

**持有****12% ↓**

目标价格: 人民币 7.20

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 10.24

000937.CH

价格: 人民币 8.18

目标价格基础: 18倍13年市盈率

板块评级: 中立

冀中能源

3季报业绩欠佳, 未来焦煤价格有压力对股价不利

冀中能源13年1-9月归属于母公司净利润8.4亿元, 同比下降54%, 每股收益0.36元。营业收入同比下滑12%至204亿元。3季度归属母公司净利润环比下降83%, 每股收益只有0.02元, 低于预期, 3季度没有会计变更的业绩增厚, 比较客观的反映了经营情况, 我们认为业绩欠佳。公司的业绩与焦煤价格的敏感度很高, 我们认为焦煤价格有压力, 对公司前景不利。我们给予公司较行业平均历史估值折价率15%, 基于18倍13年市盈率, 我们将目标价由10.24元下调至7.20元, 将评级由谨慎买入下调至持有。

支撑评级的要点

- 公司13年前三季度实现归属母公司净利润8.4亿元, 同比下降54%, 每股收益0.36元。营业收入同比下滑12%至204亿元。3季度归属母公司净利润环比下降83%, 每股收益0.02元, 低于预期。3季度资产减值恢复正常, 不再享受会计政策变更带来的业绩增厚, 环比减少2亿元税前利润, 是使得业绩环比大幅下降的主要原因之一。
- 7-9月利润率大幅降低, 毛利率16%, 经营利润率1.4%, 净利率0.8%, 净资产收益率0.3%。
- 费用控制较好, 1-9月期间费用率保持不变, 为15%; 7-9月环比下降一个百分点至14%。
- 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, 但不确定性仍较大。
- 公司业绩对焦煤煤价敏感度很大, 我们认为未来焦煤价格有一定压力, 可能对公司股价不利。

评级面临的主要风险

- 焦煤价格下降;
- 成本控制欠佳;
- 业绩及稳定性欠佳。

估值

- 我们给予公司较行业平均历史估值折价率15%, 基于18倍13年市盈率, 我们将目标价由10.24元下调至7.20元, 将评级由谨慎买入下调至持有。

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	25,846	27,630	30,240
变动(%)	24.0	(20.0)	(14.1)	6.9	9.4
净利润(人民币 百万)	3,049	2,251	1,043	1,150	1,342
全面摊薄每股收益(人民币)	1.32	0.97	0.48	0.47	0.54
变动(%)	27.3	(26.2)	(60.5)	10.3	16.7
先前预测每股收益(人民币)		0.99	0.72	0.75	0.88
调整幅度(%)		(1.7)	(33.3)	(37.8)	(38.3)
全面摊薄市盈率(倍)	7.1	9.6	19.4	20.0	17.1
每股现金流量(人民币)	1.31	1.06	2.02	1.55	1.67
价格/每股现金流量(倍)	7.1	8.8	4.6	6.0	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	6.6	11.5	10.2	0.0
每股股息(人民币)	0.25	0.25	0.12	0.12	0.14
股息率(%)	2.7	2.7	1.3	1.3	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	(41)	(10)	1	(29)
相对新华富时A50指数	(29)	(10)	(9)	(33)

发行股数(百万)	2,313
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	21,533
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
净负债比率(%) (2013E)	17
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

13年1-9月净利润同比下降54%至8.4亿元

公司13年前三季度实现归属母公司净利润8.4亿元，同比下降54%，每股收益0.36元。营业收入同比下滑12%至204亿元，成本微降3%至161亿元，毛利润下滑35%至43亿元，毛利率下降8个百分点至21%。期间费用率与去年同期持平，为15%。三项费用均有不同程度下降，其中占比最大的管理费用下滑17%至21亿元，销售费用下降12%至3.9亿元，财务费用同比微降2%至5.5亿元。由于公司自5月开始调整计提坏账准备的会计估计，本期资产减值损失降低为-1.7亿元。营业利润大幅下滑50%至13亿元，经营利润率由11%下滑至6.2%，净利率由7.9%降至4.1%。由于报告期内经营性支出现金减少，经营活动产生现金流同比上涨92%。净资产收益率由13%降至5.5%。

3季度净利润环比大幅下滑83%至0.5亿元，低于预期，资产减值恢复正常。

公司今年3季度实现归属母公司净利润0.5亿元，环比大幅下降83%，每股收益0.02元。营业收入环比下降17%至59亿元，成本下降14%至49亿元，毛利润同比下滑28%至9.5亿元。3季度公司费用控制效果较好，期间费用率下滑1个百分点至14%，销售费用下降12%至1.2亿元，管理费用和财务费用各下降20%和23%分别至5.7亿元和1.6亿元。本季度资产减值损失为-0.2亿元，较2季度的-2.4亿元增加91%，由此，营业利润环比大降80%至0.9亿元，毛利率由19%降至16%，经营利润率由6.1%降至1.4%，净利率由4%降至只有1.4%。

图表 1.13年1-9月业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年1-9月	2013年1-9月	同比变动(%)
营业收入	23,155	20,414	(11.8)
营业成本	16,546	16,093	(2.7)
毛利润	6,609	4,321	(34.6)
营业税金及附加	288	247	(14.2)
销售费用	442	388	(12.2)
管理费用	2,524	2,100	(16.8)
财务费用	554	543	(2.0)
资产减值损失	293	(172)	(158.6)
投资净收益	31	47	52.4
营业利润	2,539	1,262	(50.3)
营业外收入	129	143	10.9
营业外支出	34	62	78.6
税前利润	2,633	1,343	(49.0)
所得税	735	544	(25.9)
少数股东损益	64	(42)	(165.3)
归属于母公司所有净利润	1,835	841	(54.2)
基本每股收益(元)	0.79	0.36	(54.2)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.60	1.14	91.6
毛利率(%)	29	21	
经营利润率(%)	11	6.2	
净利率(%)	7.9	4.1	
应收账款+应收票据	9,420	9,319	(1)
期间费用率(%)	15	15	
净资产收益率-加权(%)	13	5.5	
净负债率(%)	21	31	

资料来源: 公司数据

图表 2.13 年 3 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 2 季度	2013 年 3 季度	环比变动 (%)
营业收入	7,040	5,869	(16.6)
营业成本	5,718	4,917	(14.0)
毛利润	1,321	953	(27.9)
营业税金及附加	102	49	(52.3)
销售费用	135	120	(11.5)
管理费用	711	566	(20.4)
财务费用	202	155	(23.4)
资产减值损失	(235)	(22)	90.6
投资净收益	23	0	(99.1)
营业利润	429	85	(80.2)
营业外收入	83	37	(55)
营业外支出	22	25	10.5
税前利润	489	97	(80.1)
所得税	205	86	(57.8)
少数股东损益	1	(39)	(3,541.1)
归属于母公司所有净利润	283	50	(82.5)
基本每股收益 (元)	0.12	0.02	(82.5)
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0.31	0.43	40.3
毛利率 (%)	19	16	
经营利润率 (%)	6.1	1.4	
净利润率 (%)	4.0	0.8	
期间费用率 (%)	15	14	

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	25,605	25,927	27,941
销售成本	(28,207)	(21,645)	(20,312)	(20,643)	(22,262)
经营费用	(4,669)	(4,636)	(3,428)	(3,391)	(3,655)
息税折旧前利润	4,693	3,792	1,865	1,892	2,023
折旧及摊销	1,392	1,664	1,961	2,134	2,323
经营利润(息税前利润)	6,274	5,696	4,067	4,267	4,589
净利息收入/(费用)	(640)	(671)	(620)	(681)	(680)
其他收益/(损失)	6,274	5,696	4,067	4,267	4,589
税前利润	3,993	2,996	1,185	993	1,107
所得税	(1,129)	(865)	(433)	(352)	(388)
少数股东权益	2	(64)	(76)	(128)	(185)
净利润	3,049	2,251	861	699	721
核心净利润	3,049	2,251	861	699	721
每股收益(人民币)	1.318	0.973	0.399	0.300	0.315
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.102	0.077	0.081
收入增长(%)	24	(20)	(15)	1	8
息税前利润增长(%)	29	(19)	(51)	1	7
息税折旧前利润增长(%)	22	(9)	(29)	5	8
每股收益增长(%)	27	(26)	(67)	(19)	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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	4,176	3,180	1,370	1,178	1,292
折旧与摊销	1,582	1,904	2,202	2,375	2,566
净利息费用	640	671	620	681	680
运营资本变动	(3,247)	(2,912)	1,021	(190)	(472)
税金	(1,129)	(865)	(433)	(352)	(388)
其他经营现金流	1,006	483	627	472	432
经营活动产生的现金流	3,028	2,461	5,407	4,163	4,110
购买固定资产净值	(3,149)	(3,295)	(3,000)	(3,000)	(2,000)
投资减少/增加	(44)	52	52	52	52
其他投资现金流	(2,787)	602	(624)	(624)	(624)
投资活动产生的现金流	(5,980)	(2,641)	(3,573)	(3,573)	(2,573)
净增权益	149	0	0	0	0
净增债务	2,918	311	500	(1,000)	(1,999)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	2,841	(1,396)	(1,396)	604	1,603
融资活动产生的现金流	5,908	(1,085)	(896)	(396)	(396)
现金变动	2,956	(1,265)	938	194	1,141
期初现金	2,357	5,452	3,967	4,905	5,099
公司自由现金流	(2,952)	(180)	1,834	591	1,539
权益自由现金流	(1,155)	(1,248)	955	(1,788)	(1,839)

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	4,905	5,100	6,242
应收帐款	2,427	3,941	3,356	3,398	3,662
库存	1,197	1,018	956	971	1,047
其他流动资产	7,173	7,010	5,429	5,490	5,882
流动资产总计	16,111	16,156	14,645	14,959	16,833
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	5,112	6,072	6,670
长期资产总计	21,943	23,951	27,496	29,379	30,966
总资产	38,053	40,108	42,141	44,338	47,799
应付帐款	5,358	4,524	4,246	4,315	4,653
短期债务	4,048	5,269	6,100	5,970	5,971
其他流动负债	4,435	4,112	3,965	3,988	4,103
流动负债总计	13,841	13,906	14,310	14,273	14,727
长期借款	3,155	2,335	2,800	3,000	3,100
其他长期负债	4,788	5,641	5,525	6,827	8,915
股本	2,313	2,313	2,713	2,713	2,713
储备	11,961	12,656	13,460	14,065	14,699
股东权益	14,273	14,969	16,173	16,778	17,412
少数股东权益	1,996	3,257	3,333	3,460	3,645
总负债及权益	38,053	40,108	42,141	44,338	47,799
每股帐面价值(人民币)	6.17	6.47	5.96	6.18	6.42
每股有形资产(人民币)	4.15	3.55	3.47	3.69	3.93
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	1.48	1.47	1.43	1.04

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.7	18.9	15.9	16.5	16.4
息税前利润率(%)	12.5	12.6	7.3	7.3	7.2
税前利润率(%)	11.1	10.6	5.3	4.5	4.6
净利率(%)	8.1	7.5	3.4	2.7	2.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.0	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	7.3	5.7	3.0	2.8	3.0
净权益负债率(%)	11.6	18.8	20.5	19.1	13.4
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	6.2	8.4	20.5	27.2	26.0
市净率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
价格/现金流(倍)	6.2	7.7	4.1	5.3	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.4	5.9	12.3	12.0	0.0
周转率					
存货周转天数	15.6	18.7	17.7	17.0	16.5
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	60.5	60.7	60.8
回报率					
股息支付率(%)	19.0	25.7	32.3	30.0	30.4
净资产收益率(%)	21.4	15.0	5.3	4.2	4.1
资产收益率(%)	9.0	6.9	3.0	3.0	3.0
已运用资本收益率(%)	20.0	14.7	6.6	6.5	6.7

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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