

中国：能源

2015年03月24日

投资建议：
持有-落后同业 (调降评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**(4.8)%**

 日期 **2015/03/23**

收盘价	HK\$4.10
十二个月目标价	HK\$3.90
前次目标价	HK\$4.50
香港恒生指数	24,494.5

信息更新：

- ▶ 3月20日盘后中煤能源公布2014年业绩。
- ▶ 我们将2015/16年每股收益预估下调30%/25%，中煤能源评级调降至“持有-落后同业”。

本中心观点：

- ▶ 未来1-2年管销费用和财务成本仍将处于高位，压低盈利。
- ▶ 公司股价目前对其他因素更敏感，而基本面对股价的影响不大。

公司简介： 中煤能源从事燃煤与焦炭的开采与销售，同时亦生产开采设备并提供煤矿设计服务。

股价相对香港恒生指数表现



市值	RMB77,294.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB45.7 百万元
流通在外股数(百万股)	13,258.7
自由流通股数比例	1.0%
大股东；持股比例	中煤能源, 0.6%
净负债比率 (2015F)	82.6%
市净率 (2015F)	0.56 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至12月	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	82,316	70,664	71,812	74,742
营业利润	6,879	3,598	6,297	7,157
税后净利润*	3,805	141	1,900	2,429
每股收益(元)	0.29	0.01	0.14	0.18
每股收益年增长率(%)	(57.0)	(96.3)	1,246.2	27.9
每股股利(元)	0.21	0.01	0.09	0.11
市盈率(倍)	11.4	308.2	22.9	17.9
股利收益率(%)	6.4	0.2	2.7	3.2
净资产收益率(%)	3.7	0.1	1.9	2.5

* 归属股东税后净利润

报告分析师：

王佳卉	Nice.wang521@yuanta.com
+86 61873821	

以下研究人员对本报告有重大贡献：

孙伟风	weifengsun@yuanta.com
+86 61873875	

中国中煤能源股份有限公司 (1898 HK)

2014年业绩令人失望

我们将中煤能源评级调降至“持有-落后同业”，目标价从4.5港元下调至3.9港元，因为我们将2015/16年每股收益预估下调30%/25%，以反映高企的财务和管销费用。本中心目标价系基于现金流折现估值和市盈率估值，平均计算而得。公司A/H股目前对应2015年预估每股收益49.7倍/22.9倍。

2014年业绩回顾：2014年每股收益为人民币0.01元（按国际会计准则编制），较本中心之前预估和公司业绩快报（按中国会计准则编制）低83%。2014年营收同比下滑14.2%，而管销费用和财务成本攀升导致盈利同比下滑96%以上。管理层提议2014年发放现金股利人民币0.024元，高于每股收益。

财务成本高企：虽然我们预计煤炭业务表现不佳会拖累盈利，但财务成本之高出本中心预期。2014年利息费用从2013年的人民币13亿元升至人民币27亿元。管理层认为利息费用上升的原因是1) 公司需融资以支撑日常经营和资本支出；及2) 可偿还债务的经营活动现金流减少。公司资产负债率约为57.5%，速动比率为0.96，表明其偿债能力不成问题，但如果中煤能源无法获得充裕的现金流，利息费用仍将维持高位。

对煤炭业务表现的敏感度高于同业：不同于中国神华（1088 HK；买入）一体化的经营模式，中煤能源煤炭产销的业绩占比更高。即使公司煤化工业务于去年投产，其非煤炭业务的业绩贡献远不足以抵消煤炭业务的疲弱表现。

投资理由：我们认为中煤能源股价目前对其他因素更敏感，而基本面对股价的影响不大。我们建议投资者回避该股，除非出现1) 明确的国企改革信号；及2) 煤炭需求和价格回升。

分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

估值与盈利预估调整

图 1：本中心主要财务预估调整

	单位	调整前		调整后			差异	
		2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2015F	2016F
总营收	人民币 十亿	71.8	74.7	70.6	71.8	74.7	(0%)	(0%)
盈利	人民币 十亿	2.7	3.1	0.1	1.9	2.4	(30%)	(25%)
每股收益	人民币	0.20	0.24	0.01	0.14	0.18	(30%)	(25%)

资料来源：公司资料，元大

我们将中煤能源评级调降至“持有-落后同业”，主要因我们将 2015/16 年盈利预估下调 30%/25%以反映公司较高的财务及管销成本。本中心目标价系基于现金流折现估值与市盈率估值平均计算得出。

现金流折现估值目标价由 6.70 港元调整为 6.12 港元

我们得出中煤能源现金流折现估值目标价为 6.12 港元。详细数据请见图 2-3。

图 2：主要假设

主要假设	
无风险利率	4.25%
市场风险溢价	15.0%
贝塔值	1.02
债务成本	3.3%
有效税率	28.2%
权益成本	15.2%
长期资产负债率	38.8%
加权平均资本成本	10.2%
息税前利润增长率	1.3%
终期增长率	1.5%

资料来源：公司资料，元大预估

图 3：现金流折现估值

现金流折现估值一览（人民币 百万）	
总计	172,890
加：非核心资产	12,237
减：少数股东权益	362
减：净负债	120,600
合理价值	64,165
发行在外股数（百万）	13,259
权益价值/股（人民币）	4.84
权益价值/股（港元）	6.12

资料来源：公司资料，元大预估

市盈率估值目标价由 2.31 港元调整为 1.63 港元

我们将目标市盈率 9 倍乘以 2015 年预期每股收益，得出市盈率目标价 1.63 港元。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	24,519	21,639	23,947	21,920	21,087
存货	6,697	6,806	8,622	6,125	6,299
应收帐款及票据	15,936	17,698	20,677	15,523	16,129
其他流动资产	2,229	1,584	2,535	2,788	3,067
流动资产	49,381	47,728	55,781	46,355	46,582
长期投资	10,698	12,151	15,198	13,679	14,440
固定资产	85,510	110,015	126,367	136,477	147,395
什项资产	40,098	46,626	46,666	47,989	49,445
其他资产	136,306	168,792	188,231	198,145	211,280
资产总额	185,688	216,520	244,012	244,500	257,862
应付帐款及票据	16,102	22,631	23,421	25,763	28,340
短期借款	6,541	10,320	12,837	14,121	15,533
什项负债	11,483	10,547	12,671	13,244	14,070
流动负债	34,126	43,498	48,929	53,128	57,943
长期借款	40,077	59,643	81,871	85,965	90,263
其他负债及准备	10,064	10,286	10,283	10,797	11,337
长期负债	50,141	69,929	92,154	96,762	101,600
负债总额	84,267	113,427	141,083	149,890	159,543
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	0	0	0	0	0
保留盈余	30,120	30,552	30,544	33,598	36,958
换算调整数	43,347	44,000	43,101	31,366	31,353
股东权益	86,726	87,811	86,904	78,223	81,570

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	9,575	4,620	488	2,261	2,792
折旧及摊提	4,697	5,206	4,951	5,079	5,015
本期营运资金变动	(2,082)	(25)	(2,978)	(1,695)	(1,566)
其他营业资产	(570)	(2,197)	2,969	67	280
营运活动之现金流量	10,888	6,788	5,084	5,350	6,157
资本支出	(27,560)	(25,375)	(27,560)	(27,560)	(27,560)
本期长期投资变动	250	(519)	(519)	(519)	(519)
其他资产变动	(4,579)	(3,354)	10,312	733	2,563
投资活动之现金流量	(31,889)	(29,247)	(17,767)	(27,346)	(25,515)
股本变动	13	62	13	13	13
本期负债变动	17,260	23,481	32,227	27,523	29,362
其他调整数	(3,962)	(3,069)	(12,656)	(7,625)	(10,905)
融资活动之现金流量	13,311	20,474	19,585	19,911	18,469
本期产生现金流量	(7,691)	(1,985)	6,902	(2,085)	(888)
自由现金流量	(15,351)	(15,096)	(22,180)	(18,769)	(18,052)

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	87,292	82,316	70,664	71,812	74,742
销货成本	(69,989)	(70,920)	(63,468)	(61,842)	(63,757)
营业毛利	17,303	11,396	7,196	9,970	10,984
营业费用	(4,618)	(4,629)	(3,786)	(3,773)	(3,931)
营业利润	12,807	6,879	3,598	6,297	7,157
利息收入	807	606	763	801	841
利息费用	(1,061)	(1,235)	(2,715)	(2,851)	(2,993)
利息收入净额	(254)	(630)	(1,952)	(2,049)	(2,152)
投资利益(损失)净额	347	478	96	292	0
其他业外收入(支出)净额	(111)	(326)	(1,063)	(1,389)	(1,115)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	12,789	6,401	679	3,151	3,890
所得税费用	(3,214)	(1,781)	(192)	(890)	(1,098)
税后净利润	8,842	3,805	141	1,900	2,429
税前息前折旧摊销前净利	17,504	12,085	8,550	11,375	12,172
每股收益 (RMB)	0.67	0.29	0.01	0.14	0.18
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.46	0.08	0.01	0.05	0.08

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	(3.9)	(5.7)	(14.2)	1.6	4.1
营业利润	(9.9)	(46.3)	(47.7)	75.0	13.7
税前息前折旧摊销前净	20.1	(31.0)	(29.3)	33.1	7.0
税后净利润	(11.2)	(57.0)	(96.3)	1,246.2	27.9
每股收益	(11.18)	(56.97)	(96.29)	1,246.24	27.86
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	19.8	13.8	10.2	13.9	14.7
营业利润率	14.7	8.4	5.1	8.8	9.6
税前息前 折旧摊销前净利率	20.1	14.7	12.1	15.8	16.3
税后净利润率	10.1	4.6	0.2	2.6	3.2
资产报酬率	5.5	2.3	0.2	0.9	1.1
净资产收益率	8.9	3.7	0.1	1.9	2.5
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	46.0	67.9	92.0	105.8	107.6
净现金(负债)权益比(%)	13.0	10.9	17.6	17.0	15.4
利息保障倍数 (倍)	13.1	6.2	1.3	2.1	2.3
利息及短期债	1.8	0.7	0.2	0.4	0.4
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	10.3	5.5	1.9	1.9	2.1
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	1.4	0.6	0.3	0.3	0.3
流动比率 (倍)	1.4	1.1	1.1	0.9	0.8
速动比率 (倍)	1.3	0.9	1.0	0.8	0.7
净负债 (RMB 百万元)	22,100	48,324	70,761	78,165	84,708
每股净值 (RMB)	6.54	6.62	6.55	5.91	6.15
评价指标 (倍)					
市盈率	4.9	11.4	308.2	22.9	17.9
股价自由现金流量比	(2.8)	(2.9)	(2.0)	(2.3)	(2.4)
市净率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
股价税前息前折旧摊销 前净利比	2.5	3.6	5.1	3.8	3.6
股价营收比	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国中煤能源股份有限公司 (1898 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/04/19	8.81	13.50	13.50	买入	黄建文
2	2012/09/16	7.35	9.00	9.00	买入	黄建文
3	2013/04/17	6.23	7.00	7.00	持有-超越同业	王佳卉
4	2013/07/08	4.11	4.70	4.70	持有-超越同业	王佳卉
5	2013/08/22	4.90	5.10	5.10	持有-超越同业	王佳卉
6	2014/03/19	3.99	4.30	4.30	持有-超越同业	王佳卉
7	2014/09/29	4.48	4.85	4.85	持有-超越同业	王佳卉
8	2014/10/24	4.57	4.60	4.60	持有-超越同业	王佳卉
9	2015/02/02	4.27	4.50	4.50	持有-超越同业	王佳卉
10	2015/02/02	4.16	4.50	4.50	持有-超越同业	王佳卉
11	2015/03/24	4.10	3.90	3.90	持有-落后同业	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计:	411	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼