



2013年8月21日
市场聚焦
评级：卖出
目标价：4.16 港元

H 股价格 (港元) 6.52
预测股价回报率 (36.2%)
预测股息收益率 0.21%
预测总回报率 (35.99%)

前报告评级及目标价 卖出/4.16 港元
前报告日期 2013年8月8日

分析师：陈宜旻
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)	12,769
A-Shares (百万港元)	30,873
3 个月平日成交额(百万港元)	202.2
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

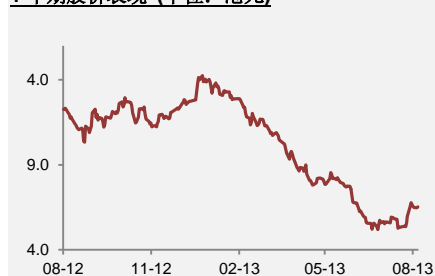
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	16.01	11.17
3 个月	(20.39)	(8.94)
6 个月	(47.33)	(32.12)

*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

兖州煤业(1171 HK)

长夜漫漫，难见曙光

- 兖煤管理层认为，2013 年下半年煤价仍然受困，主要原因是国内需求仍然疲弱而行业新近两年的投资在今年释放新增产能，导致供应过剩。
- 国际煤价仍然会在低位整固，而印尼煤炭出口在下半年会持续上半年的增速。
- 兖煤将削减全年资本开支计划近 48.9%；管理层预计在 2013 年第 3 季度当季将会出现盈利。
- 我们预计公司 2014 年每股预测盈利值仍然处于低位，而如果煤炭市场行情持续低迷，不排除公司下半年有可能再次进行资产减值拨备。我们维持对公司的“卖出”评级，维持 4.16 港元目标价不变，对应 6.5 倍 2014 年预测市盈率。

2013 年下半年国内煤炭价格小幅波动。尽管刚刚过去的两周，兖州煤两次提高其部分精煤的销售价格，但是管理层认为，国内煤炭市场将继续受困于需求疲软和产能过剩。部分地方政府实施了产业保护政策，但对煤企实际支持效果十分有限。国际市场上，煤炭价格依然疲软，但管理层预期亚洲区（主要是中国和印度）的需求有望在未来稳步回升。受煤价疲软等因素拖累，兖煤今年上半年亏损 20.73 亿元(人民币，下同)，而 2012 年同期净利润则为 52.23 亿。集团管理层预计今年下半年煤价将不会见到显著反弹。

将实现成本削减目标。上半年，公司本部的销售均价同比下跌了 15.95%，而其国内分公司的售价则跌幅更甚。但是，管理层有信心完成既定的 2013 年成本削减计划，令总部的销售成本下跌 5%(上半年已实际下跌 5%)，澳洲分公司的销售成本下跌 15%(按可比口径，上半年实际削减幅度约 14%)。

3 季度有望盈利。管理层决定将 2013 年的资本开支计划削减 58.7 亿至 61.3 亿元。鉴于煤价将趋稳和成本削减举措，集团预期 3 季度将实现盈利 8 亿左右。但是，由于国际煤炭价格疲软，集团不排除下半年有资产减值拨备的可能。

维持“卖出”评级。以报告前的收盘价计算，该股目前估值对应我们 10.19 倍 2014 年预测市盈率。鉴于较低的 2014 年每股盈利水平，并考虑下半年可能出现资产减值拨备，我们认为该股目前仍被高估。维持卖出评级，目标价 4.16 港元，对应约 6.5 倍 2014 年的预测市盈率。

风险因素：1) 煤炭价格的进一步下跌；2) 供需不平衡；3) 下游行业进入疲软周期；4) 成本上升。

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)	1339.74
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)	1339.74
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	146.67	10.19
市净率(倍)	--	--	0.46	0.55	0.53
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	0.21	3.04
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
收入合计	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
煤炭运输成本	(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)
综合销售成本	(18,887)	(28,280)	(45,333)	(33,755)	(35,909)
毛利	15,058	18,786	12,813	8,439	11,970
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
除所得税前收益	12,477	12,521	6,346	218	3,219
所得税	(3,171)	(3,545)	(124)	(44)	(708)
净利润	9,306	8,976	6,222	174	2,511
非控制性权益	25	48	3	1	13
公司股东应占利润	9,281	8,928	6,219	174	2,498
每股收益, 基本	1.89	1.82	1.26	0.04	0.51
每股股息	0.59	0.57	0.36	0.01	0.16

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、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
非流动资产合计	48,475	66,720	92,420	77,740	78,742
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
流动资产	24,281	30,431	30,282	29,937	39,632
总资产	72,756	97,152	122,702	107,677	118,374
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
流动负债总额	10,134	34,721	28,623	25,798	30,112
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
非流动负债合计	25,184	19,105	44,988	32,658	37,181
负债合计	35,317	53,827	73,611	58,456	67,293
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
归属于公司股东之股东权益	37,332	42,634	45,826	45,947	47,683
每股净资产	7.59	8.67	9.32	9.34	9.69

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
除所得税前收益	12,477	12,521	6,346	218	3,219
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)
经营业务产生的现金	5,400	17,977	6,504	(1,774)	2,445
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)
投资业务使用的现金流量	(5,884)	(25,611)	(3,187)	(11,573)	(9,471)
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)
融资业务产生(使用)现金流	(1,361)	9,441	1,145	15,059	14,777
现金和现金等值项净增(减少)	(1,845)	1,807	4,461	1,712	7,751
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)
年末现金与现金等价物金额	6,771	8,145	12,717	14,353	21,971

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