



持有

5%

目标价格: 人民币 7.39

原目标价格: 人民币 8.09

000937.CH

价格: 人民币 7.05

目标价格基础: 1.1 倍 14 年市盈率

板块评级: 中立

冀中能源

首季亏损, 业绩欠佳

公司 14 年上半年归属母公司净利润 0.53 亿元, 每股收益 0.02 元, 同比下滑 93%, 表现欠佳。其中第二季度亏损 0.21 亿元, 每股收益 -0.01 元, 为公司首次亏损。受焦煤价格较大幅度的下跌以及京津冀较严格的控煤令的双重打击, 公司产量下跌 7%, 综合煤价下跌 25%, 表现较差。第三季度不排除亏损面进一步扩大的可能。基于 1.1 倍行业平均市净率, 将目标价由 8.09 元下调至 7.39 元, 维持持有的评级。

支撑评级的要点

- 公司 14 年上半年实现归属于母公司净利润 0.53 亿元, 每股收益 0.02 元, 同比下滑 93%, 表现欠佳。2 季度归属净利润环比下降 129%, 公司首次亏损 0.21 亿元, 每股收益 -0.01 元。
- 公司今年 1-6 月共生产原煤 1763 万吨, 同比下降 7%; 生产精煤 893 万吨, 同比下降 14%, 精煤的占比下降 4 个百分点至 51%。综合煤价同比下滑 25% 至 448 元/吨, 大于行业平均水平, 我们认为公司所在地受到焦煤大幅下跌以及京津冀控煤令的双重打击的双重影响导致的量价齐跌, 并且幅度较大。
- 煤炭综合成本下滑 23% 至 332 元/吨, 煤炭业务毛利率由 28% 下滑至 26%。吨煤毛利下降 32% 至 116 元, 吨煤净利 (忽略非煤业务的影响) 下降 93% 至 3 元。公司煤炭收入占比由 78% 下滑至 74%, 但毛利润的贡献度仍保持在 94%, 占据绝对主导地位。
- 非煤业务盈利能力较差, 占比不高, 平均毛利率 3.5%, 占收入 26%, 占毛利润 6%。
- 公司业绩对焦煤煤价敏感度很大, 10% 的煤价上涨可以带来近 70% 的每股收益上涨。如果焦煤价格上涨, 公司的业绩弹性最大, 是较好的标的, 反之则回避。

评级面临的主要风险

- 焦煤价格持续低迷, 成本控制欠佳。

估值

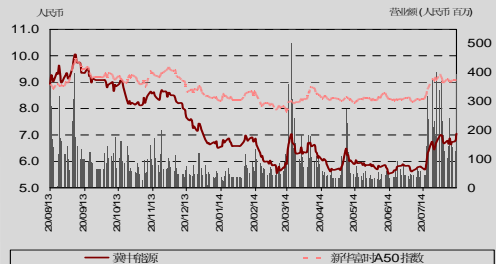
- 基于 1.1 倍行业平均市净率, 将目标价由 8.09 元下调至 7.39 元, 维持持有的评级。

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)	30,072	25,834	20,194	20,990	23,113
变动(%)	(20.0)	(14.1)	(21.8)	3.9	10.1
净利润(人民币 百万)	2,251	929	(31)	(30)	(8)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.97	0.51	0.01	0.01	0.02
变动(%)	(26.2)	(58.7)	(103.3)	(1.1)	(74.4)
先前预测每股收益(人民币)			0.21	0.23	0.25
调整幅度(%)			(93.1)	(94.4)	(91.6)
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	13.8	486.1	545.7	336.7
每股现金流量(人民币)	1.06	2.35	1.89	1.46	1.47
价格/每股现金流量(倍)	6.6	3.0	3.7	4.8	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	10.4	35.1	38.5	38.2
每股股息(人民币)	0.25	0.10	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	3.5	1.4	0.0	0.0	0.1

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	(5.0)	21.6	19.5	(21.2)
相对新华富时 A50 指数	(7.4)	13.1	9.1	(22.2)

发行股数(百万)	2,313
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	16,306
3 个月日均交易额(人民币 百万)	102
净负债比率(%) (2014E)	50
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 2014 年 8 月 19 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

14年上半年净利润0.53亿元，同比下滑93%

公司14年上半年实现归属于母公司净利润0.53亿元，每股收益0.02元，同比下滑93%，表现欠佳。2季度归属净利润环比下降129%，公司首次亏损0.21亿元，每股收益-0.01元。

14年上半年营业收入同比下降26%至107亿元，成本下降24%至86亿元，毛利润下降36%至22亿元。上半年期间费用率从15%上升到18%，占比最大的管理费用下降12%至14亿元，销售费用下降35%至1.75亿元，财务费用由于本期票据贴现支出和40亿公司债券利息减少的原因，同比下降4%至3.7亿元。

毛利率下滑3个百分点至20%，经营利润率从8.1%大幅下滑至0.7%，净利率由5.4%下滑至0.5%，净资产收益率从5%下滑至0.5%。由于煤炭市场持续下滑，贷款回收难度增大，经营活动产生的现金净流量下降91%至1.39亿元。

煤炭产量下降7%，价格下降25%至448元，表现欠佳

公司今年1-6月共生产原煤1,763万吨，同比下降7%；生产精煤893万吨，同比下降14%，精煤的占比下降4个百分点至51%。综合煤价同比下滑25%至448元/吨，大于行业平均水平，我们认为公司所在地受到焦煤大幅下跌以及京津冀控煤令的双重打击的双重影响导致的量价齐跌，并且幅度较大。综合成本下滑23%至332元/吨，煤炭业务毛利率由28%下滑至26%。吨煤毛利下降32%至116元，吨煤净利（忽略非煤业务的影响）下降93%至3元。公司煤炭收入占比由78%下滑至74%，但毛利润的贡献度仍保持在94%，占据绝对主导地位。

非煤业务盈利能力较差，占比不高，平均毛利率3.5%，占收入26%，占毛利润6%

非煤业务整体只贡献了全公司6%的毛利润。电力业务毛利率提升10个百分点至24%，表现最佳，但其占收入的比例只有1%。化工业务和贸易业务利润率最低：其中贸易业务占收入的比重由2%下降至1%，化工业务占比由14%提升至20%。利润率方面，建材业务毛利率保持在5%，贸易业务毛利率由0.5%上升至1.23%，化工毛利率同期下降2个百分点至1.84%。

2季度净利润环比下降129%至-0.2亿元，首次亏损

今年2季度公司归属母公司净利润环比下降129%至-0.2亿元，每股收益-0.01元。主营收入下滑6%至52亿元，毛利润环比降23%至9.5亿元。期间费用率仍保持18%不变。毛利率18%，经营利润率-0.5%，净利率-0.4%。由于3季度焦煤价格仍在下跌中，行业景气度进一步下滑，预计3季度亏损面继续扩大。

图表 1.14 年半年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 上半年	2014 上半年	同比变动(%)
营业收入	14,545	10,723	(26.3)
营业成本	11,177	8,550	(23.5)
毛利润	3,368	2,173	(35.5)
营业税金及附加	199	152	(23.7)
销售费用	268	175	(34.7)
管理费用	1,534	1,352	(11.9)
财务费用	387	370	(4.4)
资产减值损失	(150)	98	(165.5)
投资净收益	47	49	3.4
营业利润	1,177	75	(93.7)
营业外收入	106	71	(33.4)
营业外支出	37	36	(3.8)
税前利润	1,246	110	(91.2)
所得税	458	119	(73.9)
少数股东损益	(3)	(62)	1,847.3
归属于母公司所有净利润	791	53	(93.3)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.34	0.02	(93.3)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.63	0.06	(90.5)
毛利率(%)	23	20	
经营利润率(%)	8.1	0.7	
净利润率(%)	5.4	0.5	
应收账款+应收票据	10,322	8,550	(17)
期间费用率(%)	15	18	
净资产收益率-加权(%)	5.1	0.3	
有效税率(%)	37	109	

资料来源: 公司数据

图表 2.煤炭业务经营数据

	2013 上半年	2014 上半年	同比变动(%)
产量(百万吨)	18.89	17.63	(6.7)
价格(元/吨)	599	448	(25.2)
成本(元/吨)	428	332	(22.5)
吨煤毛利(元/吨)	171	116	(32.2)
营业收入(百万元)	11,314	7,894	(30.2)
营业成本(百万元)	8,091	5,856	(27.6)
毛利率(%)	28	26	
煤炭收入占比(%)	78	74	
煤炭毛利率占比(%)	96	94	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3.14 年 2 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 1 季度	2014 年 2 季度	环比变动(%)
营业收入	5,530	5,193	(6.1)
营业成本	4,302	4,248	(1.2)
毛利润	1,228	945	(23.1)
营业税金及附加	73	79	8.1
销售费用	88	87	(1.2)
管理费用	720	631	(12.4)
财务费用	180	191	6.2
资产减值损失	69	29	(57.3)
投资净收益	3	46	1,364.3
营业利润	102	(27)	(126.6)
营业外收入	46	25	(46)
营业外支出	7	28	275.5
税前利润	140	(30)	(121.7)
所得税	77	43	(44.4)
少数股东损益	(10)	(52)	(401.0)
归属于母公司所有净利润	74	(21)	(128.5)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.03	(0.01)	(128.5)
毛利率(%)	22	18	
经营利润率(%)	1.8	(0.5)	
净利润率(%)	1.3	(0.4)	
期间费用率(%)	18	18	
净资产收益率-加权(%)	0.5	(0.1)	
有效税率(%)	55	(140)	

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	30,072	25,834	20,194	20,990	23,113
销售成本	(21,645)	(19,588)	(16,361)	(17,053)	(18,810)
经营费用	(4,636)	(4,068)	(3,112)	(3,235)	(3,562)
息税折旧前利润	3,792	2,178	721	702	741
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	3,116	3,287	3,536
净利息收入/(费用)	(671)	(762)	(799)	(798)	(797)
其他收益/(损失)	5,696	4,166	3,116	3,287	3,536
税前利润	2,996	1,357	(294)	(310)	(268)
所得税	(865)	(641)	21	26	15
少数股东权益	(64)	62	90	100	90
净利润	2,251	929	(31)	(30)	(8)
核心净利润	2,251	929	(31)	(30)	(8)
每股收益(人民币)	0.973	0.512	0.015	0.013	0.021
每股股息(人民币)	0.250	0.100	0.003	0.003	0.004
收入增长(%)	(20)	(14)	(22)	4	10
息税前利润增长(%)	(19)	(43)	(67)	(3)	6
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(27)	(25)	6	8
每股收益增长(%)	(26)	(59)	(103)	(1)	(74)

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	3,180	1,508	(143)	(158)	(116)
折旧与摊销	1,904	1,988	2,394	2,585	2,795
净利息费用	671	762	799	798	797
运营资本变动	(2,912)	1,529	1,110	(71)	(281)
税金	(865)	(641)	21	26	15
其他经营现金流	483	290	190	197	184
经营活动产生的现金流	2,461	5,437	4,372	3,376	3,394
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)	(30)	(26)	(8)
期初现金	5,452	4,120	3,534	3,504	3,479
公司自由现金流	(180)	(221)	(1,131)	(2,626)	(3,107)
权益自由现金流	(1,248)	(427)	(23)	(2,017)	(2,498)

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	4,187	3,686	3,505	3,481	3,474
应收帐款	3,941	4,666	2,647	2,751	3,029
库存	1,018	1,161	770	802	885
其他流动资产	7,010	4,813	4,255	4,410	4,823
流动资产总计	16,156	14,326	11,177	11,443	12,211
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	42,323	44,016	45,695
应付帐款	4,524	4,715	3,420	3,564	3,932
短期债务	5,269	7,309	8,700	9,700	10,500
其他流动负债	4,112	3,974	3,749	3,798	3,922
流动负债总计	13,906	15,998	15,868	17,062	18,354
长期借款	2,335	2,727	3,800	4,500	5,000
其他长期负债	5,641	4,299	4,639	4,514	4,452
股本	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313
储备	12,656	13,142	13,169	13,193	13,232
股东权益	14,969	15,455	15,482	15,506	15,545
少数股东权益	3,257	2,623	2,533	2,433	2,343
总负债及权益	40,108	41,102	42,323	44,016	45,695
每股帐面价值(人民币)	6.47	6.68	6.69	6.70	6.72
每股有形资产(人民币)	3.55	3.85	3.86	3.87	3.89
每股净负债/(现金)(人民币)	1.48	2.75	3.89	4.63	5.20

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.9	16.1	15.4	15.7	15.3
息税前利润率(%)	12.6	8.4	3.6	3.3	3.2
税前利润率(%)	10.6	5.8	(0.7)	(0.8)	(0.5)
净利率(%)	7.5	3.6	(0.2)	(0.1)	(0.0)
流动性					
流动比率(倍)	1.2	0.9	0.7	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	5.7	2.9	0.9	0.9	0.9
净权益负债率(%)	18.8	35.1	49.9	59.8	67.2
速动比率(倍)	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	7.2	13.8	486.1	545.7	336.7
市净率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	6.6	3.0	3.7	4.8	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	10.4	35.1	38.5	38.2
周转率					
存货周转天数	18.7	20.3	21.5	16.8	16.4
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	61.8	62.0	62.1
回报率					
股息支付率(%)	25.7	24.9	N.A	N.A	N.A
净资产收益率(%)	15.0	6.0	(0.2)	(0.2)	(0.0)
资产收益率(%)	6.9	3.0	1.7	1.6	1.6
已运用资本收益率(%)	14.7	7.7	2.4	2.2	2.2

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，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