



**持有**

**9%**

目标价格: 人民币 12.60

原目标价格: 人民币 15.12

000937.CH

价格: 人民币 11.58

目标价格基础: 13.3 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

# 冀中能源

生产成本大幅计提, 致使业绩好于预期。

1-9 月主营业务收入同比下降 20% 至 232 亿元。归属于母公司净利润同比下降 23% 至 18 亿元, 每股收益 0.79 元。3 季度每股收益 0.17 元, 环比下降 37%, 好于预期, 主要由于生产成本环比减少 16%, 大大抵消了煤价下跌对业绩的影响 (公司对煤价的敏感度是煤炭股里最高的, 10% 的煤价下跌可引起 90% 的每股收益减少)。由于下调了煤价假设, 我们将 12-14 年盈利预测下调了 12%、19% 和 19% 至 0.95 元、0.97 元和 0.94 元, 公司成长性较弱。历史公司的估值比行业低 15% 左右, 基于 13.3 倍 12 年市盈率, 我们将目标价下调至 12.60 元, 维持持有评级。

## 支撑评级的要点

- 1-9 月主营业务收入同比下降 20% 至 232 亿元。归属于母公司净利润同比下降 23% 至 18 亿元, 每股收益 0.79 元。
- 3 季度每股收益 0.17 元, 环比下降 37%, 好于预期, 主要由于生产成本环比减少 17%, 大大抵消了煤价下跌对业绩的影响 (公司对煤价的敏感度是煤炭股里最高的), 3 季度主营业务收入环比减少 19%。
- 利润率表现较好, 得益于生产成本的大幅计提, 尽管我们对“优异”的利润率表现表示谨慎。
- 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

- 资产注入低于预期。

## 估值

- 由于下调了煤价假设, 我们将 12-14 年盈利预测下调了 12%、19% 和 19% 至 0.95 元、0.97 元和 0.94 元。历史公司的估值比行业低 15% 左右, 基于 13.3 倍 12 年市盈率, 我们将目标价由 15.12 元下调至 12.60 元, 维持持有评级。

## 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	35,994	37,557	38,639
变动 (%)	49.6	24.0	(4.2)	4.3	2.9
净利润 (人民币 百万)	2,396	2,891	2,193	2,243	2,181
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.04	1.25	0.95	0.97	0.94
变动 (%)	43.2	20.7	(24.2)	2.3	(2.8)
先前预测每股收益 (人民币)			1.08	1.19	1.17
调整幅度 (%)			(12.2)	(18.5)	(19.4)
全面摊薄市盈率 (倍)	11.2	9.3	12.2	12.0	12.3
每股现金流量 (人民币)	1.50	1.31	2.26	2.16	2.19
价格/每股现金流量 (倍)	7.7	8.9	5.1	5.4	5.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.9	6.1	7.0	7.2	7.1
每股股息 (人民币)	0.50	0.25	0.18	0.18	0.18
股息率 (%)	4.3	2.2	1.5	1.6	1.5

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	(28)	(9)	(21)	(45)
相对新华富时 A50 指数	(24)	(7)	(16)	(30)

发行股数 (百万)	2,313
流通股 (%)	68
流通股市值 (人民币 百万)	26,829
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	254
净负债比率 (%) (2012E)	12
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 10 月 29 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

### 1-9 月归属母公司净利润同比下降 22.6%至 18.35 亿元，得益于成本的大幅下降

公司前三季度净利润为 18.35 亿元，每股收益 0.79 元/股，同比下降 22.6%。主营业务收入同比下降 20.3%至 231.55 亿元。公司对煤价变动敏感性是煤炭股里最高的，因此尽管产量有增长，收入仍呈现 20%的较大跌幅。但是生产成本的下降幅度高达 25%，毛利率较去年有所改善，由 24%上涨至 29%。

期间费用率由 11%上涨至 15%，主要由于财务费用大幅上涨 24%，以及管理费用、销售费用上涨 2.5%左右。由于坏账准备计提和存货跌价准备计提，资产减值损失大幅增长 62%至 3.1 亿元。

利润率表现较好，毛利率录得上涨，经营利润率和净利润率同比持平，尽管我们并不确定这种“优异”利润率表现的持续性。

**图表 1.1-3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 年 1-9 月	2012 年 1-9 月	同比变动(%)
营业收入	29,063	23,155	(20.3)
营业成本	22,052	16,546	(25.0)
毛利润	7,011	6,609	(5.7)
营业税金及附加	301	288	(4.0)
销售费用	429	442	2.8
管理费用	2,466	2,524	2.4
财务费用	446	554	24.2
资产减值损失	181	293	62.4
投资净收益	29	31	7.5
营业利润	3,218	2,539	(21.1)
营业外收入	109	129	17.9
营业外支出	52	34	(33.1)
税前利润	3,276	2,633	(19.6)
所得税	855	735	(14.0)
少数股东损益	49	64	29.5
归属于母公司所有净利润	2,372	1,835	(22.6)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	1.03	0.79	(22.6)
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0.17	0.60	257.2
毛利率 (%)	24	29	
经营利润率 (%)	11	11	
净利润率 (%)	8	8	
应收账款	3,019	5,265	74.4
期间费用率 (%)	11	15	
净资产收益率-加权 (%)	19	12	

资料来源：公司数据

### 3 季度归属母公司净利润环比下降 37%至 3.97 亿元，好于预期；期间费用控制较好，成本环比继续下降

公司 3 季度实现归属母公司净利润 3.97 亿元，基本每股收益 0.17 元/股，环比下降 37.2%。主营业务收入环比下降 19.3%至 65.61 亿元，生产成本继续环比下降 17%，大大削弱了煤价下跌对公司业绩的冲击。3 季度费用控制较好，销售费用和管理费用同比分别下降 24%和 12%，期间费用率仅上升 1 个百分点至 16%。公司 3 季度业绩环比下滑的程度好于其它公司，我们认为是生产成本大幅减少的功劳，“优异”的生产成本表现明显有别于其它公司。

图表 2.3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年二季度	2012 年三季度	环比变动 (%)
营业收入	8,132	6,561	(19.3)
营业成本	5,830	4,868	(16.5)
毛利润	2,302	1,693	(26.5)
营业税金及附加	97	87	(10.3)
销售费用	161	122	(24.2)
管理费用	867	761	(12.2)
财务费用	179	186	4.1
资产减值损失	37	84	128.9
投资净收益	30	(0)	(100.8)
营业利润	991	451	(54.5)
营业外收入	29	78	166
营业外支出	14	14	0.9
税前利润	1,006	515	(48.8)
所得税	333	145	(56.3)
少数股东损益	41	(27)	(166.1)
归属于母公司所有净利润	632	397	(37.2)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.27	0.17	(37.2)
毛利率 (%)	28	26	
经营利润率 (%)	12	7	
净利润率 (%)	8	6	
期间费用率 (%)	15	16	
净资产收益率-加权 (%)	5.2	2.6	

资料来源: 公司数据

**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	35,994	37,557	38,639
销售成本	(22,530)	(28,207)	(27,174)	(28,834)	(29,714)
经营费用	(4,133)	(4,669)	(4,660)	(4,637)	(4,771)
息税折旧前利润	3,627	4,693	4,160	4,085	4,154
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	5,410	5,470	5,688
净利息收入/(费用)	(300)	(640)	(750)	(600)	(600)
其他收益/(损失)	5,141	6,274	5,410	5,470	5,688
税前利润	3,039	3,835	3,050	3,285	3,356
所得税	(834)	(1,129)	(874)	(937)	(956)
少数股东权益	(91)	2	(166)	(288)	(403)
净利润	2,396	2,891	2,193	2,243	2,181
核心净利润	2,396	2,891	2,193	2,243	2,181
每股收益(人民币)	1.036	1.250	0.948	0.970	0.943
每股股息(人民币)	0.500	0.250	0.180	0.184	0.178
收入增长(%)	50	24	(4)	4	3
息税前利润增长(%)	53	29	(11)	(2)	2
息税折旧前利润增长(%)	47	22	(14)	1	4
每股收益增长(%)	43	21	(24)	2	(3)

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	3,233	3,468	3,539
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)	26	(231)	(263)
税金	(834)	(1,129)	(874)	(937)	(956)
其他经营现金流	805	1,164	840	718	600
经营活动产生的现金流	3,476	3,028	5,225	5,003	5,054
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	401	178	(171)
期初现金	2,429	2,357	5,213	5,614	5,792
公司自由现金流	(624)	(2,952)	(2,119)	(2,842)	1,810
权益自由现金流	0	(1,155)	259	37	(311)

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	5,614	5,792	5,623
应收帐款	1,781	2,427	2,325	2,426	2,496
库存	1,214	1,197	1,153	1,224	1,261
其他流动资产	3,339	7,173	6,871	7,157	7,355
流动资产总计	8,750	16,111	15,963	16,599	16,734
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	4,237	5,076	5,742
长期资产总计	16,479	21,943	24,377	26,784	29,069
总资产	25,229	38,053	40,339	43,383	45,803
应付帐款	3,975	5,358	5,162	5,477	5,644
短期债务	2,117	4,048	4,377	4,577	4,447
其他流动负债	4,076	4,435	4,300	4,422	4,487
流动负债总计	10,167	13,841	13,839	14,477	14,579
长期借款	2,138	3,155	3,500	3,800	3,950
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	13,738	15,555	17,320
股东权益	11,710	14,273	16,050	17,868	19,633
少数股东权益	760	1,996	2,162	2,450	2,854
总负债及权益	25,229	38,053	40,339	43,383	45,803
每股帐面价值(人民币)	5.06	6.17	6.94	7.73	8.49
每股有形资产(人民币)	4.11	4.15	4.92	5.71	6.47
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	0.82	0.98	1.12	1.20

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	15.0	14.6	14.7
息税前利润率(%)	12.0	12.5	11.6	10.9	10.8
税前利润率(%)	11.0	10.7	9.0	9.2	9.2
净利率(%)	7.9	7.7	6.1	6.0	5.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	12.1	7.3	5.5	6.8	6.9
净权益负债率(%)	14.8	11.6	12.4	12.7	12.3
速动比率(倍)	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	11.2	9.3	12.2	12.0	12.3
市净率(倍)	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	7.7	8.9	5.1	5.4	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	6.1	7.0	7.2	7.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	16.8	15.6	15.8	15.0	15.3
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	52.3	53.2	53.3
<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	13.7	12.6	11.1
资产收益率(%)	10.8	8.9	7.5	6.9	6.6
已运用资本收益率(%)	21.7	20.0	15.9	14.2	13.5

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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 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