0.19	0.18
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.9%	11.8%	8.9%	7.8%	7.2%
净资产收益率 (%)	5.5%	4.4%	3.5%	3.3%	3.0%
投入资本回报率 (%)	5.4%	6.2%	4.8%	4.7%	4.6%
EV/EBITDA	7.88	5.26	5.30	4.99	4.57
市盈率	11.95	14.59	17.78	18.48	20.18
股息率 (%)	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%

模型更新时间: 2019.09.18

股票研究

能源
煤炭

冀中能源 (000937)

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 3.63

当前价格: 3.60

2019.09.18

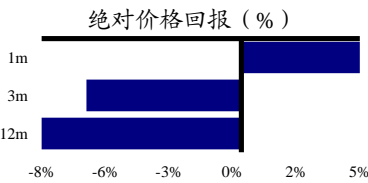
公司网址

www.jznygf.com

公司简介

公司前身河北金牛能源股份公司, 依托自身资源优势及技术优势, 通过独立开发与兼并重组等方式实现资产及业务整合, 通过科技和管理创新实现有序开发, 坚持以煤为主的发展思路, 不断壮大煤炭主业, 在资源依托坚实、规模效应显著、抗风险能力较强基础上形成并巩固产业及产品优势。

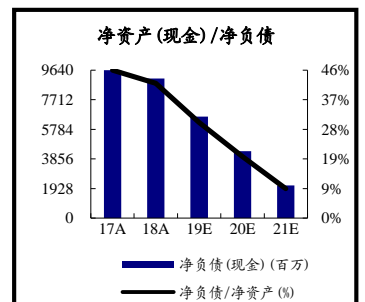
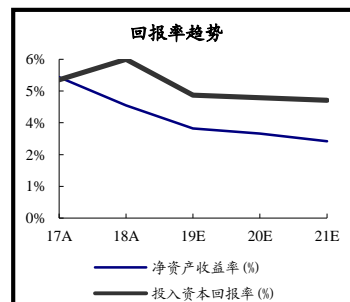
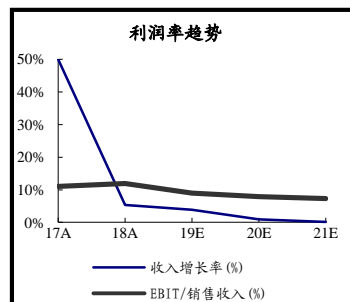
公司业务包括煤炭、化工、电力、建材四大板块, 其中煤炭为公司的主要产品。



52 周价格范围 3.37-4.91
市值 (百万) 12,721

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	20,382	21,458	22,278	22,475	22,492
营业成本	15,361	15,698	17,047	17,400	17,562
税金及附加	555	626	635	646	645
销售费用	349	371	384	388	388
管理费用	1,884	2,105	2,144	2,177	2,174
EBIT	2,229	2,530	1,978	1,760	1,623
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	72	143	148	150	152
财务费用	639	598	322	243	212
营业利润	1,768	1,748	1,616	1,535	1,427
所得税	442	401	445	382	356
少数股东损益	25	177	189	181	166
归母净利润	1,064	872	715	689	630
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	5,943	7,197	7,528	7,626	10,663
其他流动资产	12,017	11,784	13,110	13,023	13,102
长期投资	3,817	3,907	3,907	3,907	3,907
固定资产合计	14,282	13,451	12,491	11,274	10,040
无形及其他资产	9,720	9,427	9,263	9,098	8,933
资产合计	45,779	45,766	46,298	44,928	46,645
流动负债	14,607	14,778	14,382	12,350	13,483
非流动负债	10,351	9,409	9,259	9,259	9,259
股东权益	20,820	21,578	22,118	22,644	23,094
投入资本(IC)	29,235	29,441	27,655	26,083	24,496
现金流量表					
NOPLAT	1,586	1,830	1,325	1,223	1,122
折旧与摊销	1,513	1,594	1,561	1,578	1,580
流动资金增量	-1,586	257	30	-55	-54
资本支出	-531	-800	-703	-479	-456
自由现金流	982	2,881	2,213	2,267	2,192
经营现金流	4,349	3,104	3,656	3,119	3,022
投资现金流	-2,601	-1,410	-556	-329	-304
融资现金流	224	-469	-2,770	-2,693	319
现金流净增加额	1,972	1,225	331	97	3,037
财务指标					
成长性					
收入增长率	49.5%	5.3%	3.8%	0.9%	0.1%
EBIT 增长率	127.1%	13.5%	-21.8%	-11.0%	-7.8%
净利润增长率	336.2%	-18.1%	-18.0%	-3.7%	-8.4%
利润率					
毛利率	24.6%	26.8%	23.5%	22.6%	21.9%
EBIT 率	10.9%	11.8%	8.9%	7.8%	7.2%
归母净利润率	5.2%	4.1%	3.2%	3.1%	2.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.5%	4.4%	3.5%	3.3%	3.0%
总资产收益率(ROA)	2.3%	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%
投入资本回报率(ROIC)	5.4%	6.2%	4.8%	4.7%	4.6%
运营能力					
存货周转天数	23	16	19	18	18
应收账款周转天数	164	140	148	145	146
总资产周转天数	800	779	754	741	743
净利润现金含量	408.6%	356.0%	511.2%	453.1%	479.3%
资本支出/收入	2.6%	3.7%	3.2%	2.1%	2.0%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	52.9%	51.1%	48.1%	48.8%
净负债率	46.3%	42.1%	29.9%	19.2%	9.2%
估值比率					
PE(现价)	11.95	14.59	17.78	18.48	20.18
PB	1.07	0.67	0.63	0.62	0.61
EV/EBITDA	7.88	5.26	5.30	4.99	4.57
P/S	0.62	0.59	0.57	0.57	0.57
股息率	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%



目录

1. 深耕河北地区的区域性煤炭龙头，竞争优势较强	4
1.1. 冀中能源集团旗下唯一煤炭上市平台	4
1.2. 煤炭资源丰富，煤炭品质优良	5
1.3. 区位优势突出，市场需求广阔	6
2. 煤焦化产业受益于供给侧改革，业绩显著增长	7
2.1. 煤炭业务：供改以来量价齐升，毛利水平不断提高	7
2.2. 焦炭业务：去产能叠加环保限产，营收表现持续向好	8
3. 长期催化：集团资产注入	9
4. 盈利预测与公司估值	11
4.1. 盈利预测	11
4.2. 估值分析	11
5. 风险提示	12
5.1. 资产注入不确定性风险	12
5.2. 煤炭价格超预期下跌	12
5.3. 宏观经济和行政干预风险	12
图 1 冀中能源实际控制人为河北省国资委	5
图 2 冀中能源集团产业分布集中在京津冀地区	6
图 3 2016-2018 年累计去产能规模 8.1 亿吨	7
图 4 2016 年以来煤炭产销量缓慢回升	7
图 5 2016 年以来煤炭价格显著上涨	7
图 6 2016 年以来煤炭板块营收规模显著扩大	8
图 7 2016 年以来焦炭产销量快速回升	9
图 8 测算 2016 年焦炭价格触底反弹，显著上涨	9
图 9 2016 年以来化工板块营收规模显著扩大	9
图 10 2016 年以来化工板块营收、毛利占比持续上涨	9
表 1: 冀中能源集团煤炭产量全国排名第 9、营业收入全国排名第 5	4
表 2: 冀中能源集团煤炭资源丰富，煤炭品质优良	5
表 3: 铁路运费在煤炭价格构成中占比约为 1/3	6
表 4: 下游钢铁和电力前五大客户主要分布在河北地区	6
表 5: 河北地区焦化行业环保限产相关政策一览	8
表 6: 冀中集团(含峰峰、邯矿、张矿集团)避免同业竞争承诺	10
表 7: 冀中能源煤炭资源在集团占比仍然处于低位 (截止 2018) ...	10
表 8: 冀中能源集团煤矿在建工程情况一览表 (截止 2018)	10
表 9: 冀中能源 2019-2021 年盈利预测表 (百万元)	11
表 10: 冀中能源可比公司盈利预测与估值表	12

1. 深耕河北地区的区域性煤炭龙头，竞争优势较强

1.1. 冀中能源集团旗下唯一煤炭上市平台

背靠河北省第一大煤炭企业。冀中能源是河北省重点煤炭生产企业，控股股东冀中能源集团 2018 年煤炭产量 8100 万吨（全国煤炭企业排名第 9）、营业收入 2363 亿元（全国煤炭企业排名第 5），是河北省第一大煤炭企业。冀中能源作为集团旗下上市平台，坚持以煤为主的发展思路，不断壮大煤炭主业，通过独立开发与兼并重组等方式实现资产及业务整合，形成了河北、山西、内蒙三地布局的煤炭产业格局。公司业务包括煤炭、化工、电力、建材四大板块，其中煤炭为公司的主要产品。

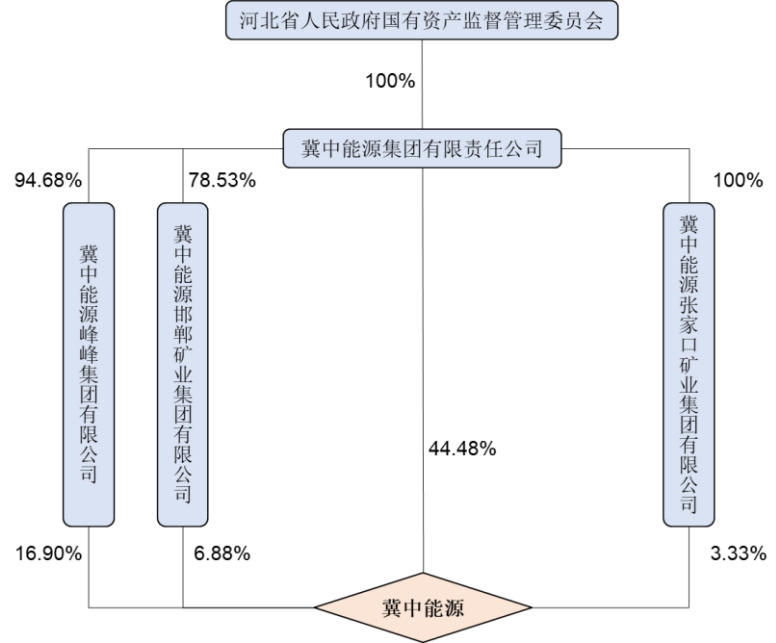
表 1: 冀中能源集团煤炭产量全国排名第 9、营业收入全国排名第 5

企业名称	地区	2018 煤炭产量 /万吨	产量排名	2018 营业收入 /万元	收入排名
国家能源投资集团有限责任公司	北京	52,413	1	54,225,664	1
中国中煤能源集团有限公司	北京	19,222	2	15,001,865	12
兖矿集团有限公司	山东	16,148	3	25,722,761	4
陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西	16,023	4	28,058,689	3
山东能源集团有限公司	山东	14,537	5	33,897,377	2
大同煤矿集团有限责任公司	山西	13,722	6	17,659,653	7
山西焦煤集团有限责任公司	山西	10,011	7	17,656,475	8
晋能集团有限公司	山西	8,448	8	10,365,592	14
冀中能源集团有限责任公司	河北	8,100	9	23,628,548	5
阳泉煤业(集团)有限责任公司	山西	8,013	10	17,390,061	9

数据来源: CCTD、国泰君安证券研究

河北省国资委绝对控股。河北省人民政府国有资产监督管理委员会通过冀中能源集团合计控股比例达到 71.59%，为公司实际控制人，其中冀中能源集团持股 44.48%、峰峰集团持股 16.90%、邯矿集团持股 6.88%、张矿集团持股 3.33%。

图 1 冀中能源实际控制人为河北省国资委



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1.2. 煤炭资源丰富，煤炭品质优良

冀中能源所处华北地区，煤炭资源丰富、煤质优良，拥有较丰富的主焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤、动力煤等，煤种齐全，品质优良，其中主焦煤、1/3 焦煤为国家保护性稀缺煤种。

表 2: 冀中能源集团煤炭资源丰富，煤炭品质优良

序号	资源所在地	地质储量/亿吨	可采储量/亿吨	煤种
1	峰峰矿区	19.01	2.6	焦煤、肥煤、无烟煤
2	邯郸矿区	8.89	1.46	无烟煤为主
3	邢台矿区	13.11	1.1	1/3 焦煤、气煤、肥煤为主
4	井陘矿区	-	-	主焦煤、1/3 焦煤、气煤为主
5	张北、宣下矿区	0.78	0.46	1/3 焦煤、气煤为主
	河北省小计	41.79	5.62	-
1	鄂尔多斯地区	25.56	14.98	长焰煤
2	锡林郭勒地区	41.28	20.55	褐煤
	内蒙古小计	66.84	35.53	-
	山西省小计	17.98	8.87	焦煤、瘦煤、贫煤
	新疆小计	4.34	2.38	焦煤
	青海小计	1.23	0.67	焦煤
	合计	132.18	53.07	-

数据来源: 集团债券募集说明书、国泰君安证券研究

截至 2018 年 12 月 31 日，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。公司目前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。公司出产的炼焦精煤具有低灰、低硫、低磷、挥发分适中、粘结性强的特点，被

誉为“工业精粉”。特别是河北省内的煤炭资源大部分为煤质优良的炼焦用煤，具有较强的市场竞争力。

1.3. 区位优势突出，市场需求广阔

我国煤炭消费地区主要分布在沿海等经济发达地区。煤炭价格中运费所占比重大（约为 1/3），煤炭的运输距离和运输的便利程度对煤炭生产企业在一定区域内的竞争能力有很重要的影响。公司煤炭资源主要分布在京津唐环渤海经济圈腹地，交通运输采用铁路运输和汽车运输，以铁路运输为主，对周边大型钢厂均有铁路直达。此外，区域内焦化、钢铁、发电等煤炭下游产业发达，具有明显的经济区域优势。

表 3: 铁路运费在煤炭价格构成中占比约为 1/3

项目	坑口价(含税):弱粘煤(Q5500):大同	车板价(含税):动力煤:(Q5500):大同	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产	上海港:到岸价:动力末煤(Q5500):山西产
价格(元/吨)	453.84	483.84	646.76	677.83
溢价率(%)	/	6.6%	33.7%	4.8%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

注: 以上价格为 2018 年均值。

图 2 冀中能源集团产业分布集中在京津冀地区



数据来源: 集团官网、国泰君安证券研究

表 4: 下游钢铁和电力前五大客户主要分布在河北地区

行业	主要客户	销售金额(亿元)	客户销售收入比例
钢铁行业	河钢股份有限公司	16.74	15.15%
	武汉钢铁有限公司	13.63	12.33%
	河北冀铁集团公司	7.05	6.38%
	广东韶钢松山股份有限公司	5.32	4.81%
	安阳钢铁有限公司	5.21	4.71%
	合计	47.95	43.39%

电力行业	河北大唐电力燃料有限公司	3.46	3.13%
	大唐安阳发电有限责任公司	2.13	1.93%
	邢台国泰发电有限责任公司	2.04	1.85%
	河北邯峰发电有限责任公司	0.97	0.88%
	河北华丰煤化电力有限公司	0.94	0.85%
合计		9.54	8.63%

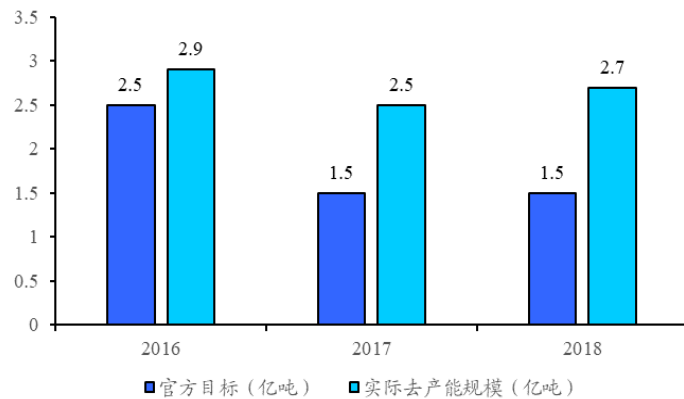
数据来源：集团债券募集说明书、国泰君安证券研究

2. 煤焦化产业受益于供给侧改革，业绩显著增长

2.1. 煤炭业务：供改以来量价齐升，毛利水平不断提高

供给侧改革 2016-2018 年累计去除落后产能 8.1 亿吨，导致供给收缩，供需格局扭转，煤炭价格上涨。煤炭板块上市公司煤炭产能多数属于合法合规、优质高效产能，从而显著受益。

图 3 2016-2018 年累计去产能规模 8.1 亿吨

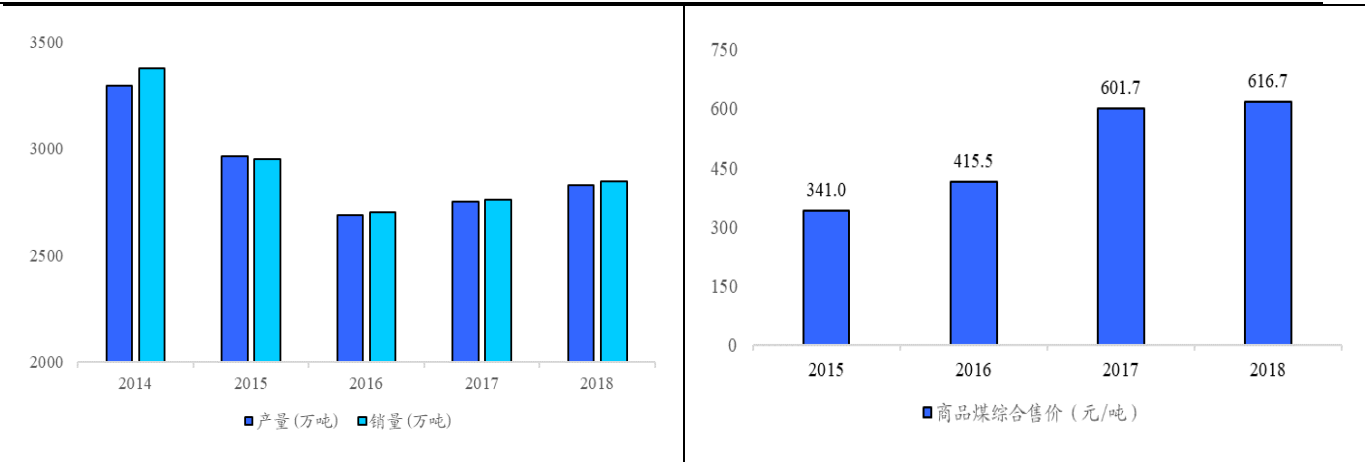


数据来源：发改委、能源局、国泰君安证券研究

从冀中能源的煤炭产销量数据来看，2016 年供给侧改革伊始实施煤炭产能限制措施，导致当年公司产销量数据大幅下滑，之后伴随改革深化，先进产能释放，2017-2018 年煤炭产销量逐步回升。价格方面，冀中能源 2016-2018 煤炭综合售价显著回升，三年复合增长率达到 21.8%。

图 4 2016 年以来煤炭产销量缓慢回升

图 5 2016 年以来煤炭价格显著上涨

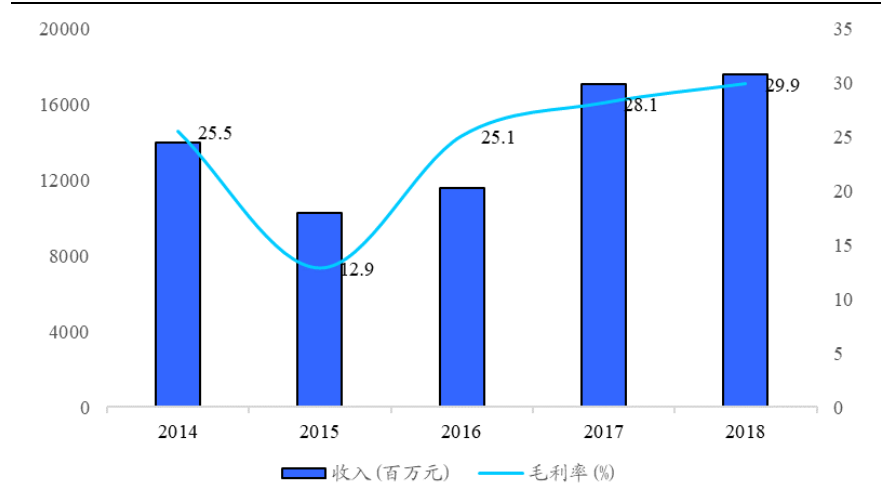


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

营收表现方面,冀中能源煤炭板块近五年来的营收规模从 2015 年最低点 (102.7 亿) 攀升至 2018 年最高点 (176.2 亿), 2016-2018 三年复合增速 19.7%。与此同时,煤炭板块毛利率在 2015 年达到低点 (12.9%) 后, 2016 年迅速回升至 25.1%, 2017-2018 年呈现持续抬升趋势。

图 6 2016 年以来煤炭板块营收规模显著扩大



数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 焦炭业务: 去产能叠加环保限产, 营收表现持续向好

一方面,焦化行业受煤炭供给侧改革去产能影响,供应不足导致价格上涨;另一方面,差异化环保限产政策,使得上市公司优质产能得以释放,带动业绩提升。

表 5: 河北地区焦化行业环保限产相关政策一览

文件名称	颁布机构	颁布日期	主要内容
《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》	河北省政府	2018.8.23	2018、2019、2020 年全省分别退出焦炭产能 500 万吨、300 万吨、200 万吨。重点区域加大独立焦化企业淘汰力度,京津冀及周边实施以钢定焦,力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右。
《河北省重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见》	河北省环保厅	2018.9.21	综合评价排放水平、熄焦方式、运输结构三个方面,将焦化企业分为 A、B、C 三类,其中, A 类企业不予错峰; B 类企业,装煤方式为顶装的成焦时间延长至 24 小时,装煤方式为侧装的成焦时间

延长至 28 小时；C 类企业成焦时间延长至 36 小时。

《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

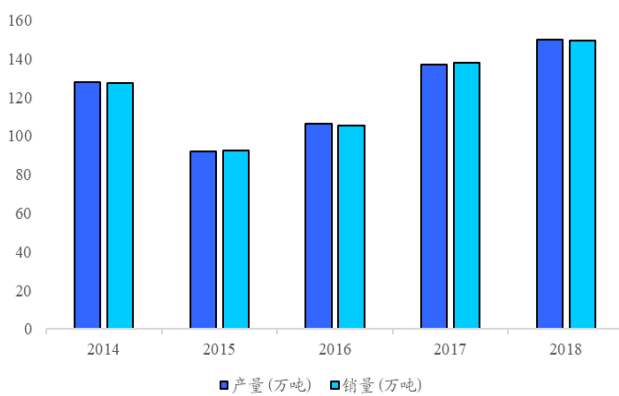
2018 年 10 月底前，河北省邯郸市淘汰焦炭产能 180 万吨；2018 年 12 月底前，河北省唐山市、石家庄市、邢台市分别压减焦炭产能 185 万吨、130 万吨、70 万吨。

河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标，加大独立焦化企业淘汰力度。

数据来源：政府网站、国泰君安证券研究

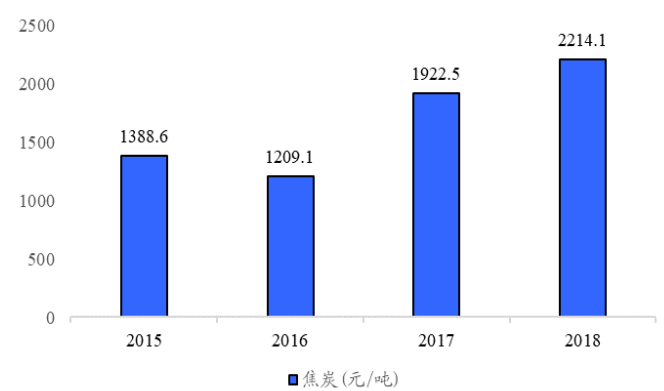
焦化限产，叠加下游需求稳健支撑，冀中能源 2016 年以来焦炭产销量规模持续扩大，三年复合增速分别达到 17.7%/17.4%，测算焦炭价格 2016 年触底反弹，显著上涨。

图 7 2016 年以来焦炭产销量快速回升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

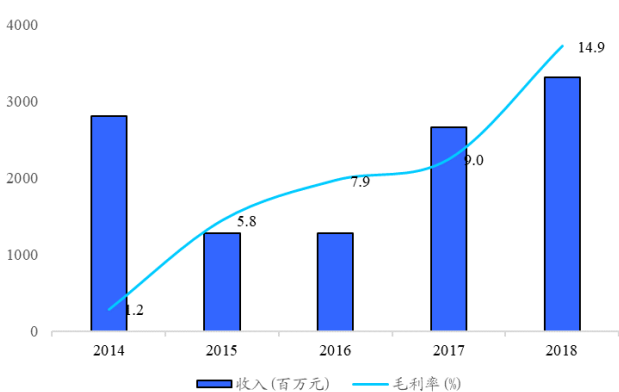
图 8 测算 2016 年焦炭价格触底反弹，显著上涨



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

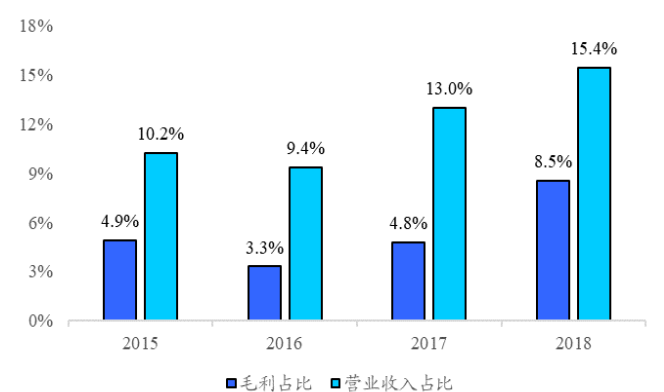
营收表现方面，冀中能源化工板块近五年来的营收规模从 2015 年最低点（12.8 亿）攀升至 2018 年最高点（33.1 亿），2016-2018 三年复合增速 37.1%。与此同时，板块毛利率水平持续提升，2018 年达到 14.9%。化工板块的营业收入和毛利占比不断提高，分别达到 2018 年的 15.4%/8.5%。

图 9 2016 年以来化工板块营收规模显著扩大



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 10 2016 年以来化工板块营收、毛利占比持续上涨



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3. 长期催化：集团资产注入

冀中集团是河北国资国企改革的重点对象，政策要求国有煤企充分利用

上市公司平台，推动资产证券化率，加大结构调整和资源重组。为避免同业竞争，集团（含峰峰集团、邯矿集团、张矿集团）承诺，将根据不同情况采取措施以避免同业竞争。

表 6: 冀中集团(含峰峰、邯矿、张矿集团)避免同业竞争承诺

承诺事项	具体内容
1	根据有关煤矿的建设、生产、销售情况，对暂由冀中能源集团及其下属企业继续经营管理的与煤炭生产相关的资产，在三十六个月内，以作价转让、持续委托管理纳入冀中能源，或本着对冀中能源有利的方式解决；
2	就冀中能源集团通过下属企业峰峰集团、邯矿集团现拥有的煤田探矿权，在六十个月内，将按照市场价格优先转让给冀中能源，如冀中能源明确表示放弃该矿权，则交易对方可转让给无关联关系的第三方；
3	在拓展业务时，就可能存在竞争的情形均应在投资协议签署前或投资决定作出前书面征询冀中能源意见，冀中能源在核查后，如行使优先购买权的，交易对方将该项目移交或转让给冀中能源。如冀中能源认为该项竞争业务具备投资价值，但因尚不具备生产经营条件、盈利能力较差或存在法律瑕疵、产权纠纷等因素，暂时不宜纳入上市公司，可先行投资，在实施投资后三十六个月内，采取收购、委托经营或有利于冀中能源的其他方式将该项竞争性资产或业务纳入冀中能源。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

截至 2018 年 12 月 31 日，冀中能源下属 20 座矿井，总可采储量约 6.95 亿吨，年度核定生产能力 3270 万吨，分别占集团的比例为 13%、47%、52%。显而易见，上市公司所属煤炭资源占比仍然较低，未来集团资产注入存较大空间。

表 7: 冀中能源煤炭资源在集团占比仍然处于低位（截止 2018）

单位	可采储量	矿井数量	产能(万吨)	产量(万吨)	洗煤厂数量	洗选能力(万吨)
冀中能源	6.95	20	3270	2829.63	13	3778
冀中集团	53.07	43	6247	5491.69	23	4962.7
占比	13%	47%	52%	52%	57%	76%

数据来源：集团债券募集说明书、国泰君安证券研究

我们梳理了截至 2018 年末的集团煤炭在建工程情况。集团主要在建矿井 4 座，分别为山西金地赤裕矿井、峰峰九龙矿升级、峰峰查干淖尔一号井和邢矿新疆塔什店一号井，可采储量分别为 2.45 亿吨、1.02 亿吨、14.45 亿吨和 1.01 亿吨，总投资 128.88 亿元。赤裕矿井已取得采矿许可证和核准批复，2019 年上半年已进入联合试运转阶段；其他矿井分别计划于 2021、2022 年完工投产。

伴随矿井生产经营手续的完备，不排除矿井注入上市公司的可能性。

表 8: 冀中能源集团煤矿在建工程情况一览表（截止 2018）

单位	项目	总投资(亿元)	截止 2018 年投资(亿元)	预计投产时间
山西金地	赤裕矿井	58.38	55.11	2019.4
峰峰集团	查干淖尔一号井	31.64	16.1	/
峰峰集团	九龙矿升级	25.67	10.09	2022.12
邢矿集团	新疆塔什店一号井	13.19	2.9	2021.12
合计	/	128.88	84.2	/

数据来源：集团债券募集说明书、国泰君安证券研究

4. 盈利预测与公司估值

4.1. 盈利预测

基于上述分析，我们对公司 2019-2021 年业绩预测基本假设如下：

- 原煤销量增速假设 4.0%/1.3%/1.2%，结合当前煤炭价格下行趋势，我们给予的价格假设增速为-0.5%/-1.0%/-1.5%
- 焦炭销量和价格增速假设均为 3.0%/2.0%/1.0%
- 假设 2019-2021 年无其他重大资本开支项目投建

预测 2019-2021 年收入为 223/225/225 亿元，同比增长 4%/1%/0%，预计归母净利润 7.15/6.89/6.30 亿元，同比下降 18%/4%/8%，对应 2019-21 年 EPS 为 0.20/0.19/0.18 元。

表 9: 冀中能源 2019-2021 年盈利预测表 (百万元)

收入项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭营业收入	11591	17084	17619	18232	18285	18226
煤炭营业成本	8683	12276	12348	13954	14121	14121
煤炭毛利	2908	4808	5271	4278	4163	4105
毛利率	25.1%	28.1%	29.9%	23.5%	22.8%	22.5%
化工营业收入	1277	2654	3308	3510	3651	3725
化工营业成本	1176	2415	2816	3042	3224	3385
化工毛利	101	239	492	468	427	339
毛利率	7.9%	9.0%	14.9%	13.3%	11.7%	9.1%
建材营业收入	405	398	394	395	397	397
建材营业成本	352	357	355	365	373	376
建材毛利	53	40	39	30	24	21
毛利率	13.2%	10.1%	9.8%	7.6%	6.0%	5.2%
电力营业收入	329	218	99	102	105	106
电力营业成本	313	273	132	137	141	144
电力毛利	16	-55	-32	-35	-37	-38
毛利率	4.9%	-25.4%	-32.4%	-33.7%	-35.0%	-36.4%
合计收入	13636	20382	21458	22278	22475	22492
合计成本	10580	15361	15698	17047	17400	17562
合计毛利	3056	5021	5760	5231	5076	4930
税后归母净利润	244	1064	872	715	689	630
每股收益	0.07	0.30	0.25	0.20	0.19	0.18
(元)						

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4.2. 估值分析

我们选取炼焦煤板块上市公司西山煤电、盘江股份、开滦股份、平煤股份、潞安环能、淮北矿业作为可比公司，按照两种估值方法给出目标价：

PB 估值: 按照 2019 年 9 月 17 日收盘价测算 PB 值, 按可比公司 1 倍 PB 值对冀中能源进行估值, 对应每股价值 5.73 元。

PE 估值: 按照 2019 年 7.7 倍平均 PE 值对冀中能源进行估值, 对应每股价值 1.54 元。

综上, 我们按照两种相对估值法的平均值, 估算冀中能源的目标价 3.63 元, 首次覆盖, 给予“中性”评级。

表 10: 冀中能源可比公司盈利预测与估值表

代码	证券简称	收盘价 2019/9/17	PB	每股收益 EPS			市盈率 PE		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
000983.SZ	西山煤电	6.08	0.9	0.57	0.65	0.68	10.7	9.4	8.9
600395.SH	盘江股份	5.30	1.3	0.57	0.63	0.67	9.3	8.4	7.9
600997.SH	开滦股份	5.80	0.8	0.86	0.81	0.87	6.7	7.2	6.7
601666.SH	平煤股份	3.97	0.7	0.30	0.51	0.56	13.2	7.8	7.1
601699.SH	潞安环能	7.66	0.9	0.89	1.06	1.12	8.6	7.2	6.8
600985.SH	淮北矿业	10.25	1.3	1.68	1.67	1.72	6.1	6.1	6.0
平均值	/	/	1.0	/	/	/	9.1	7.7	7.2
000937.SZ	冀中能源	3.69	0.6	0.25	0.20	0.19	14.6	17.8	18.5

数据来源: Wind、国泰君安证券研究 注: 冀中能源 EPS 为国君煤炭预测值, 其他公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

5.1. 资产注入不确定性风险

集团承诺未来将煤炭资产注入上市公司, 但如果相关资产购买对价过高或者存在以下问题, 将降低公司的盈利能力、损害股东的利益。1) 经营绩效明显低于上市公司平均水平; 2) 煤炭产业低迷; 3) 规划在建矿井投产盈利周期长且有不不确定性。

5.2. 煤炭价格超预期下跌

2018 年煤炭价格 (秦皇岛港平仓价: 动力末煤: Q5500, 山西产) 均价在 645 元以上, 2019 年以来煤炭价格呈现下跌趋势, 曾经一度跌破 600 元。冀中能源的盈利预测已将煤炭价格下跌因素考虑, 但如果煤炭价格超预期下跌, 可能会导致公司业绩下滑。

5.3. 宏观经济和行政干预风险

当前经济下行压力较大, 叠加贸易战风险, 尤其是如果中美贸易战扩大化, 进而波及中美、中欧、中日等国家的贸易往来, 或将带来国内经济增长不确定性风险, 进而影响煤炭需求。

此外，煤炭供给侧改革导致下游发电、钢铁等行业的用煤成本上升，国家行政手段保供应、稳价格，或将抑制煤企的利润增长空间。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		