



公司报告

伊泰煤炭(3948 HK)

动力煤行业

2013年3月28日

评级: 买入

目标价: HK\$50.54

主要数据

H-股股价(HK\$)	43.20
上行空间 (%)	17.0
52 周高/低(HK\$)	45.7/39.5
发行股数(百万)	1627
- H 股 (百万)	163
- B 股(百万)	664
- 未上市股份(百万)	800
市值	
- H 股(HK\$百万)	7,042
- B 股(USD 百万)	3,905
3 个月平均日成交额 (HK\$百万)	8
大股东(%)	
內蒙古伊泰集团	49.17

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012 财年收入组成(%)

煤炭	94.8
交通运输	0.8
煤炭化工	4.3
其他	0.1

来源: 公司

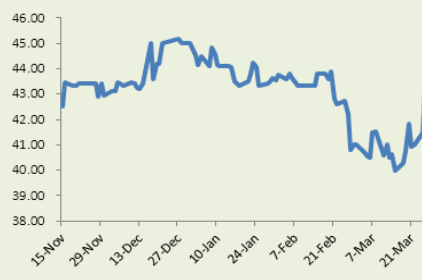
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	5.37	8.89
3 个月	(4.00)	(0.97)
6 个月	(0.58)	(12.80)

* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年3月28日

陈宜魔

相关报告: 2012年12月5日

电话: (852) 2147 8819

电邮 markchen@abci.com.hk

全年业绩分析会议摘要

2012 年, 伊泰煤炭(3948 HK) 收入同比增长 16.9%, 但受煤炭价格下滑的影响, 净利润和每股盈利均下跌 16%。管理层制订 2013 年煤炭销量目标与去年持平, 我们预计每股盈利极可能出现小幅倒退。尽管如此, 相对于其他 H 股同行, 集团的吨煤生成成本和股本回报率仍非常具竞争优势。根据我们最新的公司 2013 年每股盈利预测, 其目前估值仍具有吸引力, 为此我们维持对伊泰的“买入”评级。

受煤炭价格拖累, 业绩倒退: 2012 年, 集团煤炭销量同比上升 11.45% 至 73.20 百万吨, 收入同比升 16.96% 至 31,584 百万 (人民币, 下同)。但受煤炭价格下跌影响, 同期净利润下跌 16% 至 6,454 百万。管理层表示, 今年已就煤炭长期合同价格同主要客户签署协议, 全年煤炭合同价每吨价格将参照环渤海动力煤价格下浮 10 元, 触发调整区间为上下 25 元, 调整频率应不同客户的要求月调或周调。

成本控制有效, 轻微弥补了煤炭价格下跌影响: 去年集团吨煤成本同比改善约 4.5%, 自产煤的单位成本从 99.13 元/吨下跌到 94.64 元/吨, 在 H 股同行中处于最低。管理层希望力争实现 2013 年单位成本继续下浮 2%~5% 的目标, 但同时预期煤炭销售和自产煤的产量将稳定于 2012 年的实际水平。

综合考虑集团的成本控制效应和煤炭价格下跌的影响, 我们预测集团 2013 年的收入会轻微下跌(同比下行 1.4%), 每股盈利从 3.97 元同比下跌 1.7% 至 3.9 元。

维持“买入”评级, 保持目标价 50.54 港元: 我们相信, 当煤炭价格开始见底回升时, 伊泰将以业内最佳的股本回报率(ROE)和成本优势而率先反弹。我们设定的 2013 年的目标价 50.54 港元对应当年预测 PER 为 10.4 倍, 以目前股价计有 17.3% 的上升空间。

风险因素: 1) 煤炭价格波动风险; 2) 行业供过于求; 3) 下游企业经营周期的波动。

业绩和估值

财年截至 31/12	2011RS	2012A	2013E	2014E
收入(Rmb 百万)	27,003	31,584	31,150	34,765
同比变化 (%)	94.9	16.96	(1.4)	11.6
净利润 (Rmb 百万)	7,683	6,454	6,348	7,249
同比变化 (%)	53.2	(16.0)	(1.7)	14.2
EPS (Rmb)	4.72	3.97	3.90	4.46
同比变化 (%)	53.3	(16.0)	(1.7)	14.2
每股资产净值 (Rmb)	12.03	12.11	14.75	17.74
同比变化 (%)	42.4	0.7	21.7	20.3
市盈率 (x)	-	8.83	8.98	7.87
市帐率 (x)	-	2.89	2.38	1.97
股息收益率 (%)	1.35	1.25	1.16	1.33
平均股本回报率(%)	-	3.6	3.3	3.8
平均资产回报率(%)	46.1	32.9	29.0	27.4

来源: 公司, 彭博, 农银国际(假设 1 人民币=1.25 港元)



损益表及预测

财年截至 31/12, 人民币百万元	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	10,252	13,854	27,003	31,584	31,150	34,765
煤炭, 百万	9,676	13,360	na	29,956	29,445	32,880
运输, 百万	535	435	na	243	250	258
煤相关行业, 百万	-	-	na	1,362	1,430	1,602
其他收入, 百万	42	58	na	23	25	26
销售成本, 百万	(5,235)	(5,999)	(14,937)	(20,454)	(20,173)	(22,515)
毛利	5,017	7,855	12,066	11,129	10,976	12,250
其他收入	132	152	345	619	482	551
销售、一般及管理费用	(1,152)	(1,495)	(2,308)	(2,752)	(2,844)	(2,882)
其他经营费用	(283)	(237)	(265)	(480)	(374)	(428)
应占联营公司利润	1	3	20	34	27	31
税前利润	3,714	6,278	9,857	8,551	8,267	9,521
所得税费用	(565)	(959)	(1,628)	(1,399)	(1,353)	(1,558)
本年利润	3,148	5,316	8,229	7,151	6,914	7,963
非控制性权益	106	301	546	697	566	714
本公司股东应占利润	3,043	5,015	7,683	6,454	6,348	7,249
EPS (基本), 人民币元	1.87	3.08	5.25*	4.19*	3.90	4.46
每股派息, 元	0.45	1.35	1.35	1.25	1.16	1.33

来源: 公司, 彭博, 农银国际

*公司披露值, 与我们按 IPO 调整后的计算值不同

资产负债表及预测

财年截至 31/12, 人民币百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
物业、厂房及设备	15,623	17,698	21,610	24,269	25,004	26,854
可供出售的投资项目	1,339	2,108	2,871	3,808	3,808	3,808
无形资产	19	17	18	51	51	51
其他非流动资产	705	821	1,295	2,054	1,673	1,865
非流动资产	17,687	20,644	25,794	30,183	30,536	32,578
存货	316	460	1,015	873	1,089	1,263
贸易应收款项及应收票据	669	573	1,408	2,690	2,364	3,253
预付账款及其他应收款	660	454	934	1,277	1,168	1,355
受限制的现金	15	27	27	30	29	29
现金及短期存款	3,275	3,715	4,453	6,315	6,523	9,199
流动资产	4,935	5,230	7,837	11,185	11,173	15,100
总资产	22,622	25,874	33,631	41,367	41,709	47,678
贸易应付款项及应付票据	(1,753)	(919)	(762)	(1,345)	(1,103)	(1,356)
其他应付及应计费用	(270)	(279)	(2,416)	(7,424)	(4,920)	(6,172)
附息银行贷款-流动负债	(2,147)	(1,946)	(2,206)	(1,582)	(2,136)	(2,884)
应付税项	(237)	(321)	(204)	(43)	(123)	(83)
流动负债	(4,406)	(3,465)	(5,588)	(10,395)	(8,283)	(10,495)
附息银行贷款-非流动负债	(7,368)	(7,012)	(6,101)	(7,803)	(5,606)	(4,180)
长期债券	-	-	-	(1,001)	(800)	(600)
其他非流动负债	(96)	(101)	(394)	(230)	(312)	(271)
非流动负债总额	(7,464)	(7,112)	(6,494)	(9,034)	(6,718)	(5,050)
总债	(11,870)	(10,577)	(12,082)	(19,428)	(15,001)	(15,545)
总权益	10,752	15,297	21,549	21,939	26,709	32,133
非控制性权益	1,245	1,551	1,972	2,229	2,713	3,264
本公司股东应占权益	9,507	13,745	19,577	19,710	23,995	28,868
每股净资产, 人民币元	5.84	8.45	12.03	12.11	14.75	17.74

来源: 公司, 彭博, 农银国际



现金流量表及预测

财年截至 31/12, 人民币百万元	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
税前利润	3,714	6,275	9,857	8,551	8,267	9,521
摊销与折旧	513	602	979	1,712	1,443	1,716
财务成本	280	172	286	430	358	394
财务收入	(36)	(26)	(38)	(35)	(37)	(36)
存货减少(增加)	60	(144)	(373)	130	(216)	(174)
应收票据贸易应收款项(增加)减少	154	102	(244)	(1,306)	326	(889)
其他调整项	(960)	(620)	(1,661)	(1,301)	1,636	(2,899)
经营活动所得的现金净额	3,725	6,361	8,806	8,180	11,777	7,632
资本开支	(3,971)	(3,524)	(4,097)	(4,700)	(6,158)	(6,786)
其他投资项目	230	(276)	(721)	(4,245)	(860)	(908)
投资活动所用的现金净额	(3,741)	(3,800)	(4,818)	(8,945)	(7,018)	(7,694)
来自贷款与借债的净款项	372	(1,181)	(2,342)	(653)	(380)	2,945
派息支出	(732)	(732)	(611)	(207)	(207)	(207)
其他融资活动所得资金	(259)	(212)	(1,433)	3,545	(4,000)	0
融资活动所获现金净额	(619)	(2,125)	(4,386)	2,685	(4,588)	2,738
现金及现金等价物减少净额	(635)	436	(399)	1,920	172	2,676
年初的现金及现金等价物	3,906	3,270	4,829	4,431	6,350	6,522
汇率变动的影响	—	0	—	—	—	—
年末的现金及现金等价物	3,270	3,707	4,431	6,350	6,522	9,199

来源: 公司, 彭博, 农银国际



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