

冀中能源

公司盈利对焦煤价格弹性较高，有望受益于3月份焦煤价格的回升

预计河北焦煤价格3月起有望企稳回升

由于临近春节，受下游需求季节性放缓的影响，近期河北地区的焦煤价格有所小幅回落。1月下旬以来，河北邢台地区的焦精煤、1/3焦精煤分别下跌了20/35元每吨，跌幅分别为2.2%和4.3%。我们认为近期河北地区焦煤价格的下跌主要是受季节性的因素影响较大。考虑到3、4月份起是钢铁需求旺季，我们预计3月起河北地区的焦煤价格有望企稳回升。

预计公司1季度盈利环比将小幅改善

考虑3月份起河北地区的焦煤价格有望企稳回升，我们预计1季度的平均焦煤价格可能基本与去年第4季度的均价基本持平，因此我们预计1季度公司的综合毛利率水平有望环比持平。同时，我们预计1季度公司的费用率将小幅环比下降；且公司已公告于2015年2月1日与金隅股份签订了其全资子公司咏宁水泥60%的股权转让书，预计将增厚860万元的公司利润总额。因此，我们预计公司1季度盈利将小幅改善。

盈利预测调整

由于下调了煤炭销量及价格假设，我们将2014/15/16年EPS预测分别从人民币0.43/0.46/0.46元下调至0.02/0.13/0.20，下调后的盈利预测与市场一致预期的差别分别为-82%/7%/20%。

估值：目标价下调至人民币8.9元，维持“买入”评级

我们将目标价从之前的人民币11.3元下调至8.9元，基于1.3倍目标市净率和2015年每股净资产预测人民币6.9元。由于公司目前15年市净率估值仅为1.1倍，低于其历史平均1.3倍，也低于行业平均1.5倍市净率，而我们预计焦煤价格3月份开始回升，公司是盈利弹性最大的焦煤股，因此给予公司“买入”评级。

Equities

 中国
采矿业

12个月评级	买入
	保持不变
12个月目标价	Rmb8.90
	之前: Rmb11.30
股价	Rmb7.52
路透代码: 000937.SZ 彭博代码 000937 CH	
交易数据和主要指标	
52周股价波动范围	Rmb9.17-5.51
市值	Rmb20.4十亿/US\$3.27十亿
已发行股本	2,718百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量(千股)	45,588
日均成交额(Rmb百万)	Rmb372.2
普通股股东权益(12/14E)	Rmb18.4十亿
市净率(12/14E)	1.1x
净债务/EBITDA	2.4x
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	0.43 0.02 -96.00 0.16
12/15E	0.46 0.13 -70.61 0.23
12/16E	0.46 0.20 -57.64 0.20

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37,569	30,072	25,834	19,600	18,957	19,279	19,923	20,539
息税前利润(UBS)	4,633	3,666	2,374	871	959	1,141	1,476	1,791
净利润(UBS)	3,049	2,251	1,184	43	366	531	812	1,072
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.32	0.97	0.51	0.02	0.13	0.20	0.30	0.39
每股股息 (Rmb)	0.25	0.25	0.10	0.00	0.03	0.04	0.06	0.08
现金/(净债务)	(5,863)	(7,397)	(9,092)	(6,981)	(7,026)	(7,058)	(6,750)	(6,183)

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	12.3	12.2	9.2	4.4	5.1	5.9	7.4	8.7
ROIC (EBIT) (%)	28.2	16.9	10.4	3.8	4.1	4.9	6.2	7.5
EV/EBITDA(core)x	7.9	7.2	6.5	9.1	8.4	7.7	6.6	6.0
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	17.0	16.3	21.1	NM	55.8	38.5	25.2	19.1
权益自由现金流(UBS)收益率%	(5.6)	(8.4)	9.2	(3.7)	(1.4)	0.2	2.0	3.6
净股息收益率(%)	1.1	1.6	0.9	0.0	0.4	0.5	0.8	1.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2015年02月13日21时56分的股价(Rmb7.52)得出。

投资主题

冀中能源

投资理由

我们预计未来几年公司的原煤产量将保持小幅增长，增量主要将来自于段王集团和内蒙整合矿的贡献。公司具有距离下游钢铁行业客户运距短，煤炭销售价格反映迅速的优势；同时，14年以来公司加大了成本控制力度，我们预计公司未来几年吨煤成本有望继续小幅下降。我们预计未来3年公司的盈利将小幅增长，我们2014-16的预测EPS分别为人民币0.02/0.13/0.20元，15/16年比市场一致预期略高。我们给予公司8.9元的目标价，目标价基于1.3倍的2015年目标市净率。由于公司目前15年市净率估值仅为1.1倍，低于其历史平均1.3倍，也低于行业平均1.5倍市净率，而我们预计焦煤价格3月份开始回升，公司是盈利弹性最大的焦煤股，因此给予公司“买入”评级。

乐观情景

如果15年宏观经济增速高于预期，同时煤炭的供需基本面由于政府加强了限产、限制进口等行业支持性政策得以改善，则我们估算公司15年预测EPS较基准预期将上升37%至人民币0.18元，相应每股估值将升至10.8元。

悲观情景

如果15年宏观经济增速弱于预期，同时国内煤炭的供应量保持在高位导致供需矛盾进一步突出，则我们估算公司15年预测EPS较基准预期将下降37%至人民币0.08元，相应每股估值将降至6.8元。

近期催化剂

我们认为若国家出台具体的减产或限制进口的政策，将成为煤炭行业的催化剂。此外，公司大股东资产注入预期较大，也构成公司股价向上的催化剂。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb8.90

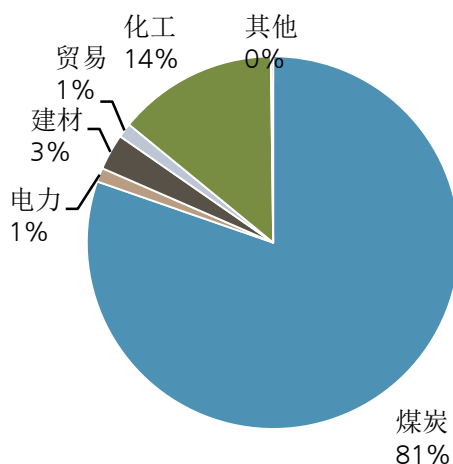
公司简介

冀中能源是国内炼焦煤的龙头企业，业务涉及煤炭、化工、建材等领域。公司拥有煤炭资源储量超过30亿吨，主要煤炭产品为主焦煤、1/3焦精煤、无烟精煤和洗混煤等。2013年公司煤炭产量为3747万吨。

行业展望

虽然自去年下半年以来政府陆续推出了一系列的产业扶植政策，但由于下游需求增长乏力（我们预计未来几年粗钢产量仅将小幅增长），而受新增产能释放和进口煤的影响，焦煤的供给增长的压力仍然存在，因此我们预计焦煤行业将继续处于供应宽松、结构性过剩的态势，我们对未来2年的焦煤价格保持谨慎观点。短期来看，受下游季节性需求回升的因素影响，我们预计短期内焦煤价格有望企稳回升。

主营业务收入按产品划分，2013



来源：公司数据

各业务的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
煤炭业务	7,843	5,634	3,272	3,151	3,240
其他业务	201	273	167	197	274
合计	8,044	5,907	3,439	3,348	3,514

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整

受下游需求低迷、国家限产等政策的影响，我们将公司 2014-16 年的原煤产量分别下调 7%/6%/6%。虽然我们认为短期内焦煤将企稳回升，但从中期来看，考虑到下游需求增长乏力，而供给增长压力仍在，我们对 2015-16 年的焦煤价格保持谨慎。因此，我们预计 2015-16 年公司的煤炭综合售价将继续下降 5%/3%。

图表 16: 主要假设

主要假设	单位	2012	2013	2014E	2015E	2016E
原煤产量	百万吨	36.4	37.5	35.2	35.5	35.8
同比	%		3%	-6%	1%	1%
煤炭综合售价	元/吨	696	548	417	396	390
同比	%		-21%	-24%	-5%	-2%
吨煤生产成本	元/吨	470	389	315	299	291
同比	%		-17%	-19%	-5%	-3%

来源: 公司数据, 瑞银证券预测

由于我们下调原煤产量和煤价假设，我们将公司 2014-16 年的 EPS 预测分别下调 96%/71%/58%，我们下调后的盈利预测与市场一致预期的差别分别为-82%/7%/20%。

图表 17: 瑞银预测比市场一致预期

(人民币百万)	一致预期	瑞银预测(新)	差异 %	瑞银预测(旧)	变化幅度%
2014E					
销售收入	22,143	19,600	-11%	21,706	-10%
净利润	234	43	-82%	986	-96%
EPS (元)	0.09	0.02	-82%	0.43	-96%
2015E					
销售收入	23,093	18,957	-18%	22,028	-14%
净利润	344	366	7%	1,061	-65%
EPS (元)	0.13	0.13	7%	0.46	-71%
2016E					
销售收入	24,195	19,279	-20%	22,494	-14%
净利润	442	531	20%	1,066	-50%
EPS (元)	0.16	0.20	20%	0.46	-58%

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算。注: 市场一致预期截至 2015 年 2 月 12 日; 我们新的 2015-16 年净利润和每股收益的预测与之前预测的变化幅度不同是因为公司于 2014 年进行了非公开发行, 导致股本不同所致。

估值: 目标价人民币 8.9 元; 维持“买入”评级

由于煤炭行业利润率不断下滑，我们将估值方法由之前的市盈率法调整为市净率方法。我们选择 2012 年 4 季度至 2014 年 3 季度（8 个季度）作为历史基准比较时期，主要考虑到 2012 年是煤炭供需关系的拐点。这段时期的历史平均 ROE 为 5.1%，公司的历史平均市净率为 1.6 倍，而我们未来 5 年（2015-19）的平均预测 ROE 为 4.2%，与历史基准时期的 ROE 低 18%，因此我们在历史基准时期 1.6 倍平均市净率的基础上给予 18% 的折扣得到 1.3 倍的目标市净率。基于 2015 年的每股净资产预测人民币 6.9 元，得到人民币 8.9 元的目标价。

由于公司目前估值仅为 1.1 倍，低于其历史平均 1.3 倍，也低于 A 股煤炭板块平均 1.5 倍市净率，而我们预计焦煤价格 3 月份开始回升，公司是盈利弹性最大的焦煤个股，因此给予公司“买入”评级。

图表 18: 目标价推导

历史基准时期 (Q412-Q314) 平均 ROE	5.1%
历史基准时期平均市净率	1.6
平均预测 ROE(2015-2019)	4.2%
折扣	18%
目标市净率	1.3
每股净资产 (2015 年)	6.9
目标价	8.9
评级	买入

来源: 瑞银证券估算

图表 19: 12 个月动态市净率



来源: 彭博, 瑞银证券估算

冀中能源 (000937.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37,569	30,072	25,834	19,600	-24.1	18,957	-3.3	19,279	19,923	20,539
毛利	8,969	8,044	5,907	3,439	-41.8	3,348	-2.6	3,514	3,837	4,163
息税折旧摊销前利润(UBS)	7,051	6,090	4,836	2,892	-40.2	2,987	3.3	3,248	3,694	4,081
折旧和摊销	(2,418)	(2,424)	(2,462)	(2,021)	-17.9	(2,028)	0.3	(2,107)	(2,218)	(2,290)
息税前利润(UBS)	4,633	3,666	2,374	871	-63.3	959	10.1	1,141	1,476	1,791
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	183	185	152	(50)	-	(21)	57.2	0	50	80
净利息	(640)	(671)	(762)	(638)	16.2	(559)	12.5	(552)	(551)	(540)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	4,176	3,180	1,763	183	-89.6	379	107.1	590	975	1,331
税项	(1,129)	(865)	(641)	(230)	64.1	(102)	55.6	(159)	(263)	(359)
税后利润	3,047	2,315	1,122	(47)	-	276	-	431	712	972
优先股股息及少数股权	2	(64)	62	90	46.1	90	0.0	100	100	100
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	3,049	2,251	1,184	43	-96.4	366	NM	531	812	1,072
净利润(UBS)	3,049	2,251	1,184	43	-96.4	366	NM	531	812	1,072
税率(%)	27.0	27.2	36.3	125.8	246.0	27.0	-78.5	27.0	27.0	27.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	1.32	0.97	0.51	0.02	-96.7	0.13	NM	0.20	0.30	0.39
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.32	0.97	0.51	0.02	-96.7	0.13	NM	0.20	0.30	0.39
每股收益(UBS, 基本)	1.32	0.97	0.51	0.02	-96.7	0.13	NM	0.20	0.30	0.39
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.25	0.10	0.00	-96.6	0.03	NM	0.04	0.06	0.08
每股账面价值	6.17	6.47	6.68	6.75	1.1	6.89	1.9	7.05	7.32	7.65
平均股数(稀释后)	2,312.88	2,312.88	2,312.88	2,515.50	8.8	2,718.11	8.1	2,718.11	2,718.11	2,718.11
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	5,313	4,187	3,686	4,033	9.4	4,264	5.7	4,348	4,773	5,341
其他流动资产	10,797	11,970	10,640	11,735	10.3	11,733	0.0	12,070	12,433	12,779
流动资产总额	16,111	16,156	14,326	15,768	10.1	15,996	1.4	16,417	17,206	18,119
有形固定资产净值	13,181	13,494	14,114	14,124	0.1	14,084	-0.3	14,214	14,236	14,189
无形固定资产净值	4,671	6,752	6,547	6,416	-2.0	6,283	-2.1	6,146	6,011	5,868
投资/其他资产	4,091	3,705	6,114	6,288	2.8	6,466	2.8	6,697	6,973	7,267
总资产	38,053	40,108	41,102	42,596	3.6	42,828	0.5	43,473	44,425	45,443
应付账款和其他短期负债	9,793	8,637	8,689	9,134	5.1	8,822	-3.4	8,995	9,218	9,426
短期债务	4,048	5,269	7,309	5,600	-23.38	5,768	3.00	5,883	6,001	6,001
流动负债总额	13,841	13,906	15,998	14,734	-7.9	14,590	-1.0	14,878	15,219	15,428
长期债务	7,129	6,314	5,469	5,414	-1.0	5,522	2.0	5,522	5,522	5,522
其它长期负债	814	1,661	1,557	1,557	0.0	1,557	0.0	1,557	1,557	1,557
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	21,784	21,882	23,023	21,705	-5.7	21,670	-0.2	21,957	22,298	22,507
普通股股东权益	14,273	14,969	15,455	18,358	18.8	18,716	1.9	19,173	19,884	20,793
少数股东权益	1,996	3,257	2,623	2,533	-3.4	2,443	-3.6	2,343	2,243	2,143
负债和权益总计	38,053	40,108	41,102	42,596	3.6	42,828	0.5	43,473	44,425	45,443
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	3,049	2,251	1,184	43	-96.4	366	NM	531	812	1,072
折旧和摊销	2,418	2,424	2,462	2,021	-17.9	2,028	0.3	2,107	2,218	2,290
营运资本变动净值	(2,722)	(2,757)	1,487	(649)	-	(310)	52.3	(165)	(139)	(138)
其他营业性现金流	301	544	311	(164)	-	(168)	-2.3	(231)	(276)	(294)
经营性现金流	3,047	2,462	5,444	1,251	-77.0	1,917	53.2	2,242	2,614	2,930
有形资本支出	(3,297)	(3,208)	(3,087)	(1,900)	38.5	(2,100)	-10.5	(2,100)	(2,100)	(2,100)
无形资本支出	(2,662)	(2,322)	(55)	(100)	-81.7	(100)	0.0	(100)	(100)	(100)
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(22)	601	(2,515)	0	-	246	-	0	0	0
投资性现金流	(5,980)	(4,929)	(5,658)	(2,000)	64.6	(1,954)	2.3	(2,200)	(2,200)	(2,200)
已付股息	(578)	(578)	(578)	(231)	60.0	(9)	96.3	(73)	(106)	(162)
股份发行/回购	0	0	0	3,091	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(435)	(914)	(829)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	6,922	407	1,194	(1,764)	-	276	-	115	118	0
融资性现金流	5,908	(1,085)	(213)	1,096	-	268	-75.6	42	12	(162)
现金流量中现金的增加(减少)	2,975	(3,553)	(426)	347	-	231	-33.6	84	425	568
外汇/非现金项目	(77)	2,427	(74)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	2,898	(1,126)	(501)	347	-	231	-33.6	84	425	568

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

冀中能源 (000937.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	17.0	16.3	21.1	NM	55.8	38.5	25.2	19.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	17.0	16.3	21.1	NM	55.8	38.5	25.2	19.1
股价/每股现金收益	9.5	7.8	6.8	9.2	8.5	7.8	6.7	6.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(5.6)	(8.4)	9.2	(3.7)	(1.4)	0.2	2.0	3.6
净股息收益率(%)	1.1	1.6	0.9	0.0	0.4	0.5	0.8	1.0
市净率	3.6	2.4	1.6	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.5	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.9	7.2	6.5	9.1	8.4	7.7	6.6	6.0
企业价值/息税前利润(核心)	12.1	12.0	13.1	NM	26.1	21.8	16.6	13.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	11.6	11.3	11.8	23.8	21.0	18.1	14.3	12.0
企业价值/运营投入资本	3.4	2.0	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	51,901	36,591	24,966	20,440	20,440	20,440	20,440	20,440
净债务 (现金)	3,852	6,630	8,244	8,036	7,004	7,042	6,904	6,904
少数股东权益	1,996	3,257	2,623	2,533	2,443	2,343	2,243	2,143
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	57,749	46,478	35,834	31,010	29,887	29,826	29,588	29,488
非核心资产	(1,824)	(2,445)	(4,634)	(4,734)	(4,834)	(4,934)	(5,034)	(5,134)
核心企业价值	55,925	44,033	31,200	26,276	25,053	24,892	24,554	24,354
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	24.0	-20.0	-14.1	-24.1	-3.3	1.7	3.3	3.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	28.5	-13.6	-20.6	-40.2	3.3	8.7	13.7	10.5
息税前利润(UBS)	38.7	-20.9	-35.3	-63.3	10.1	19.1	29.3	21.3
每股收益(UBS 稀释后)	27.3	-26.2	-47.4	-96.7	NM	44.8	53.1	32.0
每股股息净值	-50.0	0.0	-60.0	-96.6	NM	44.8	53.1	32.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	23.9	26.7	22.9	17.5	17.7	18.2	19.3	20.3
息税折旧摊销前利润率	18.8	20.3	18.7	14.8	15.8	16.8	18.5	19.9
息税前利润率	12.3	12.2	9.2	4.4	5.1	5.9	7.4	8.7
净利 (UBS) 率	8.1	7.5	4.6	0.2	1.9	2.8	4.1	5.2
ROIC (EBIT)	28.2	16.9	10.4	3.8	4.1	4.9	6.2	7.5
税后投资资本回报率	20.6	12.3	6.6	NM	3.0	3.5	4.5	5.5
净股东权益回报率(UBS)	23.5	15.4	7.8	0.3	2.0	2.8	4.2	5.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.8	1.2	1.9	2.4	2.4	2.2	1.8	1.5
净债务/总权益 %	36.0	40.6	50.3	33.4	33.2	32.8	30.5	27.0
净债务 / (净债务 + 总权益) %	26.5	28.9	33.5	25.0	24.9	24.7	23.4	21.2
净债务/企业价值	10.5	16.8	29.1	26.6	28.0	28.4	27.5	25.4
资本支出 / 折旧 %	148.0	147.0	140.2	106.1	117.0	112.3	106.2	102.6
资本支出/营业收入(%)	8.8	10.7	12.0	9.7	11.1	10.9	10.5	10.2
息税前利润/净利息	7.2	5.5	3.1	1.4	1.7	2.1	2.7	3.3
股息保障倍数 (UBS)	5.3	3.9	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (UBS) %	19.0	25.7	19.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	37,569	30,072	25,834	19,600	18,957	19,279	19,923	20,539
总计	37,569	30,072	25,834	19,600	18,957	19,279	19,923	20,539
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	4,633	3,666	2,374	871	959	1,141	1,476	1,791
总计	4,633	3,666	2,374	871	959	1,141	1,476	1,791

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。