



行业评级: 中性

动力煤行业

2012 年上半年板块收入组成 (%)

煤炭	75.7
能源	17.1
煤炭相关业务	3.6
铁路	1.6
其他	2.0

来源: 公司, 农银国际证券

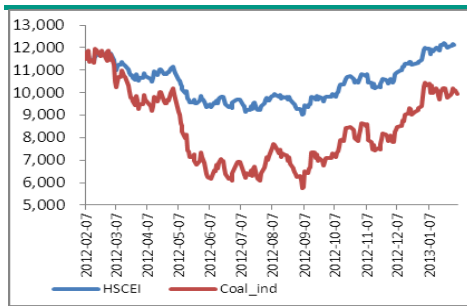
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(7.0)	(6.3)
3 个月	1.9	(8.5)
6 个月	6.0	(14.8)

来源: 彭博

*相对于H股指数(截止2013年2月7日收盘)

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员:

陈宜旻
电话: (852) 2147 8819
电邮: markchen@abci.com.hk

报告日期: 2013年2月8日

环渤海动力煤价格指数 (5500大卡) 于2月6日跌至人民币 627 元/吨, 接近 2012 年的最低值。该价格指数已连续下跌 8 周。另外, 秦皇岛港的煤炭库存量在今年 2 月初上升至 805 万吨, 按月环比上升 33%。这些数据支持了我们早前对动力煤行业复苏前景的谨慎态度, 我们继续维持对该行业的“中性”评级。短期内, 我们也看到一些正面因素(如下), 板块内个别股份因估值吸引而出现投资机会:

- 农历新年后动力煤需求有望反弹。** 电煤谈判久拖未决, 电力运营商试图短期内减少采购国内动力煤以增强话语权, 令近期电煤价格受抑; 除此之外, 季节性因素是导致最近几周煤炭需求下降的主因, 通常中国春节期间, 随着下游产业的电力需求减弱, 动力煤需求亦受抑。然而在春节之后, 随着各行业的开工, 电力需求有望恢复增长势头。最后, 今年的寒冬也将促成节后煤炭补库存的动力之一。
- 两会期间更严格的安全生产要求:** 为了迎接人大和政协“两会”, 中国政府强化了对煤炭生产企业的安全生产管理。这可能限制中小规模的煤炭生产商的产量, 并给优质大型煤炭商留下更大空间。

对 2013 年前景维持谨慎态度: 尽管 2012 年的最后 3 个月中国实际的工业产值取得 0.85-0.87% 的环比增长, 但国内同期的煤炭价格保持疲软。预计今年中国经济复苏温和, 但不会出现 V 型反弹, 动力煤需求反弹有限。去年充裕的水电和进口煤的增加抑制了中国国内煤炭价格, 我们认为今年这两个因素会继续抑制国内煤炭价格。

估值判断: 在香港上市的中国动力煤股份板块整体表现落后于恒生 H 股指数。然而个别股份估值吸引, 我们认为, 中国神华(1088 HK; 买入)的股价是 H 股煤炭公司中主要的落后者, 其股价有望在农历新年后, 即煤炭需求好转时, 追上同业。

以下风险因素可能影响我们的报告结论: 1) 煤炭价格波动风险; 2) 宏观经济增长低于我们预期, 电力增长低迷并影响煤炭产量; 3) 中国的资源税改革可能对行业有负面影响。

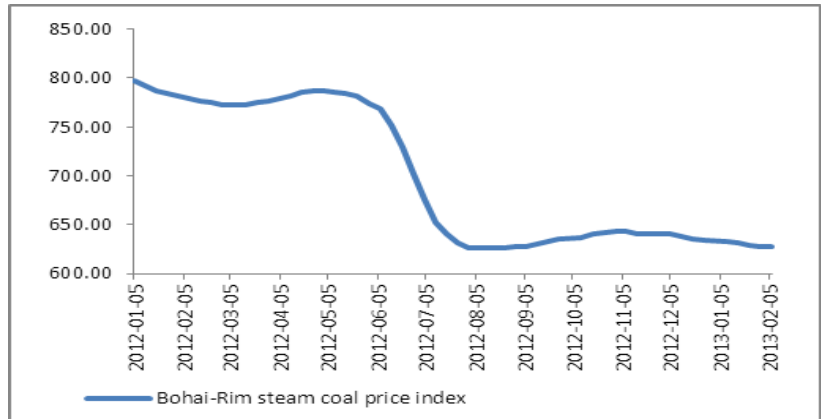
个股表现与估值情况:

公司	代码	评级	股价 (HK\$)	目标价 (HK\$)	上行空间 (%)	13E PER	13E PBV	13E 股息率
中国神华	1088 HK	买入	30.75	38.9	26.50	12.37	2.51	3.17
中煤能源	1898 HK	持有	8.15	8.88	8.96	14.24	1.46	2.00
伊泰煤炭	3948 HK	买入	43.45	50.54	16.32	12.38	3.07	2.26

来源: 公司, 彭博, 农银国际(假设 Rmb1.0=HK\$1.25) (2013 年 2 月 7 日收盘价)

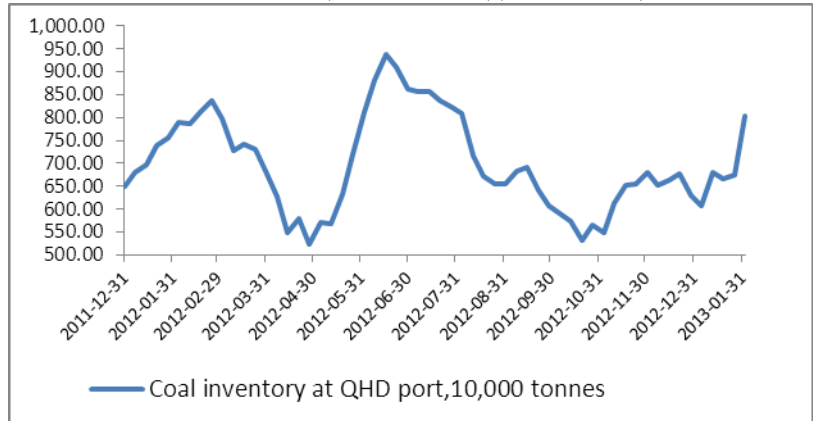


图表1: 环渤海动力煤价格指数(截至2013/2/6)(5500大卡)



来源: Wind, 农银国际证券

图表2: 秦皇岛港煤炭库存(截至2013/2/2)(单位: 万吨)



来源: Wind, 农银国际证券

图表3: 股票和指数表现

名称	代码	价格	1月 变化(%)	3月 变化(%)	6月 变化(%)
中国神华	1088	30.75	(8.91)	(4.95)	6.55
中煤能源	1898	8.15	(5.41)	3.83	9.66
兖州煤业	1171	12.84	(6.71)	6.87	1.71
伊泰煤炭	3948	43.45	(1.91)	1.39	0.34
H股指数	HSCEI	11676.31	(0.74)	10.39	20.75

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券 (上述价格为2013年2月7日收盘价)



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