



2014年12月8日  
公司研報  
評級：持有  
目標價：4.67 港元

股價(港元)	5.17
預期股票回報	-9.67%
預期股息收益率	2.40%
預期總回報	-7.27%

分析員：陳宜輝  
電話：(852) 2147 8819  
電郵：markybchen@abci.com.hk

主要資料

52 周高/低 (港元)	5.44/3.72
發行股數 (百萬)	13,259
H-股 (百萬)	4,107
A-股 (百萬)	9,152
市值	
H-股 (百萬港元)	21,233
A-股(百萬港元)	55,278
3 個月平日成交額(百萬港元)	114
主要股東 (持股占比%):	
中煤集團	57.36

來源：公司、彭博、農銀國際證券

2013 年收入組成(%)

煤炭業務	83.3
煤焦化業務	4.9
煤礦裝備業務	8.3
其他	3.4

來源：公司，農銀國際證券

股價表現 (%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	10.00	(2.97)
3 個月	6.16	1.79
6 個月	20.79	6.38

\*相比恒生國企指數

來源：彭博，農銀國際證券

1 年期股價表現 (單位：港元)



來源：彭博，農銀國際證券

## 中煤能源 (1898 HK)

### 有效控制成本，維持“持有”評級

- 中煤能源在 12 月初將現貨煤炭價格每噸提高了 12 至 15 元，這將有利於它在 2015 財年與火電廠的長協談判，並會增加其在未來數月的收入
- 中國限制動力煤的進口，並竭力取消數千個小型和非法煤礦。管理層預計平均售價將從 2014 財年年底開始增加
- 該行業的長期需求依然穩固，該公司有效的成本控制和減少低盈利專案，可能減緩其在未來幾年的利潤下滑
- 維持“持有”評級，目標價 4.67 港元；以 2015 年預測值為基準，對應 0.54 倍 2015 年預測市淨率

近兩月多次提升煤炭價格。中煤能源將其動力煤產品價格提高了 12~15 元/噸，這是該公司在近兩月內的第二次提價(11 月各品種提升 11-15 元/噸)。我們預計此時提價，將對 2015 年的煤電談判有重要積極影響，因為目前的現貨價格將很大程度上影響到來年煤炭長協價談判。此外，現貨價格的上漲，也提高了該公司 2014 年第四季度的收入。

我們認為整體減產對於大型煤炭生產是個利好因素。中國有關部門近期要求全煤炭行業進行適當減產，並要求各地政府關閉小煤礦(年產量約 3~30 萬)，取締非法煤礦。這有助於緩解煤炭行業產能過剩的問題，並有利於提高大型煤炭生產商的煤炭銷售價格。中國計畫在 2015 年關閉 2000 多座煤礦。這說明在未來幾年內，不會出現太嚴重的供過於求的問題。管理層對未來幾月的煤炭的平均銷售價格持樂觀態度。

預計煤炭現貨價在 2015 年將企穩。除了減產，我們認為，伊泰煤炭(3948 HK)，中國神華(1088 HK)和該公司已決定停止價格戰，因為他們認為這無法改善他們的其財務表現。這將穩定中國北部的動力煤價格。同時，環渤海動力煤價格指數和內蒙古坑口煤價在最近幾周重新獲得了支撐。此外，中國降息的舉動降低了民營企業的融資成本，也將在不久的將來對大宗商品價格提供支撐。

長期需求依然穩固。在中國鼓勵清潔能源發展的背景下，2015 年上半年煤炭需求不太可能出現反彈。但從國家能源安全考慮，煤炭直至 2020 年仍會占中國能源消費量的 60%。此外，中國希望以“一帶一路”戰略推進跨國鐵路建設。如成功實施，下游產業也將因此受益。

### 業績表現及估值

財年截止於12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(百萬人民幣)	87,292	82,316	69,452	73,377	77,831
收入同比變化 (%)	(3.93)	(5.70)	(15.63)	5.65	6.07
淨利潤 (百萬人民幣)	8,842	3,805	975	3,029	3,182
淨利潤同比變化 (%)	(11.18)	(56.97)	(74.39)	210.77	5.07
每股盈利 (人民幣元)	0.67	0.29	0.07	0.23	0.24
每股盈利同比變化 (%)	(11.18)	(56.97)	(74.39)	210.77	5.07
每股淨資產 (人民幣元)	6.54	6.62	6.67	6.82	7.0
每股淨資產同比變化(%)	5.10	1.24	0.79	2.21	2.27
市盈率 P/E (倍)	—	14.26	55.68	17.92	17.05
市淨率 P/B (倍)	—	0.62	0.61	0.60	0.59
每股派息(港元)	0.21	0.08	0.02	0.08	0.08
股息收益率 (%)	—	1.98	0.52	1.97	2.07
平均淨資產收益率(%)	20.39	4.36	1.11	3.38	3.48
平均總資產收益率(%)	9.52	1.89	0.44	1.28	1.27

來源：彭博，農銀國際證券預測

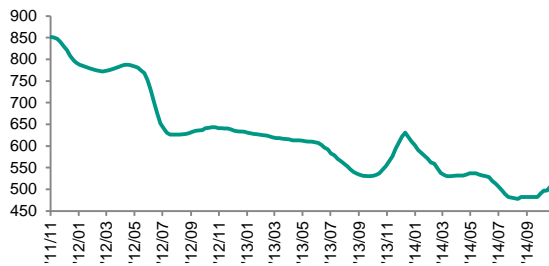
**有效的成本控制。**該公司在 2014 年前三季度成功地將噸煤銷售成本降低了 11.7%，其縮減成本的主要手段是加強材料單耗管理，加大配件國產化力度和修舊利廢，加強設備日常維護保養等，並提高設備的利用率。同時，該公司也關閉了一些盈利狀況不佳的煤礦。這些有助於提升其盈利能力。考慮到近期：1) 公司的產品屢次提價；2) 公司成本控制顯著；3) 全行業供過於求現象正逐步緩解等因素，我們認為該公司在今年第三季度的虧損不會持續惡化，預計該公司仍然有望在 2014 年全年實現盈利，我們預測其每股淨利潤為人民幣 0.07 元。

**受益於滬港通。**本公司股票列於 11 月 17 日開始的“滬港通”安排中的第一批股份。而目前中煤能源的 A 股價格明顯高於 H 股價格，溢價幅度高達 47%。我們認為，這種異常的價差從長遠來將會縮窄，而這種價格的修正，將會為投資者創造寶貴的套利交易機會，此類套利活動反過來會促進流動性。

**維持持有評級，目標股價 4.67 港元。**若以我們對該股 2015 年預測值為基準，報告前該股的交易價格對應約 0.61 倍市淨率及 24.5 倍市盈率。這一價格大致上已經基本反映其基本面因素。因此我們建議“持有”，目標價 4.67 港元。我們的目標價對應的是以 2015 年預測值為準的 0.6 倍市淨率及 17.73 倍市盈率。我們同時也要指出，由於該股的 A 股溢價價差較大，或會在短期內增加其 H 股價格上升波動的可能。此外，生命人壽保險股份有限公司大量持有該股，並且未見減持跡象。無論是繼續增持或減持，將會影響到中煤公司股份的市場流動性和需求，令其價格出現大幅波動。

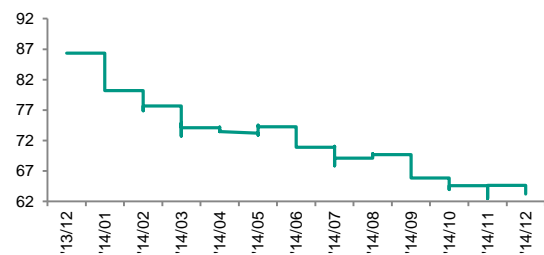
**風險因素：**1) 煤炭價格下降或反彈超過我們預期；2) 不平衡的供求關係；3) 下游行業的商業週期；4) 成本控制失敗，令成本突然增加；5) 生命人壽保險公司持有中煤大量的股份，無論撤資或增資，將增加公司股價的波動風險。

圖 1: 環渤海動力煤價格指數表現圖 (單位: 人民幣元/噸)



來源: 公司, Wind, 農銀國際證券

圖 2: 澳大利亞 BJ 動力煤價格指數(單位: 美元/噸)



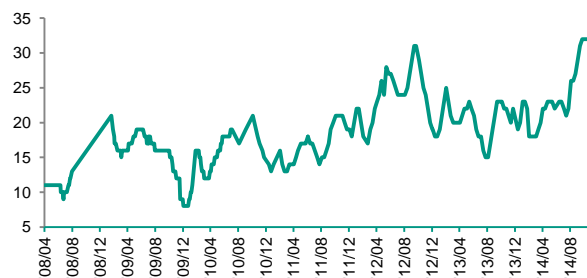
來源: 公司, Wind, 農銀國際證券

圖 3: 內蒙古東勝坑口煤價格(單位: 人民幣元/噸)



來源: 公司, Wind, 農銀國際證券

圖 4: 中國重點電廠煤炭庫存天數 (單位: 天)



來源: 公司, Wind, 農銀國際證券



公司損益表 (2012A-2016E)

截至12月31日財年 (人民幣百萬元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	87,292	82,316	69,452	73,377	77,831
煤炭業務	71,783	68,610	57,888	61,160	64,872
煤焦化業務	4,185	4,052	3,419	3,612	3,831
煤礦裝備業務	7,885	6,835	5,767	6,093	6,463
其他業務	3,439	2,819	2,378	2,513	2,665
銷售成本	(69,989)	(70,920)	(62,416)	(63,654)	(67,344)
毛利	17,303	11,396	7,036	9,724	10,487
其他收入	91	103	103	103	103
銷售/管理及一般費用	(4,586)	(4,620)	(3,889)	(3,669)	(3,892)
經營利潤	12,807	6,879	3,249	6,158	6,698
其他(損失)/收入	(18)	(478)	(1,603)	(1,040)	(1,322)
稅前利潤	12,789	6,401	1,647	5,118	5,377
所得稅費用	(3,214)	(1,781)	(458)	(1,424)	(1,496)
本年淨利潤	9,575	4,620	1,189	3,694	3,881
- 非控制性權益	733	815	214	665	699
- 股東淨利潤	8,842	3,805	975	3,029	3,182
每股盈利, 人民幣	0.67	0.29	0.07	0.23	0.24
每股派息, 人民幣	0.21	0.08	0.02	0.08	0.08

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測

公司資產負債表 (2012A-2016E)

截至12月31日財年 (人民幣百萬元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物業、廠房及設備	85,510	110,015	120,573	133,962	145,703
採礦與探礦權	32,479	32,567	33,156	32,861	33,009
土地使用權	3,529	4,006	3,767	3,886	3,827
其他非流動資產	14,789	22,205	21,626	22,010	21,837
非流動資產總額	136,306	168,792	179,121	192,719	204,375
存貨	6,697	6,806	6,945	6,703	7,446
應收賬款及應收票據	11,394	12,895	10,418	11,251	11,804
預付帳款及其他應收款	6,378	7,005	8,334	7,525	8,661
現金及現金等價物	13,223	11,233	15,173	15,194	15,364
其他流動資產	11,701	9,788	10,745	10,267	10,506
流動資產總額	49,393	47,728	51,615	50,939	53,781
總資產	185,699	216,520	230,736	243,658	258,156
應付帳款及應付票據	(16,102)	(22,631)	(21,997)	(21,707)	(23,838)
預提費用, 預收賬款及其他應付款	(9,262)	(8,743)	(8,104)	(8,178)	(8,878)
短期借款	(5,130)	(6,776)	(7,378)	(8,213)	(8,996)
其他短期負債	(3,633)	(5,348)	(5,486)	(5,644)	(6,010)
流動負債總額	(34,127)	(43,498)	(42,966)	(43,742)	(47,722)
長期借款	(20,171)	(29,775)	(41,386)	(43,274)	(45,409)
長期債券	(19,906)	(29,868)	(32,308)	(40,375)	(45,544)
其他長期負債	(10,064)	(10,286)	(10,171)	(10,063)	(10,863)
非流動負債總額	(50,141)	(69,929)	(83,865)	(93,712)	(101,815)
總負債	(84,268)	(113,427)	(126,831)	(137,454)	(149,537)
總權益	101,431	103,093	103,906	106,204	108,619
非控制性權益	14,694	15,282	15,403	15,743	16,101
股東權益	86,737	87,811	88,503	90,461	92,517
每股淨資產, 人民幣	6.54	6.62	6.67	6.82	6.98

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測



## 現金流量表 (2012A-2016E)

截至12月31日財年 (人民幣百萬元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>稅前利潤</b>	<b>12,789</b>	<b>6,401</b>	<b>1,647</b>	<b>5,118</b>	<b>5,377</b>
折舊及攤銷	4,944	5,418	3,796	4,607	4,202
財務費用	(2,201)	(3,215)	(2,708)	(2,961)	(2,835)
財務收入	903	591	747	669	708
存貨(上升)下降	519	(199)	(139)	243	(744)
應收賬款及應收票據的減少	(3,383)	(1,693)	2,478	(833)	(553)
其他調整項目	(2,684)	(515)	1,791	239	1,352
<b>經營活動產生的現金流量</b>	<b>10,887</b>	<b>6,788</b>	<b>7,612</b>	<b>7,081</b>	<b>7,507</b>
購入物業、廠房及設備	(24,934)	(23,678)	(10,895)	(17,852)	(15,727)
其他	(6,955)	(5,569)	(8,242)	(8,796)	(8,738)
<b>投資活動產生的現金流量</b>	<b>(31,889)</b>	<b>(29,247)</b>	<b>(19,137)</b>	<b>(26,647)</b>	<b>(24,465)</b>
短期借款所得款項長期借款所得款項	2,876	1,646	(1,828)	(91)	(960)
長期借款所得款項	9,396	11,852	10,937	11,395	11,166
其他融資活動的現金流	3,749	9,607	7,155	8,363	7,759
<b>融資活動產生的現金流量</b>	<b>16,021</b>	<b>23,105</b>	<b>16,264</b>	<b>19,667</b>	<b>17,966</b>
<b>現金及現金等價物減少淨額</b>	<b>(4,981)</b>	<b>646</b>	<b>4,740</b>	<b>100</b>	<b>1,007</b>
年初現金及現金等價物	20,908	13,223	11,233	15,173	15,194
匯兌收益/(損失)淨額	6	(6)	(6)	(6)	(6)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>15,933</b>	<b>13,863</b>	<b>15,967</b>	<b>15,267</b>	<b>16,196</b>

來源：公司、彭博、農銀國際證券預測

## 部分財務指標 (2012A-2016E)

截至12月31日財年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利指標(%)</b>					
毛利率	19.82	13.84	10.13	13.25	13.47
稅前利潤率	14.65	7.78	2.37	6.97	6.91
淨利率	10.97	5.61	1.71	5.03	4.99
總資產報酬率	9.52	1.89	0.44	1.28	1.27
淨資產報酬率	20.39	4.36	1.11	3.38	3.48
<b>成本指標(%)</b>					
行政費/銷售額	5.25	5.61	5.60	5.00	5.00
實際稅率	25	28	28	28	28
<b>杠桿指標(%)</b>					
流動比率	1.45	1.10	1.20	1.16	1.13
速動比率	0.72	0.55	0.60	0.60	0.57
現金資產比率	0.16	0.10	0.12	0.11	0.10
總債/總權益	83.08	110.02	122.06	129.43	137.67
總債/總資產	45.38	52.39	54.97	56.41	57.93
<b>杠桿指標(%)</b>	<b>49.01</b>	<b>58.50</b>	<b>67.85</b>	<b>73.66</b>	<b>0.00</b>
<b>營運資料及指標</b>					
存貨周轉率	9.99	10.50	9.08	9.33	9.52
應收賬款周轉率	9.00	6.78	5.96	6.77	6.75
應付賬款周轉率	7.15	5.85	5.37	5.85	5.91
存貨持有天數	36.54	34.75	40.21	39.13	38.34
應收賬款平均在外天數	40.58	53.85	61.26	53.89	54.06
平均付款週期	51.06	62.41	68.02	62.36	61.80
現金迴圈週期	26.06	26.19	33.45	30.66	30.61

來源：公司、彭博、農銀國際證券預測

## 權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報
持有	市場回報 - 6% $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 2009-2013 年市場平均回報率

### 股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 1.5$
低	$180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 1.0$

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險，基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

### 免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立於大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值，收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議，交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2014 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183