



# 公司报告

## 伊泰煤炭 (3948 HK)

中国动力煤行业  
2013年5月15日

**评级: 买入**  
**目标价: 50.54 港元**

### 关键数据

H-股股价(HK\$)	41.00
上行空间 (%)	23.3
52 周高/低(HK\$)	45.7/39.5
发行股数(百万)	1627
- H 股 (百万)	163
- B 股(百万)	664
- 未上市股份(百万)	800
市值	
- H 股(HK\$百万)	6,683
- B 股(USD 百万)	3,568
3 个月平均成交额 (HK\$百万)	12
大股东(%)	
内蒙古伊泰集团	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	相对*
1 个月	(2.96)	(8.63)
3 个月	(6.39)	0.47
6 个月	(3.53)	(11.70)

\* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博, 农银国际证券

### 自 IPO 以来股价表现 (2012 年 7 月)



来源: 彭博, 农银国际证券

### 分析员

报告日期: 2013 年 5 月 15 日

陈宜庵

前报告日期: 2012 年 3 月 26 日

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

## 伊泰煤炭: 低成本高盈增的行业竞争者

伊泰煤 (3948 HK) 是在港上市的动力煤企业中唯一在 2012 年实现 30% 以上平均净资产收益率水平的公司。在当前的动力煤熊市环境中, 该公司的吨煤生产成本和毛利率仍然保持着较强的竞争优势。我们预期该公司今年也会受到疲弱的市场环境的冲击, 但是我们对其增长潜力仍然乐观。基于我们对该公司 2013 的每股预测收益, 公司股价目前仍较有吸引力, 因此我们维持“买入”评级, 目标价不变。

**吨煤生产成本极具竞争优势:** 伊泰煤的吨煤生产成本在 2012 财年仅 94.6 元/吨 (人民币, 下同), 在所有的在香港上市的煤炭企业中属于最低水平。伊泰煤的吨煤生产成本仅为中国神华 (1088 HK)、中煤 (1898 HK)、兖煤 (1171 HK) 的 70%、40% 和 30%。公司低成本的竞争优势主要来自公司拥有的高质量煤储资源、作为私营企业所享有的灵活的用人政策和作为在中国内蒙古西部的煤炭生产商所能享受的优惠税率。

**长远盈利增长和资源优势:** 受惠于内部整合和技术升级, 伊泰煤炭在过去几年实现了快速的产量和盈利的复合增长。在从 2009 到 2012 年四年期间, 其销售总额和净利润年复合增长率分别达到 32% 和 21%。此外, 公司拥有的自营铁路系统大大提升了公司的煤炭运输能力, 进一步强化了它的竞争优势。

**维持“买入”评级, 目标价 50.54 港元:** 伊泰的净资产收益率和成本效益均在同行中名列前茅, 这有助于该公司在煤炭价格反弹的时候首先抓住机遇。我们的上述目标价格对应 10.4 倍 2013 年预测市盈率, 较现价有 23.3% 的升幅。

**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	2011RS	2012A	2013E	2014E
收入(Rmb 百万)	27,003	31,584	31,150	34,765
同比变化 (%)	94.9	16.96	(1.4)	11.6
净利润 (Rmb 百万)	7,683	6,454	6,348	7,249
同比变化 (%)	53.2	(16.0)	(1.7)	14.2
EPS (Rmb)	4.72	3.97	3.90	4.46
同比变化 (%)	53.3	(16.0)	(1.7)	14.2
BVPS (Rmb)	12.03	12.11	14.75	17.74
同比变化 (%)	42.4	0.7	21.7	20.3
P/E (x)	-	8.83	8.98	7.87
P/B (x)	-	2.89	2.38	1.97
股息	1.35	1.25	1.16	1.33
股息收益率 (%)	-	3.6	3.3	3.8
ROAE (%)	46.1	32.9	29.0	27.4
ROAA (%)	22.8	15.6	15.2	15.2

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券(假设 1 人民币=1.26 港元)



表：合并损益表

财年截至 31/12 (人民币 百万)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>收入</b>	10,252	13,854	27,003	31,584	31,150	34,765
煤炭, 百万	9,676	13,360	na	29,956	29,445	32,880
运输, 百万	535	435	na	243	250	258
煤相关行业, 百万	-	-	na	1,362	1,430	1,602
其他收入, 百万	42	58	na	23	25	26
<b>销售成本, 百万</b>	<b>(5,235)</b>	<b>(5,999)</b>	<b>(14,937)</b>	<b>(20,454)</b>	<b>(20,173)</b>	<b>(22,515)</b>
<b>毛利</b>	<b>5,017</b>	<b>7,855</b>	<b>12,066</b>	<b>11,129</b>	<b>10,976</b>	<b>12,250</b>
其他收入	132	152	345	619	482	551
销售、一般及管理费用	(1,152)	(1,495)	(2,308)	(2,752)	(2,844)	(2,882)
其他经营费用	(283)	(237)	(265)	(480)	(374)	(428)
应占联营公司利润	1	3	20	34	27	31
税前利润	3,714	6,278	9,857	8,551	8,267	9,521
所得税费用	(565)	(959)	(1,628)	(1,399)	(1,353)	(1,558)
<b>本年利润</b>	<b>3,148</b>	<b>5,316</b>	<b>8,229</b>	<b>7,151</b>	<b>6,914</b>	<b>7,963</b>
非控制性权益	106	301	546	697	566	714
<b>本公司股东应占利润</b>	<b>3,043</b>	<b>5,015</b>	<b>7,683</b>	<b>6,454</b>	<b>6,348</b>	<b>7,249</b>
<b>EPS (基本), 人民币元</b>	<b>1.87</b>	<b>3.08</b>	<b>5.25*</b>	<b>4.19*</b>	<b>3.90</b>	<b>4.46</b>
<b>每股派息, 元</b>	<b>0.45</b>	<b>1.35</b>	<b>1.35</b>	<b>1.25</b>	<b>1.16</b>	<b>1.33</b>

来源: 公司, 农银国际证券估值

\* 公司报告值, 与我们IPO调整后的价值不同。

表：资产负债表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	15,623	17,698	21,610	24,269	25,004	26,854
可供出售投资	1,339	2,108	2,871	3,808	3,808	3,808
无形资产	19	17	18	51	51	51
其他非流动资产	705	821	1,295	2,054	1,673	1,865
<b>非流动资产</b>	<b>17,687</b>	<b>20,644</b>	<b>25,794</b>	<b>30,183</b>	<b>30,536</b>	<b>32,578</b>
存货	316	460	1,015	873	1,089	1,263
贸易应收款项及应收票据	669	573	1,408	2,690	2,364	3,253
预付账款及其他应收款	660	454	934	1,277	1,168	1,355
受限制的现金	15	27	27	30	29	29
现金及短期存款	3,275	3,715	4,453	6,315	6,523	9,199
<b>流动资产</b>	<b>4,935</b>	<b>5,230</b>	<b>7,837</b>	<b>11,185</b>	<b>11,173</b>	<b>15,100</b>
<b>总资产</b>	<b>22,622</b>	<b>25,874</b>	<b>33,631</b>	<b>41,367</b>	<b>41,709</b>	<b>47,678</b>
贸易应付款项及应付票据	(1,753)	(919)	(762)	(1,345)	(1,103)	(1,356)
其他应付及应计费用	(270)	(279)	(2,416)	(7,424)	(4,920)	(6,172)
付息银行贷款-流动负债	(2,147)	(1,946)	(2,206)	(1,582)	(2,136)	(2,884)
应付税项	(237)	(321)	(204)	(43)	(123)	(83)
<b>流动负债</b>	<b>(4,406)</b>	<b>(3,465)</b>	<b>(5,588)</b>	<b>(10,395)</b>	<b>(8,283)</b>	<b>(10,495)</b>
付息银行贷款-非流动负债	(7,368)	(7,012)	(6,101)	(7,803)	(5,606)	(4,180)
长期债券				(1,001)	(800)	(600)
其他非流动负债	(96)	(101)	(394)	(230)	(312)	(271)
<b>非流动负债总额</b>	<b>(7,464)</b>	<b>(7,112)</b>	<b>(6,494)</b>	<b>(9,034)</b>	<b>(6,718)</b>	<b>(5,050)</b>
<b>总债</b>	<b>(11,870)</b>	<b>(10,577)</b>	<b>(12,082)</b>	<b>(19,428)</b>	<b>(15,001)</b>	<b>(15,545)</b>
总权益	10,752	15,297	21,549	21,939	26,709	32,133
非控制性权益	1,245	1,551	1,972	2,229	2,713	3,264
<b>本公司股东应占权益</b>	<b>9,507</b>	<b>13,745</b>	<b>19,577</b>	<b>19,710</b>	<b>23,995</b>	<b>28,868</b>
<b>每股净资产, 人民币元</b>	<b>5.84</b>	<b>8.45</b>	<b>12.03</b>	<b>12.11</b>	<b>14.75</b>	<b>17.74</b>

来源: 公司, 农银国际证券估值



表：现金流量表

财年截至 31/12 (人民币 百万)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>税前利润</b>	<b>3,714</b>	<b>6,275</b>	<b>9,857</b>	<b>8,551</b>	<b>8,267</b>	<b>9,521</b>
摊销与折旧	513	602	979	1,712	1,443	1,716
财务成本	280	172	286	430	358	394
财务收入	(36)	(26)	(38)	(35)	(37)	(36)
存货减少(增加)	60	(144)	(373)	130	(216)	(174)
应收票据贸易应收款项(增加)减少	154	102	(244)	(1,306)	326	(889)
其他调整项	(960)	(620)	(1,661)	(1,301)	1,636	(2,899)
<b>经营活动所得的现金净额</b>	<b>3,725</b>	<b>6,361</b>	<b>8,806</b>	<b>8,180</b>	<b>11,777</b>	<b>7,632</b>
资本开支	(3,971)	(3,524)	(4,097)	(4,700)	(6,158)	(6,786)
其他投资项目	230	(276)	(721)	(4,245)	(860)	(908)
<b>投资活动所用的现金净额</b>	<b>(3,741)</b>	<b>(3,800)</b>	<b>(4,818)</b>	<b>(8,945)</b>	<b>(7,018)</b>	<b>(7,694)</b>
来自贷款与借债的净款项	372	(1,181)	(2,342)	(653)	(380)	2,945
派息支出	(732)	(732)	(611)	(207)	(207)	(207)
其他融资活动所得资金	(259)	(212)	(1,433)	3,545	(4,000)	0
<b>融资活动所获现金净额</b>	<b>(619)</b>	<b>(2,125)</b>	<b>(4,386)</b>	<b>2,685</b>	<b>(4,588)</b>	<b>2,738</b>
<b>现金及现金等价物减少净额</b>	<b>(635)</b>	<b>436</b>	<b>(399)</b>	<b>1,920</b>	<b>172</b>	<b>2,676</b>
年初的现金及现金等价物	3,906	3,270	4,829	4,431	6,350	6,522
汇率变动的影响	—	0	—	—	—	—
<b>年末的现金及现金等价物</b>	<b>3,270</b>	<b>3,707</b>	<b>4,431</b>	<b>6,350</b>	<b>6,522</b>	<b>9,199</b>

来源：公司，农银国际证券估值



## 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