



# 公司报告

# 兖州煤业 (1171 HK)

2013年7月10日

## 评级：卖出

目标价：4.47 港元

前期评级/目标价：持有/7.96 港元  
前期报告时间：2013年5月15日

### 主要数据

H-股股价(HK\$)	5.19
上行空间 (%)	(13.8)
52 周高/低(HK\$)	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)	10,164
- A 股(百万人民币)	26,581
3 个月平日成交额 (百万港元)	229.5
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

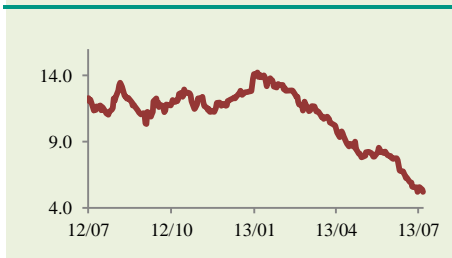
### 股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(33.0)	(28.9)
3 个月	(46.9)	(40.8)
6 个月	(62.6)	(52.1)

\*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7月10日

陈宜旻

电话：(852) 2147 8819

电邮：markchen@abci.com.hk

## 前景黯淡

受下游需求疲弱影响，兖州煤业上半年平均销售价格严重滑坡。和其他 H 股同行相比，该股受钢铁行业衰退影响更大，加上其成本较高，因此在近期的行业价格战中将处于弱势。我们调低了公司全年的每股盈利，从 0.72 元降至 0.55 元人民币，以反映近期产品价格的骤跌。同时我们将该股从“持有”降为“卖出”，目标价 4.47 港元。

**销售价格暴跌。**根据《每日经济新闻》报道，兖煤主要卖给下游钢厂的精煤平均降价 10% 左右。而我们的渠道反馈显示，除精煤外，其动力煤价格上半年也同样滑坡；我们认为兖煤上半年产品价格全线骤跌。

**成本上升令人担忧。**公司本部今年首季吨煤销售成本为 316.15 元（人民币，下同），比其他 H 股同行都高，比神华（1088 HK）高出近 160%。预计公司将在近期的行业价格战中处于劣势。

**调降 2013 年每股预测盈利。**兖煤总体销售价格的下跌幅度与我们之前的预期一致，但是我们认为近期的价格战将会冲击其产品销售情况。我们调降兖煤的全年销售量预测值，从 3,985 万吨降至 3,200 万吨，相应地，我们下调 2013 年每股盈利预测，从 0.72 元调降至 0.55 元。

**降级至“卖出”，目标价 4.47 元。**兖煤 H 股的价格近期出现较大的调整，尽管如此，其 2013 年的预测市盈率（7.54 倍）仍然高于其他 H 股同行。我们认为其股价仍处于寻底阶段，因此我们将该股从“持有”降至“卖出”，目标价 4.47 元，约对应 2013 年预测市盈率 6.5 倍。

**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。

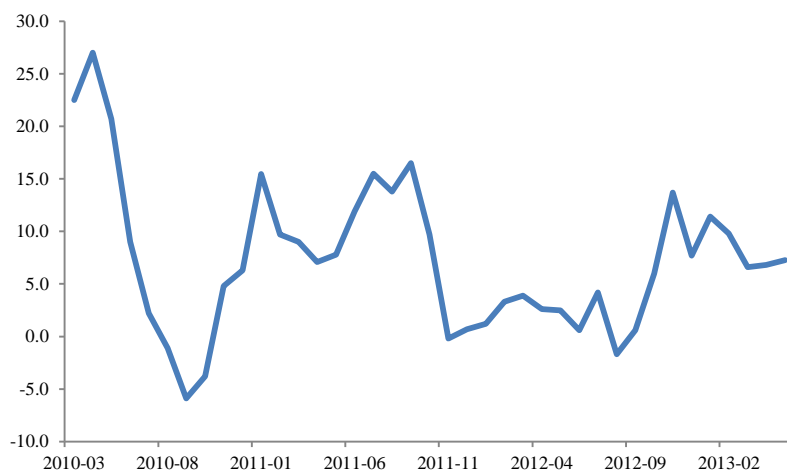
## 业绩和估值

截至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(人民币百万元)	33,944	47,066	58,146	46,379	52,610
收入同比变化 (%)	64.16	38.66	23.54	(20.24)	13.43
净利润(人民币百万元)	9,281	8,928	6,219	2,686	3,416
净利润同比变化 (%)	125.42	(3.81)	(30.34)	(56.81)	27.20
每股盈利(人民币元)	1.89	1.82	1.26	0.55	0.69
每股盈利同比变化 (%)	124.65	(3.81)	(30.34)	(56.81)	27.20
每股净资产(人民币元)	7.59	8.67	9.32	9.44	9.65
每股净资产同比变化 (%)	28.06	14.20	7.49	1.28	2.29
市盈率(倍)	-	-	3.26	7.54	5.93
市净率(倍)	-	-	0.44	0.44	0.43
每股派息(人民币元)	0.59	0.57	0.36	0.17	0.22
股息收益率 (%)	-	-	8.74	4.11	5.23
净资产回报率 (%)	27.92	22.33	14.06	5.82	7.28
总资产回报率 (%)	13.73	10.51	5.66	2.32	2.99

来源：公司，彭博，农银国际证券(1 人民币=1.26 港元)



图表：中国粗钢产量的月增长速度 (%) 仍然疲弱 (截止 2013 年 5 月)



来源：Wind, 农银国际证券

公司损益表 (2010A-2014E)

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>收入合计</b>	47,066	58,146	46,379	52,610
煤炭销售额	45,181	56,201	44,627	50,659
铁路运输服务收入	477	464	514	512
电产品销售额	328	324	278	325
甲醇销售额	1,059	1,118	932	1,084
热力销售额	20	40	29	31
<b>成本</b>				
煤炭运输成本	(1,248)	(2,104)	(1,615)	(1,832)
销售及铁路运输服务成本	(25,725)	(41,962)	(32,198)	(36,523)
电产品成本	(362)	(331)	(254)	(288)
甲醇成本	(930)	(911)	(699)	(793)
热力成本	(14)	(25)	(19)	(22)
<b>毛利</b>	<b>18,786</b>	<b>12,813</b>	<b>11,595</b>	<b>13,153</b>
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	<b>12,521</b>	<b>6,346</b>	<b>3,374</b>	<b>4,402</b>
所得税	(3,545)	(124)	(675)	(968)
净利润	<b>8,976</b>	<b>6,222</b>	<b>2,699</b>	<b>3,434</b>
<b>利润分配:</b>				
非控制性权益	48	3	13	17
公司股东应占利润	<b>8,928</b>	<b>6,219</b>	<b>2,686</b>	<b>3,416</b>
每股收益 (基本), 人民币元	<b>1.82</b>	<b>1.26</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>
每股股息, 人民币元	<b>0.57</b>	<b>0.36</b>	<b>0.17</b>	<b>0.22</b>

来源：公司, 农银国际证券预测



公司资产负债表 (2010A-2014E)

截至 12 月 31 日财年 (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	14,018	15,385
<b>非流动资产合计</b>	<b>66,720</b>	<b>92,420</b>	<b>77,884</b>	<b>78,904</b>
银行和现金存款	8,145	12,717	14,888	21,792
应收票据及应收账款	7,312	7,460	5,801	6,586
存货	1,391	1,566	1,339	1,520
预付账款及其它应收款	3,625	4,197	3,457	3,853
其他流动资产	9,958	4,343	5,944	6,778
<b>流动资产</b>	<b>30,431</b>	<b>30,282</b>	<b>31,428</b>	<b>40,529</b>
<b>总资产</b>	<b>97,152</b>	<b>122,702</b>	<b>109,312</b>	<b>119,433</b>
应付票据及应付账款	(2,241)	(6,812)	(5,355)	(6,110)
其它应付款及预提费用	(7,345)	(9,014)	(7,206)	(8,105)
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)
<b>总流动负债</b>	<b>(34,721)</b>	<b>(28,623)</b>	<b>(26,932)</b>	<b>(31,390)</b>
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)
<b>非流动负债合计</b>	<b>(19,105)</b>	<b>(44,988)</b>	<b>(32,658)</b>	<b>(37,181)</b>
<b>负债合计</b>	<b>(53,827)</b>	<b>(73,611)</b>	<b>(59,590)</b>	<b>(68,572)</b>
总权益	43,325	49,091	49,722	50,862
非控制性权益	691	3,265	3,307	3,383
<b>归属于公司股东之股东权益</b>	<b>42,634</b>	<b>45,826</b>	<b>46,415</b>	<b>47,479</b>
<b>每股净资产</b>	<b>8.67</b>	<b>9.32</b>	<b>9.44</b>	<b>9.65</b>

来源: 公司, 农银国际证券预测



现金流量表 (2010A-2014E)

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>除所得税前收益</b>	<b>12,521</b>	<b>6,346</b>	<b>3,374</b>	<b>4,402</b>
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)	227	(181)
应收票据及应收款减少(增加)	2,800	(93)	1,658	(784)
其他调整项	(495)	(3,236)	(6,576)	(2,946)
<b>经营业务产生的现金</b>	<b>17,977</b>	<b>6,504</b>	<b>2,190</b>	<b>3,928</b>
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	288	(539)
<b>投资业务使用的现金流量</b>	<b>(25,611)</b>	<b>(3,187)</b>	<b>(11,717)</b>	<b>(9,490)</b>
银行贷款所得款项	16,712	12,282	17,228	18,600
发放股息	(2,902)	(2,803)	(1,771)	(833)
其他融资活动产生的现金流	(4,369)	(8,333)	(3,684)	(5,168)
<b>融资业务产生(使用)现金流</b>	<b>9,441</b>	<b>1,145</b>	<b>11,773</b>	<b>12,599</b>
<b>现金和现金等值项净增(减少)</b>	<b>1,807</b>	<b>4,461</b>	<b>2,246</b>	<b>7,037</b>
年初现金和现金等价物	6,771	8,145	12,717	14,888
汇率变动影响	(433)	111	(76)	(133)
<b>年末现金与现金等价物金额</b>	<b>8,145</b>	<b>12,717</b>	<b>14,888</b>	<b>21,792</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