



持有

10% ↓

目标价格: 人民币 5.46

000937.CH

原目标价格: 人民币 7.20

价格: 人民币 6.09

目标价格基础: 26倍14年市盈率

板块评级: 中立

冀中能源

焦煤价格下跌对业绩影响很大，微利经营

公司13年实现归属母公司净利润11.84亿元，同比下降47.4%，每股收益0.51元，与业绩快报一致。业绩较好的原因主要有由于变革会计政策，变更应收款坏账计提，增加净利润2.53亿元，占13年净利润的21%，以及生产成本下降。13年预计吨煤净利26元，由于公司煤价高而吨煤净利很低，煤价下跌对公司业绩的影响非常大。未来成本，包括制造成本，期间费用下降幅度如何是关键，否则有亏损的可能。受2月以来焦煤价格大跌的影响，1季度业绩大幅低于预期，净利润同比下跌86%至0.74亿元。净利润率只有1.4%。基于26倍14年市盈率，约合0.9倍14年市净率，我们将目标价由7.20元下调至5.46元，维持持有评级。

支撑评级的要点

- 公司13年实现归属母公司净利润11.84亿元，同比下降47.4%，每股收益0.51元，与业绩快报一致。营业收入同比降低14.1%至258.34亿元。业绩较好的原因主要有由于变革会计政策，变更应收款坏账计提，增加净利润2.53亿元，占13年净利润的21%，以及生产成本下降10%至196亿元，其中煤炭业务生产成本下降5%194亿元，主要是职工薪酬和制造费用的下降所致。
- 13年自产煤3,747万吨，同比增加2.9%。精煤产量1,945万吨，同比增长2%，精煤占产量比例由52%提升至54%，其中冶金精煤产量1,311万吨，同比增长2.7%。销售煤炭3763万吨，同比降低1%。
- 综合煤价下跌18.3%至546元/吨，跌幅与行业平均相似。煤炭业务占毛利比例达96%，再除去会计变更产生的净利润贡献，预计吨煤净利26元左右。
- 由于公司煤价高而吨煤净利很低，煤价下跌对公司业绩的影响非常大。未来成本，包括制造成本、期间费用下降幅度如何对业绩是关键，否则有亏损的可能。
- 其他业务基本平稳，盈利能力欠佳，占毛利比例4%。
- 由于公司的业绩与焦煤价格敏感度非常大，2月以来焦煤价格的大幅下降对公司影响较大，今年1-3月实现归属母公司净利润0.74亿元，同比下降85.5%，每股收益0.03元，大幅低于预期。净利润率由7%下降至只有1.3%。
- 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。

评级面临的主要风险

- 焦煤价格下降；成本控制欠佳；业绩稳定性欠佳。

估值

- 基于26倍14年市盈率，约合0.9倍14年市净率，我们将目标价由7.20元下调至5.46元，维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2014	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	30,072	25,834	24,682	26,615	28,730
变动(%)	(20.0)	(14.1)	(4.5)	7.8	7.9
净利润(人民币 百万)	2,251	929	418	473	529
全面摊薄每股收益(人民币)	0.97	0.51	0.21	0.23	0.25
变动(%)	(26.2)	(58.7)	(55.0)	13.1	11.7
先前预测每股收益(人民币)			0.30	0.32	1.54
调整幅度(%)			(30.5)	(27.9)	(83.6)
全面摊薄市盈率(倍)	6.3	11.9	29.2	26.4	24.1
每股现金流量(人民币)	1.06	2.35	1.75	1.61	1.71
价格/每股现金流量(倍)	5.7	2.6	3.5	3.8	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	9.4	16.7	16.4	15.6
每股股息(人民币)	0.25	0.10	0.04	0.05	0.05
股息率(%)	4.1	1.6	0.7	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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 年净利润同比下降 47.4% 至 11.84 亿元，符合业绩快报

公司 13 年实现归属母公司净利润 11.84 亿元，同比下降 47.4%，每股收益 0.51 元，与业绩快报一致。营业收入同比降低 14.1% 至 258.34 亿元，由于成本相应降低 9.5% 至 195.88，毛利润下 25.9% 至 62.46 亿元。期间费用率提高 1 个百分点至 17%，其中财务费用提升 13.6% 至 7.62 亿元，销售费用和管理费用分别降低 8.9% 和 12.9% 至 5.5 亿元和 31.79 亿元。毛利率下降 4 个百分点至 24%，经营利润率下降 4 个百分点至 6%，净利润率由 7.5% 降至 4.6%。经营活动产生现金流同比提升 121% 至 54.44 亿元，净资产收益率由 15% 减少至 6%。业绩较好的原因主要有由于变革会计政策，变更应收款坏账计提，增加净利润 2.53 亿元，占 13 年净利润的 21%，以及生产成本下降 10% 至 196 亿元，其中煤炭业务生产成本下降 5% 194 亿元，主要是职工薪酬和制造费用的下降所致。

综合煤价同比下跌 18% 至 546 元，吨煤净利预计 26 元左右

13 年公司自产煤 3,747 万吨，同比增加 2.9%。精煤产量 1,945 万吨，同比增长 2%，精煤占产量比例由 52% 提升至 54%，其中冶金精煤产量 1,311 万吨，同比增长 2.7%。公司销售煤炭 3,763 万吨，同比降低 1%。全年综合煤价下跌 18.3% 至 546 元/吨，跌幅与行业平均相似。吨煤生产成本降 17% 至 389 元。吨煤毛利下滑 20.4% 至 157 元。煤炭业务占毛利比例达 96%，再除去会计变更产生的净利润贡献，预计吨煤净利 26 元左右。由于公司煤价较高，但净利不高，因此煤价下跌对净利的冲击可能会较大。成本，包括制造成本，期间费用下降幅度如何使关键。

其他业务基本平稳，盈利能力欠佳，占毛利比例 4%

除煤炭业务外，公司还有化工、建材、电力、贸易等，13 年产量除焦炭增长 86% 至 125 万吨外，其他业务基本平稳。总体盈利能力较低，微利或亏损，毛利率分别为：化工业务（主要为焦炭）3%，建材 9%，电力 7%，贸易 2%。非煤业务占收入 23%，毛利润 4%。

14 年 1 季度净利润同比下降 85.5% 至 0.74 亿元，每股收益 0.03 元，大幅低于预期

由于公司的业绩与焦煤价格敏感度非常大，2 月以来焦煤价格的大幅下降对公司影响较大，公司今年 1-3 月实现归属母公司净利润 0.74 亿元，同比下降 85.5%，每股收益 0.03 元，大幅低于预期。主要由于收入大幅下降 26.3% 至 55.3 亿元，以及期间费用率由 15% 上升至 18%。1 季度毛利率由 14% 下降至 22%，净利润率下降 5 个百分点至 1.3%，净资产收益率由 2.2% 降至 0.5%。

图表 1.13 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动(%)
营业收入	30,072	25,834	(14.1)
营业成本	21,645	19,588	(9.5)
毛利润	8,428	6,246	(25.9)
营业税金及附加	384	339	(11.7)
销售费用	604	550	(8.9)
管理费用	3,648	3,179	(12.9)
财务费用	671	762	13.6
资产减值损失	179	(128)	(171.4)
投资净收益	53	68	28.4
营业利润	2,996	1,612	(46.2)
营业外收入	319	251	(21.4)
营业外支出	135	99	(26.3)
税前利润	3,180	1,763	(44.5)
所得税	865	641	(25.9)
少数股东损益	64	(62)	(195.9)
归属于母公司所有净利润	2,251	1,184	(47.4)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.97	0.51	(47.4)
每股经营活动产生现金净流量 (元)	1.06	2.35	1.75
毛利率 (%)	28	24	
经营利润率 (%)	10	6	
净利润率 (%)	7.5	4.6	
应收账款	3,941	4,666	18
期间费用率 (%)	16	17	
净资产收益率-加权 (%)	15.0	6.0	

资料来源: 公司数据

图表 2.煤炭业务经营数据

	2012	2013	同比变动 (%)
产量 (百万吨)	36.42	37.47	2.9
销量 (百万吨)	37.97	37.63	(0.9)
价格 (元/吨)	668	546	(18.3)
成本 (元/吨)	470	389	(17.4)
吨煤毛利 (元/吨)	197	157	(20.4)
营业收入 (百万元)	25,360	20,536	(19.0)
营业成本 (百万元)	17,133	14,564	(15.0)
毛利率 (%)	32	29	
煤炭收入占比 (%)	84	79	
煤炭毛利率占比 (%)	98	96	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3.14 年 1 季度环比、同比业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2013 年 4 季度	2014 年 1 季度	环比变动 (%)	同比变动 (%)
营业收入	7,505	5,419	5,530	2.1	(26.3)
营业成本	5,458	3,495	4,302	23.1	(21.2)
毛利润	2,047	1,925	1,228	(36.2)	(40.0)
营业税金及附加	97	92	73	(20.4)	(24.6)
销售费用	133	162	88	(45.8)	(33.6)
管理费用	824	1,078	720	(33.2)	(12.5)
财务费用	185	219	180	(18.1)	(2.9)
资产减值损失	85	44	69	(55.2)	(18.9)
投资净收益	24	21	3	(85.1)	(87.0)
营业利润	748	350	102	(70.9)	(86.4)
营业外收入	23	108	46	(58)	97
营业外支出	15	38	7	(80.2)	(49.2)
税前利润	757	420	140	(66.7)	(81.5)
所得税	253	97	77	(20.7)	(69.7)
少数股东损益	(4)	(20)	(10)	(47.8)	140.0
归属于母公司所有净利润	508	343	74	(78.5)	(85.5)
每股收益 (人民币, 元)					
基本每股收益 (元)	0.22	0.15	0.03	(78.5)	(85.5)
毛利率 (%)	27	36	22		
经营利润率 (%)	10	6.5	1.8		
净利润率 (%)	7	6.3	1.3		
期间费用率 (%)	15	27	18		
净资产收益率-加权 (%)	3.3	2.2	0.5		

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2014	2014E	2015E	2016E
销售收入	30,072	25,834	24,682	26,615	28,730
销售成本	(21,645)	(19,588)	(19,469)	(20,992)	(22,659)
经营费用	(4,636)	(4,068)	(3,812)	(4,110)	(4,437)
息税折旧前利润	3,792	2,178	1,402	1,513	1,634
折旧及摊销	1,664	1,729	2,134	2,323	2,532
经营利润(息税前利润)	5,696	4,166	3,796	4,098	4,429
净利息收入/(费用)	(671)	(762)	(837)	(836)	(835)
其他收益/(损失)	5,696	4,166	3,796	4,098	4,429
税前利润	2,996	1,357	348	463	587
所得税	(865)	(641)	(153)	(183)	(215)
少数股东权益	(64)	62	70	40	2
净利润	2,251	929	418	473	529
核心净利润	2,251	929	418	473	529
每股收益(人民币)	0.973	0.512	0.209	0.231	0.253
每股股息(人民币)	0.250	0.100	0.041	0.045	0.049
收入增长(%)	(20)	(14)	(4)	8	8
息税前利润增长(%)	(19)	(43)	(36)	8	8
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(27)	(9)	8	8
每股收益增长(%)	(26)	(59)	(55)	13	12

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	2012	2014	2014E	2015E	2016E
税前利润	3,180	1,508	500	614	738
折旧与摊销	1,904	1,988	2,394	2,585	2,795
净利息费用	671	762	837	836	835
运营资本变动	(2,912)	1,529	300	(267)	(297)
税金	(865)	(641)	(153)	(183)	(215)
其他经营现金流	483	290	170	137	96
经营活动产生的现金流	2,461	5,437	4,049	3,722	3,953
购买固定资产净值	(3,295)	(3,153)	(3,000)	(3,500)	(4,000)
投资减少/增加	52	(2,534)	(2,534)	(2,534)	(2,534)
其他投资现金流	602	29	29	29	29
投资活动产生的现金流	(2,641)	(5,658)	(5,504)	(6,004)	(6,504)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	311	1,185	2,500	2,000	2,000
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(1,396)	(1,398)	(1,398)	602	1,102
融资活动产生的现金流	(1,085)	(213)	1,102	2,602	3,102
现金变动	(1,265)	(434)	(354)	320	551
期初现金	5,452	4,120	3,534	3,181	3,501
公司自由现金流	(180)	(221)	(1,455)	(2,280)	(2,549)
权益自由现金流	(1,248)	(427)	(346)	(1,672)	(1,940)

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	2012	2014	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4,187	3,686	3,182	3,503	4,054
应收帐款	3,941	4,666	3,235	3,488	3,765
库存	1,018	1,161	916	988	1,066
其他流动资产	7,010	4,813	5,130	5,506	5,918
流动资产总计	16,156	14,326	12,463	13,484	14,803
固定资产	15,303	15,898	16,156	16,744	17,305
无形资产	6,752	6,547	6,547	6,547	6,547
其他长期资产	1,896	4,331	8,442	9,281	9,632
长期资产总计	23,951	26,775	31,146	32,572	33,484
总资产	40,108	41,102	43,609	46,057	48,287
应付帐款	4,524	4,715	4,070	4,388	4,736
短期债务	5,269	7,309	8,700	9,700	10,500
其他流动负债	4,112	3,974	3,969	4,077	4,195
流动负债总计	13,906	15,998	16,739	18,165	19,432
长期借款	2,335	2,727	3,800	4,500	5,000
其他长期负债	5,641	4,299	4,673	4,606	4,601
股本	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313
储备	12,656	13,142	13,531	13,960	14,430
股东权益	14,969	15,455	15,844	16,273	16,743
少数股东权益	3,257	2,623	2,553	2,514	2,511
总负债及权益	40,108	41,102	43,609	46,057	48,287
每股帐面价值(人民币)	6.47	6.68	6.85	7.04	7.24
每股有形资产(人民币)	3.55	3.85	4.02	4.20	4.40
每股净负债/(现金)(人民币)	1.48	2.75	4.03	4.63	4.95

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	2012	2014	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.9	16.1	15.4	15.4	15.4
息税前利润率(%)	12.6	8.4	5.7	5.7	5.7
税前利润率(%)	10.6	5.8	2.0	2.3	2.6
净利率(%)	7.5	3.6	1.7	1.8	1.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	0.9	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	5.7	2.9	1.7	1.8	1.9
净权益负债率(%)	18.8	35.1	50.7	57.0	59.5
速动比率(倍)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	6.3	11.9	29.2	26.4	24.1
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	5.7	2.6	3.5	3.8	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	9.4	16.7	16.4	15.6
周转率					
存货周转天数	18.7	20.3	19.5	16.6	16.5
应收帐款周转天数	47.8	65.9	47.8	47.8	47.8
应付帐款周转天数	54.9	66.6	60.2	60.2	60.2
回报率					
股息支付率(%)	25.7	24.9	22.5	22.0	21.6
净资产收益率(%)	15.0	6.0	2.6	2.9	3.2
资产收益率(%)	6.9	3.0	2.2	2.3	2.4
已运用资本收益率(%)	14.7	7.7	4.5	4.6	4.7

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