



2013年9月6日
市场聚焦
评级: 持有
目标价: 4.48 港元

H 股价格 (港元) 4.79
预测股价回报率 (6.47%)
预测股息收益率 3.80%
预测总回报率 (2.67%)

前报告评级及目标价 持有/4.48 港元
前报告日期 2013年6月28

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

主要数据

52 周高/低 (港元)	9.04/3.66
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)	19,671
A-股 (百万港元)	48,689
3 个月平日成交额(百万港元)	235.2
主要股东 (持股占比%):	
中煤集团	57.54

来源: 公司、彭博、农银国际证券

FY12 Revenue breakdown (%)

煤炭业务	82
煤焦化业务	5
煤矿装备业务	9
其他	4

来源: 公司, 农银国际证券

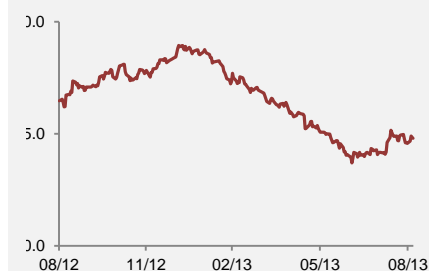
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	14.87	7.73
3 个月	(3.43)	(3.21)
6 个月	(34.20)	(25.22)

*相比恒生国企指数

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年期股价表现 (单位: 港元)



来源: 彭博

中煤能源 (1898 HK)

期待更多积极诱因, 维持“持有”评级

- 中国动力煤市场近期出现些许积极信号: 1) 中国官方 PMI 值 连升 2 月, 并达到 51 的高值; 2) 主要电厂的煤炭库存天数跌至 15 天, 为 3 年来最低; 3) 中国宣布对褐煤进口恢复采用最惠税率 3% (原为零关税)
- 然而, 负面信息也不少: 1) 环渤海动力煤价格指数不断下跌, 9 月 4 日跌至 540 元/吨; 2) 日前已经进入 9、10 月的非用电高峰期; 3) 若发改委启动煤电联动价格调整机制, 电力公司将把压力传导至煤炭生产商
- 中煤能源上半年吨煤销售成本削减了 5%; 若要全年维持类似的削减力度, 下半年有必要更加努力
- 报告前价格对应 7.47 倍 FY14E 预测市盈率, 与我们预期基本一致。维持“持有”评级, 目标价 4.48 元, 对应 7 倍的 FY14E 预测市盈率

积极信号显示, 中国动力煤价格可能会于近期见底。 1) 中国官方 PMI 连升 2 月, 并达到 51 高位, 显示经济复苏; 2) 重点电厂的直供煤库存天数降至地近 3 年低位的 15 天水平, 未来电厂的补库存行动或将拉动煤炭现货价格; 3) 中国宣布对褐煤进口恢复征收 3% 的最惠税率 (原为零关税), 此举预期会缩小国内外煤炭价格差异。

动力煤现货价即便触底, 未必会有显著反弹。1) 9 月 4 日, 环渤海动力煤价格维持跌势, 跌至 540 元/吨, 该价格按年已经下跌 14%, 年迄今则跌 15%; 2) 考虑到传统非用电高峰期 (9~10 月) 需求可能下跌, 电厂推迟补库存的行动, 此举会令动力煤价格可能维持跌势一段时间; 3) 煤价按年下跌 5% 可能会触发煤电联动机制, 令电价下跌, 但电厂已经表示, 将会把压力传导至煤炭生产商, 变相要求共担成本; 4) 近期部分地方政府对煤炭企业开出的减赋减费措施不少均为暂时性举措, 对煤企的财务支持力度有限。

下半年需要更加严控成本。中煤的销售价格与环渤海动力煤指数紧密挂钩, 在全行业供给过剩且需求疲弱的情况下, 收入增长面临压力。公司上半年吨煤成本削减 5%, 但由于有大量费用在下半年确认, 因此若要全年实现与上半年相若的成本削减力度, 公司下半年需要更努力实施严控成本的措施。

维持“持有”评级, 目标价 4.48 港元不变。公司上半年股东纯利为人民币 32.21 亿元, 实现我们全年预测盈利 67.36 亿元人民币的近 48%。我们维持全年预测每股盈利 0.51 元人民币目标不变。不过, 如果煤价再进一步下跌, 我们很可能会下调该公司的全年预测每股盈利值。股在报告前收盘价对应 7.47 倍的 2014 年预测市盈率, 该股现有估值水平基本反映出公司价值, 与我们的预测值相差幅度不大。维持“持有”评级, 目标价 4.48 元不变, 对应 7.0 倍 2014 年预测市盈率。

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) 成本不断上升。

业绩与估值

截止12月31日财政年度	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 (%)	32.18	29.25	(3.93)	(1.38)	2.79
净利润 (人民币)	7,466	9,955	8,842	6,736	6,751
同比变化 (%)	0.77	33.34	(11.18)	(23.82)	0.23
每股盈利 (Rmb)	0.56	0.75	0.67	0.51	0.51
同比变化 (%)	0.00	34.08	(11.18)	(23.82)	0.23
每股净资产 (Rmb)	5.58	6.22	6.54	6.90	7.27
同比变化 (%)	7.95	11.45	5.09	5.56	5.28
市盈率 P/E (x)			5.70	7.48	7.47
市净率 P/B (x)			0.58	0.55	0.52
股息	0.16	0.22	0.21	0.14	0.14
股息收益率 (%)			5.53	3.80	3.81
净资产回报率 (%)	10.47	12.72	10.45	7.56	7.19
总资产回报率 (%)	6.38	6.98	5.08	3.52	3.29

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

2013 中期业绩概览

截止6月30日止6个月 (人民币百万元)	1H12	1H13	Chg,%
收入	45,720	40,398	(11.64)
销售成本			
材料	(19,851)	(16,361)	(17.58)
员工成本	(2,278)	(2,284)	0.30
折旧及摊销	(2,110)	(2,525)	19.63
维修及保养	(549)	(560)	2.08
运输费用	(5,459)	(5,910)	8.26
销售税金及附加	(722)	(654)	(9.48)
其他	(5,124)	(4,867)	(5.01)
销售成本	(36,093)	(33,161)	(8.12)
毛利	9,627	7,238	(24.82)
毛利率	21.06%	17.92%	
销售、一般及管理费用	(2,352)	(2,035)	(13.49)
其他收入	4	2	(43.81)
其他收益净额	47	16	(66.60)
经营利润	7,327	5,221	(28.74)
财务收入	421	299	(29.01)
财务费用	(594)	(455)	(23.35)
应占联营及合营公司利润	208	141	(32.16)
税前利润	7,362	5,206	(29.29)
所得税费用	(1,837)	(1,307)	(28.84)
本期利润	5,525	3,899	(29.43)
利润分配:			
本公司股东应占利润	5,182	3,221	(37.84)
非控制性权应占利润	343	677	97.58
归属于本公司股东的每股基本盈利, 人民币元	0.39	0.24	(38.46)

来源: 公司、彭博、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)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	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)
毛利	14,478	18,813	17,303	14,204	14,601
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)
经营利润	11,062	14,219	12,807	9,515	9,537
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)
本年净利润	8,151	10,854	9,575	7,166	7,182
- 非控制性权益	685	898	733	430	431
- 股东净利润	7,466	9,955	8,842	6,736	6,751
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、彭博、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)	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
非流动资产总额	74,236	104,979	136,306	151,804	169,102
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
流动资产总额	48,700	57,173	49,381	45,045	45,074
总资产	122,936	162,152	185,688	196,849	214,177
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)
流动负债总额	(19,391)	(29,824)	(34,126)	(33,219)	(33,895)
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)
非流动负债总额	(17,207)	(35,454)	(50,141)	(56,574)	(67,577)
总负债	(36,598)	(65,278)	(84,267)	(89,793)	(101,472)
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
股东权益	74,049	82,525	86,726	91,545	96,376
每股净资产, 人民币	5.58	6.22	6.54	6.90	7.27

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
税前利润	10,999	14,315	12,789	9,554	9,576
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)
经营活动产生的现金流量	10,683	14,547	10,887	10,819	11,278
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)
投资活动产生的现金流量	1,466	(35,283)	(31,889)	(32,217)	(27,329)
短期借款所得款项长期借款所得款项	9	1779	2876	2327	2601
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
融资活动产生的现金流量	(1,853)	18,593	13,311	16,201	16,229
现金及现金等价物减少净额	10,296	(2,142)	(7,691)	(5,197)	178
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)
年末现金及现金等价物	22,922	20,908	13,210	8,019	8,190

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