



公司评级:

**持有**

目标价: \$7.50

## 中煤能源(1898 HK)

动力煤行业

### 3月经营数据符合预期, 股价上行需要更多催化剂

中煤能源披露的3月份经营数据按月显著增长, 其自产煤内销量按月环比劲升20.3%至1,038万吨。近期该公司的H股价格经历了重大调整, 目前的估值较前期吸引。然而, 考虑到近期中国现货煤价格指数仍然低迷, 以及中国首季GDP增长低于预期等因素, 我们认为, 中煤的股票评级还需更多的催化剂才能获得上调。为此, 我们维持“持有”评级和7.5港元的目标价不变。

**煤炭销量在3月强劲反弹。**中煤3月经营数据显示: 商品煤产量按年升3% (按月升16.3%); 公司首季自产煤销量达到我们全年预测的24.5%。相比前两个月, 中煤3月业绩反弹较大, 其中主要原因可能包括: 1) 各大电力生产商已基本结束与中煤的长期合同谈判, 不再需要用控制定单的方式来增强谈判筹码; 2) 大秦线4月检修, 下游厂商需要提升煤炭库存; 3) 农历新年之后, 各下游行业恢复正常需求。

**但值得关注的是, 环渤海动力煤价格仍然低迷, 并在4月10日跌至626元/吨的历史新低。**此外, 刚刚公布的中国首季度GDP数值低于市场预期, 显示中国经济复苏情况较为温和。鉴于上述原因, 我们认为, 目前判断中国动力煤市场的需求会出现强劲复苏仍为时过早, 需要有更多的向上诱因才能令中煤能源的股价评级获得上调。

**维持“持有”评级及7.5港元目标价。**在经过前期的重大调整后, 中煤能源的估值水平已经较之前更吸引, 或创造短炒空间。然而, 其较低的净资产报酬率 (低双位数水平) 令其无法获得大幅高于每股净资产的溢价, 因此我们仍然维持该股的“持有”评级。

**风险因素:** 1) 煤价波动带来的盈利风险; 2) 煤炭市场供求失衡导致的风险; 3) 下游行业的周期性风险。

### 业绩和估值

截止12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(Rmb百万)	90,865	87,292	93,070	100,538
同比变化 (%)	29.2	(3.9)	6.6	8.0
净利润 (Rmb百万)	9,955	8,842	9,496	10,269
同比变化 (%)	33.3	(11.2)	7.4	8.1
EPS (Rmb)	0.75	0.67	0.72	0.77
同比变化 (%)	34.1	(11.2)	7.4	8.1
BVPS (Rmb)	6.2	6.5	7.1	7.6
同比变化 (%)	11.4	5.1	7.8	7.9
P/E (x)		7.5	7.0	6.5
P/B (x)		0.8	0.7	0.7
股息	0.22	0.21	0.20	0.22
股息收益率 (%)	4.3	4.2	4.1	4.4
ROAE (%)	12.7	10.4	10.5	10.6
ROAA (%)	7.0	5.1	5.0	5.1

来源: 公司, 彭博, 农银国际 (假设 Rmb1.0=HK\$1.25))

#### 主要数据

H-股股价(HK\$)	6.30
上行空间 (%)	19.31
52周高/低(HK\$)	9.14/6.08
发行股数(百万)	13,259
- H股(百万)	4,107
- A股(百万)	9,152
市值	
- H股(HK\$百万)	25,872
- A股(Rmb百万)	62,051
3个月平均日成交额 (HK\$百万)	193
大股东持股 (%)	
中煤集团	57.54%

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

#### 公司收入结构 (%)—2012年数据

煤炭, %	82
煤焦化, %	5
煤矿装备, %	9
其他, %	4

来源: 公司

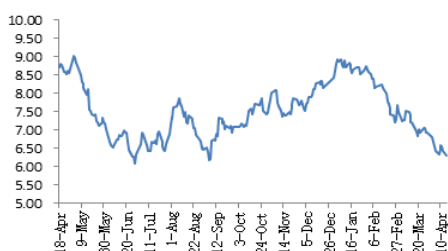
#### 股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1个月	(11.76)	(6.50)
3个月	(26.40)	(14.45)
6个月	(16.67)	(16.18)

\* 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4月16日

陈宜熹

前报告日: 2013年3月19日

电话: (852) 2147 8819

电邮 markchen@abci.com.hk Tel:

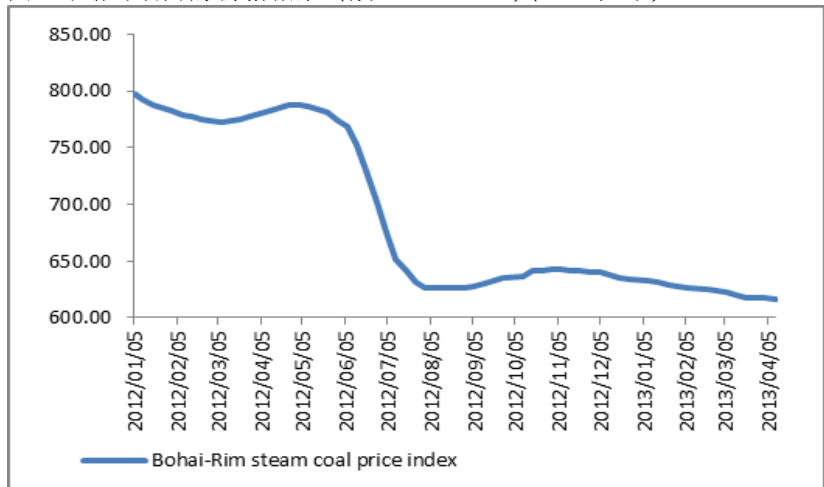


表: 中煤能源2013年3月份主要生产经营数据

	2013年		2012年(重述)		变化比率(%)	
	3月	累计	3月	累计	3月	累计
1.商品煤产量(万吨)	1,051	2,966	1,020	2,948	3.0	0.6
2.焦炭产量(万吨)	16	46	13	43	23.1	7.0
3.煤炭装备产值(万元)	52,596	148,209	83,262	219,158	(36.8)	(32.4)
4.煤炭销售量(万吨)	1,463	3,678	1,287	3,536	13.7	4.0
(1) 自产煤内销(万吨)	1,038	2,773	979	2,858	6.0	(3.0)
(2) 自产煤出口(万吨)	4	12	1	24	300.0	(50.0)
(3) 国内贸易(万吨)	368	756	253	518	45.5	45.9
(4) 代理及买断出口(万吨)	28	54	26	71	7.7	(23.9)
(5) 代理及买断进口(万吨)	25	83	28	65	(10.7)	27.7

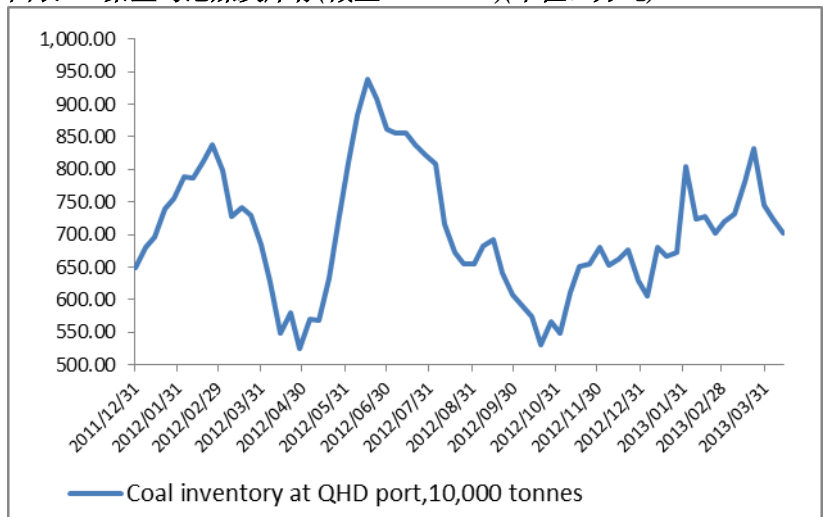
来源: 公司

图: 环渤海动力煤价格指数(截至2013/4/10)(5500大卡)



来源: Wind, 农银国际

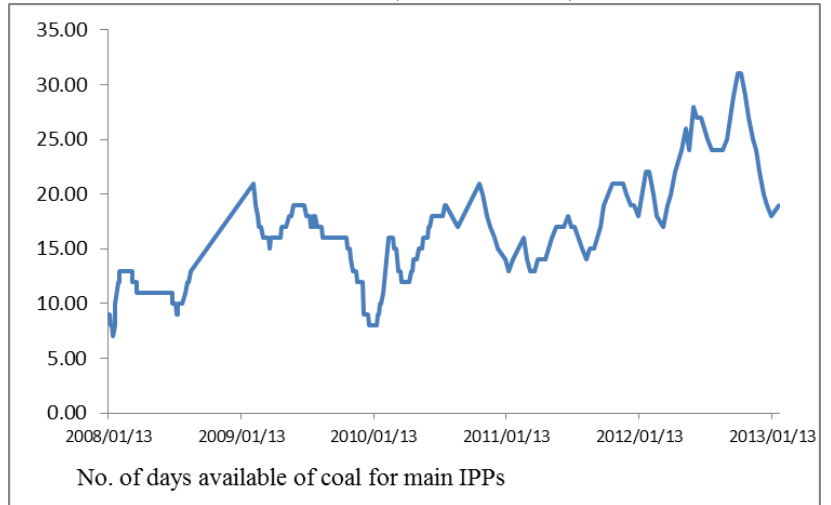
图表2: 秦皇岛港煤炭库存(截至2013/4/10)(单位: 万吨)



来源: Wind, 农银国际



图: 重点电厂煤炭库存可用天数 (截止 2013/4/10)



来源: Wind, 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某些公司收取财务利益。

### 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