



行业报告

中国动力煤行业

2013年5月15日

行业评级： 中性

2013年主要预测指标

平均市盈率 (2013 预测, 倍)	7.62
平均市帐率 (2013 预测, 倍)	1.12
平均股息收益率 (2013 预测, %)	4.32

来源: 农银国际证券估值

2012年业绩指标摘要

公司	平均净资产收益率 %	每股盈利 人民币元	毛利率 %
中国神华	20.2	2.46	33.0
中煤能源	10.4	0.75	19.8
兖州煤	14.1	1.26	22.0
伊泰煤炭	32.9	3.97	35.2
平均值:	19.4	2.11	27.5

来源: 公司, 农银证券

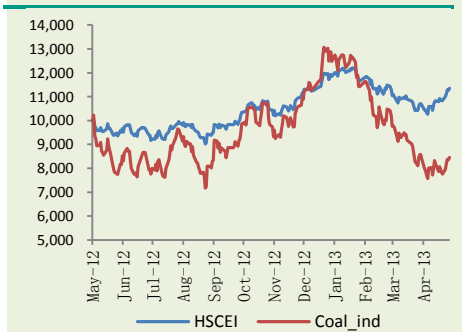
股价表现 (%)

	绝对	相对*
1个月回报	(6.9)	(10.5)
3个月回报	(21.3)	(14.6)
6个月回报	(17.2)	(23.2)

* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博, 农银证券

近一年股价相对 H 股指数表现



来源: 彭博, 农银证券

分析员

报告日期: 2013年5月15日

陈宜飏

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

需求仍疲弱，关注具有成本优势的公司

中国经济复苏仍然较为缓慢，动力煤现货价格低迷，令我们对中国动力煤行业保持中性态度。近期以来电煤价格的下跌，对整个板块的影响负面。我们认为，从长远来看，动力煤在中国能源消费中的权重将会有所下降，但另一方面，其绝对消费量仍然会稳步增长。有鉴于此，我们看好那些具有较好成本效益、业务与销售网络更多元化的大型动力煤生产商。在香港的 H 股动力煤板块中，中国神华 (1088 HK) 和伊泰煤炭 (3948 HK) 依然是我们的首选买入对象。

下游需求依然疲弱：中国的宏观经济增长速度放缓，我们认为在短期内，宏观经济对于动力煤的需求拉升作用不会十分显著。从供应来看，中国动力煤市场的产能过剩现象将持续一段时间，令国内市场供过于求的局面暂难改观。而国外进口煤炭供应的持续增加，也将继续对国内煤炭现货价格产生负面影响。鉴于最近的电煤市场情况对个别煤炭生产商影响较大，我们对个别动力煤生产商的盈利预测作出了调整。

具有成本效益优势的生产商将会扩大市场份额：我们对于动力煤产业的长远发展潜力并不太悲观。主要的原因是我们认为中国并不会过度依赖以石油为主的能源结构，而核电和可再生能源电力的增长缓慢，在相当长的时间内预期对于中国的能源结构难以形成显著的影响。中国政府正在鼓励煤矿关停并转等行业整合，让大型生产商扩大其市场份额。我们认为，那些具备成本优势的生产商将会在行业的整合中获得更多。

股价明显下调后估值吸引力出现：过去几个月，在港上市的中国动力煤公司股价有显著调整，估值（市盈率和市净率）已颇具吸引力。我们认为，业务多元化且具备成本优势的公司将领先同行，在宏观面改观时更有机会跑赢大市。

我们的首选：我们维持中国神华 (1088 HK) 和伊泰煤炭 (3948 HK) “买入”评级，它们都具备较佳的成本优势及自营铁路系统。我们维持中煤能源 (1898 HK) 和兖州煤 (1171 HK) 的“持有”评级。

风险因素：政府的行业政策变动，下游行业的商业周期转变，煤炭价格风险。

行业估值摘要

公司	代码	评级	价格 (HK\$)	目标价 (HK\$)	上升空间 (%)	2013E 市盈率	2013E 市净率
中国神华	1088 HK	买入	27.2	33.00	21.32	8.64	1.45
中煤能源	1898 HK	持有	5.79	6.00	3.63	8.24	0.66
兖州煤	1171 HK	持有	8.0	7.96	-0.50	8.82	0.66
伊泰煤炭	3948 HK	买入	41.0	50.54	23.27	8.32	2.20

来源: 公司, 农银国际证券预测 (假设 1 人民币 = 1.26 港元)



需求仍疲弱，关注具有成本优势的公司	1
中国动力煤市场投资要点	3
中国动力煤行业概览	4
中短期前景展望	4
行业长期展望	10
行业个股选择	14
中国神华：成本及一体化优势领先竞争对手	15
中煤能源：成本上扬，调降目标价	19
兖州煤业：急待降低成本	22
伊泰煤炭：低成本高增长的行业竞争者	26
附录	29
附录 1. 《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》	29
附录 2. 《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》	31
权益披露	33
免责声明	33



中国动力煤市场投资要点

行业近期及中期展望

- ❖ **短期需求：**秦皇岛港煤炭库货截止 2013 年 5 月 4 日跌至 502 万吨，创下 2011 年 10 月 29 日以来最低水平，为应对即将到来的高峰期，下游企业或将启动补库存行动。
- ❖ **短期供应：**中国煤炭产能过剩将持续一段时间，这对现货煤价格将构成压力。
- ❖ **行业内竞争：**国内和国外的煤炭产商都面临激烈的竞争。疲弱的国际煤炭价格和煤炭进口将加重国内的现货煤价格下行压力。
- ❖ **价格：**环渤海动力煤价格指数近期屡跌并在低位徘徊，但也有出现稳定的迹象。我们接触的大部分电力生产商和煤炭生产商都认为，在目前水平上，现货煤价格再大幅下行的风险已经很低。
- ❖ **对公司的影响：**由于价格低迷，煤炭生产商的盈利将主要来自销售量和成本控制的推动。我们认为，成本效率越高的企业盈利能力越强。

行业长期展望

- ❖ **市场的“蛋糕”仍然在不断扩大，绝对需求仍将增长：**考虑到中国政府对能源安全问题的关注，以及火电较可再生能源发电的明显低廉成本优势，我们认为长期来看，煤炭仍然会在中国能源消费结构中占主导地位，而电煤消耗的绝对量将会继续稳步上升。
- ❖ **谁会在增长的“蛋糕”中获得更多的份额？**中国正大力推动行业整合，关、停、并、转落后产能和严格提高行业准入门槛。这将有助于缓解动力煤供应过剩的局面，并给大型的动力煤生产商提供更多的市场空间。
- ❖ **煤价下降，长远来看，对动力煤企业的盈利能力影响各异：**中国调低 GDP 增长率目标，市场预期动力煤行业的总体盈利将受负面影响。但我们认为，并非所有公司盈利能力同等受损，那些能保持较低吨煤生产成本和拥有运输优势的公司仍然会有较高的利润率。
- ❖ **长期来看，运输瓶颈将得到缓解，对国内煤炭需求形成利好：**美国的页岩气革命降低对煤炭的需求，并对国际煤价形成下行压力。因此，进口煤价将持续成为影响中国国内煤价的因素之一。但中国更主要问题是运输瓶颈，我们预计，若中国蒙西华中铁路（北煤南运的主干线）能在 2017 如期运营，将会大大减少国内市场对海外煤炭的需求。



中国动力煤行业概览

中短期前景展望

我们看到动力煤行业近期出现一些积极的信号。目前，秦皇岛港的煤炭库存下滑至 2011 年 10 月 29 日以来的最低水平 5.02 百万吨，这或很快诱发重新增加库存的行为。此外，环渤海动力煤价格指数在连续四周下跌并在 4 月 24 日创新低后，于 5 月 5 日稳定在 613 元(人民币，下同)。

我们对行业持谨慎态度而且也不排除煤炭价格有进一步下降的可能性，因为国内外煤炭价格仍有约 20-30 元/吨的差距。套利行为将继续影响中国煤炭进口量的走势。

然而，在现阶段我们的态度也不是过度悲观。我们的渠道调查显示，现货价格在目前的水平继续下跌的风险是有限的，原因主要有：

1. 国内外的煤炭价格差距有一部份是反映煤炭质量。大部分进口煤是低质煤，必须和内地的高质量煤混用。如果考虑到内地煤炭的质量因素，目前国内外煤炭价格差或会缩小。事实上，一些印度尼西亚的出口商认为，两地煤炭价格差的套利空间已经在大幅减少。
2. 由于工资、原材料的日益上升和销售价格的下跌，低效率的煤炭生产商被淘汰，并永久退出了市场。一些发电商反映，自去年下半年以来有 20% 以上海内外的煤炭供应商已经出现亏损。至今年 1 季度，现货价格已经同比下跌了 20-25%，预示着将有更多的生产商退出市场。
3. 一些信号显示需求或复苏。例如，秦皇岛煤炭库存大幅下滑，中国主要发电商的库存天数减少，同时部分下游行业见到温和的复苏。
4. 北方大秦铁路的维护工作完成后，市场对本土煤炭的需求会增加，有利于稳定煤炭现货价格。

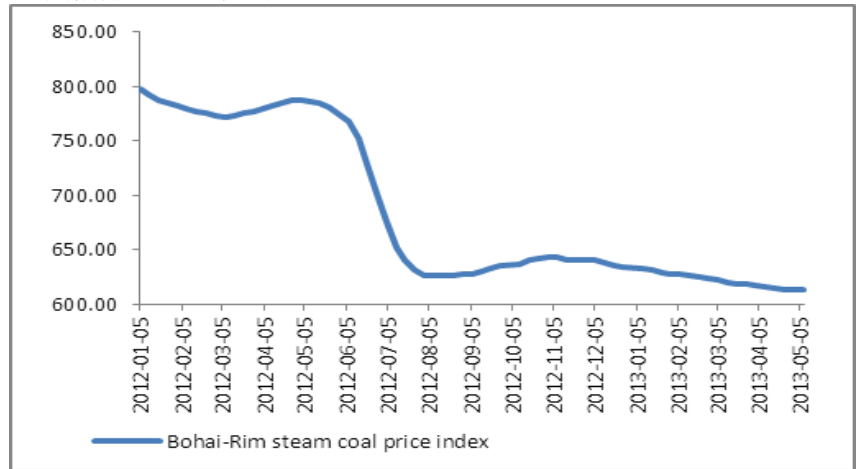
当然，整体而言，我们还需要更多的积极信号来证实煤炭行业是否出现了坚实的复苏。值得考虑的是，中国 1 季度的 GDP 增长慢于预期，但鉴于通胀压力，中国政府仍不愿实施积极的货币政策刺激经济，表明政府已决心接受经济温和增长的状况。

另一方面，根据 WIND 数据显示，虽然自 2012 年上半年以来煤炭价格遭受了暴跌，但是我们覆盖的中国 H 股煤炭公司在 2012 年仍取得较高的平均净资产收益率(19.99%)，高于整体的香港上市的煤炭行公司 (-0.9%) 和采矿业公司 (-8.04%)。我们预测，2013 年整个行业的盈利能力将进一步下降，但如果宏观经济稳步回升，该行业将极有可能跑赢大市。



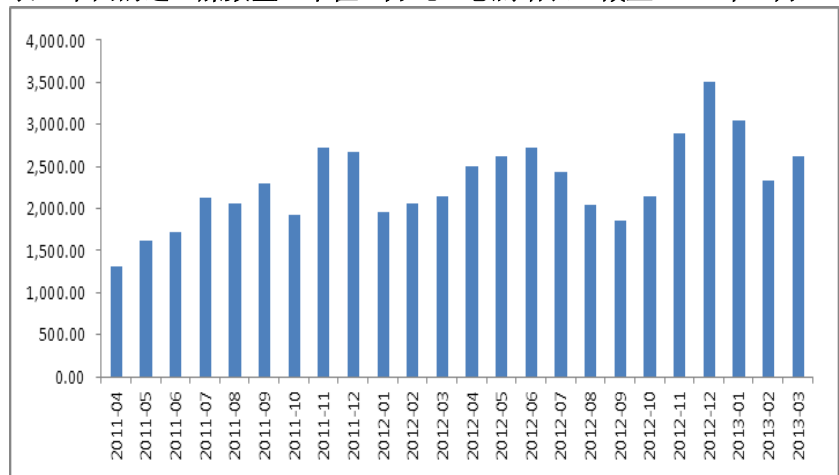
动力煤现货价格仍然低迷并且近期屡创新低,但在近期的低位水平再下行的空间已经非常有限。

表: 环渤海动力煤价格(人民币元/吨)仍然低迷,但近期企稳(数据截止2013年5月8日)



数据来源: Wind, 农银国际证券

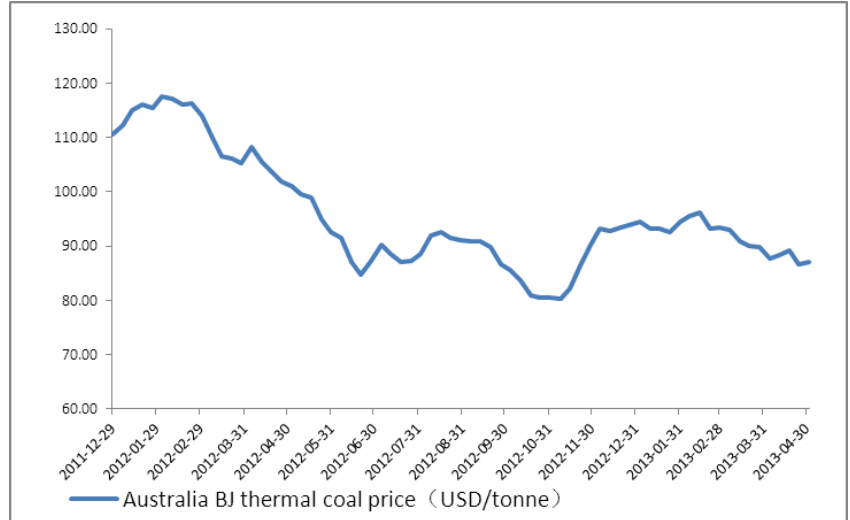
表: 中国的进口煤数量(单位: 万吨)急剧增长(截止2013年3月)



数据来源: Wind, 农银国际证券



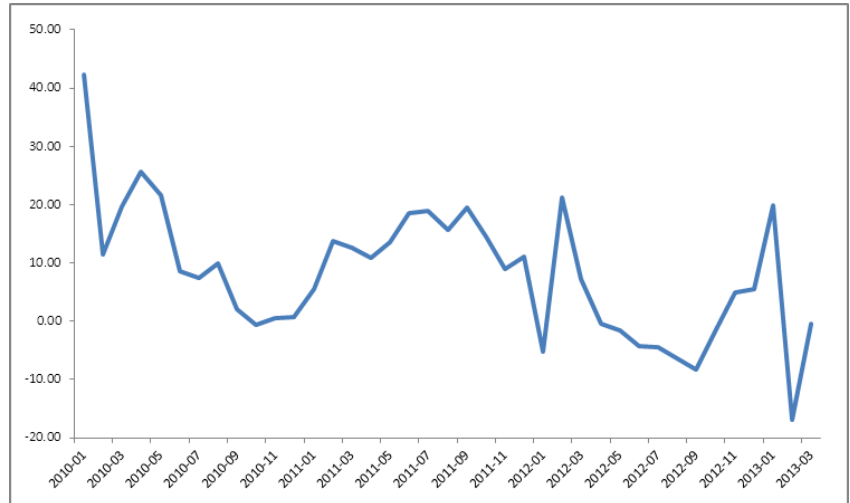
表：澳大利亚 BJ 动力煤价格（美元/吨）走势（截止 2013 年 5 月 2 日）



数据来源：Wind，农银国际证券

预计即将到来的用电高峰期或会对动力煤价格形成支持。

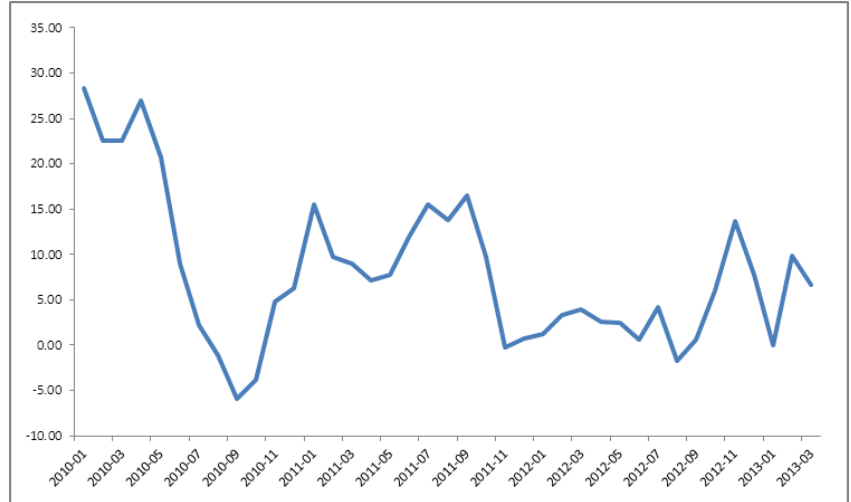
表：中国火电产量月度同比值(%)近期有所反弹（截止 2013 年 3 月）



数据来源：Wind，农银国际证券



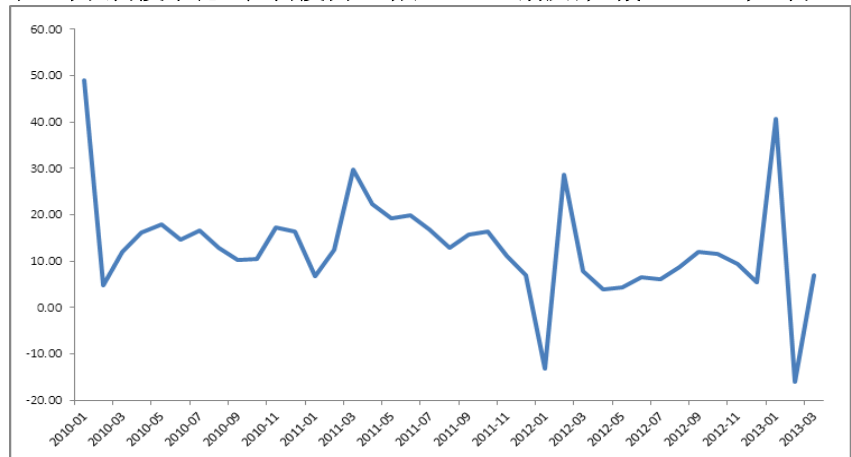
表：中国粗钢生产量月度同比值仍然较疲弱（截止 2013 年 3 月）



数据来源：Wind，农银国际证券

在 2013 年首季，动力煤的下游行业需求增长仍然较温和。

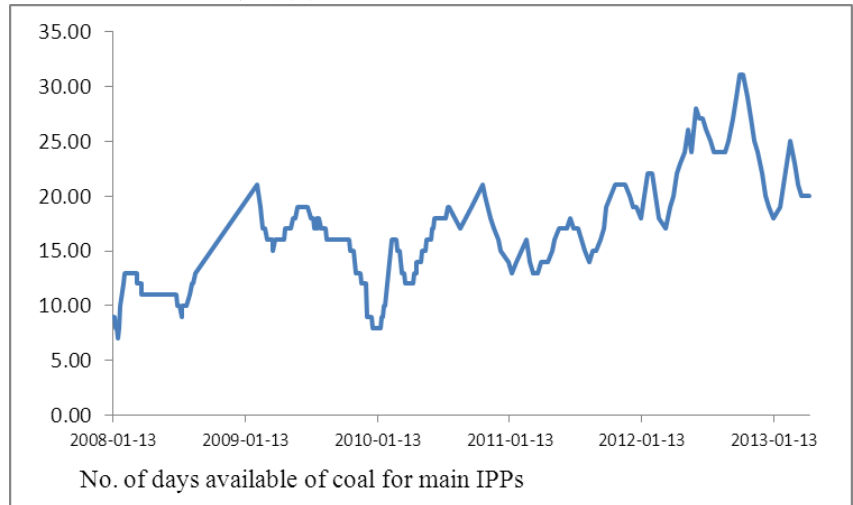
表：中国月度水泥生产月度同比增长(%)近期反弹(截止 2013 年 3 月)



数据来源：Wind，农银国际证券



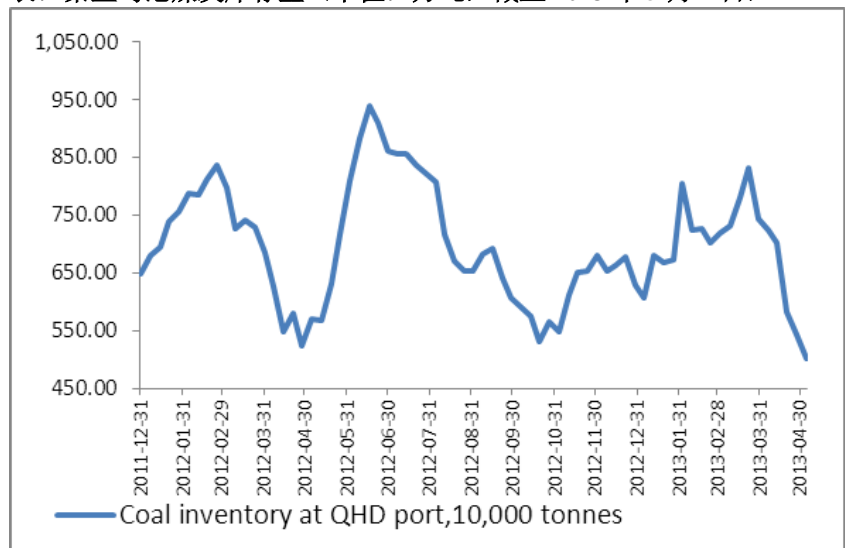
表：中国重点电厂煤炭库存可用天数（截止 2013 年 4 月 20 日）



数据来源：Wind，农银国际证券

截止 5 月 4 日，秦皇岛煤炭库存量跌至 2011 年 10 月 29 日以来的最低位 2011，未来下游企业或会有补库存情况。

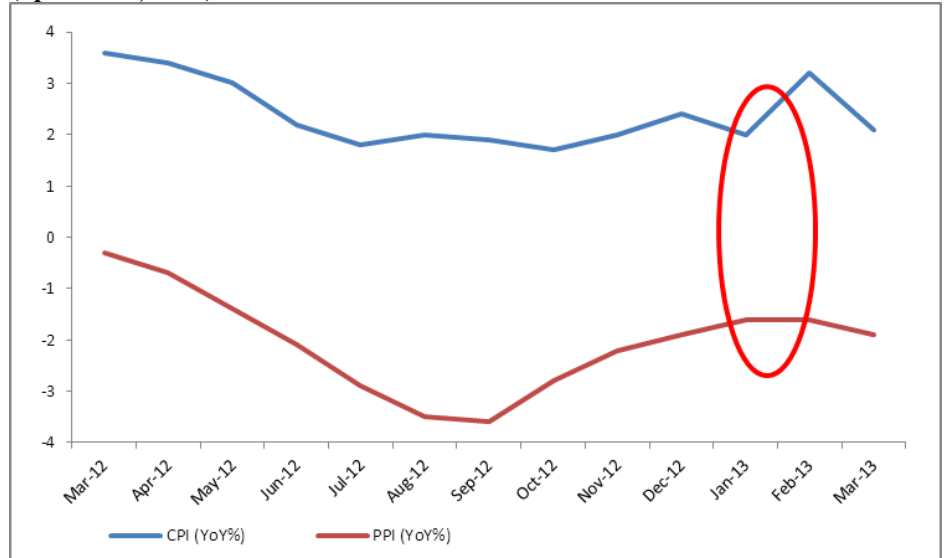
表：秦皇岛港煤炭库存量（单位：万吨，截止 2013 年 5 月 4 日）



数据来源：Wind，农银国际证券



Exhibit: Gap between CPI and PPI still large and broadened recently (up to Mar., 2013)



数据来源: Wind, 农银国际证券

中国经济数据

	中国经济数据												
	2012										2013		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月*
实际国民生产总值增长 (同比%)	---	---	7.6	---	---	7.4	---	---	7.9	---	---	7.7	---
出口增长 (同比%)	4.9	15.3	11.1	1	2.7	9.9	11.6	2.9	14.1	25.0	21.8	10.0	14.7
进口增长 (同比%)	0.3	12.7	6.3	4.7	-2.6	2.4	2.4	0	6	28.8	-15.2	14.1	16.8
贸易差额 (美元/十亿)	18.53	18.13	31.91	25.28	26.43	27.45	32.11	19.63	31.6	29.2	15.3	-0.9	18.2
零售额 (同比%)	14.1	13.8	13.7	13.1	13.2	14.2	14.5	14.9	15.2	12.3	12.6	12.8	12.8
工业增加值 (同比%)	9.3	9.6	9.5	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1	10.3	9.9	8.9	9.3	9.3
制造业 PMI 指数(%)	53.3	50.4	50.2	50.1	49.2	49.8	50.2	50.6	50.6	50.4	50.1	50.9	50.6
非制造业 PMI 指数 (%)	56.1	55.2	56.7	55.6	56.3	53.7	55.5	55.6	56.1	56.2	54.5	55.6	54.5
固定资产投资(年初累计值)(同比%)	20.2	20.1	20.4	20.4	20.2	20.5	20.7	20.7	20.6	21.2	20.9	20.6	20.6
消费物价指数 (同比%)	3.4	3	2.2	1.8	2	1.9	1.7	2	2.4	2.0	3.2	2.1	2.4
生产者物价指数 (同比%)	-0.7	-1.4	-2.1	-2.9	-3.5	-3.6	-2.8	-2.2	-1.9	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6
广义货币供应量 (同比%)	12.8	13.2	13.6	13.9	13.5	14.8	14.1	13.9	13.8	15.9	15.2	15.7	16.1
新增贷款 (人民币/十亿)	681.8	793.23	919.83	540.1	703.9	623.2	505.2	522.9	454.3	1070.0	620.0	1060.0	793

来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券



行业长期展望

中国降低了 GDP 增长目标，政府对清洁能源更多的政策倾斜以及美国的页岩气革命，都表明中国动力煤行业有可能将经历一个较低的增长。

虽然行业整体面临着巨大的挑战，我们对行业的长期发展并不过分悲观，我们对行业的长期发展前景的判断如下：

1. 市场的“蛋糕”仍然在不断扩大，绝对需求仍将增长：

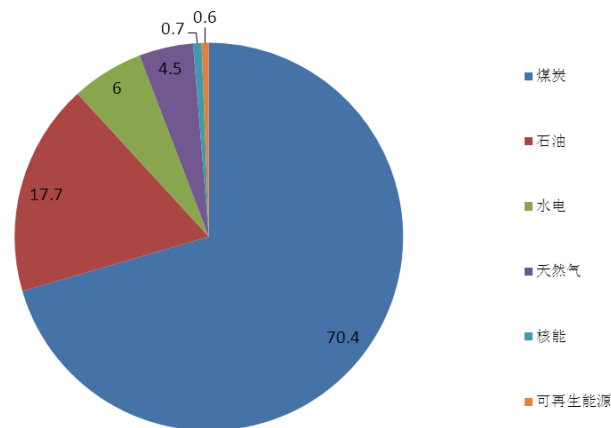
煤炭是中国最主要的化石燃料，2011 年占能源消费量比重的 70.4%。尽管中国正在努力提高可再生能源的消费比重，但短期内中国的能源消耗仍将十分依赖煤炭。根据能源发展“十二五”规划的目标，中国计划“十二五”期间火电机组容量达到每年 7.8% 的增长，发电量达到每年 8% 的增长。

表：中国 2012 年能耗预测（单位：百万桶油当量）

能耗种类	能耗量（预估值） （单位：百万桶油当量）	占比 （%）
煤炭	1,839.4	70.4
石油	461.8	17.7
水电	157.0	6.0
天然气	117.6	4.5
核能	19.5	0.7
可再生能源	17.7	0.6
总计	2613	100

来源：BP 世界能源统计年鉴（2012.6），农银国际证券

图：中国 2012 年能耗分布情况（单位：百万吨油当量）



来源：BP 世界能源统计年鉴（2012.6），农银国际证券



我们预测，在未来十年内煤炭仍将是一个在中国占主导地位的能源类型。由于清洁能源和页岩气的高勘探成本，相当长的时间内它们并不能完全取代动力煤的作用。

我们判断煤炭仍将是中国占主导地位的能源类型的主要原因是从国家能源安全的考虑，以及考虑到与其他可再生能源相比，煤炭能源的显著低成本优势。我们认为动力煤消费量将继续稳步增长，使得行业蛋糕变得更大。

表：“十二五”时期部分与动力煤发展相关的主要目标

指标	单位	2010年	2015年	年增
全社会用电量	trillion kwh	4.2	6.15	8.00%
煤炭生产能力	亿吨	32.4	41	4.80%
电力装机容量	亿千瓦	9.7	14.9	9.00%
其中：煤电	亿千瓦	6.6	9.6	7.80%
水电	亿千瓦	2.2	2.9	5.70%
核电	万千瓦	1082	4000	29.90%
天然气发电	万千瓦	2642	5600	16.20%
风电	万千瓦	3100	10000	26.40%
太阳能发电	万千瓦	86	2100	89.50%

数据来源：中国政府网 (www.gov.cn), 农银国际证券

2. 谁将从不断增长的蛋糕中获得更多份额？

通过淘汰中小规模的生产商和培育大规模有竞争力的集团，中国正在对煤炭行业进行重组。根据“十二五”规划，中国的煤炭生产量应该被控制在 39 亿吨以下，即 2011~2015 年间的复合增长放缓至 2.6%。

但是，这并不意味着所有的煤炭生产商都将要同样程度的减少生产。此外，中国将大力推进煤矿企业之间的兼并重组，淘汰落后产能，发展大型煤炭集团公司。至 2015 年年底，中国计划拥有 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团，这些企业的煤炭产量将构成全国产量的 60% 以上。我们估计，前 20 名煤炭企业的市场份额将在 2015 年将提高到 63% 以上（2010 年为 50%）。在煤炭产量、销售网络和资源储备方面具备规模效益的大型煤炭生产企业将受益于产业的积极变化。

3. 价格下滑但个股盈利能力差异大相径庭

中国下调了 GDP 的目标增长率。虽然动力煤行业的整体盈利能力有望下降，但每家公司下跌的程度大相径庭。2012 年，中国煤炭生产商的单位生产成本显著不同，从伊泰的约 94 元/吨（人民币，下同）到兖州煤业的 314 元/吨，显示不同厂商或因盈利区别而保持长期的竞争力。

另一个需要考虑的事实是，在 2013 年之前大多数大型煤炭生产企业采用双轨制。在这种机制下，大多数长期合同价是政府指导价，明显低于现货价格；而且，煤炭价格被设置了上限，制约了价格的增长空间。

2012 年上半年，现货市场价格下跌，向长期合同价格靠拢。鉴于此，中国取消了价格双轨制。现在，大部分的煤炭生产企业选择把他们的新长



期合同价格与环渤海动力煤价格指数相关接，该指数是一个现货价格指数。虽然该指数同比下跌了约 20%，但按现货价进行交易仍可能比在以前政府指导的长期合同价之下的利润要高。

过往在价格双轨制下有着较高比重的长期合同销售和拥有较强单位成本优势的公司，在目前的现货定价体系中，将有更高的增长潜力。

4. 交通瓶颈的缓解将释放本土需求

当前，对中国动力煤行业的主要关注问题之一是来自海外市场的竞争。尤其是美国的页岩气革命之后，减少了对动力煤的需求，进而也对国际煤炭价格产生了下行压力。

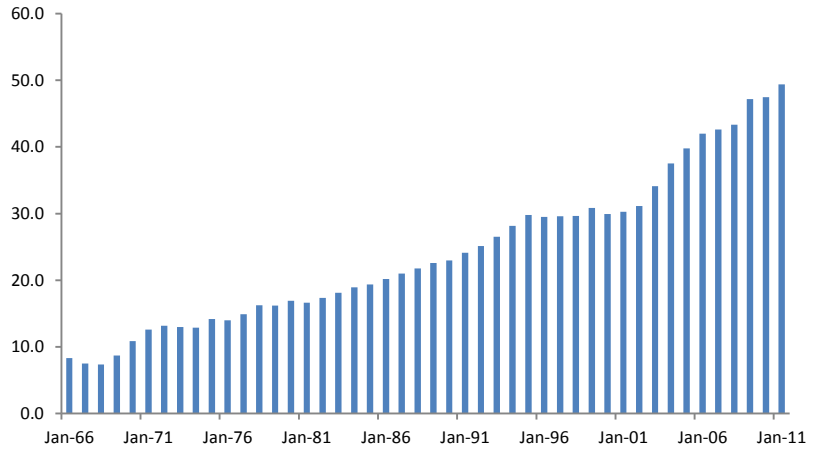
但是，这并不是行业的全景。在中国的主要产煤区如内蒙古，单位销售成本仍然低于国外煤炭生产商。然而，中国的煤炭生产区和需求区在地理位置上存在严重错位。由于缺乏足够运力，中国北部和西部的一些低成本优质煤不能被有效地运送到南部和沿海地区。交通一直是中国煤炭行业中的重要瓶颈。

我们认为，进口煤炭价格在中期而言将继续成为中国煤炭价格走势关键因素。但是，当中国着手解决运输瓶颈时，市场对进口煤的担忧将会缓解。

在 2012 年，中国宣布新建一条重要的由北南运煤干线铁路“蒙西华中铁路”。该铁路计划在 2017 年通车，届时将大幅减少市场对海外煤炭的需求。我们预计，在内蒙古拥有高质量煤炭资源的企业将从蒙西华中铁路的开通中受惠。

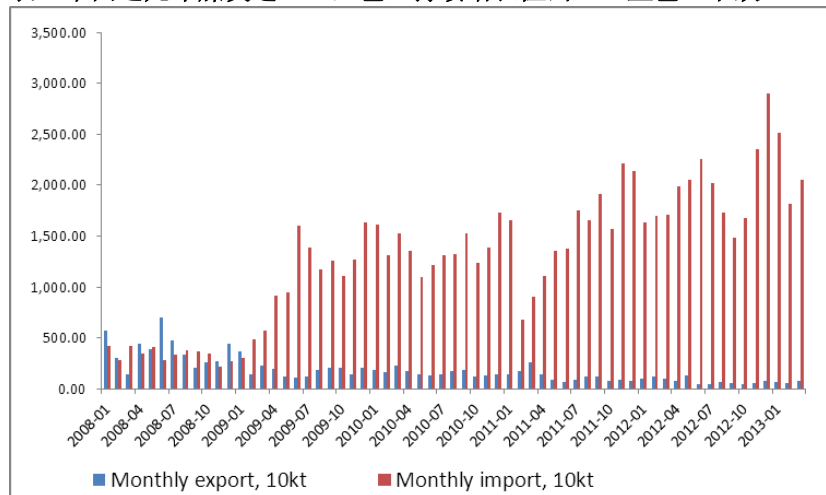


表：中国占全球的煤耗比重（%，2000~2012年）



来源：BP 世界能源统计年鉴（2012.6），农银国际证券

表：中国近几年煤炭进口（红色）持续增长但出口（蓝色）下跌



数据来源：Wind，农银国际证券



行业个股选择

在行业个股的选择方面，我们认为，市场将会偏好拥有低生产成本和一定运输优势的大型煤炭生产商。较低的生产成本将令煤炭生产商在当下及未来的市场整合中获得更多的份额。

低成本成为选股首要指标

在低成本指标下，我们首选中国神华(1088 HK) 和伊泰 (3948 HK)。两家公司同时也在内蒙古拥有较优质的煤储资源，并且其在内蒙古的业务可以享受到中国政府给予的低至 15% 的所得税优惠，这一税率显著低于全国的 25% 的平均水平。

两家公司均拥有自营煤运铁路，可以将自有的煤炭从坑口直送至国铁干线或是送达沿线客户。特别是神华，它不仅是中国唯一一家拥有跨多省国铁煤炭运输线的动力煤公司，同时还拥有较低成本的自营煤炭货运船队资源，可将北方内蒙古的煤炭通过铁路、海运和河道运输送达中国西部的重庆，显示出极强的物流能力。

对成本效率低下的煤炭生产商持谨慎态度

作为大型煤炭生产商中煤能源 (1898 HK) 和兖煤 (1171 HK)，它们将是行业整合的受益者，长期而言它们的股价仍有较佳的上行空间，但不断攀升的成本和近期疲弱的现货煤价格将威胁他们 2013 年的盈利能力。

这两只股票在过去的几个月里已经发生了大幅的调整，这使得他们的估值变得非常吸引。但是，我们对这两支股票仍持谨慎态度，我们期望看到一些更为有力的削减成本的措施。投资者应耐心等待更多而且更具实效的催化剂。

表：香港四大动力煤 H 股公司对比

2012 财年情况	中国神华 1088 HK	中煤能源 1898 HK	兖州煤业 1171 HK	伊泰煤泰 3948 HK
自产商品煤，百万吨	304	114.4	61.937	49.52
煤炭总销量，百万吨	464.6	149.54	94.148	73.2
煤炭销售收入占总收入比重，%	66.3	82.2	96.7	94.8
煤炭储备，亿吨	251.4	195.1	46.7	29.5
吨煤生产成本，人民币元/吨	130.2	234.6	314.4	94.6
总销售收入，人民币百万元	250,260	87,292	58,146	31,584
2012 年收入增长率，%	19.6%	-3.9%	23.5%	17.0%
股东应得净利，人民币百万元	48,858	8,842	6,219	6,454
每股盈利，人民币元	2.46	0.67	1.26	3.97
每股净资产，人民币元	12.90	6.50	9.32	12.11
派息，人民币/股	0.96	0.21	0.36	1.25
2012 财年派息率	39.0	31.3	28.6	31.5
平均总资产报酬率，%	11.31	5.1	5.7	15.6
平均净资产回报，%	20.16	10.4	14.1	32.9
主要产品价格变动±5% 对股东纯利的变动影响:	±4.2%	±5.9%	±6%	±6.3%

来源：各公司 2012 年年报，农银国际证券据年报相关数据预测



公司报告

中国神华 (1088 HK) – 买入

中国动力煤行业
2013年5月15日

评级: 买入
目标价: 33 港元

主要数据

H-股股价(HK\$)	27.2
上行空间 (%)	21.3
52 周高/低(HK\$)	35.45/24.15
发行股数(百万)	19,890
- H 股(百万)	3,399
- A 股(百万)	16,491
市值	
- H 股(HK\$ 百万)	92,441
- A 股(Rmb 百万)	338,231
3 个月平均日成交额 (HK\$ 百万)	559
大股东(%)	
神华集团	73.01%

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012 年收入组成(%)

煤炭业务	66.3
电力业务	28.4
其他	5.3
总计	100.00

来源: 公司, 农银国际证券

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	2.06	(3.61)
3 个月	(11.69)	(4.83)
6 个月	(10.67)	(18.84)

* 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

分析员

报告日期: 2013年5月15日

陈宜飏

相关报告: 2013年4月22日

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

中国神华: 成本及一体化优势领先竞争对手

中国神华具有较低的吨煤生产成本以及行内最具竞争力的运输及物流能力, 我们认为在煤价逐步止跌情况下, 用电高峰期的到来有助于对中国神华的股价表现起到正面拉升的作用。此外, 该公司的火电业务近年来增长迅速, 于 2012 年占收入比重达到 28%, 令公司成为同行之中最具防守性的一只股票。我们对该公司的“买入”评级以及目标价格维持不变。

煤炭价格低迷但趋于平稳: 环渤海动力煤价格指数 5 月 8 日止跌, 同期秦皇岛港的煤炭存货量下跌到自 2011 年 10 月 29 日以来的最低值, 显示疲弱的煤炭价格将会在短期内出现支持。煤价平稳加上公司的生产成本继续下行, 将有助于公司实现在 2013 年的盈利目标。我们预期公司全年盈利增长率仍保持正数(约 1.5%)。该公司的煤炭首季平均售价下降幅度(同比)为 7.8%, 较环渤海动力煤价格指数在首季末的同比 22% 跌幅要低。

良好的成本控制和平稳的运营数据: 在今年第一季度, 中国神华的煤单位生产成本为 121.4 元/吨(人民币, 下同), 同比上升 3.2%, 但是相比于 2012 财年的平均吨煤生产成本下降了 0.6%。其今年首季的毛利率为 32.2%, 与 2012 年的表现持平, 但是比我们的预测高 1.2 个百分点。其净利率在首季同比微跌 1.2% 至 11.625%, 该值达到 2013 市场和我们的预测值的 24% 和 23%。

该公司的管理层早前在业绩分析会议上介绍, 今年将会严格控制成本。我们认为到目前为止管理层兑现了该承诺。

估值: 考虑到较低的吨煤生产成本, 电力业务在营收中的较高比重, 以及 2012 和 2013E 的净资产回报率处于高双位数, 我们维持神华的“买入”评级和目标价不变, 该价对应 10.5 倍 2013 年预测盈利。

风险因素: 1) 煤炭价格风险; 2) 供求的不平衡; 3) 下游行业的周期影响

业绩和估值

截至 12 月 31 日	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(Rmb 百万)	209,225	250,260	270,300	298,447
同比变化 (%)	32.7	19.6	8.0	10.4
净利润 (Rmb 百万)	45,846	48,858	49,582	51,993
同比变化 (%)	18.1	6.57	1.5	4.9
EPS (Rmb)	2.31	2.46	2.49	2.61
同比变化 (%)	18.1	6.55	1.5	4.9
每股净资产 (Rmb)	11.5	12.9	14.8	16.9
同比变化 (%)	11.3	12.4	15.0	13.7
P/E (x)		8.8	8.6	8.2
P/B (x)		1.7	1.5	1.3
股息	0.90	0.96	0.97	1.02
股息收益率 (%)		4.8	5.1	5.6
ROAE (%)	21.16	20.16	17.97	16.49
ROAA (%)	11.78	11.31	10.50	10.21

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券预测 (假设 1 人民币=1.26 港元)



公司损益表

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	1Q13	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
收入	60,039	157,662	209,225	250,260	270,300	298,447
煤炭		106,080	138,263	165,989	175,760	189,147
电力		44,800	61,204	71,096	80,310	93,588
其他收入		6,782	9,758	13,175	14,230	15,712
销售成本		(90,142)	(128,638)	(167,754)	(184,453)	(205,929)
毛利		67,520	80,587	82,506	85,847	92,519
销售、一般及管理费用		(9,219)	(11,056)	(12,950)	(15,168)	(17,767)
其他经营收益 / (费用), 净额		(776)	(825)	48	48	48
经营利润		57,525	68,706	69,604	70,727	74,800
其他税费及亏损		(1,583)	(1,857)	(1,593)	(1,726)	(1,659)
税前利润		55,942	66,849	68,011	69,001	73,141
所得税费用		(11,473)	(14,041)	(10,965)	(11,109)	(12,434)
本年利润		44,469	52,808	57,046	57,892	60,707
非控制性权益		5,635	6,962	8,188	8,309	8,713
本公司股东应占利润	11,625	38,834	45,846	48,858	49,582	51,993
EPS (基本), 人民币元	0.584	1.95	2.31	2.46	2.49	2.61
每股派息, 元		0.75	0.90	0.96	0.97	1.02

来源: 公司, 农银国际证券预测



公司资产负债表

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	188,061	223,329	236,048	271,455	307,405
在建工程	33,088	34,384	61,142	64,199	67,409
无形资产	3,248	3,610	3,781	3,781	3,781
其他非流动资产	28,273	36,658	45,036	46,801	48,885
非流动资产	252,670	297,981	346,007	386,236	427,480
存货	11,574	12,939	15,171	16,064	17,288
应收账款及应收票据	11,424	13,618	20,028	21,207	22,822
预付账款及其他应收款	14,250	12,694	14,480	14,480	14,480
现金及现金等价物	77,912	61,652	51,627	38,985	39,718
其他流动资产	4,301	7,623	10,054	10,054	10,054
流动资产	119,461	108,526	111,360	100,790	104,361
总资产	372,131	406,507	457,367	487,026	531,842
短期贷款及一年内到期的长期贷款	(15,317)	(16,489)	(28,093)	(19,644)	(23,869)
应付账款及应付票据	(19,661)	(23,763)	(31,072)	(27,418)	(29,245)
预提费用及其他应付款	(36,893)	(39,286)	(41,423)	(40,355)	(40,889)
一年内到期的长期应付款	(497)	(271)	(283)	(277)	(280)
应付所得税	(4,558)	(7,940)	(4,686)	(6,313)	(5,500)
流动负债	(76,926)	(87,749)	(105,557)	(94,006)	(99,782)
长期贷款，扣除一年内到期的部份	(52,311)	(45,443)	(39,624)	(42,534)	(41,079)
长期应付款，扣除一年内到期的部份	(2,133)	(2,346)	(2,558)	(2,452)	(2,505)
其他非流动负债	(3,334)	(2,855)	(3,071)	(2,963)	(3,017)
长期负债	(57,778)	(50,644)	(45,253)	(47,949)	(46,601)
总负债	(134,704)	(138,393)	(150,810)	(141,955)	(146,382)
总权益	237,427	268,114	306,557	345,072	385,459
非控制性权益	32,314	39,915	49,968	49,968	49,968
本公司股东应占权益	205,113	228,199	256,589	295,104	335,491
每股净资产，人民币元	10.31	11.47	12.90	14.84	16.87

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)	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
税前利润	55,942	66,849	68,011	69,001	73,141
摊销与折旧	0	0	0	0	0
存货增加	(3,129)	(714)	(2,232)	(893)	(1,224)
应收票据贸易应收款项 (增加) 减少	(1,947)	(953)	(6,410)	(1,179)	(1,615)
已收利息	1,248	978	750	1,175	1,217
已付利息	(3,760)	(3,300)	(3,554)	(3,313)	(3,321)
已付所得税	(9,767)	(11,830)	(14,689)	(11,109)	(12,434)
其他调整项	19,986	19,919	27,179	16,535	25,716
经营活动所得的现金净额	58,573	70,949	69,055	70,217	81,480
资本开支	(30,538)	(45,082)	(52,256)	(54,869)	(57,612)
与收购子公司相关的现金净流出	473	(1,666)	(1,072)	(1,369)	(1,221)
其他投资活动流出	(1,067)	(8,507)	(8,602)	611	1,156
投资活动所用的现金净额	(31,132)	(55,255)	(61,930)	(55,627)	(57,677)
来自贷款的款项	31,548	4,691	36,099	20,395	28,247
偿还贷款	(42,225)	(21,184)	(34,534)	(27,859)	(31,197)
其他融资活动所得资金	(11,871)	(14,840)	(18,718)	(19,771)	(20,124)
融资活动所获现金净额	(22,548)	(31,333)	(17,153)	(27,235)	(23,074)
现金及现金等价物减少净额	4,893	(15,639)	(10,028)	(12,645)	730
年初的现金及现金等价物	72,321	77,302	61,652	51,627	38,985
汇率变动的的影响	(2)	(11)	3	3	3
年末的现金及现金等价物	77,212	61,652	51,627	38,985	39,718

来源：公司，农银国际证券预测



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
税前利润	10,999	14,315	12,789	10,465	10,591
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)
经营活动产生的现金流量	10,683	14,547	10,887	11,538	12,050
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)
投资活动产生的现金流量	1,466	(35,283)	(31,889)	(32,217)	(27,329)
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
融资活动产生的现金流量	(1,853)	18,593	13,311	16,201	16,047
现金及现金等价物减少净额	10,296	(2,142)	(7,691)	(4,478)	768
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)
年末现金及现金等价物	22,922	20,908	13,210	8,738	9,499

来源：公司，农银国际证券估值



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。

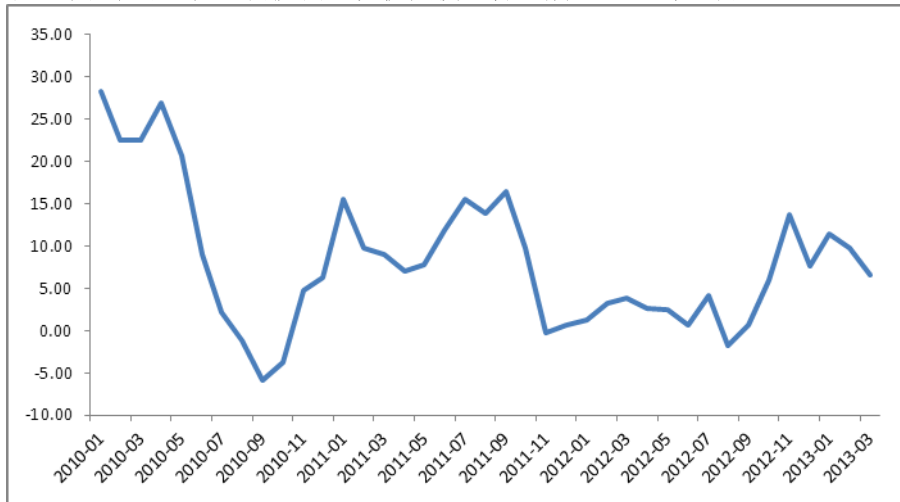
业绩和估值

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



公司报告

Yitai Coal 伊泰煤 (3948 HK)

中国动力煤行业
2013年5月15日

评级：买入
目标价：50.54 港元

关键数据

H-股股价(HK\$)	41.00
上行空间 (%)	23.3
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)	6,683
- B 股(USD 百万)	3,568
3 个月平均日成交额 (HK\$百万)	12
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, 农银国际证券

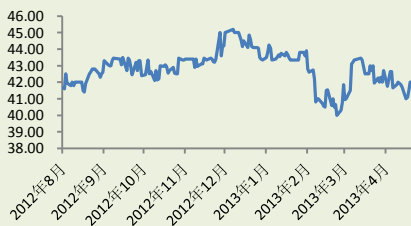
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(2.96)	(8.63)
3 个月	(6.39)	0.47
6 个月	(3.53)	(11.70)

* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博, 农银国际证券

自 IPO 以来股价表现 (2012 年 7 月)



来源: 彭博, 农银国际证券

分析员

报告日期: 2013 年 5 月 15 日

陈宜旻

前报告日期: 2012 年 3 月 26 日

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

伊泰煤炭：低成本高增长的行业竞争者

伊泰煤 (3948 HK) 是在港上市的动力煤企业中唯一在 2012 年实现 30% 以上平均净资产收益率水平的公司。在当前的动力煤熊市环境中, 该公司的吨煤生产成本和毛利率仍然保持着较强的竞争优势。我们预期该公司今年也会受到疲弱的市场环境的冲击, 但是我们对其增长潜力仍然乐观。基于我们对该公司 2013 的每股预测收益, 公司股价目前仍较有吸引力, 因此我们维持“买入”评级, 目标价不变。

吨煤生产成本极具竞争优势: 伊泰煤的吨煤生产成本在 2012 财年仅 94.6 元/吨 (人民币, 下同), 在所有的在香港上市的煤炭企业中属于最低水平。伊泰煤的吨煤生产成本仅为中国神华 (1088 HK)、中煤 (1898 HK)、兖煤 (1171 HK) 的 70%、40% 和 30%。公司低成本的竞争优势主要来自公司拥有的高质量煤储资源、作为私营企业所享有的灵活的用人政策和作为在中国内蒙古西部的煤炭生产商所能享受的优惠税率。

长远盈利增长和资源优势: 受惠于内部整合和技术升级, 伊泰煤炭在过去几年实现了快速的产量和盈利的复合增长。在从 2009 到 2012 年四年期间, 其销售总额和净利润年复合增长率分别达到 32% 和 21%。此外, 公司拥有的自营铁路系统大大提升了公司的煤炭运输能力, 进一步强化了它的竞争优势。

维持“买入”评级, 目标价 50.54 港元: 伊泰的净资产收益率和成本效益均在同行中名列前茅, 这有助于该公司在煤炭价格反弹的时候首先抓住机遇。我们的上述目标价格对应 10.4 倍 2013 年预测市盈率, 较现价有 23.3% 的升幅。

风险因素: 1) 煤炭价格的持续下滑; 2) 供给与需求的不平衡; 3) 下游产业的商业周期转变

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
BVPS (Rmb)	12.03	12.11	14.75	17.74
同比变化 (%)	42.4	0.7	21.7	20.3
P/E (x)	-	8.83	8.98	7.87
P/B (x)	-	2.89	2.38	1.97
股息	1.35	1.25	1.16	1.33
股息收益率 (%)	-	3.6	3.3	3.8
ROAE (%)	46.1	32.9	29.0	27.4
ROAA (%)	22.8	15.6	15.2	15.2

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)	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, 农银国际证券估值

* 公司报告值, 与我们IPO调整后的价值不同。

表：资产负债表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	15,623	17,698	21,610	24,269	25,004	26,854
可供出售投资	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)
付息银行贷款-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)
付息银行贷款-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, 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)	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，农银国际证券估值



附录

附录 1. 《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》

国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见

国办发〔2012〕57号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

为深入贯彻落实党的十八大精神，加快完善社会主义市场经济体制，更大程度更广泛发挥市场在资源配置中的基础性作用，形成科学合理的电煤运行和调节机制，保障电煤稳定供应，促进经济持续健康发展，经国务院同意，现就深化电煤市场化改革提出以下指导意见：

一、抓住有利时机深化电煤市场化改革

煤炭是我国的基础能源，占一次能源生产和消费的70%左右。电煤是煤炭消费的主体，占消费总量的一半以上。深化电煤市场化改革，搞好产运需衔接，对保障电煤稳定供应和电力正常生产，满足经济发展和群众生活需求具有十分重要的意义。上世纪90年代以来，我国煤炭订货市场化改革不断推进，价格逐步放开，对纳入订货范围的电煤实行政府指导价和重点合同管理，对保障经济发展曾经发挥了积极的作用。但由于重点合同电煤与市场煤在资源供给、运力配置和价格水平上存在着明显差异，限制了市场机制作用的发挥，造成不公平竞争，合同签订时纠纷不断，执行中兑现率偏低，不利于煤炭的稳定供应，越来越不适应社会主义市场经济发展的要求，改革势在必行。今年以来，煤炭供需形势出现了近年来少有的宽松局面，重点合同电煤与市场煤价差明显缩小，一些地方还出现倒挂，电力企业经营状况有所改善，改革的条件基本成熟。为此，应抓住当前有利时机，坚定不移地推进改革。

二、主要任务

电煤市场化改革是能源领域的一项重要改革。要坚持市场化取向，充分发挥市场在配置煤炭资源中的基础性作用，以取消重点电煤合同、实施电煤价格并轨为核心，逐步形成合理的电煤运行和调节机制，实现煤炭、电力行业持续健康发展，保障经济社会发展和人民生活的能源需求。

（一）建立电煤产运需衔接新机制。自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，发展改革委不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架。煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格。鼓励双方签订中长期合同。地方各级人民政府对煤电企业正常经营活动不得干预。委托煤炭工业协会对合同的签订和执行情况进行汇总。运输部门要组织好运力衔接，对落实运力的合同由发展改革委、铁道部、交通运输部备案。

（二）加强煤炭市场建设。加快健全区域煤炭市场，逐步培育和建立全国煤炭交易市场，形成以全国煤炭交易中心为主体、区域煤炭市场为补充，与我国社会主义市场经济体制相适应的统一开放、竞争有序的煤炭交易市场体系，为实施电煤市场化改革提供比较完善的市场载体。煤炭工业协会在发展改革委指导下做好衔接协调，研究制定交易规则，培育和发展全国煤炭交易市场体系。

（三）完善电煤价格联动机制。继续实施并不断完善电煤价格联动机制，当电煤价格波动幅度超过5%时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由30%调整为10%。鉴于当前重点合同电煤与市场煤价格接近，此次电煤价格并轨后上网电价总体暂不作调整，对个别问题视情况个别解决。

（四）推进电煤运输市场化改革。铁道部、交通运输部要加强对有关路局、港航企业的指导，完善煤炭运力交易市场，依据煤炭供需双方签订的合同和运输能力，合理配置运力并保持相对稳定，对大中型煤电企业签订的中长期电煤合同适当优先保障运输。对签订虚假合同、造成运力浪费或不兑现运力、影响资源配置的行为要依法依规加大惩罚力度。铁道部要周密制定电煤铁路运输管理办法，进一步建立公开公平的运力配置机制。

（五）推进电力市场化改革。鼓励煤电联营，增强互保能力。改进发电调度方式，在坚持优先调度节能环保高效机组的基础上，逐步增加经济调度因素，同等条件下对发电价格低的机组优先安排上网，促进企业改善管理、降低能耗和提高技术水平，为实行竞价上网改革探索经验。

三、完善调控监管体系



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

依法加强和改善市场调控监管，创造公平公正的市场竞争环境。制定电煤价格异常波动的应对预案，在电煤价格出现非正常波动时，依据价格法有关规定采取临时干预措施。充分利用国内国外两个市场、两种资源，加强煤炭进出口调节，促进供需平衡。加强煤炭应急储备建设，完善供应保障应急预案。加强煤炭经营监管和电煤合同履行检查，规范流通秩序，进一步清理和取消不合理收费，严肃查处乱涨价、乱收费以及串通涨价等违法行为。煤炭、电力行业协会要加强与政府部门的沟通配合，加强企业诚信体系建设，做好行业自律工作。

四、切实加强组织协调

电煤市场化改革涉及重大利益调整，社会关注度高。各地区、各有关部门要统一思想，提高认识，增强大局观念，加强协调配合，形成工作合力。发展改革委要会同有关部门充分发挥煤电油气运保障工作部际协调机制作用，及时协调解决电煤市场化改革中的重大问题，指导做好煤炭产运需衔接工作。同时，继续加强对电价形成机制改革、电力体制改革、煤炭期货市场建设等重大问题研究。

国务院办公厅

2012年12月20日



附录 2. 《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》

《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》(内容摘要)

以下摘录《国务院关于印发能源发展十二五规划的通知》中关于煤炭产业的内容:

- 1、**能源结构优化:**
 - 1)非化石能源消费比重提高到 11.4%;
 - 2)非化石能源发电装机比重达到 30%;
 - 3)天然气占一次能源消费比重提高到 7.5%;
 - 4)煤炭消费比重降低到 65%左右。
- 2、**国家综合能源基地建设:**
 - 1)加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地。
 - 2)到 2015 年,五大基地一次能源生产能力达到 26.6 亿吨标准煤,占全国 70%以上;
 - 3)到 2015 年,五大基地向外输出 13.7 亿吨标准煤,占全国跨省区输送量的 90%。
- 3、**主要的煤炭相关政策(摘录)**

发展原则: 控制东部、稳定中部、发展西部;

建设规划: 稳步推进大型煤炭基地,以大型骨干企业为主体,重点建设大型现代化煤矿。

行业规划: 推进煤炭资源整合和煤矿企业兼并重组,优化产能结构,加快淘汰落后能力。

基地规划:
 - 1)加快陕北、黄陇、神东、蒙东、宁东、新疆等煤炭基地建设;
 - 2)优化开发晋北、晋中、晋东、河南、两淮和云贵煤炭基地资源;
 - 3)控制冀中、鲁西煤炭基地开发规模和强度;
- 4、**2015 年全国性指标:**
 - 1)煤炭产能从 2010 年的 32.4 亿吨升至 41 亿吨,2010~2015 年年化复合增长率 4.8%;
 - 2)煤炭产量控制在 39 亿吨以内;
 - 3)形成 10 个亿吨级和 10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业,产量占全国的 60%以上;
 - 4)采煤机械化程度达到 75%以上;
 - 5)安全高效煤矿产量 25 亿吨,占全国的 60%以上,比 2010 年增约 30 个百分点;
 - 6)原煤百万吨死亡率下降 28%以上;
 - 7)矿井水利用率达到 75%。
- 5、**“十二五”时期能源发展主要目标(见下表)**



表：“十二五”时期能源发展主要目标

类别	指标	单位	2010年	2015年	年均增长	属性
能源 消费 总量 与 效率	一次能源消费总量	亿吨标准煤	32.5	40	4.30%	预期性
	非化石能源消费比重	%	8.6	11.4	(2.8)	约束性
	全社会用电量	万亿千瓦时	4.2	6.15	8.00%	预期性
	单位国内生产总值能耗	吨标准煤/万元	0.81	0.68	(-16%)	约束性
	火电供电标准煤耗	克/千瓦时	333	323	-0.60%	预期性
	电网综合线损率	%	6.5	6.3	(-0.2)	预期性能源
能源 生产 与 供应	国内一次能源生产能力	亿吨标准煤	29.7	36.6	4.30%	预期性
	煤炭生产能力	亿吨	32.4	41	4.80%	预期性
	原油生产能力	亿吨	2	2	0	预期性
	天然气生产能力	亿立方米	948	1565	10.50%	预期性
电力发展	非化石能源生产能力	亿吨标准煤	2.8	4.7	10.90%	预期性
	电力装机容量	亿千瓦	9.7	14.9	9.00%	预期性
	其中：煤电	亿千瓦	6.6	9.6	7.80%	预期性
	水电	亿千瓦	2.2	2.9	5.70%	预期性
	核电	万千瓦	1082	4000	29.90%	预期性
	天然气发电	万千瓦	2642	5600	16.20%	预期性
	风电	万千瓦	3100	10000	26.40%	预期性
生态 环境 保护	太阳能发电	万千瓦	86	2100	89.50%	预期性
	单位国内生产总值二氧化碳排放下降				(-17%)	约束性
	煤电二氧化硫排放系数	克/千瓦时	2.9	1.5	-12.40%	约束性
民生 改善	煤电氮氧化物排放系数	克/千瓦时	3.4	1.5	-15.10%	约束性
	居民人均生活用电量	千瓦时	380	620	10.30%	预期性
	绿色能源示范县	个	108	200	13.10%	预期性
	使用天然气人口	亿	1.8	2.5	6.80%	预期性

资料来源：中国政府网



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 ≥ 市场回报
持有	市场回报 - 6% ≤ 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	$2.6 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率}$
高	$1.5 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 2.6$
中等	$1.0 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 1.5$
低	$180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 1.0$

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