

中国神华能源股份有限公司

1月营运数据点评：春节因素和国际煤炭市场冲击销量下滑

中国神华公布1月运营数据，商品煤产量1760万吨，同比升21.4%，销售量1930万吨，同比升2.7%，出口量同比减少50%至120万吨；1月份发电量为63.1亿千瓦时，同比减少29.9%，总售电量为56.9亿千瓦时，同比增长32.4%。公司公布数据基本符合预期。

月度产量环比增加而销量大幅减少 1月份神华商品煤产量环比上升10.7%，煤炭销售量则从12月底的2380万吨环比下降18.9%。1月份公司商品煤销量环比降低主要来自1)下游企业春节放假因素；2)神华煤有一半以上通过港口下水销售到东南沿海电厂，受到国际市场低价高质煤炭的冲击。我们预计2月份销售量或将继续下降。

月度发电量及售电量环比继续大幅下降 与我们前期预测相符，电力业务继续拖累公司整体业绩。公司月度发电量从2008年9月开始下滑，12月因处于冬季取暖旺季环比大幅上升20%，1月春节期间下属电厂所在地区很多工业企业停产，故发电量环比下跌23.3%，总售电量环比下降19.4%，预计2月份数据将较1月份回暖。

1月月度煤炭出口量受到大幅度冲击 1月份公司出口煤炭仅120万吨。同样，另一出口大户山西省海关公布1月份焦炭出口量同比下降93%，动力煤出口同比下降73.4%。东南沿海进口动力煤价格较国内煤价更有优势，预计未来几个月煤炭出口还将不乐观。

煤价完全市场化，年初价格或为最高价格 五大电力集团未和煤炭公司签约，煤电联盟宣告失败，2009年将不存在1年价格不变的重点合同煤。从神华当地的价格来看，公司煤价预计在平仓价540-550元/吨(含税)，剔除增值税的因素，较2008年初平仓价458元/吨(含税)同比增长14-16%。随着未来小矿逐渐复产和国际煤价对国内市场的冲击，预计2月份神华煤价可与1月份持平，从3月份将会逐渐降低。

估值与评级 上半年神华的业绩会受到电力需求下降和本身煤质降低的影响略有下滑，但下半年盈利水平会随着电力需求的稳定而保持稳定。我们考虑到小矿复产和国际煤价格的冲击，调低神华的2009年每股盈利预测3.2%至1.55元人民币，目标价18.00港元，维持中性投资评级。

盈利预测及估值

12月31日(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	64,240	82,365	116,989	119,959	128,739
增长(%)	23.0%	28.2%	42.0%	2.5%	7.3%
净利润	20,285	24,037	36,865	36,295	38,829
增长(%)	12.7%	18.5%	53.4%	-1.5%	7.0%
每股摊薄盈利	0.97	1.11	1.58	1.56	1.67
市盈率	15.9	13.8	9.7	9.8	9.2
毛利率	47.7%	48.1%	51.1%	50.6%	48.7%
EBIT Margin	38.4%	38.9%	42.9%	42.4%	40.5%
总资产回报率	11.8%	10.1%	13.4%	12.3%	12.5%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

中性

(上次：中性)

目标价：HK\$ 18.00

现价：HK\$17.40

2009年1月16日

彭博：01088 HK

路透：01088.HK

股本数据

H股股数(百万股)	3,398.6
总市值(港元百万)	485,927.7
52周高/低(港元)	42.58- 7.91
平均成交额(港元百万)	37.1
主要股东	持股(%)
中国神华集团	73.86
自由流通量	16.7
行业	煤炭

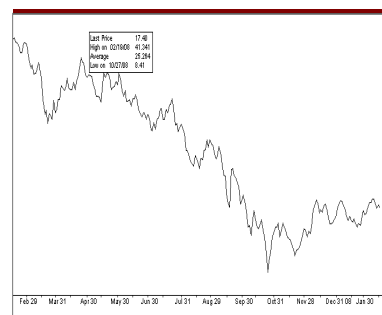
招商证券(香港)研究部

石钰

(852)3189-6121

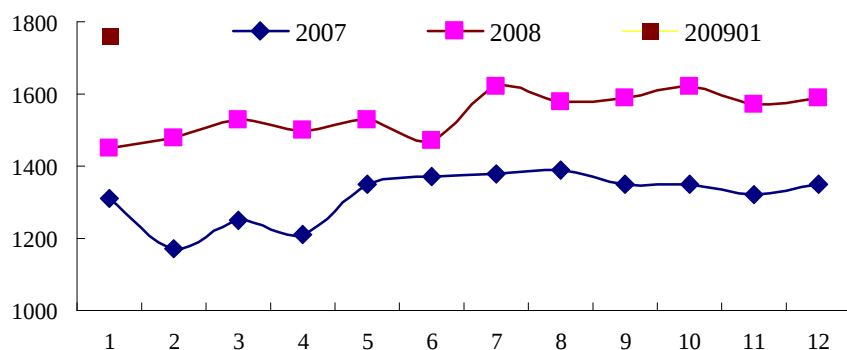
shiyu@cmschina.com.cn

一年以来股价与恒指表现对比图



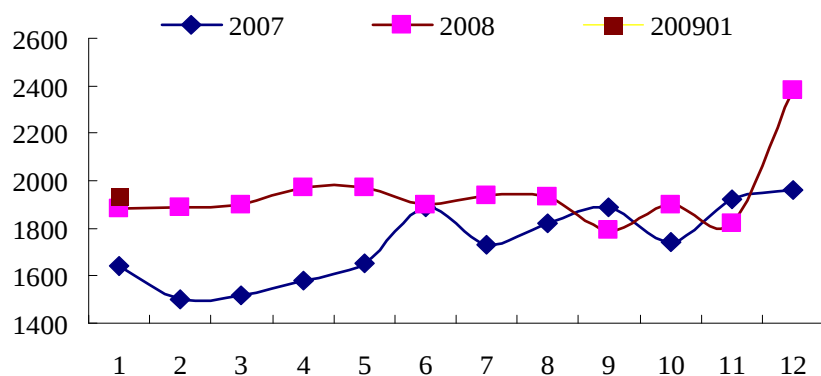
资料来源：彭博

公司商品煤产量 2007 年、2008 年和 2009 年 1 月月度数据比较 (万吨)



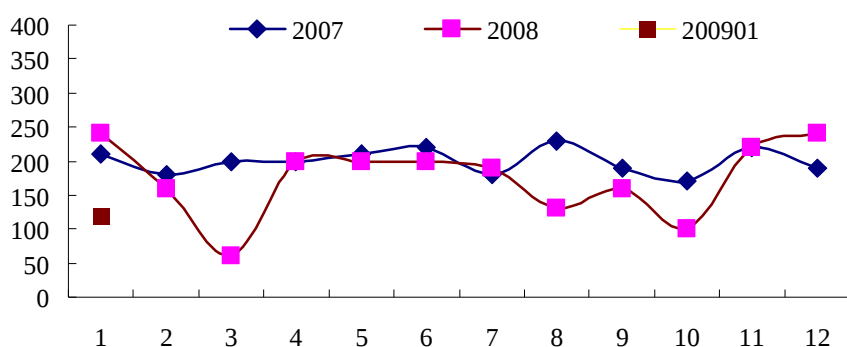
资料来源: 公司资料,招商证券(香港)

公司煤炭销售量 2007 年、2008 年和 2009 年 1 月月度数据比较 (万吨)



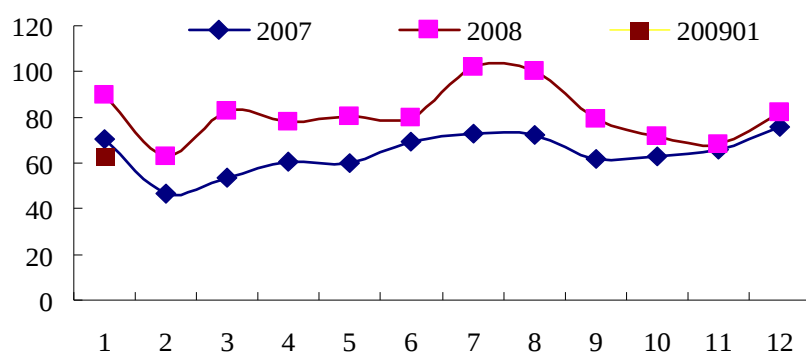
资料来源: 公司资料,招商证券(香港)

公司煤炭出口量 2007 年、2008 年和 2009 年 1 月月度数据比较 (万吨)



资料来源: 公司资料,招商证券(香港)

公司发电量 2007 年、2008 年和 2009 年 1 月月度数据比较 (亿千瓦时)



资料来源: 公司资料,招商证券(香港)

损益表预测

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
收入					
煤炭收入	45,948	55,741	85,726	87,351	93,408
电力收入	16,628	25,186	28,766	30,064	32,610
其他收入	1,664	1,438	2,497	2,544	2,721
收入合计	64,240	82,365	116,989	119,959	128,739
成本合计	32,460	43,773	57,803	59,756	66,499
经营费用合计	36,944	49,610	68,287	70,512	78,026
经营利润	27,296	32,497	48,702	49,447	50,713
融资成本净额	-2,100	-2,383	-2,182	-2,078	-1,954
应占联营公司利润	478	627	306	306	306
未计所得税的利润	25,673	30,779	47,263	48,073	49,464
所得税	-5,388	-6,742	-10,398	-11,778	-10,635
以下人士应占					
本公司股东	17,460	20,581	31,519	31,032	33,199
少数股东	2,825	3,456	5,345	5,263	5,630
本期利润	20,285	24,037	36,865	36,295	38,829
于日后资产负债表日后决 议及提议分派的股息	6,150	9,325	11,032	12,413	13,279
每股基本盈利	0.97	1.11	1.58	1.56	1.67
每股摊薄盈利	0.97	1.11	1.58	1.56	1.67

资料来源: 公司资料,招商证券(香港)预测

现金流量表

(人民币百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	30,779	47,263	49,464	55,027
经营活动产生的现金流量净额	25,626	52,341	41,414	55,202
投资活动产生的现金流量净额	-29,933	-32,923	-18,903	-20,695
融资活动产生的现金流量	41,953	-16,032	-18,779	-14,773

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

资产负债表预测

(人民币百万元)	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
固定资产	128,556	153,417	178,504	216,093	224,947
无形资产	1,172	1,162	1,002	842	682
联营公司权益	2,808	2,754	3,060	3,366	3,671
投资	1,066	1,031	1,031	1,031	1,031
其他长期资产	6,620	8,547	7,123	7,129	7,130
非流动资产合计	140,222	166,911	190,720	228,461	237,461
现金及其等价物(短期存款)	15,758	53,404	56,790	38,829	42,559
库存	4,880	6,337	8,323	8,481	8,162
应收帐款	5,277	6,642	10,304	10,567	11,342
其他流动资产	6,223	5,744	9,159	9,393	10,081
流动资产合计	32,138	72,127	84,576	67,270	72,144
资产总计	172,360	239,038	275,296	295,731	309,606
短期负债	16,392	10,196	9,196	8,196	6,696
应交税金	2,196	2,198	10,398	11,778	10,635
应付票据	9,498	9,074	14,884	15,264	12,602
其他流动负债	8,038	11,903	13,739	14,090	11,342
流动负债总计	36,124	33,371	48,217	49,328	41,274
长期银行贷款	42,427	49,718	45,718	41,718	37,718
其他长期负债	4,578	6,145	5,725	5,166	5,545
长期负债总计	47,005	55,863	51,443	46,884	43,263
少数股东权益	19,447	20,016	25,361	30,624	36,254
股本	18,090	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	51,694	109,898	130,386	149,005	168,924
股东权益	69,784	129,788	150,276	168,895	188,814
负债、权益总计	172,360	239,038	275,296	295,731	309,606

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人石钰未持有该公司股票及其衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828