



# 公司报告

## 中煤能源 (1898 HK) – Hold

中国动力煤行业

2013年5月15日

### 评级：持有 目标价：6.0 港元

#### 关键数据

H-股股价(HK\$)	5.79
上行空间 (%)	3.63
52 周高/低(HK\$)	9.04/5.72
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)	23,778
- A 股(Rmb 百万)	61,044
3 个月平均日成交额 (HK\$百万)	207
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 2012 年收入结构 (%)

煤炭	82
煤焦化	5
煤矿装备	9
其他	4

来源: 公司, 农银国际证券

#### 股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(8.10)	(13.77)
3 个月	(28.96)	(22.10)
6 个月	(21.76)	(29.93)

\* 相对于恒生中国企业指数

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

#### 分析师

报告日期: 2013 年 5 月 15 日

陈宜庵

相关报告: 2013 年 4 月 16 日

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

### 中煤能源：成本上扬，调降目标价

中煤能源作为中国大型国有煤炭生产商的地位有助于它在行业整合中保持优势，因此我们对其长期发展保持乐观态度。但我们对该公司的议价能力，以及自身不断上升的成本有所担忧。考虑到该公司的成本控制能力逊于预期，我们下调其 2013 年预测盈利。不过公司股价近期经历大幅调整后已基本反映预期，因此我们对该公司维持“持有”评级，但调降其目标价 6 港元（前为 7.5 港元）。新目标价比当前市场价有 3.63% 的上升空间。

**大型煤炭生产商，但议价能力成疑：**据部分市场渠道反映，中煤今年的合同价为按月调整，并需由现货价较前合同价变动 2% 的基础上才会触发。这样的调整机制比起中国神华（1088 HK）的按周调整要低效，特别是在电煤现货价出现上升趋势时尤其明显。我们留意到，该公司的长期合同价在今年首季同比下降 3.64% 至 446 元/吨的水平，形势较之前市场预测的同比略微上升要差。虽然我们对大型煤企在行业整合过程中的增长潜力依然保持乐观态度，但是我们不确定该公司是否能够利用这样的优势提升议价能力。

**调降公司 2013 年盈利预期：**中煤能源吨煤生产成本比中国神华高出 78%。今年首季，该公司的吨煤生产成本从 2012 财年的平均水平（210.68 元/吨，人民币，下同）升至 216.15 元/吨，上扬 2.6%。而神华首季的吨煤生产成本则在 2012 年的平均水平（130.2 元/吨）基础上下降 6.7% 至 121.4 元/吨。

**维持公司“持有”评级，但下调其目标价格：**考虑到公司的议价能力和不断上升的成本，我们将该公司在 2013 年的每股盈利从 0.72 元人民币调降至 0.56 元人民币。相应地，目标价格下调至 6 港元，比现价有 3.63% 的上升空间，对应 8.5 倍 2013 年预测盈利。

**风险因素：**1) 煤炭价格风险；2) 经济增长放缓降低需求水平；3) 监管和政策风险；4) 税收政策的改变

#### 业绩和估值

截至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(Rmb 百万)	70,303	90,865	87,292	88,914	91,856
同比变化 (%)	32.2	29.2	(3.9)	1.9	3.3
净利润 (Rmb 百万)	7,466	9,955	8,842	7,378	7,466
同比变化 (%)	0.8	33.3	(11.2)	(16.6)	1.2
EPS (Rmb)	0.56	0.75	0.667	0.556	0.563
同比变化 (%)	0.0	34.1	(11.2)	(16.6)	1.2
BVPS (Rmb)	5.6	6.2	6.5	6.9	7.3
同比变化 (%)	8.0	11.4	5.1	6.1	5.8
P/E (x)			7.0	8.4	8.3
P/B (x)			0.7	0.7	0.6
股息	0.16	0.22	0.21	0.16	0.16
股息收益率 (%)	3.3	4.6	4.5	3.4	3.4
ROAE (%)	10.5	12.7	10.4	8.3	7.9
ROAA (%)	6.4	7.0	5.1	3.8	3.6

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券(假设 1 人民币=1.26 港元)



表：合并损益表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	70,303	90,865	87,292	88,914	91,856
煤炭业务	55,839	74,038	71,783	73,095	75,246
煤焦化业务	4,888	5,301	4,185	4,269	4,482
煤矿装备业务	6,095	7,733	7,885	8,042	8,444
其他业务	3,480	3,793	3,439	3,508	3,683
销售成本	(55,825)	(72,052)	(69,989)	(73,798)	(76,240)
毛利	14,478	18,813	17,303	15,115	15,615
其他收入	333	162	91	126	137
销售、一般及管理费用	(3,749)	(4,757)	(4,586)	(4,816)	(5,201)
经营利润	11,062	14,219	12,807	10,426	10,551
其他(损失)/收入	(63)	97	(18)	39	40
税前利润	10,999	14,315	12,789	10,465	10,591
所得税费用	(2,848)	(3,462)	(3,214)	(2,616)	(2,648)
本年净利润	8,151	10,854	9,575	7,849	7,943
- 非控制性权益	685	898	733	471	477
- 本公司股东	7,466	9,955	8,842	7,378	7,466
归属于本公司股东的每股盈利 (人民币元)	0.56	0.75	0.67	0.56	0.56
每股派息 (人民币元)	0.16	0.22	0.21	0.16	0.16

来源：公司，农银国际证券估值

表：资产负债表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	46,418	60,823	85,510	104,314	119,951
采矿与探矿权	18,611	28,973	32,479	30,726	31,602
土地使用权	2,564	2,819	3,529	3,174	3,351
其他非流动资产	6,643	12,364	14,789	13,591	14,198
总非流动资产	74,236	104,979	136,306	151,804	169,102
存货	6,215	7,315	6,697	6,820	7,020
应收账款及应收票据	7,006	8,014	11,394	11,602	11,943
预付账款及其他应收款	5,439	6,468	6,367	6,483	6,674
现金及现金等价物	22,922	20,907	13,223	8,738	9,499
其他流动资产	7,118	14,468	11,701	13,085	12,393
总流动资产	48,700	57,173	49,381	46,727	47,529
总资产	122,936	162,152	185,688	198,532	216,632
应付账款及应付票据	(9,254)	(11,003)	(16,102)	(16,396)	(16,878)
预提费用，预收账款及其他应付款	(6,997)	(12,053)	(9,262)	(9,431)	(9,708)
短期借款	(396)	(2,255)	(5,130)	(5,130)	(5,130)
其他短期负债	(2,743)	(4,514)	(3,633)	(3,347)	(3,469)
总流动负债	(19,391)	(29,824)	(34,126)	(34,304)	(35,186)
长期借款	(10,716)	(11,456)	(20,171)	(20,813)	(25,492)
长期债券	-	(14,955)	(19,906)	(25,892)	(32,072)
其他长期负债	(6,491)	(9,043)	(10,064)	(9,928)	(10,041)
总非流动负债	(17,207)	(35,454)	(50,141)	(56,634)	(67,605)
总负债	(36,598)	(65,278)	(84,267)	(90,938)	(102,791)
总股本	86,339	96,874	101,420	107,593	113,840
非控制性权益	12,290	14,349	14,694	15,588	16,493
公司权益总计	74,049	82,525	86,726	92,005	97,347
账面值/人民币	5.58	6.22	6.54	6.94	7.34

来源：公司，农银国际证券估值



表：现金流量表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>税前利润</b>	<b>10,999</b>	<b>14,315</b>	<b>12,789</b>	<b>10,465</b>	<b>10,591</b>
折旧及摊销	3,752	4,854	4,944	4,897	4,880
财务费用	(656)	(715)	(2,201)	(1,458)	(1,829)
财务收入	781	353	903	628	765
存货(上升)下降	(1,254)	(1,174)	519	(122)	(201)
应收账款及应收票据的减少	(2,123)	(1,851)	(3,383)	(208)	(341)
其他调整项目	(816)	(1,235)	(2,683)	(2,663)	(1,814)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>10,683</b>	<b>14,547</b>	<b>10,887</b>	<b>11,538</b>	<b>12,050</b>
购入物业、厂房及设备	(12,060)	(19,156)	(24,934)	(22,045)	(19,840)
其他	13,525	(16,127)	(6,955)	(10,172)	(7,489)
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>1,466</b>	<b>(35,283)</b>	<b>(31,889)</b>	<b>(32,217)</b>	<b>(27,329)</b>
短期借款所得款项长期借款所得款项	9,215	1,779	2,876	2,327	2,601
长期借款所得款项	(276)	3,693	9,396	6,545	7,970
其他融资活动的现金流	(1,586)	13,122	1,039	7,329	5,475
<b>融资活动产生的现金流量</b>	<b>(1,853)</b>	<b>18,593</b>	<b>13,311</b>	<b>16,201</b>	<b>16,047</b>
<b>现金及现金等价物减少净额</b>	<b>10,296</b>	<b>(2,142)</b>	<b>(7,691)</b>	<b>(4,478)</b>	<b>768</b>
年初现金及现金等价物	12,628	23,057	20,907	13,223	8,738
汇兑收益/(损失)净额	(2)	(7)	(7)	(7)	(7)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>22,922</b>	<b>20,908</b>	<b>13,210</b>	<b>8,738</b>	<b>9,499</b>

来源：公司，农银国际证券估值



## 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