



2014年12月8日
公司研報
評級：賣出
目標價：4.60 港元

股價(港元)	6.85
預期股票回報	-32.85%
預期股息收益率	1.36%
預期總回報	-31.48%

分析員：陳宜楓
電話：(852) 2147 8819
電郵：markybchen@abci.com.hk

主要資料

52 周高/低 (港元)	8.2/4.91
發行股數 (百萬)	4,918
H-股 (百萬)	1,958
A-股 (百萬)	2,960
市值	
H-股 (百萬港元)	13,337
A-股 (百萬港元)	39,694
3 個月平日成交額(百萬港元)	140.7
主要股東 (持股占比%):	
兗礦集團	56.52

來源：公司、彭博、農銀國際證券

2013 年收入組成(%)

煤炭	96.22
鐵路運輸服務	1.11
電產品銷售	0.60
甲醇銷售	2.01
熱力銷售	0.06

來源：公司、農銀國際證券

股價表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	6.87	(2.62)
3 個月	(0.73)	(3.03)
6 個月	11.58	(0.63)

*相對恒生指數

來源：公司、彭博、農銀國際證券

1 年期股價表現 (港元)



來源：彭博、農銀國際證券

兗州煤業(1171 HK)

成本控制形勢仍然嚴峻，估值偏高；建議“賣出”

- 兗州煤炭最近在旺季期間提高了部分煤炭產品的銷售價格，然而，從其提價的百分比來看，該公司的議價能力並不高，並不足以維持目前的估值
- 該公司披露的前 3 季報告顯示，其噸煤銷售成本得到大幅削減。然而，在認真研究其成本削減因素之後，我們預計其成本的削減是不可持續的，而該公司與其他 H 股同行相比，其噸煤銷售成本是 H 股同行中最高的，這將令其股票的吸引力將下降。
- 該公司從 2014 年 12 月 8 日起，正式被恒生國企指數剔除。這對該公司股票的流動性或會有負面影響。我們相信，報告前的交易價格所對應的近 23 倍 2015 年市盈率估值過高，故強調“賣出”評級，目標價為 4.60 港元，對應 0.43 倍 2015 年預測市淨率。

議價能力相比之下偏弱。該公司在最近的旺季期內將其高品質的精煤價格提升了約 10 元/噸(人民幣，下同)。考慮到該精煤產品的高品質，我們認為該漲幅過低，顯示公司的下游需求仍然疲弱，同時也反映該公司的議價能力較其他同行要差一些。和兗州煤業不同，中國神華(1088 HK)、中煤能源(1898 HK)及伊泰煤炭(3948 HK)在最近兩月與火電廠的談判前兩次大幅提價，其累計漲幅達到 30 元/噸。

煤炭現貨價有望在 2015 年企穩。中國神華、中煤及伊泰等出現提價默契，顯示這些行業大戶已經不再利用價格戰來爭奪市場份額。我們認為這將有助於穩定中國北部的動力煤價格。環渤海動力煤價格指數近期得到支撐，出現連續上揚。此外，中國人行通過降息希望降低全社會企業的融資成本，這一政策也將利好煤炭等大宗商品。儘管如此，考慮到中國宏觀經濟放緩，以及煤炭下游需求的疲弱，我們並不預期煤炭會有較大幅度的反彈，兗煤明年全年的銷售均價仍然難有較大的提升。

兗煤的成本控制存在嚴峻挑戰。在煤價難有大突破上揚的同時，兗煤仍要面對嚴峻的成本控制壓力。該公司的第三季報顯示，其噸煤銷售成本在前三季似乎有明顯削減，例如其公司本部的 9 個月噸煤成本同比降低了 31%。但是進一步研究這些成本削減的組成原因，我們會發現這種削減是不可持續的。其公司本部成本縮減的 59%是來自於其動用了“安全生產費用和維持簡單再生產費用的儲備”，如果不考慮該因素，其成本跌幅只有約 13%，而其公司本部的煤炭平均售價跌幅高達 16%，可見其成本控制仍然面臨嚴峻的挑戰。此外，我們對於通過利用簡單再生產儲備來調整成本持謹慎態度，此舉可持續性存疑，對公司最終實現成本控制作用有限。

相比 H 股同行，噸煤成本最高。兗煤在 2014 上半年的單位銷售成本為 265 元/噸(以國際財務會計準則計算的公司本部情況)，與中煤能源(216 元/噸)、中國神華(127 元/噸)和伊泰煤炭(88 元/噸)相比，其成本高出許多。這反映該公司的煤儲品質或較其他同行要差，另外在運營方面的效率也較 H 股同行有差距。

業績和估值

截至12月31日財年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(百萬人民幣)	58,146	56,402	65,053	68,676	72,123
同比變化 (%)	23.54	(3.00)	15.34	5.57	5.02
淨利潤 (百萬人民幣)	6,066	777	1,207	1,177	1,202
同比變化 (%)	(30.64)	(87.18)	55.25	(2.45)	2.13
每股盈利 (人民幣元)	1.23	0.16	0.25	0.24	0.24
同比變化 (%)	(30.64)	(87.18)	55.25	(2.45)	2.13
每股淨資產(人民幣元)	9.26	8.21	8.38	8.55	8.72
同比變化 (%)	7.25	(11.31)	2.09	1.97	1.97
市盈率(倍)	-	34.50	22.22	22.78	22.31
市淨率 (倍)	-	0.66	0.65	0.64	0.63
股息	0.36	0.02	0.07	0.07	0.08
股息收益率 (%)	-	0.37	1.35	1.36	1.4
平均資產回報率(%)	13.79	1.81	2.96	2.83	2.83
平均資產收益率 (%)	5.54	0.62	0.95	0.92	0.93

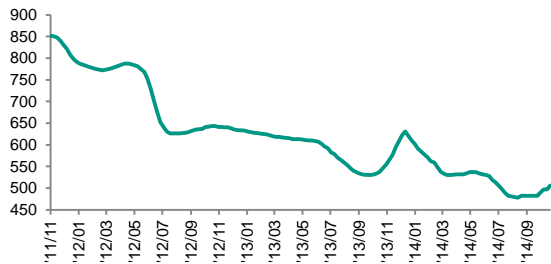
來源：公司、彭博、農銀國際證券預測

被剔除出恒生國企指數及滬港通都將影響股票流動性。該公司於 12 月 8 日起被正式剔除出國企指數，這可能影響其未來在港股市場的流動性。另一方面，該公司從 2014 年 11 月 17 日開始列入滬港通第一批雙向交易股。該公司在報告日前的 A 股股價大幅度高於 H 股股價(A/H=146%，假設 1 人民幣=1.2606 港幣)，這種顯著的價差無疑會為投資者提供潛在的套利機會，套利操作又會增加公司的流動性。綜合來看，兗煤未來一段時間的波動幅度或會較大，甚至會在某個時段內持續偏離我們的基本因素分析結論，需要引起投資者特別警惕。

重申“賣出”評級，目標價 4.6 港元。我們認為，AH 股的價差或在短期內會支持該公司的股價。然而從其基本面上看，其估值已經偏高。我們預計，如果其不能有效控制成本的話，2015 年的每股盈利將同比下滑。而現有市場估值也過度反映了兗煤業績在盡顯疲態後的高增長可能。我們設定的目標價對應 0.43 倍 2015 年預測市淨率。

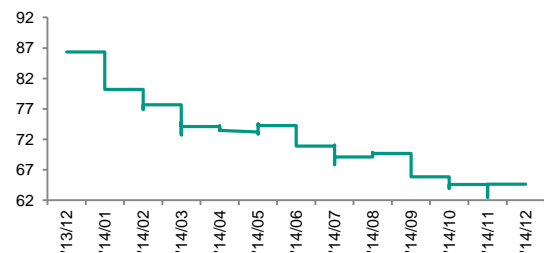
對我們評級產生重大影響的風險因素：1) 煤炭價格波動超出預期；2) 供求關係失衡；3) 下游產業經濟週期影響；4) 兗煤成本控制大幅優/劣於我們預期；5) 匯率波動影響。

圖 1: 環渤海動力煤價格指數表現圖 (單位: 人民幣元/噸)



來源: 公司, Wind, 農銀國際證券

圖 2: 澳大利亞 BJ 動力煤價格指數(單位: 美元/噸)



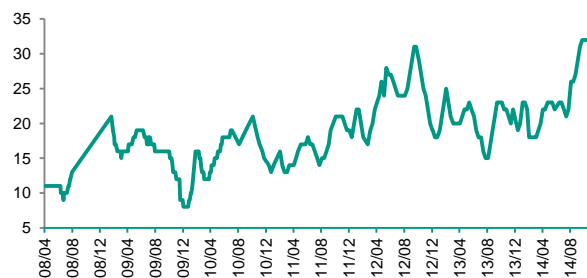
來源: 公司, Wind, 農銀國際證券

圖 3: 內蒙古東勝坑口煤價格(單位: 人民幣元/噸)



來源: 公司, Wind, 農銀國際證券

圖 4: 中國重點電廠煤炭庫存天數 (單位: 天)



來源: 公司, Wind, 農銀國際證券



公司損益表 (2012A-2016E)

截至12月31日財年 (人民幣百萬元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入合計	58,146	56,402	65,053	68,676	72,123
煤炭銷售額	56,201	54,445	63,100	66,358	69,682
鐵路運輸服務收入	464	458	453	596	642
電產品銷售額	324	332	146	316	309
甲醇銷售額	1,118	1,156	1,327	1,367	1,452
熱力銷售額	40	11	26	39	38
煤炭運輸成本	(2,104)	(2,024)	(2,463)	(2,603)	(2,734)
銷售及鐵路運輸服務成本	(42,149)	(42,512)	(51,724)	(54,669)	(57,413)
電產品成本	(331)	(321)	(390)	(412)	(433)
甲醇成本	(911)	(851)	(1,035)	(1,094)	(1,149)
熱力成本	(25)	(7)	(8)	(9)	(9)
綜合銷售成本	(45,520)	(45,714)	(55,620)	(58,787)	(61,737)
毛利	12,626	10,688	9,433	9,889	10,386
銷售、一般及行政費用	(7,988)	(10,381)	(7,173)	(7,573)	(7,953)
其它業務收益	1,432	(887)	(861)	(874)	(868)
除所得稅前收益	6,070	(580)	1,398	1,442	1,565
所得稅	(36)	395	(154)	(216)	(313)
淨利潤	6,034	(185)	1,244	1,226	1,252
非控制性權益	(31)	(963)	37	49	50
公司股東應占利潤	6,066	777	1,207	1,177	1,202
每股收益,基本	1.23	0.16	0.25	0.24	0.24
每股股息	0.36	0.02	0.07	0.07	0.08

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測

公司資產負債表 (2012A-2016E)

截至12月31日財年 (人民幣百萬元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物業、機器及設備淨值	39,503	41,897	38,839	35,973	33,333
預付土地租賃款	696	676	686	686	683
無形資產	33,634	38,256	35,945	35,945	36,716
其他非流動資產	18,499	15,105	16,202	15,872	16,200
非流動資產合計	92,332	95,934	91,672	88,477	86,932
銀行和現金存款	12,717	10,923	13,121	18,633	18,335
應收票據及應收賬款	7,460	9,020	9,414	10,447	10,683
存貨	1,566	1,589	1,842	1,937	2,034
預付帳款及其它應收款	4,197	5,260	5,404	6,047	6,159
其他流動資產	3,894	4,733	4,248	4,255	4,467
流動資產	29,833	31,524	34,029	41,318	41,678
總資產	122,165	127,458	125,700	129,795	128,610
應付票據及應付帳款	(6,812)	(2,717)	(7,610)	(7,983)	(8,393)
其它應付款及預提費用	(9,014)	(8,385)	(10,096)	(10,666)	(11,175)
借款,一年內到期	(7,713)	(11,275)	(9,494)	(9,494)	(10,088)
其他短期流動負債	(5,085)	(6,439)	(5,762)	(6,095)	(5,932)
流動負債總額	(28,623)	(28,816)	(32,962)	(34,238)	(35,588)
借款,一年以上到期	(33,284)	(44,100)	(38,692)	(40,703)	(38,413)
遞延稅款負債	(7,564)	(8,468)	(8,016)	(8,242)	(8,129)
其他非流動負債	(3,975)	(2,088)	(1,124)	(821)	214
非流動負債合計	(44,822)	(54,656)	(47,832)	(49,766)	(46,327)
負債合計	(73,445)	(83,472)	(80,794)	(84,004)	(81,915)
總權益	48,720	43,986	44,906	45,791	46,695
非控制性權益	3,190	3,607	3,683	3,755	3,830
歸屬於公司股東之股東權益	45,530	40,379	41,223	42,036	42,865
每股淨資產	9.26	8.21	8.38	8.55	8.72

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測



現金流量表 (2012A-2016E)

截至12月31日財年 (人民幣百萬元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
除所得稅前收益	6,070	(580)	1,398	1,442	1,565
物業、機器及設備之折舊	2,819	3,125	2,834	2,654	2,446
利息費用	1,449	1,766	2,241	2,003	2,122
利息收入	(722)	(489)	(489)	(489)	(489)
存貨的減少(增加)	(59)	(265)	(253)	(95)	(97)
應收票據及應收款減少(增加)	(93)	(1,722)	(395)	(1,032)	(236)
其他調整項	(2,960)	(4,035)	(262)	(5,719)	(5,317)
經營業務產生的現金	6,504	(2,201)	5,075	(1,236)	(7)
購買物業、機器及設備	(6,230)	(10,221)	(2,471)	(6,308)	(6,333)
其他投資項	3,043	(3,283)	(1,292)	1,234	(475)
投資業務使用的現金流量	(3,187)	(13,504)	(3,763)	(5,074)	(6,808)
銀行貸款所得款項	12,282	21,103	2,003	20,665	11,874
發放股息	(2,803)	(1,771)	(98)	(362)	(365)
其他融資活動產生的現金流	(8,333)	(6,046)	(1,119)	(8,760)	(5,326)
融資業務產生(使用)現金流	1,145	13,287	786	11,544	6,183
現金和現金等值項淨增(減少)	4,461	(2,419)	2,098	5,234	(632)
年初現金和現金等價物	8,145	12,717	10,923	13,121	18,633
匯率變動影響	111	624	100	278	334
年末現金與現金等價物金額	12,717	10,923	13,121	18,633	18,335

來源：公司、農銀國際證券預測

部分財務指標 (2012A-2016E)

截至12月31日財年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利指標(%)					
毛利率	21.71	18.95	14.50	14.40	14.40
稅前利潤率	10.44	(1.03)	2.15	2.10	2.17
淨利率	10.43	1.38	1.86	1.71	1.67
總資產報酬率	5.54	0.62	0.95	0.92	0.93
淨資產報酬率	13.79	1.81	2.96	2.83	2.83
成本指標(%)					
行政費/銷售額	13.74	18.40	11.03	11.03	11.03
實際稅率	0.60	68.04	11.00	15.00	20.00
杠杆指標(%)					
流動比率	1.04	1.09	1.03	1.21	1.17
速動比率	0.99	1.04	0.98	1.15	1.11
現金資產比率	0.44	0.38	0.40	0.54	0.52
總債/總權益	150.75	189.77	179.92	183.45	175.43
總債/總資產	23.43	22.61	26.22	26.38	27.67
營運資料及指標					
存貨周轉率	30.79	28.98	32.42	31.11	31.09
應收賬款周轉率	7.87	6.85	7.06	6.92	6.83
應付賬款周轉率	10.10	9.60	10.82	7.55	7.55
存貨持有天數	11.85	12.59	11.26	11.73	11.74
應收賬款平均在外天數	46.36	53.32	51.71	52.78	53.47
平均付款週期	36.16	38.02	33.73	48.33	48.33
現金迴圈週期	22.06	27.90	29.24	16.18	16.87

來源：公司、農銀國際證券預測

權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 2009-2013 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險，基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值，收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議，交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2014 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183