



2013年8月8日  
公司报告  
评级: 卖出  
目标价: 4.16 港元

H 股价格 (港元) 5.36  
预测股价回报率 (22.39%)  
预测股息收益率 0.26%  
预测总回报率 (22.13%)

前报告评级及目标价 卖出/4.47 港元  
前报告日期 2013年7月10日

分析员: 陈宜曦  
电话: (852) 2147 8819  
电邮: markchen@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低 (港元)	14.48/5.13
发行股数 (百万)	4,918
H-股 (百万)	1,958
A-股 (百万)	2,960
市值	
H-股 (百万港元)	10,497
A-Shares (百万港元)	29,866
3 个月平日成交额(百万港元)	187.1
主要股东 (持股占比%):	
兖矿集团	52.86

来源: 公司、彭博、农银国际证券

2012 年收入组成(%)

煤炭	96.65
铁路运输服务	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

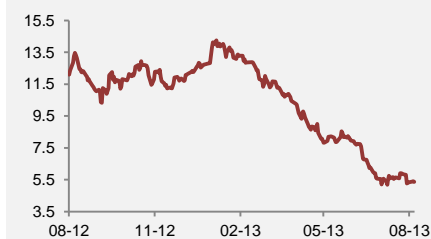
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(3.60)	(6.17)
3 个月	(34.71)	(19.70)
6 个月	(58.26)	(39.12)

\*相比恒生国企指数

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现 (单位: 港元)



来源: 彭博

兖州煤业(1171 HK)

困难重重, 风险依旧——维持“卖出”评级

- 兖煤披露的第 2 季度煤炭平均销售价格大幅下挫, 主要原因是下游需求疲弱以及煤炭同行之间的价格战。近期神华再次调降销售价格, 而下游行业的需求依旧不振, 预计将令兖煤的形势更为严峻。
- 兖煤可能需要更长的时间实现降低成本的目标, 公司的毛利率将会持续下跌。
- 公司最近的收盘价对应我们 2014 年预测市盈率的 8.37 倍——我们认为这一估值偏高。总体来看, 我们维持对该股的“卖出”评级, 同时调降其目标价至 4.16 港元, 相当于其 2014 年预测每股盈利的 6.5 倍。

**价格战持续, 兖煤受损。**据《21 世纪经济报道》称, 中国神华在 8 月初再次调降至长协价格, 每吨降价约 8 元 (人民币, 下同)。在当前的传统旺季中, 神华的降价举动显示下游需求并不旺。预计价格战将对兖煤的销售产生冲击, 进而对其财务状况产生消极影响。该公司不久前披露, 其第 2 季度平均销售价格为 466.58 元/吨, 远低于首季的 550.34 元/吨。兖煤在 7 月 29 日发布盈警公告, 称上半年亏损达 23.5 亿元。

**下游需求仍然疲弱。**近期秦皇岛煤炭库存仍然保持在高位。8 月 3 日, 有关库存达 730 万吨, 是今年 3 月 30 日以来的次高位水平。此外, 澳大利亚 BJ 动力煤价格持续下跌, 在 8 月 1 日降至 77.15 美元/吨, 比去年底下跌 17.3%, 我们认为中国动力煤价格仍然处于寻底阶段。

**成本下降尚需时日。**销售价格的下滑对兖煤的削减成本计划相当不利。此外, 近期该公司更换了主要管理层, 加上业界持续不断的价格战, 都让我们预期该公司将需要更长的时间以实现年初提出的削减成本的目标。因此, 我们将该公司 2013 年的销售均价的预测值下调了 10% (从 544.23 元降至 495.11 元), 并且下调了全年毛利率 5 个百分点。此外, 我们同时下调其 2014 年的预测每股盈利, 从原来的 0.69 元下调至 0.51 元。

**维持“卖出”。**按报告前收盘价计算, 目前该股对应约 8.37 倍 2014 年的预测每股盈利。考虑到公司的盈利能力及净资产报酬率 (ROE) 将出现下滑, 我们认为当前的估值水平过于乐观。我们维持对兖煤 H 股的“卖出”评级, 目标价 4.16 港元, 对应 6.5 倍 2014 年的预测市盈率。

**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) 公司成本不断上升。

业绩和估值

截至12月31日	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(人民币百万元)	33,944	47,066	58,146	42,193	47,879
收入同比变化 (%)	64.16	38.66	23.54	(27.44)	13.47
净利润 (人民币百万元)	9,281	8,928	6,219	174	2,498
净利润同比变化 (%)	125.42	(3.81)	(30.34)	(97.21)	1,339.74
每股盈利 (人民币元)	1.89	1.82	1.26	0.04	0.51
每股盈利同比变化 (%)	124.65	(3.81)	(30.34)	(97.21)	1,339.74
每股净资产 (人民币元)	7.59	8.67	9.32	9.34	9.69
每股净资产同比 (%)	28.06	14.20	7.49	0.26	3.78
市盈率(倍)	--	--	3.36	120.57	8.37
市净率(倍)	--	--	0.46	0.46	0.44
每股派息(人民币元)	0.59	0.57	0.36	0.01	0.16
股息收益率 (%)	--	--	8.46	0.26	3.70
净资产回报率 (%)	27.92	22.33	14.06	0.38	5.34
总资产回报率 (%)	13.73	10.51	5.66	0.15	2.21

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



公司损益表 (2010A-2014E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>收入合计</b>	33,944	47,066	58,146	42,193	47,879
煤炭销售额	32,591	45,181	56,201	40,599	46,103
铁路运输服务收入	513	477	464	467	466
电产品销售额	186	328	324	253	296
甲醇销售额	629	1,059	1,118	848	987
热力销售额	25	20	40	26	28
<b>煤炭运输成本</b>	(1,160)	(1,248)	(2,104)	(1,567)	(1,667)
销售及铁路运输服务成本	(16,801)	(25,725)	(41,962)	(31,244)	(33,239)
电产品成本	(196)	(362)	(331)	(246)	(262)
甲醇成本	(717)	(930)	(911)	(678)	(722)
热力成本	(12)	(14)	(25)	(19)	(20)
<b>综合销售成本</b>	<b>(18,887)</b>	<b>(28,280)</b>	<b>(45,333)</b>	<b>(33,755)</b>	<b>(35,909)</b>
<b>毛利</b>	<b>15,058</b>	<b>18,786</b>	<b>12,813</b>	<b>8,439</b>	<b>11,970</b>
销售、一般及行政费用	(5,094)	(6,570)	(7,988)	(8,786)	(9,665)
其它业务收益	2,514	305	1,521	566	914
<b>除所得税前收益</b>	<b>12,477</b>	<b>12,521</b>	<b>6,346</b>	<b>218</b>	<b>3,219</b>
所得税	(3,171)	(3,545)	(124)	(44)	(708)
<b>净利润</b>	<b>9,306</b>	<b>8,976</b>	<b>6,222</b>	<b>174</b>	<b>2,511</b>
非控制性权益	25	48	3	1	13
公司股东应占利润	<b>9,281</b>	<b>8,928</b>	<b>6,219</b>	<b>174</b>	<b>2,498</b>
每股收益, 基本	<b>1.89</b>	<b>1.82</b>	<b>1.26</b>	<b>0.04</b>	<b>0.51</b>
<b>每股股息</b>	<b>0.59</b>	<b>0.57</b>	<b>0.36</b>	<b>0.01</b>	<b>0.16</b>

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



**公司资产负债表 (2010A-2014E)**

<b>截至12月31日财年 (人民币百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
物业、机器及设备净值	19,875	31,274	39,503	36,662	34,036
预付土地租赁款	728	713	696	712	707
无形资产	19,633	26,206	33,634	26,491	28,777
其他非流动资产	8,239	8,528	18,587	13,874	15,222
<b>非流动资产合计</b>	<b>48,475</b>	<b>66,720</b>	<b>92,420</b>	<b>77,740</b>	<b>78,742</b>
银行和现金存款	6,771	8,145	12,717	14,353	21,971
应收票据及应收账款	10,017	7,312	7,460	5,278	5,993
存货	1,646	1,391	1,566	1,218	1,383
预付账款及其它应收款	2,614	3,625	4,197	3,145	3,507
其他流动资产	3,233	9,958	4,343	5,944	6,778
<b>流动资产</b>	<b>24,281</b>	<b>30,431</b>	<b>30,282</b>	<b>29,937</b>	<b>39,632</b>
<b>总资产</b>	<b>72,756</b>	<b>97,152</b>	<b>122,702</b>	<b>107,677</b>	<b>118,374</b>
应付票据及应付账款	1,554	2,241	6,812	4,872	5,560
其它应付款及预提费用	3,821	7,345	9,014	6,556	7,376
借款, 一年内到期	615	19,588	7,713	9,305	12,202
其他短期流动负债	4,144	5,547	5,085	5,065	4,973
<b>流动负债总额</b>	<b>10,134</b>	<b>34,721</b>	<b>28,623</b>	<b>25,798</b>	<b>30,112</b>
借款, 一年以上到期	22,401	14,869	33,284	24,077	28,680
递延税款负债	2,601	3,895	7,730	5,813	6,771
其他非流动负债	182	340	3,975	2,769	1,730
<b>非流动负债合计</b>	<b>25,184</b>	<b>19,105</b>	<b>44,988</b>	<b>32,658</b>	<b>37,181</b>
<b>负债合计</b>	<b>35,317</b>	<b>53,827</b>	<b>73,611</b>	<b>58,456</b>	<b>67,293</b>
总权益	37,438	43,325	49,091	49,220	51,081
非控制性权益	107	691	3,265	3,273	3,397
<b>归属于公司股东之股东权益</b>	<b>37,332</b>	<b>42,634</b>	<b>45,826</b>	<b>45,947</b>	<b>47,683</b>
<b>每股净资产</b>	<b>7.59</b>	<b>8.67</b>	<b>9.32</b>	<b>9.34</b>	<b>9.69</b>

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



现金流量表 (2010A-2014E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>除所得税前收益</b>	<b>12,477</b>	<b>12,521</b>	<b>6,346</b>	<b>218</b>	<b>3,219</b>
物业、机器及设备之折旧	2,427	2,266	2,819	2,637	2,438
利息费用	603	839	1,449	1,594	1,721
利息收入	(187)	(358)	(722)	(722)	(722)
存货的减少(增加)	(728)	403	(59)	348	(165)
应收票据及应收款减少(增加)	(5,286)	2,800	(93)	2,182	(716)
其他调整项	(3,906)	(495)	(3,236)	(8,029)	(3,330)
<b>经营业务产生的现金</b>	<b>5,400</b>	<b>17,977</b>	<b>6,504</b>	<b>(1,774)</b>	<b>2,445</b>
购买物业、机器及设备	(3,576)	(8,620)	(6,230)	(12,005)	(8,952)
其他投资项	(2,308)	(16,991)	3,043	432	(520)
<b>投资业务使用的现金流量</b>	<b>(5,884)</b>	<b>(25,611)</b>	<b>(3,187)</b>	<b>(11,573)</b>	<b>(9,471)</b>
银行贷款所得款项	1,111	16,712	12,282	20,514	20,985
发放股息	(1,230)	(2,902)	(2,803)	(1,771)	(54)
其他融资活动产生的现金流	(1,242)	(4,369)	(8,333)	(3,684)	(6,154)
<b>融资业务产生(使用)现金流</b>	<b>(1,361)</b>	<b>9,441</b>	<b>1,145</b>	<b>15,059</b>	<b>14,777</b>
<b>现金和现金等值项净增(减少)</b>	<b>(1,845)</b>	<b>1,807</b>	<b>4,461</b>	<b>1,712</b>	<b>7,751</b>
年初现金和现金等价物	8,522	6,771	8,145	12,717	14,353
汇率变动影响	94	(433)	111	(76)	(133)
<b>年末现金与现金等价物金额</b>	<b>6,771</b>	<b>8,145</b>	<b>12,717</b>	<b>14,353</b>	<b>21,971</b>

来源：公司、彭博、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