



# 公司报告

## 中煤能源 (1898 HK) – 持有

中国动力煤行业  
2013年6月28日

**评级：持有**  
**目标价：HK\$4.48**

### 主要数据

H-股股价(HK\$)	4.04
上行空间 (%)	10.89
52 周高/低(港元)	9.04/4.01
发行股数(百万)	13,259
· H 股(百万)	4,107
· A 股(百万)	9,152
市值	
– H 股(百万港元)	16,592
– A 股(百万人民币)	44,387
3 个月日均成交额 (百万港元)	213.06
大股东持股 (%)	
中煤集团	57.54%

Source: Company, Bloomberg, ABCI Securities

### Revenue composition in FY12 (%)

Coal, %	82
Coke and coal-chemical product, %	5
Machinery, %	9
Others, %	4

Source: Company, ABCI Securities

### Share performance (%)

	Absolute	Relative*
1-mth performance	(24.6)	(13.8)
3-mth performance	(41.6)	(33.3)
6-mth performance	(51.5)	(41.9)

\*Relative to HSCEI Index

Source: Bloomberg, ABCI Securities

### 1 year price performance



Source: Bloomberg, ABCI Securities

### Analyst

Report Date: 28 June, 2013

Mark Chen

Previous report: 15 May, 2013

Tel: (852) 2147 8819

Email: markchen@abci.com.hk

### 大型煤企掀起价格战

我们调低中煤能源的每股盈利预测，主要原因是煤企开始掀起价格战，且在3季有强化趋势。中煤在本月末大幅降价，而中国神华(1088 HK)而更低价应对，这反映下游需求疲弱。中煤股价已跌至 FY13 预测市净率 0.46 倍，但考虑到缺乏向上诱因，维持“持有”评级。

**大型煤企掀起价格战。**据中国官方财经媒体《经济参考》报 27 日披露，中煤 5500 大卡的煤炭现货价在 24 日猛降至 582 元（人民币，下同）/吨，较上周下调 28 元，创五年低位，而且比 6 月 26 日环渤海指数 603 元/吨还要低 21 元。有渠道表示，中煤的现货价普遍下调。

中煤的降价引发主要竞争对手之一神华的连锁反应，后者的同类产品降价至 580 元/吨。我们认为，价格战并非短期影响。到 7 月份，那些较小的竞争者也会持续降价。而神华这样的大企业也将受到冲击，尽管其长协比重大，但长协价仍然以现货价为基础进行月调或周调，因此大企业同样不可避免地会受到影响。

**降低盈利预测。**中煤现货销售在 2012 年占国内总销量的 52.3%。此时降价显示夏季需求极弱，供过于求的情况已经严重影响到国内市场。如果价格战持续，其第三季度的毛利率将会受压。有鉴于此，我们下调其 FY13E 的每股盈利，从原先的 0.556 元降至 0.508，降幅 8.63%，约比彭博市场预测值低 4.2%。

**调价目标价。**考虑到不断增加的盈利下行风险，我们相应下调了中煤 2013 年 P/E 估值至 7 倍预测市盈率。对应最新的目标价为 HK\$4.48 (前目标价 HK\$6.0)。尽管该股近期大幅跑输大市，股价仍然未见底，行业价格战的因素还有待被市场完全吸收。

**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。

### Performance and Valuation

FY ended Dec 31	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(百万人民币)	70,303	90,865	87,292	86,086	88,491
同比变化 (%)	32.2	29.2	(3.9)	(1.4)	2.8
净利润(人民币)	7,466	9,955	8,842	6,736	6,751
同比变化 (%)	0.8	33.3	(11.2)	(23.8)	0.2
每股盈利 (Rmb)	0.56	0.75	0.667	0.508	0.509
同比变化 (%)	0.0	34.1	(11.2)	(23.8)	0.2
每股净资产 (Rmb)	5.6	6.2	6.5	6.9	7.3
同比变化 (%)	8.0	11.4	5.1	5.6	5.3
市盈率 P/E (x)	-	-	4.8	6.3	6.3
市净率 P/B (x)	-	-	0.49	0.46	0.44
股息	0.16	0.22	0.21	0.14	0.14
股息收益率 (%)	-	-	6.6	4.5	4.5
ROAE (%)	10.5	12.7	10.4	7.6	7.2
ROAA (%)	6.4	7.0	5.1	3.5	3.3

来源：公司，彭博，农银国际证券预测（假设 1 人民币=1.26 港元）



表：合并损益表

As of Dec 31 (Rmb mn)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>收入</b>	70,303	90,865	87,292	86,086	88,491
煤炭业务	55,839	74,038	71,783	70,267	71,882
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)	(71,882)	(73,890)
<b>毛利</b>	<b>14,478</b>	<b>18,813</b>	<b>17,303</b>	<b>14,204</b>	<b>14,601</b>
其他收入	333	162	91	126	137
销售/管理及一般费用	(3,749)	(4,757)	(4,586)	(4,816)	(5,201)
<b>经营利润</b>	<b>11,062</b>	<b>14,219</b>	<b>12,807</b>	<b>9,515</b>	<b>9,537</b>
其他（损失）/收入	(63)	97	(18)	39	40
税前利润	10,999	14,315	12,789	9,554	9,576
所得税费用	(2,848)	(3,462)	(3,214)	(2,389)	(2,394)
<b>本年净利润</b>	<b>8,151</b>	<b>10,854</b>	<b>9,575</b>	<b>7,166</b>	<b>7,182</b>
- 非控制性权益	685	898	733	430	431
<b>- 股东净利润</b>	<b>7,466</b>	<b>9,955</b>	<b>8,842</b>	<b>6,736</b>	<b>6,751</b>
每股盈利，人民币元	0.56	0.75	0.67	0.51	0.51
每股派息，人民币	0.16	0.22	0.21	0.14	0.14

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)	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
<b>非流动资产总额</b>	<b>74,236</b>	<b>104,979</b>	<b>136,306</b>	<b>151,804</b>	<b>169,102</b>
存货	6,215	7,315	6,697	6,556	6,706
应收账款及应收票据	7,006	8,014	11,394	11,153	11,409
预付账款及其他应收款	5,439	6,468	6,367	6,233	6,376
现金及现金等价物	22,922	20,907	13,223	8,019	8,190
其他流动资产	7,118	14,468	11,701	13,085	12,393
<b>流动资产总额</b>	<b>48,700</b>	<b>57,173</b>	<b>49,381</b>	<b>45,045</b>	<b>45,074</b>
<b>总资产</b>	<b>122,936</b>	<b>162,152</b>	<b>185,688</b>	<b>196,849</b>	<b>214,177</b>
应付账款及应付票据	(9,254)	(11,003)	(16,102)	(15,761)	(16,124)
预提费用，预收账款及其他应付款	(6,997)	(12,053)	(9,262)	(9,066)	(9,274)
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)	(3,261)	(3,367)
<b>流动负债总额</b>	<b>(19,391)</b>	<b>(29,824)</b>	<b>(34,126)</b>	<b>(33,219)</b>	<b>(33,895)</b>
长期借款	(10,716)	(11,456)	(20,171)	(20,867)	(25,519)
长期债券	-	(14,955)	(19,906)	(25,823)	(32,071)
其他长期负债	(6,491)	(9,043)	(10,064)	(9,884)	(9,987)
<b>非流动负债总额</b>	<b>(17,207)</b>	<b>(35,454)</b>	<b>(50,141)</b>	<b>(56,574)</b>	<b>(67,577)</b>
<b>总负债</b>	<b>(36,598)</b>	<b>(65,278)</b>	<b>(84,267)</b>	<b>(89,793)</b>	<b>(101,472)</b>
总权益	86,339	96,874	101,420	107,056	112,705
非控制性权益	12,290	14,349	14,694	15,511	16,329
<b>股东权益</b>	<b>74,049</b>	<b>82,525</b>	<b>86,726</b>	<b>91,545</b>	<b>96,376</b>
每股净资产，人民币	5.58	6.22	6.54	6.90	7.27

来源：公司，农银国际证券预测



表：现金流量表

As of Dec 31 (Rmb mn)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>税前利润</b>	<b>10,999</b>	<b>14,315</b>	<b>12,789</b>	<b>9,554</b>	<b>9,576</b>
折旧及摊销	3,752	4,854	4,944	4,897	4,875
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	141	(151)
应收账款及应收票据的减少	(2,123)	(1,851)	(3,383)	241	(256)
其他调整项目	(816)	(1,235)	(2,683)	(3,184)	(1,702)
<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>10,819</b>	<b>11,278</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	5,657
<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>16,229</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>(5,197)</b>	<b>178</b>
年初现金及现金等价物	12,628	23,057	20,907	13,223	8,019
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>8,019</b>	<b>8,190</b>

来源：公司，农银国际证券预测



## 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