

2011年8月9日

冀中能源

中报符合预期

公司 2011 年 1-6 月净利润同比增长 28% 至 16.69 亿元，折合每股收益 0.72 元，符合市场预期。公司获得资产注入的空间较大，今年上半年公司产量 1,750 万吨，仅相当于集团产量的 31%。我们预计“十二五”期间，公司最高将获得的注入产能高达 1 亿吨/年，且最快将在 2011 年下半年逐步具备资产注入条件。我们看好公司资产注入的空间及其煤种优势，基于 22 倍的 2011 年目标市盈率，上调目标价至 31.09 元，维持买入评级。

买入
 A
 000937.SZ - 人民币 27.17
 目标价格: 人民币 31.09 (▲29.85)

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	36	1	30	-
相对新华富时A50指数(%)	46	12	42	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	2,313
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	42,734
3个月日均交易额(人民币 百万)	495
净负债比率(%) (2011E)	11
主要股东(%)	
冀中能源集团有限责任公司	39
冀中能源峰峰集团	20

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

支持评级的要点

- **净利润同比增长 28%。**公司 2011 年 1-6 月净利润同比增长 28% 至 16.69 亿元，折合每股收益 0.72 元，符合市场预期。公司第 1 和第 2 季度的每股收益均为 0.36 元。
- **上半年，营业收入同比增长 21% 或 34.66 亿元，增量中 45% 来自煤炭开采业务，39% 来自煤炭贸易业务。煤炭贸易业务占公司总收入比重同比提高 6.5 个百分点至 6.7%。**
- **公司煤炭开采业务的收入同比增长 12%，主要是由于产量增长了 11%。**鉴于公司精煤产量占总产量的 59%，我们判断公司综合煤炭售价基本持平，主要是由于公司合同电煤价格未能上调以及新增产量主要来自煤质相对较差的内蒙和山西矿区。内蒙和山西矿区开采成本相对较低，因而公司煤炭开采成本仅同比增长 7%。公司煤炭开采业务的毛利率提高 3 个百分点至 30%。
- **资产注入空间较大。**“十二五”期间，集团母公司规划产能 1.5 亿吨/年。我们预计其中 1 亿吨/年的产能可以注入公司，相当于公司 2010 年产量的 3 倍多。
- **资产注入预期较强。**我们预计集团母公司最快可能在 2011 年下半年逐步具备资产注入的条件。假设公司公开增发融资 50-60 亿元，我们预计将增厚公司 2011 年净利润 7% 至 1.51 元。

评级面临的主要风险

- **公司内生增长一般。**不考虑资产注入，我们预计冀中能源 2011-13 年的原煤产量年均复合增长率为 8.8%。

估值

- **目前，公司 2011 年市盈率为 20 倍。我们给予公司较行业目标市盈率(20 倍)10% 的溢价，基于 22 倍 2011 年目标市盈率，上调公司目标价由 29.85 至 31.09 元，维持买入评级。**

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	20,246	30,289	37,980	41,893	46,117
变动(%)	(4)	50	25	10	10
净利润(人民币 百万)	1,673	2,396	3,269	3,575	3,910
全面摊薄每股收益(人民币)	0.723	1.036	1.413	1.546	1.691
变动(%)	(36.7)	43.2	36.4	9.4	9.4
全面摊薄市盈率(倍)	19.4	27.1	19.9	18.2	16.6
每股现金流量(人民币)	4.24	1.50	2.29	2.75	3.03
价格/每股现金流量(倍)	6.6	18.7	12.3	10.2	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	13.1	11.0	9.8	8.5
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.682	0.746	0.816
股息率(%)	1.8	1.8	2.4	2.7	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

每股收益 0.72 元，同比增 28%，符合预期

公司 2011 年 1-6 月净利润同比增长 28% 至 16.69 亿元，折合每股收益 0.72 元，符合市场预期。公司第 1 和第 2 季度的每股收益分别为 0.36 元和 0.36 元，2 季度环比持平。

上半年，营业收入同比增长 21% 或 34.66 亿元，主要是由于煤炭开采业务增加了 15.68 亿元，煤炭贸易业务增加了 12.77 亿元，两者分别占增量的 45% 和 37%。煤炭贸易业务占总收入的比重同比提高 6.5 个百分点至 6.7%，拖累公司整体毛利率仅同比增长 1 个百分点至 24%。

公司煤炭开采业务的收入同比增长 12%，主要是由于产量增长了 11%。公司综合煤炭售价基本保持不变。鉴于公司 50% 以上的煤炭销量为冶金用的精煤，我们判断是由于公司合同电煤价格未能上调以及产量增量主要来自煤质不如本部的内蒙和山西矿区。内蒙和山西矿区开采成本低于本部，因而公司煤炭开采成本仅同比增长 7%。公司煤炭开采业务的毛利率提高 3 个百分点至 30%。

公司财务收入同比增长 129%，主要是银行贷款利率上调，以及 6 月份发了 40 亿元的公司债。营业外收入本期增加 153%，主要是由于煤矿安全改造项目中央、地方投资补助增加所致。

图表 2. 公司经营数据

	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
原煤产量(百万吨)	15.79	17.50	11
煤炭开采收入(百万元)	13,333	14,901	12
煤炭开采成本(百万元)	9,706	10,409	7
吨煤毛利(元/吨)	230	257	12
煤炭开采毛利率(%)	27	30	
煤炭贸易收入(百万元)	28	1,305	
煤炭贸易毛利率(%)	0.4	0.4	

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 3.2011 年 1-6 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
营业收入	16,067	19,393	21
营业成本	12,298	14,685	19
营业税及附加	169	197	16
毛利润	3,768	4,709	25
销售费用	203	293	44
管理费用	1,288	1,569	22
财务成本	111	253	129
资产减值	242	158	(35)
投资收益	1	20	1,387
营业利润	1,756	2,259	29
营业外收入	31	78	153
营业外支出	38	28	(26)
税前利润	1,750	2,310	32
所得税	427	602	41
少数股东权益	21	38	81
归属于母公司的净利润	1,301	1,669	28
每股收益 (人民币)	0.56	0.72	28
毛利率(%)	23	24	
经营利润率(%)	11	12	
净利率(%)	8.1	8.6	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

公司在河北本部产量稳定

公司内生增长一般, 未来的成长性主要来自母公司的资产注入, 以及公司的资源整合。不考虑资产注入, 我们预计冀中能源 2011-13 年的原煤产量分别为 3,592 万吨、3,792 万吨和 3,992 万吨, 年均复合增长率为 8.8%。

公司在河北的煤矿基本为老矿, 产量稳定, 核定产能 2,570 万吨/年。增量主要来自沽源榆树沟矿, 该矿正在进行前期工作, 预计将会在 2013 年后投产。

此外, 河北省将以开滦集团、冀中能源集团为主体, 对全省小煤矿实施整合重组。我们预计公司通过整合周边小煤矿, 将增加产能 300 万吨/年以上。

图表 4.公司在河北省的煤炭资源

所属集团	煤矿名称	所在地	煤种	权益 (%)	可采储量 (百万吨)	核定产能 (万吨/年)	2011E (万吨)
邢台矿区	邢台矿	邢台	1/3焦煤	100	33	195	200
	邢北矿			51		15	-
	邢东矿		气肥煤	100	58	116	116
	东庞矿		1/3焦煤	100	101	280	520
	西庞矿		气肥煤	100	2	90	-
	葛泉矿		焦煤	100	23	125	125
	章村矿		无烟煤	100	11	120	120
	显德汪矿		无烟煤	100	64	155	172
峰峰矿区	大淑村矿	邯郸	无烟煤	100	28	125	180
	万年矿		无烟煤	100	48	300	310
	新三矿		肥煤、焦煤	100	16	72	72
邯郸矿区	梧桐桩矿	邯郸	肥煤	100	77	210	350
	陶一矿		无烟煤	100	8	65	65
	陶二矿		无烟煤	100	44	125	125
	郭二庄矿		无烟煤	100	23	150	200
张家口矿区	云驾岭矿	张家口	无烟煤	100	17	157	157
	宣东二号矿		弱粘煤	100	41	150	150
	沽源榆树沟			90	140	120	-
总计					701	2,570	2,807

资料来源：公司公告，中银国际研究

山西和内蒙的资源整合支撑公司内生增长

公司已经在山西寿阳实现产能 450 万吨/年（包括天泰煤业则为 510 万吨/年）；远景目标是整合至千万吨级的煤炭基地。

公司在内蒙已经实现 180 万吨/年的产能。我们预计其中的武媚牛煤矿 2011 年将技改至 210 万吨/年。鉴于内蒙资源整合的主体需要在当地有 500 万吨/年的产能，我们预计公司未来有可能实现 1,000 万吨/年的产能。

图表 5.公司在山西的资源整合

整合煤矿	持股比例 (%)	地点	产能 (万吨/年)	煤种
段王煤业	100	寿阳	270	贫瘦煤
平安煤业	51	寿阳	90	贫煤
友众煤业	51	寿阳	60	贫煤
天泰煤业	70	寿阳	90	-
总计			510	

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 6.公司在内蒙古的资源整合

煤矿名称	权益 (%)	地点	保有储量 (百万吨)	产能 (万吨/年)	规划产能 (万吨/年)	煤种	备注
武媚牛煤矿	51	鄂尔多斯	92	120	210	不粘煤	技改中
乾新煤业	100	鄂尔多斯	53	60	60	长焰煤	在产
总计			145	180	270		

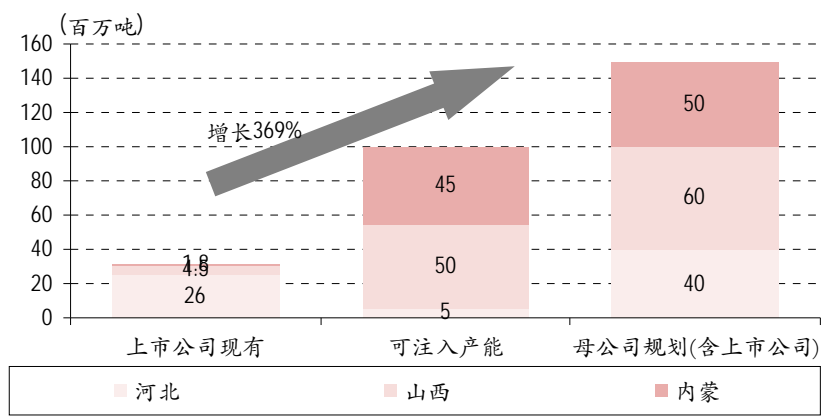
资料来源：公司公告，中银国际研究

集团可注入资源较多

2011年上半年，集团母公司原煤产量5,600万吨；公司原煤产量1,750万吨，仅相当于集团母公司全部产量的31%。

集团母公司计划到2013年，煤炭产能达到1亿吨/年；2015年，煤炭产能达到1.5亿吨/年，分别在河北省、山西省和内蒙古实现4,000万吨/年、6,000万吨/年、5,000万吨/年的产能。综合而言，集团母公司“十二五”期间有1亿吨的产能可以注入公司，相当于公司2010年产量的323%，空间较大。

图表7.集团母公司未来可注入空间较大



资料来源：公司网站，中银国际研究

资产注入的承诺

公司2009年进行集团整体上市时，集团母公司下属的峰峰集团、邯矿集团、张矿集团的成熟优质资产全部进入公司。上述三家集团正在建设或实施技术改造的、不具备生产能力和经营资质、存在产权纠纷的矿井，未能注入公司；仅保留资源枯竭矿井。

但是三家集团承诺：上述矿井建设完成，具备生产能力和经营资质，建立了稳定的盈利模式，能够产生稳定利润或公司认为适当的时候，注入公司或由公司经营管理。

图表8.集团母公司承诺未来注入的煤矿

所属集团	煤矿名称	地点	权益 (%)	储量 (百万吨)	核定产能 (万吨/年)	备注
邯矿集团	赤峪煤矿	山西	55	-	300	在建
	北掌矿	河北	70	-	60	在建
峰峰集团	九龙矿	河北	100	63	150	正常生产
张矿集团	张家梁煤炭	鄂尔多斯	65	35	120	技改中
	乌素煤矿	鄂尔多斯	54	38	120	技改中
	牛西矿业	河北	60	10	60	技改中
合计				146	810	

资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	20,246	30,289	37,980	41,893	46,117
销售成本	(14,848)	(22,530)	(28,058)	(30,912)	(33,995)
经营费用	(1,910)	(2,619)	(3,785)	(4,059)	(4,349)
息税折旧前利润	3,488	5,141	6,137	6,922	7,772
折旧及摊销	(1,112)	(1,514)	(1,396)	1,656	1,943
经营利润(息税前利润)	2,375	3,627	4,741	5,266	5,830
净利息收入(费用)	(214)	(300)	(400)	(500)	(600)
其他收益/(损失)	88	(6)	190	190	190
税前利润	2,249	3,321	4,530	4,955	5,420
所得税	(637)	(834)	(1,138)	(1,244)	(1,361)
少数股东权益	61	(91)	(124)	(136)	(148)
净利润	1,673	2,396	3,269	3,575	3,910
每股收益(人民币)	0.723	1.036	1.413	1.546	1.691
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.682	0.746	0.816
收入增长(%)	(4)	50	25	10	10
息税前利润增长(%)	(45)	53	31	11	11
息税折旧前利润增长(%)	(38)	47	19	13	12
每股收益增长(%)	(37)	43	36	9	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,297	2,415	2,972	2,458	2,595
应收帐款	1,318	1,781	2,233	2,463	2,712
库存	865	1,214	1,512	1,666	1,832
其他流动资产	1,962	3,339	7,122	6,521	4,951
流动资产总计	6,443	8,750	13,840	13,108	12,089
固定资产	11,950	13,437	16,773	19,570	22,323
无形资产	1,790	2,199	2,199	2,199	2,199
其他长期资产	780	843	843	843	843
长期资产总计	14,519	16,479	19,815	22,612	25,366
总资产	20,962	25,229	33,655	35,720	37,455
应付帐款	3,425	3,975	4,776	5,307	5,842
短期债务	796	2,117	1,241	1,541	1,041
其他流动负债	3,031	4,076	4,379	4,605	4,832
流动负债总计	7,252	10,167	10,397	11,453	11,715
长期借款	2,192	2,138	3,393	2,416	1,717
其他长期负债	1,433	453	4,423	4,423	4,423
股本	1,156	1,156	2,313	2,313	2,313
储备	8,215	10,554	12,245	14,095	16,118
股东权益	9,371	11,710	14,558	16,408	18,431
少数股东权益	715	760	884	1,020	1,169
总负债及权益	20,962	25,229	33,655	35,720	37,455
每股帐面价值(人民币)	8.1	5.06	6.29	7.09	7.97
每股有形资产(人民币)	6.56	4.11	5.34	6.14	7.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.6	0.8	0.72	0.65	0.07

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,249	3,321	4,530	4,955	5,420
折旧与摊销	1,112	1,514	1,396	1,656	1,943
净利息费用	214	300	400	500	600
运营资本变动	1,551	(1,630)	(502)	(106)	(163)
税金	(637)	(834)	(1,138)	(1,244)	(1,361)
其他经营现金流	409	805	612	592	566
经营活动产生的现金流	4,899	3,476	5,298	6,354	7,004
购买固定资产净值	(3,017)	(3,650)	(6,100)	(4,500)	(4,000)
投资减少/增加	(557)	48	48	48	48
其他投资现金流	(107)	(498)	(498)	(498)	(498)
投资活动产生的现金流	(3,680)	(4,100)	(6,550)	(4,950)	(4,450)
净增权益	191	1,528	(1,100)	(1,000)	(1,500)
其他融资现金流	(305)	(918)	3,082	(918)	(918)
融资活动产生的现金流	(114)	610	1,982	(1,918)	(2,418)
现金变动	1,104	(14)	730	(514)	136
期初现金	1,193	2,429	2,242	2,972	2,458

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.2	17	16.2	16.5	16.9
息税前利润率(%)	11.7	12	12.5	12.6	12.6
税前利润率(%)	11.1	11	11.9	11.8	11.8
净利率(%)	8.3	7.9	8.6	8.5	8.5
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	1.3	1.1	1
利息覆盖率(倍)	11.1	12.1	11.9	10.5	9.7
净权益负债率(%)	6.8	14.8	10.8	8.6	0.8
速动比率(倍)	0.8	0.7	1.2	1	0.9
估值					
市盈率(倍)	19.4	27.1	19.9	18.2	16.6
市净率(倍)	3.5	5.6	4.5	4	3.5
价格/现金流(倍)	6.6	18.7	12.3	10.2	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	13.1	11	9.8	8.5
周转率					
存货周转天数	18.8	16.8	17.7	18.8	18.8
应收帐款周转天数	23.8	21.5	21.5	21.5	21.5
应付帐款周转天数	61.7	47.9	45.9	46.2	46.2
回报率					
股息支付率(%)	34.6	48.3	48.3	48.3	48.3
净资产收益率(%)	17.9	20.5	22.5	21.8	21.2
资产收益率(%)	8.1	10.8	10.5	11	11.7
已运用资本收益率(%)	18.2	21.7	23.6	24.6	26.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371