



**持有**

**8%**

目标价格: 人民币 15.12

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 22.31

000937.CH

价格: 人民币 13.99

目标价格基础: 14倍12年市盈率

板块评级: 中立

# 冀中能源

## 下半年业绩压力较大

12年1-6月上半年归属于母公司净利润同比下降14%至14亿元, 每股收益0.62元, 基本符合预期。业绩下降主要由于综合煤炭售价大幅下降11%以及期间费用率由11%上涨至15%(超预期)。但是吨煤炭生产成本也大幅减少15%(好于预期)。这使得利润率的表现比较好, 稳中有升, 吨煤毛利基本持平。公司对煤价和生产成本都比较敏感, 下半年综合煤价环比上半年下跌有望超过10%, 这对业绩形成较大压力, 而生产成本进一步下调的空间有限。公司未来的成长主要依靠收购煤矿和集团的资产注入, 内生性增长不强, 进度具有一定不确定性。基于14倍12年市盈率, 我们下调目标价至15.12元, 由于上涨空间有限, 我们下调评级至持有。

### 支撑评级的要点

- 公司上半年净利润同比下降14%至14亿元, 每股收益0.62元, 基本符合预期。主营业务收入同比下降14%至166亿元, 主要由于煤价的下降。
- 公司2012年2季度净利润6.32亿元, 每股收益0.27元, 环比下降22%。
- 煤炭产量增长5%, 综合煤价大幅下跌了11%至761元。利润率方面表现较好, 毛利率由24%上升至30%, 主要由于吨煤成本大幅下降15%至504元, 降幅远高于行业水平, 吨煤毛利报254元, 同比持平。
- 由于公司大部分为焦煤, 且业绩对煤价非常敏感, 焦煤目前的持续跌势为3季度业绩平添了几分担忧。
- 公司下半年业绩压力较大, 但生产成本如何计提对业绩很重要。但我们认为公司老矿多、高瓦斯矿多, 人工费用降幅有限, 生产成本的进一步下调有一定难度。
- 未来内生性增长有限, 主要靠收购省外煤矿和母公司的资产注入, 进度有不确定性。

### 评级面临的主要风险

### 估值

- 由于下调了煤价假设, 我们将12-14年盈利预测下调了29%、29%和39%。基于14倍12年市盈率, 我们将目标价由22.31元下调至15.12元, 由于上涨空间有限, 下调评级至持有。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	30,289	37,569	37,781	39,523	40,801
变动(%)	49.6	24.0	0.6	4.6	3.2
净利润(人民币 百万)	2,396	2,891	2,499	2,759	2,700
全面摊薄每股收益(人民币)	1.04	1.25	1.08	1.19	1.17
变动(%)	43.2	20.7	(13.6)	10.4	(2.1)
先前预测每股收益(人民币)			1.53	1.69	1.90
调整幅度(%)			(29)	(29)	(39)
全面摊薄市盈率(倍)	13.5	11.2	12.9	11.7	12.0
每股现金流量(人民币)	1.50	1.31	2.31	2.34	2.40
价格/每股现金流量(倍)	9.3	10.7	6.0	6.0	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	7.3	7.4	6.7	6.6
每股股息(人民币)	0.50	0.25	0.20	0.23	0.22
股息率(%)	7.0	3.5	2.9	3.2	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14)	(9)	(32)	(47)
相对新华富时A50指数	(13)	(4)	(20)	(34)

发行股数(百万)	2313
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	32,359
3个月日均交易额(人民币 百万)	274
净负债比率(%) (2012E)	0.2
主要股东(%)	
冀中能源集团	22

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年8月22日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤业

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

## 2012年1-6月归属于母公司净利润同比下降14%至14亿元

公司上半年净利润同比下降14%至14亿元，每股收益0.62元，基本符合预期。主营业务收入同比下降14%至166亿元，尽管煤炭产量增长5%，但煤价下跌12%。经营利润同比下降7.6%至21亿元。期间费用率有较大增长，从去年同期的11%上升至15%，管理费用同比上涨12%至17.6亿元，占主营收入比例高达11%。公司利润率方面表现较好，毛利率由24%上升至30%，主要由于吨煤成本大幅下降15%。由于期间费用率的上升，经营利润率只上升一个点至13%，净利率为9%。我们认为在煤价大幅下跌下，公司的利润率仍能保持稳中有升的态势表现较好。

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011年1-6月	2012年1-6月	同比变动(%)
营业收入	19,393	16,593	(14.4)
营业成本	14,685	11,677	(20.5)
毛利润	4,709	4,916	4.4
营业税金及附加	197	201	2.1
销售费用	293	319	9.1
管理费用	1,569	1,763	12.3
财务费用	253	367	45.1
资产减值损失	158	209	32.7
投资净收益	20	31	54.6
营业利润	2,259	2,088	(7.6)
营业外收入	78	51	(34.5)
营业外支出	28	20	(27.6)
税前利润	2,310	2,119	(8.3)
所得税	602	589	(2.1)
少数股东损益	38	91	138.8
归属于母公司所有净利润	1,669	1,438	(13.9)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.72	0.62	(13.9)
稀释每股收益(元)	0.72	0.62	(13.9)
每股经营活动产生现金净流量(元)	(0.38)	0.28	(174.2)
毛利率(%)	24	30	
经营利润率(%)	12	13	
净利率(%)	9	9	
净资产收益率(%)	13	10	
应收账款(百万元)	2,648	4,442	67.7
期间费用率(%)	11	15	

资料来源：公司公告

## 2季度净利润环比下跌22%，利润率小幅下滑

公司2012年2季度净利润6.32亿元，每股收益0.27元，环比下降22%。收入下降4%至81亿元。利润率下降2-3个百分点，毛利率为28%，净利率为8%。期间费用率持平为15%。

## 上半年煤价下跌幅度较大，但成本控制较好，吨煤毛利持平

煤炭业务占主营业务收入的84%，但占毛利润的96%。原煤产量上涨5%至1841万吨。公司上半年煤价下跌幅度较大，达到11%至761元，除了煤价下降外，也与精煤占比减少有关。洗精煤同比下降5%至977万吨，占比由去年同期的59%下降至53%。公司吨煤成本下降15%至504元，这使得吨煤毛利维持的254元的水平。

### 下半年业绩压力较大，生产成本如何计提很重要

公司对煤价的敏感度较大，5%的综合煤价下跌可以引起30%的每股收益下调。由于大部分为焦煤，近期焦煤价格的下跌使得3季度业绩承压，如果不算收购煤矿可能会并表的影响，3季度业绩不会太好。以河北邢台1/3焦精煤为例，8月17日价格为1,220元，上半年均价为1423元，如果今年余下的日子维持在1,220元，下半年的均价将比上半年下跌14%。

生产成本对业绩的影响也很大，5%的吨煤成本下调会带来30%左右的每股收益上调，因此如何计提下半年的生产成本对业绩也重要。我们的盈利预测里假设12年吨煤成本下调15%，与上半年的同比降幅一致。公司现有矿比较老，且高瓦斯矿比较多，我们认为在生产成本的降幅方面进一步下降的空间不大，且人工费用的下降空间也不大，因此生产成本的进一步下调比较有困难。

我们也考虑了山西冀中的并表。如果山西冀中不能并表，12年的盈利预测将再下调10%左右。

**图表 2.12 年 2 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	环比变动 (%)
营业收入	8,461	8,132	(3.9)
营业成本	5,847	5,830	(0.3)
毛利润	2,614	2,302	(11.9)
营业税金及附加	104	97	(6.3)
销售费用	158	161	2.1
管理费用	896	867	(3.2)
财务费用	188	179	(5.0)
资产减值损失	172	37	(78.7)
投资净收益	1	30	2,836.1
营业利润	1,096	991	(9.6)
营业外收入	22	29	34.5
营业外支出	6	14	145.0
税前利润	1,112	1,006	(9.5)
所得税	256	333	29.9
少数股东损益	50	41	(17.0)
归属于母公司所有净利润	806	632	(21.6)
<b>每股收益 (人民币, 元)</b>			
基本每股收益 (元)	0.35	0.27	(22.3)
稀释每股收益 (元)	0.35	0.27	(22.3)
毛利率 (%)	31	28	
经营利润率 (%)	13	12	
净利润率 (%)	10	8	
期间费用率 (%)	15	15	

资料来源：公司公告

**图表 3. 煤炭业务经营情况**

指标	2011 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	17.50	18.41	5.2
价格 (元/吨)	852	761	(10.6)
成本 (元/吨)	595	504	(15.3)
吨煤毛利 (元/吨)	257	257	0.1
营业收入 (百万元)	14,901	14,004	(6.0)
营业成本 (百万元)	10,409	9,274	(10.9)
毛利率 (%)	30	34	4 个百分点

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	30,289	37,569	37,781	39,523	40,801
销售成本	(22,530)	(28,207)	(28,530)	(29,895)	(30,943)
经营费用	(4,133)	(4,669)	(4,891)	(4,880)	(5,038)
息税折旧前利润	3,627	4,693	4,359	4,748	4,821
折旧及摊销	1,354	1,392	1,061	1,195	1,343
经营利润(息税前利润)	5,141	6,274	5,609	6,132	6,354
净利息收入/(费用)	(300)	(640)	(750)	(600)	(600)
其他收益/(损失)	5,141	6,274	5,609	6,132	6,354
税前利润	3,039	3,835	3,470	4,009	4,084
所得税	(834)	(1,129)	(987)	(1,133)	(1,152)
少数股东权益	(91)	2	(166)	(300)	(415)
净利润	2,396	2,891	2,499	2,759	2,700
核心净利润	2,396	2,891	2,499	2,759	2,700
每股收益(人民币)	1.036	1.250	1.081	1.193	1.168
每股股息(人民币)	0.500	0.250	0.205	0.226	0.221
收入增长(%)	50	24	1	5	3
息税前利润增长(%)	53	29	(7)	9	2
息税折旧前利润增长(%)	47	22	(11)	9	4
每股收益增长(%)	43	21	(14)	10	(2)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,321	4,018	3,653	4,192	4,267
折旧与摊销	1,514	1,582	1,250	1,385	1,533
净利息费用	300	640	750	600	600
运营资本变动	(1,630)	(3,247)	(155)	(333)	(279)
税金	(834)	(1,129)	(987)	(1,133)	(1,152)
其他经营现金流	805	1,164	840	706	588
经营活动产生的现金流	3,476	3,028	5,351	5,417	5,557
购买固定资产净值	(3,650)	(3,149)	(4,500)	(5,000)	(400)
投资减少/增加	48	(44)	(58)	(58)	(58)
其他投资现金流	(498)	(2,787)	(2,787)	(2,787)	(2,787)
投资活动产生的现金流	(4,100)	(5,980)	(7,345)	(7,845)	(3,245)
净增权益	0	149	149	149	149
净增债务	1,528	2,918	3,500	4,000	(1,000)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(918)	2,841	(1,129)	(1,129)	(1,129)
融资活动产生的现金流	610	5,908	2,520	3,020	(1,980)
现金变动	(14)	2,956	527	592	332
期初现金	2,429	2,357	5,213	5,740	6,332
公司自由现金流	(624)	(2,952)	(1,993)	(2,428)	2,313
权益自由现金流	0	(1,155)	385	451	192

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,415	5,313	5,740	6,332	6,666
应收帐款	1,781	2,427	2,441	2,553	2,636
库存	1,214	1,197	1,211	1,269	1,313
其他流动资产	3,339	7,173	7,004	7,345	7,580
流动资产总计	8,750	16,111	16,395	17,499	18,194
固定资产	13,437	14,339	15,469	17,037	18,656
无形资产	2,199	4,671	4,671	4,671	4,671
其他长期资产	843	2,933	2,311	2,702	3,267
长期资产总计	16,479	21,943	22,451	24,410	26,593
总资产	25,229	38,053	38,846	41,909	44,788
应付帐款	3,975	5,358	5,419	5,679	5,878
短期债务	2,117	4,048	2,977	2,977	2,978
其他流动负债	4,076	4,435	4,400	4,501	4,578
流动负债总计	10,167	13,841	12,797	13,156	13,434
长期借款	2,138	3,155	2,800	2,968	2,969
其他长期负债	453	4,788	4,788	4,788	4,788
股本	1,156	2,313	2,313	2,313	2,313
储备	10,554	11,961	13,986	16,222	18,407
股东权益	11,710	14,273	16,299	18,535	20,720
少数股东权益	760	1,996	2,162	2,462	2,877
总负债及权益	25,229	38,053	38,846	41,909	44,788
每股帐面价值(人民币)	5.06	6.17	7.05	8.01	8.96
每股有形资产(人民币)	4.11	4.15	5.03	5.99	6.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	0.82	0.02	(0.17)	(0.31)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.0	16.7	14.8	15.5	15.6
息税前利润率(%)	12.0	12.5	11.5	12.0	11.8
税前利润率(%)	11.0	10.7	9.7	10.6	10.5
净利率(%)	7.9	7.7	6.6	7.0	6.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	12.1	7.3	5.8	7.9	8.0
净权益负债率(%)	14.8	11.6	0.2	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.5	11.2	12.9	11.7	12.0
市净率(倍)	2.8	2.3	2.0	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	9.3	10.7	6.0	6.0	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	7.3	7.4	6.7	6.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	16.8	15.6	15.4	15.1	15.2
应收帐款周转天数	21.5	23.6	23.6	23.6	23.6
应付帐款周转天数	47.9	52.1	52.4	52.4	52.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	48.3	20.0	19.0	19.0	18.9
净资产收益率(%)	20.5	20.3	15.3	14.9	13.0
资产收益率(%)	10.8	8.9	8.2	8.3	7.9
已运用资本收益率(%)	21.7	20.0	18.0	17.6	16.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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