



**持有**

**0%**

目标价格: 人民币 11.55

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 12.60

000937.CH

价格: 人民币 11.53

目标价格基础: 15倍13年市盈率

板块评级: 中立

# 冀中能源

受焦煤价格下跌影响较大, 内生增长欠佳

12年实现归属母公司净利润22.5亿元, 同比下降26%, 每股收益0.97元, 与业绩预报相符。13年1季度净利润5亿元, 每股收益0.22元, 低于预期。得益于成本控制良好, 12年煤炭业务利润率逆势上涨, 13年业绩对于如何计提生产成本很敏感, 这也是起决定作用的。2013年公司计划生产原煤3,500万吨, 同比下降4%, 低于预期, 预计主要由于煤炭市场需求不好导致销量受阻所致。我们下调13、14年每股收益预测20%、19%至0.77元和0.81元。基于15倍13年市盈率, 将目标价由12.60元下调至11.55元, 将评级由买入调低至持有。

### 支撑评级的要点

- 公司12年实现归属母公司净利润22.5亿元, 同比下降26%, 每股收益0.97元, 与业绩预报相符。
- 成本控制良好, 煤炭业务利润率逆势上涨。尽管12年综合煤价呈现18%的较大跌幅, 但煤炭综合成本下降23%, 导致吨煤毛利逆势上涨21%至197元/吨, 煤炭毛利率由29%增长至32%。公司煤炭生产成本对业绩敏感度很大, 为-1.7(13年1%的煤炭生产成本下降会带来7%的净利润增长), 能否控制好煤炭生产成本, 以及成本如何计提对公司13年业绩影响很大。
- 13年1季度净利润5亿元, 每股收益0.22元, 低于预期。
- 2013年公司计划生产原煤3,500万吨, 同比下降4%, 低于预期, 预计主要由于煤炭市场需求不好导致销量受阻所致。
- 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, 在煤炭日益低迷下, 进度不确定性更大。

### 评级面临的主要风险

- 公司对焦煤价格敏感度最高, 焦煤价格进一步下降。
- 由于煤炭市场景气度下降, 开滦股份资产注入暂停, 这对较强资产注入题材的煤炭股影响负面, 股价催化剂被削弱。

### 估值

- 由于下调了煤价和产量假设, 我们将12-14年盈利预测下调了20%、19%、0.77元和0.81元。历史公司的估值比行业低15%左右, 我们给予公司15倍13年目标市盈率, 将目标价由12.60元下调至11.55元, 将评级由买入下调至持有。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	37,569	30,072	28,977	30,884	33,103
变动(%)	24.0	(20.0)	(3.6)	6.6	7.2
净利润(人民币 百万)	3,049	2,251	1,723	1,836	1,987
全面摊薄每股收益(人民币)	1.32	0.97	0.77	0.81	0.88
变动(%)	27.3	(26.2)	(21.1)	6.1	7.8
先前预测每股收益(人民币)			0.96	1.01	1.04
调整幅度(%)			(20.0)	(19.3)	(15.5)
全面摊薄市盈率(倍)	8.7	11.8	15.0	14.1	13.1
每股现金流量(人民币)	1.31	1.06	1.90	1.66	1.74
价格/每股现金流量(倍)	8.8	10.8	6.1	7.0	6.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	7.9	9.9	9.5	0.0
每股股息(人民币)	0.25	0.25	0.20	0.21	0.23
股息率(%)	2.2	2.2	1.7	1.8	2.0

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	(17)	(12)	(23)	-
相对新华富时A50指数	(11)	(7)	(16)	-

发行股数(百万)	2,313
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	26,668
3个月日均交易额(人民币 百万)	257
净负债比率(%) (2013E)	24
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2013年4月26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

## 12 年净利润同比下降 26%，符合业绩快报

公司 12 年实现归属母公司净利润 22.5 亿元，同比下降 26%，每股收益 0.97 元，与业绩预报相符。营业收入同比减少 20% 至 301 亿元，毛利润下滑 10% 至 84 亿元。费用方面，销售费用同比下降 7% 至 6 亿元，管理费用和财务费用分别微涨 1% 和 5% 至 36 亿元和 6.7 亿元，但由于收入同比下滑，期间费用率由 13% 上升至 16%。资产减值损失同比上涨 29% 至 1.8 亿元，初步判断是由于应收账款较 11 年同期上涨 62%，相应坏账计提增长。公司上年度成本控制良好，营业成本同比下降 23%，因此毛利率上涨 3 个百分点至 28%。经营利润率和净利率均微降 1 个百分点分别至 10% 和 7.5%。净资产收益率下降 8 个百分点至 15%。

## 成本控制良好，煤炭业务利润率逆势上涨

公司 12 年生产原煤 3,642 万吨，同比上涨 7%，销售煤炭 3,797 万吨，同比微降 1%。由于下半年煤炭市场走弱，全年综合煤价同比下跌 18% 至 668 元/吨，跌幅大于同行业公司。公司突出的成本控制使全年煤炭综合成本下降 23%，吨煤毛利逆势上涨 21% 至 197 元/吨，煤炭毛利率由 29% 增长至 32%。煤炭生产成本的大幅下降主要是原材料大幅下降 25% 所致，占煤炭生产成本的比重由 62% 大幅下降至 54%。煤炭业务仍然贡献主要利润，毛利占比由 96% 进一步增长至 98%。

公司煤炭生产成本对业绩敏感度很大，为 1:7（13 年 1% 的煤炭生产成本增长会带来 7% 的净利润下降），能否控制好煤炭生产成本，以及成本如何计提对公司 13 年业绩影响很大。

2013 年公司计划生产原煤 3,500 万吨，同比下降 4%，低于预期，预计主要由于煤炭市场需求不好导致销量受阻所致。

## 13 年 1 季度净利润 5 亿元，低于预期

13 年 1-3 月实现净利润 5 亿元，同比下降 37%；每股收益 0.22 元，略低于预期。营业收入同比下降 11% 至 75 亿元，毛利润同比下降 22% 至 20 亿元。三项费用同比均下降，期间费用率为 15% 和 11 年持平，其中销售费用下降 16% 至 1.3 亿元，管理费用和财务费用同比下降 8% 和 2% 至 8 亿元和 2 亿元。投资收益同比增长 2,217% 至 2,400 万元，主要由于报告期内公司收购厦门航空 15% 股权分配收益所致。利润率水平有所下降，毛利率下降 4 个百分点至 27%，经营利润率和净利率均下降 3 个百分点分别至 10% 和 7%。报告期内经营活动产生现金流量同比增加 181% 至 6.3 亿元，主要源于本期上交税款减少所致。

**图表 1.12 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	37,569	30,072	(20.0)
营业成本	28,207	21,645	(23.3)
毛利润	9,362	8,428	(10.0)
营业税金及附加	393	384	(2.3)
销售费用	652	604	(7.3)
管理费用	3,625	3,648	0.6
财务费用	640	671	4.9
资产减值损失	139	179	28.6
投资净收益	79	53	(32.8)
<b>营业利润</b>	3,993	2,996	(25.0)
营业外收入	268	319	19.1
营业外支出	85	135	58.3
税前利润	4,176	3,180	(23.8)
所得税	1,129	865	(23.3)
少数股东损益	(2)	64	(3,117.8)
<b>归属于母公司所有净利润</b>	3,049	2,251	(26.2)
<b>每股收益(人民币, 元)</b>			
基本每股收益(元)	1.32	0.97	(26.2)
每股经营活动产生现金净流量(元)	1.32	1.06	
毛利率(%)	25	28	
经营利润率(%)	11	10	
净利润率(%)	8.1	7.5	
应收账款	2,427	3,941	62
期间费用率(%)	13	16	
净资产收益率-加权(%)	23	15	

资料来源: 公司数据

**图表 2.煤炭业务经营数据**

	2011	2012	同比变动(%)
产量(百万吨)	34.15	36.42	6.7
销量(百万吨)	38.34	37.97	(1.0)
价格(元/吨)	814	668	(18.0)
成本(元/吨)	650	470	(27.7)
吨煤毛利(元/吨)	164	197	20.6
营业收入(百万元)	31,216	25,360	(18.8)
营业成本(百万元)	22,212	17,133	(22.9)
毛利率(%)	29	32	
煤炭收入占比(%)	83	84	
煤炭毛利率占比(%)	96	98	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 3.13 年 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2012 年 4 季度	2013 年 1 季度	环比变动 (%)	同比变动 (%)
<b>营业收入</b>	8,461	6,918	7,505	8.5	(11.3)
营业成本	5,847	5,099	5,458	7.0	(6.7)
毛利润	2,614	1,819	2,047	12.6	(21.7)
营业税金及附加	104	96	97	1.0	(6.9)
销售费用	158	163	133	(18.4)	(16.0)
管理费用	896	1,124	824	(26.7)	(8.1)
财务费用	188	117	185	57.8	(1.8)
资产减值损失	172	(115)	85	174.1	(50.7)
投资净收益	1	22	24	7.9	2,217.5
<b>营业利润</b>	1,096	457	748	63.8	(31.8)
营业外收入	22	191	23	(88)	6
营业外支出	6	100	15	(85.3)	153.1
税前利润	1,112	547	757	38.4	(32.0)
所得税	256	131	253	93.6	(1.2)
少数股东损益	50	0	(4)	(1,589.7)	(108.7)
<b>归属于母公司所有净利润</b>	806	416	508	22.1	(37.0)
每股收益(人民币, 元)					
基本每股收益(元)	0.35	0.18	0.22	22.1	(37.0)
毛利率(%)	31	26	27		
经营利润率(%)	13	6.6	10.0		
净利润率(%)	10	6.0	6.8		
期间费用率(%)	15	20	15		
净资产收益率-加权(%)	5.5	2.8	3.3		

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	37,569	30,072	28,977	30,884	33,103
销售成本	(28,207)	(21,645)	(22,178)	(23,659)	(25,378)
经营费用	(4,669)	(4,636)	(3,644)	(3,884)	(4,163)
息税折旧前利润	4,693	3,792	3,155	3,341	3,562
折旧及摊销	1,392	1,664	981	1,067	1,162
经营利润(息税前利润)	6,274	5,696	4,376	4,649	4,966
净利息收入/(费用)	(640)	(671)	(600)	(619)	(628)
其他收益/(损失)	6,274	5,696	4,376	4,649	4,966
税前利润	3,993	2,996	2,302	2,470	2,685
所得税	(1,129)	(865)	(691)	(736)	(794)
少数股东权益	2	(64)	(72)	(84)	(90)
净利润	3,049	2,251	1,723	1,836	1,987
核心净利润	3,049	2,251	1,723	1,836	1,987
每股收益(人民币)	1.318	0.973	0.768	0.815	0.879
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.197	0.209	0.226
收入增长(%)	24	(20)	(4)	7	7
息税前利润增长(%)	29	(19)	(17)	6	7
息税折旧前利润增长(%)	22	(9)	(23)	6	7
每股收益增长(%)	27	(26)	(21)	6	8

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	5,313	4,187	4,432	4,133	3,934
应收帐款	2,427	3,941	3,798	4,048	4,338
库存	1,197	1,018	1,043	1,113	1,194
其他流动资产	7,173	7,010	6,086	6,457	6,888
流动资产总计	16,111	16,156	15,359	15,750	16,355
固定资产	14,339	15,303	15,631	16,555	17,545
无形资产	4,671	6,752	6,752	6,752	6,752
其他长期资产	2,933	1,896	4,846	5,451	5,999
长期资产总计	21,943	23,951	27,229	28,757	30,295
总资产	38,053	40,108	42,588	44,507	46,650
应付帐款	5,358	4,524	4,636	4,945	5,305
短期债务	4,048	5,269	5,281	5,151	5,152
其他流动负债	4,435	4,112	4,097	4,202	4,324
流动负债总计	13,841	13,906	14,014	14,299	14,781
长期借款	3,155	2,335	3,800	3,950	4,010
其他长期负债	4,788	5,641	5,156	5,156	5,156
股本	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313
储备	11,961	12,656	13,976	15,377	16,887
股东权益	14,273	14,969	16,289	17,689	19,200
少数股东权益	1,996	3,257	3,329	3,413	3,504
总负债及权益	38,053	40,108	42,588	44,507	46,650
每股帐面价值(人民币)	6.17	6.47	7.04	7.65	8.30
每股有形资产(人民币)	4.15	3.55	4.12	4.73	5.38
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	1.48	2.01	2.15	2.26

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	4,176	3,180	2,487	2,655	2,869
折旧与摊销	1,582	1,904	1,221	1,308	1,404
净利息费用	640	671	600	619	628
运营资本变动	(3,247)	(2,912)	314	(466)	(518)
税金	(1,129)	(865)	(691)	(736)	(794)
其他经营现金流	1,006	483	463	449	439
经营活动产生的现金流	3,028	2,461	4,394	3,829	4,029
购买固定资产净值	(3,149)	(3,295)	(4,000)	(4,200)	(4,500)
投资减少/增加	(44)	52	52	52	52
其他投资现金流	(2,787)	602	(584)	(584)	(584)
投资活动产生的现金流	(5,980)	(2,641)	(4,533)	(4,733)	(5,033)
净增权益	149	0	0	0	0
净增债务	2,918	311	1,000	0	(800)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	2,841	(1,396)	(396)	604	1,604
融资活动产生的现金流	5,908	(1,085)	604	604	804
现金变动	2,956	(1,265)	465	(300)	(200)
期初现金	2,357	5,452	3,967	4,432	4,132
公司自由现金流	(2,952)	(180)	(139)	(903)	(1,001)
权益自由现金流	(1,155)	(1,248)	(518)	(2,282)	(3,181)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.7	18.9	15.1	15.1	15.0
息税前利润率(%)	12.5	12.6	10.9	10.8	10.8
税前利润率(%)	11.1	10.6	8.6	8.6	8.7
净利率(%)	8.1	7.5	5.9	5.9	6.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	7.3	5.7	5.3	5.4	5.7
净权益负债率(%)	11.6	18.8	23.7	23.6	23.0
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	8.7	11.8	15.0	14.1	13.1
市净率(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	8.8	10.8	6.1	7.0	6.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	7.9	9.9	9.5	0.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	15.6	18.7	17.0	16.6	16.6
应收帐款周转天数	23.6	47.8	47.8	47.8	47.8
应付帐款周转天数	52.1	54.9	58.4	58.4	58.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	19.0	25.7	26.5	26.4	26.3
净资产收益率(%)	21.4	15.0	10.6	10.4	10.4
资产收益率(%)	9.0	6.9	5.3	5.4	5.5
已运用资本收益率(%)	20.0	14.7	11.0	11.1	11.2

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；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 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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