



公司报告

兖州煤业 (1171 HK) – 持有

中国动力煤行业
2013年5月15日

评级：持有
目标价：7.96 港元

主要数据

H-股股价(HK\$)	8.00
上行空间 (%)	(0.5)
52 周高/低(HK\$)	14.92/7.73
发行股数(百万)	4,918
- H 股 (百万)	1,958
- A 股(百万)	2,960
市值	
- H 股(HK\$百万)	15,667
- A 股(Rmb 百万)	41,706
3 个月平均日成交额 (HK\$百万)	275
主要股东 (持股占比%):	
兖矿集团	52.86%

来源：公司、彭博、农银证券

2012 年收入组成(%)

煤炭销售	96.65
铁路运输服务收入	0.80
电产品销售	0.56
甲醇销售	1.92
热力销售	0.07

来源：公司、农银国际证券

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(10.91)	(16.58)
3 个月	(37.79)	(30.93)
6 个月	(28.83)	(36.99)

*相对香港恒生国企指数

来源：彭博、农银国际证券

1 年股价表现



来源：彭博、农银国际证券

分析员

报告日期: 2013 年 5 月 15 日

陈宜庭

前期报告: 2013 年 5 月 2 日

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

兖州煤业：急待降低成本

相比其在港上市的同业，兖州煤业拥有更好的地理优势及更多的国际市场资源。但该公司受疲弱的下游需求和成本攀升的影响更为严重。中国电煤现货价格的疲弱，对该公司盈利的负面影响较大，我们预期公司不会在短期内便能成功提升其成本效率，因此，我们维持此前首次覆盖时予以的“持有”评级和目标价格不变。

下游需求依然疲弱：根据中国国家统计局最新发布的数字，全国三月份粗钢产量增长率大幅下降，同比仅增长 6%。预计这将对兖煤的销售表现造成压力。据悉，兖煤或会继续调降其精煤产品的售价，该类煤产品主要销售给下游钢铁生产商。

成本攀升，需要严加控制：该公司本部在首季的吨煤销售成本同比下降了 3.34%，但是澳洲分公司吨煤销售成本却同比上升了 35.5%，令管理层在年初宣布的将吨煤销售成本降低 15% 的目标难以短期内实现。

目前该公司本部的吨煤生产成本（316.15 元/吨，人民币，下同）在香港上市同行中处于高位，比中国神华（1088 HK）高出 160%。管理层重申，会尽力将吨煤成本保持在可控水平内，但我们认为，这个目标未必能在短期实现。

维持“持有”评级和目标价格 7.96 港元不变。在考虑到该公司疲弱的盈利增长和最近的股价调整后，我们维持不久前首次覆盖时的“持有”评级和目标价格不变。该目标价对应 8.8 倍 2013 年预测盈利。

风险因素：1)煤炭价格风险；2)供给与需求之间的不平衡；3)下游产业的商业周期改变；4)成本不断上升。

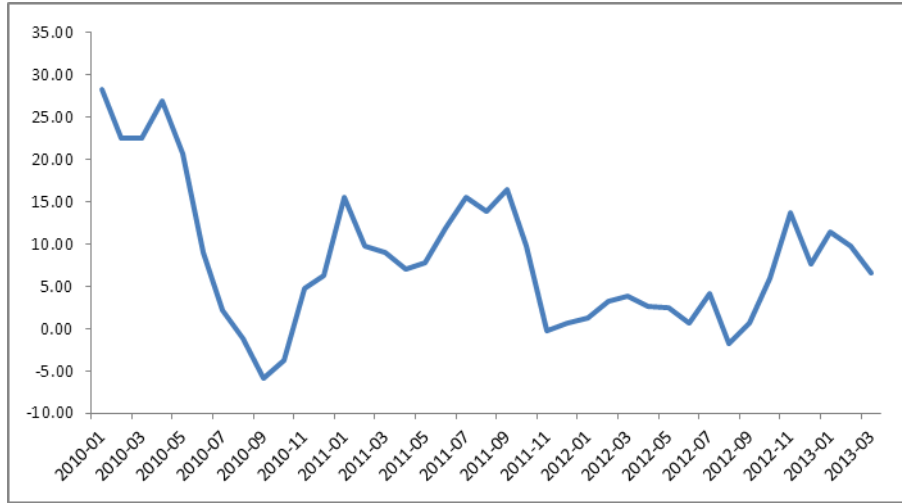
业绩和估值

截至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(百万人民币)	33,944	47,066	58,146	50,627	57,410
收入同比变化 (%)	64.16	38.66	23.54	(12.93)	13.40
净利润(百万人民币)	9,281	8,928	6,219	3,531	4,348
净利润同比变化 (%)	125.42	(3.81)	(30.34)	(43.22)	23.12
每股盈利(人民币元)	1.89	1.82	1.26	0.72	0.88
每股盈利同比变化 (%)	124.65	(3.81)	(30.34)	(43.22)	23.12
每股净资产(人民币元)	7.59	8.67	9.32	9.55	9.89
每股净资产同比变化 (%)	28.06	14.20	7.49	2.53	3.56
市盈率 P/E (倍)			5.1	8.9	7.2
市净率 P/B (倍)			0.69	0.67	0.65
每股派息	0.59	0.57	0.36	0.22	0.27
股息收益率 (%)			5.6	3.5	4.3
平均净资产收益率 ROAE (%)	27.9	22.3	14.1	7.6	9.1
平均总资产收益率 ROAA (%)	13.7	10.5	5.7	3.0	3.7

来源：公司、彭博、农银国际证券(假设 1 人民币=1.26 港元)



表：中国粗钢生产量月度同比值仍然较疲弱（截止 2013 年 3 月）



来源：Wind, 农银国际证券

表：合并损益表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
收入合计	47,066	58,146	50,627	57,410
煤炭销售额	45,181	56,201	48,714	55,280
铁路运输服务收入	477	464	561	559
电产品销售额	328	324	304	355
甲醇销售额	1,059	1,118	1,017	1,183
热力销售额	20	40	31	33
煤炭运输成本	(1,248)	(2,104)	(1,762)	(1,999)
销售及铁路运输服务成本	(25,725)	(41,962)	(35,146)	(39,855)
电产品成本	(362)	(331)	(277)	(314)
甲醇成本	(930)	(911)	(763)	(865)
热力成本	(14)	(25)	(21)	(24)
毛利	18,786	12,813	12,657	14,352
销售、一般及行政费用	(6,570)	(7,988)	(8,786)	(9,665)
其它业务收益	305	1,521	566	914
除所得税前收益	12,521	6,346	4,436	5,602
所得税	(3,545)	(124)	(887)	(1,232)
净利润	8,976	6,222	3,549	4,369
非控制性权益	48	3	18	22
公司股东应占利润	8,928	6,219	3,531	4,348
每股收益, 基本	1.82	1.26	0.72	0.88
每股股息	0.57	0.36	0.22	0.27

来源：公司, 农银国际证券预测



表：资产负债表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
物业、机器及设备净值	31,274	39,503	36,662	34,036
预付土地租赁款	713	696	712	707
无形资产	26,206	33,634	26,491	28,777
其他非流动资产	8,528	18,587	14,164	15,550
非流动资产合计	66,720	92,420	78,030	79,070
银行和现金存款	8,145	12,717	15,532	23,098
应收票据及应收账款	7,312	7,460	6,333	7,186
存货	1,391	1,566	1,461	1,658
预付账款及其它应收款	3,625	4,197	3,773	4,205
其他流动资产	9,958	4,343	5,944	6,778
流动资产	30,431	30,282	33,043	42,925
总资产	97,152	122,702	111,073	121,995
应付票据及应付账款	(2,241)	(6,812)	(5,846)	(6,667)
其它应付款及预提费用	(7,345)	(9,014)	(7,866)	(8,845)
借款, 一年内到期	(19,588)	(7,713)	(9,305)	(12,202)
其他短期流动负债	(5,547)	(5,085)	(5,065)	(4,973)
总流动负债	(34,721)	(28,623)	(28,082)	(32,687)
借款, 一年以上到期	(14,869)	(33,284)	(24,077)	(28,680)
递延税款负债	(3,895)	(7,730)	(5,813)	(6,771)
其他非流动负债	(340)	(3,975)	(2,769)	(1,730)
非流动负债合计	(19,105)	(44,988)	(32,658)	(37,181)
负债合计	(53,827)	(73,611)	(60,740)	(69,868)
总权益	43,325	49,091	50,333	52,126
非控制性权益	691	3,265	3,347	3,467
归属于公司股东之股东权益	42,634	45,826	46,985	48,660
每股净资产	8.67	9.32	9.55	9.89

来源：公司，农银国际证券预测



表：现金流量表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
除所得税前收益	12,521	6,346	4,436	5,602
物业、机器及设备之折旧	2,266	2,819	2,637	2,438
利息费用	839	1,449	1,594	1,721
利息收入	(358)	(722)	(722)	(722)
存货的减少(增加)	403	(59)	104	(197)
应收票据及应收款减少(增加)	2,800	(93)	1,127	(854)
其他调整项	(495)	(3,236)	(5,530)	(2,554)
经营业务产生的现金	17,977	6,504	3,645	5,434
购买物业、机器及设备	(8,620)	(6,230)	(12,005)	(8,952)
其他投资项	(16,991)	3,043	141	(558)
投资业务使用的现金流量	(25,611)	(3,187)	(11,863)	(9,509)
银行贷款所得款项	16,712	12,282	16,564	17,837
发放股息	(2,902)	(2,803)	(1,771)	(1,095)
其他融资活动产生的现金流	(4,369)	(8,333)	(3,684)	(4,969)
融资业务产生(使用)现金流	9,441	1,145	11,109	11,773
现金和现金等值项净增(减少)	1,807	4,461	2,891	7,699
年初现金和现金等价物	6,771	8,145	12,717	15,532
汇率变动影响	(433)	111	(76)	(133)
年末现金与现金等价物金额	8,145	12,717	15,532	23,098

来源：公司，农银国际证券预测



权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话：(852) 2868 2183