



公司报告

伊泰煤炭 (3948 HK)

2013年7月17日

评级：持有

目标价：16.29 港元

前期评级/目标价：买入，25.27 港元

前期报告时间：2013年5月15日

主要数据

H-股股价(港元)	16.78
上行空间 (%)	(2.9)
52 周高/低(HK\$)	22.85/11.60
发行股数(百万)	3,254
H 股股数(百万)	326
B 股股数(百万)	1,328
内资股股数(百万)	1,600
市值	
H 股 (百万港元)	5,470
B 股 (百万美元)	3,191
3 个月日均成交额 (百万港元)	7.6
主要股东及权重 (%)	
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 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(13.95)	(15.59)
3 个月	(20.66)	(19.47)
6 个月	(23.81)	(14.96)

* 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 (港元)



来源：彭博，农银国际证券

分析员

陈宜飏

电话：(852) 2147 8819

电邮：markchen@abci.com.hk

股价受抑于价格战

疲弱的下游需求及近期大型煤企的价格战预计将冲击伊泰的全年盈利情况。我们预计该公司的全年平均销售价格将下跌约 10%。我们相应调整公司毛利率，并将 2013 年预期每股盈利从 0.72 元人民币下调至 0.55 元。近期股价对应约 2013 年市盈率 9.24 倍，与我们的预期相符。我们调整该股评级，从买入降为持有，最新目标价为 16.29 港元。

平均售价受价格战冲击而下滑。根据 Wind 数据，7 月 12 日鄂尔多斯东胜地区的 5500 大卡的大块精煤的车板价已经跌至每吨 400 元（人民币，下同），按年同比下跌 20%，为近 4 年最低位。东胜 5200 大卡的原煤坑口价跌至 245 元/吨，按年暴跌 25.7%。有中国媒体称，伊泰在近期的煤炭企业价格战中同样采取降价保量策略。我们预计该公司将会受价格战和疲弱的下游需求的冲击。

行业整合待定。价格战正在改变整个中国煤炭市场的生态环境，这一进程尚未结束。有渠道表示，一些大型煤企仍然在开足马力，而未进行相应的限产措施。

调低 2013 年每股盈利。我们认为，下游市场的需求仍然疲弱，令伊泰的销售和近期的价格战百上加斤，因此进一步下调其 2013 年的平均售价，预计全年将同比下跌 10%，而毛利将下跌 5ppts。基于上述判断，我们将该股 2013 年全年每股盈利从 1.95 元降至 1.44 元。

从“买入”降为“持有”，目标价为 16.29 港元。伊泰股价在近期出现较大幅度的调整，当前价格对应 2013 年预测市盈率 9.24 倍，和我们的预测市盈率约 9 倍的估计值相当接近。因此我们将该股从买入降为持有，目标价 16.29 港元。

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	2011A	2012A	2013E	2014E
收入 (百万人民币)	27,003	31,584	29,325	33,090
同比变化 (%)	94.91	16.96	-7.15	12.84
净利润 (百万人民币)	7,683	6,454	4,675	6,236
同比变化 (%)	53.20	(15.99)	(27.57)	33.39
每股盈利 (人民币)	2.36	1.98	1.44	1.92
同比变化 (%)	-	(15.99)	(27.57)	33.39
每股净资产, 人民币	6.02	6.06	7.03	8.32
同比变化 (%)	-	0.68	16.01	18.33
市盈率 (倍)	-	6.69	9.24	6.92
市净率 (倍)	-	2.12	1.89	1.60
净资产报酬率, %	46.11	32.86	21.96	24.98
总资产报酬率, %	22.85	15.60	11.66	13.90
股息, 人民币	1.35	1.25	0.86	0.57
股息收益率 (%)	-	9.42	3.23	4.31

来源：公司，彭博，农银国际证券预测 (1 人民币=1.26 港元)



公司损益表 (2011-14 财年)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2011RS	2012A	2013E	2014E
收入	27,003	31,584	29,325	33,090
煤炭, 百万	na	29,956	27,620	31,205
运输, 百万	na	243	250	258
煤相关行业, 百万	na	1,362	1,430	1,602
其他收入, 百万	na	23	25	26
销售成本, 百万	(14,937)	(20,454)	(20,527)	(22,170)
毛利	12,066	11,129	8,797	10,920
其他收入	345	619	482	551
销售、一般及管理费用	(2,308)	(2,752)	(2,844)	(2,882)
其他经营费用	(265)	(480)	(374)	(428)
应占联营公司利润	20	34	27	31
税前利润	9,857	8,551	6,088	8,190
所得税费用	(1,628)	(1,399)	(996)	(1,340)
本年利润	8,229	7,151	5,092	6,850
利润分配:				
非控制性权益	546	697	417	614
本公司股东应占利润	7,683	6,454	4,675	6,236
EPS (基本), 人民币元	2.36	1.98	1.44	1.92
每股派息, 元	1.35	1.25	0.86	0.57

来源: 公司, 农银国际证券预测

资产负债表 (2011-14 财年)

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	2011RS	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	21,610	24,269	25,004	26,854
可供出售投资	2,871	3,808	3,808	3,808
无形资产	18	51	51	51
其他非流动资产	1,295	2,054	1,673	1,865
非流动资产	25,794	30,183	30,536	32,578
存货	1,015	873	1,025	1,163
贸易应收款项及应收票据	1,408	2,690	2,225	3,011
预付账款及其他应收款	934	1,277	1,100	1,290
受限制的现金	27	30	29	29
现金及短期存款	4,453	6,315	5,165	6,805
流动资产	7,837	11,185	9,544	12,299
总资产	33,631	41,367	40,080	44,877
流动负债	5,588	10,395	8,218	10,430
贸易应付款项及应付票据	762	1,345	1,038	1,291
其他应付及应计费用	2,416	7,424	4,920	6,172
付息银行贷款-流动负债	2,206	1,582	2,136	2,884
应付税项	204	43	123	83
非流动负债总额	6,494	9,034	6,411	4,329
付息银行贷款-非流动负债	6,101	7,803	5,299	3,458
长期债券	0	1,001	800	600
其他非流动负债	394	230	312	271
总债	12,082	19,428	14,629	14,759
非控制性权益	1,972	2,229	2,586	3,060
本公司股东应占权益	19,577	19,710	22,866	27,058
总权益	21,549	21,939	25,451	30,118
每股净资产, 人民币元	6.02	6.06	7.03	8.32

来源: 公司, 农银国际证券预测



现金流量表 (2011-14 财年)

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	2011RS	2012A	2013E	2014E
税前利润	9,857	8,551	6,088	8,190
摊销与折旧	979	1,712	1,443	1,716
财务成本	286	430	358	394
财务收入	(38)	(35)	(37)	(36)
存货减少 (增加)	(373)	130	(152)	(138)
应收票据贸易应收款项 (增加) 减少	(244)	(1,306)	464	(786)
其他调整项	(1,661)	(1,301)	1,947	(2,615)
经营活动所得的现金净额	8,806	8,180	10,112	6,726
资本开支	(4,097)	(4,700)	(6,158)	(6,786)
其他投资项目	(721)	(4,245)	(860)	(908)
投资活动所用的现金净额	(4,818)	(8,945)	(7,018)	(7,694)
来自贷款与借债的净款项	(2,342)	(653)	(73)	2,816
派息支出	(611)	(207)	(207)	(207)
其他融资活动所得资金	(1,433)	3,545	(4,000)	0
融资活动所获现金净额	(4,386)	2,685	(4,280)	2,608
现金及现金等价物减少净额	(399)	1,920	(1,186)	1,640
年初的现金及现金等价物	4,829	4,431	6,351	5,165
汇率变动的影响	0	0	0	0
年末的现金及现金等价物	4,431	6,350	5,165	6,805

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