

中国神华：一季度运营数据表现强劲

一季度运营数据点评

报告关键点：

- 📖 产量同比增长两成
- 📖 运营数据良好
- 📖 维持“增持-A”评级

报告摘要：

- **煤炭产量同比增长两成：**中国神华今日公布了2008年一季度的运营数据，其中，商品煤产量为44.6百万吨，同比增长19.6%；煤炭销售量为56.7百万吨，同比增长21.7%，其中，受国内雪灾的影响，出口量为4.6万吨，同比下滑22%。我们预测2008年公司自有商品煤的产量为170.4百万吨，商品煤的销售量为220.4百万吨，公司一季度的运营数据基本上在我们的预期之内，我们维持前期的产量和价格的假设。
- **发电量表现符合预期：**2008年一季度，公司实现总发电量为235.9亿千瓦时，同比增长38.3%；总售电量为220.8亿千瓦时，同比增长38.2%。发电量的增速较高，主要的原因在于三河电力、国华准格尔、锦界能源、神华亿利等电厂的新增机组投产所致，我们预测2008年公司的总计售电量为843.93亿千瓦时，权益售电量517.47亿千瓦时，在2008年的盈利预测中，我们并没有考虑煤电联动，维持前期的假设，如果08年实施煤电联动，业绩存在超预期的可能。
- **资产注入年内完成的可能性在增加：**公司高管曾经在不同的场合表示神华的资产注入将会成为一个确定性的事情，由于公司目前资本结构和历史比率相比，负债率偏低，同时拥有较多的现金，在资产收购的程序上相比于其他公司没有较多的桎梏，实施起来比较简单，我们认为今年注入的可能性正在逐渐变大，但是，我们谨慎考虑注入资产带来的收益边际递增可能没有市场预期的高。
- **维持增持-A评级：**预计2008-2010年，中国神华的主营收入分别为：103,453、125,893、144,825百万元，净利润分别为：29,400、37,177、44,292百万元，对应的每股收益为1.48、1.87、2.23元，维持前期的“增持-A”的评级，考虑到市场整体估值水平的变化，给予2008年40倍市盈率，调整目标价为59.2元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **59.20 元**

期限： 6个月 上次预测： 74.80 元

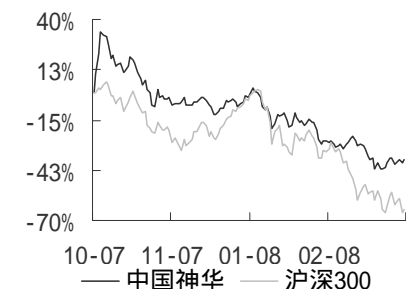
现价： 43.90 元

报告日期： **2008-04-16**

市场数据

总市值(百万元)	873,154.34
流通市值(百万元)	79,020.00
总股本(百万股)	19,889.62
流通股本(百万股)	1,800.00
12个月最高/最低	37.82/94.88 元
十大流通股东(%)	67.22%
股东户数	609,018

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.55)	3.60	(46.70)
绝对收益	(16.37)	(31.32)	(36.65)

研究员

李大刚 行业分析师

021-68801203 lidg@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
主营业务收入	64,240.00	82,107.00	103,453.20	125,892.70	144,825.30
Growth(%)	23.00%	27.81%	26.00%	21.69%	15.04%
净利润	16,436.00	19,766.00	29,400.40	37,177.50	44,291.60
Growth(%)	11.80%	20.26%	48.74%	26.45%	19.14%
主营利润率(%)	50.70%	48.18%	56.00%	59.80%	54.89%
净利润率(%)	25.60%	24.07%	28.40%	29.50%	30.58%
每股收益(元)	0.83	1.07	1.48	1.87	2.23
每股净资产(元)	4.23	5.32	5.98	7.2	8.65
市盈率	52.89	41.03	29.66	23.48	19.69
市净率	10.38	8.25	7.34	6.10	5.08
净资产收益率(%)	20.40%	20.10%	25.40%	26.50%	25.90%
投资回报率(%)	18.30%	17.92%	19.90%	20.30%	20.20%
EV/EBITDA	35.17	30.07	25.54	18.90	14.94
股息收益率	0.00%	0.59%	0.72%	0.99%	1.25%

前期研究成果

中国神华：上调 08 年业绩

2008-03-17

中国神华：业绩快报符合预期

2008-02-26

中国神华：龙头=强大的资源整合能力

2007-12-07

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2008-04-16

财务报表(百万元)						财务指标					
	2005	2006	2007F	2008F	2009F		2005	2006	2007F	2008F	2009F
利润表(百万元)						销售利润率					
主营业务收入	52,242.0	64,240.0	82,388.3	103,453.2	125,892.7	主营业务利润率	53.4%	50.7%	51.4%	56.0%	59.8%
减:主营业务成本	23,134.0	30,137.0	38,094.2	43,096.6	47,705.2	EBITDA Margin	54.2%	52.2%	52.7%	57.9%	61.2%
减:营业税金	1,218.0	1,505.0	1,927.9	2,420.8	2,945.9	EBIT Margin	43.7%	41.5%	42.0%	47.2%	50.5%
主营业务利润	27,890.0	32,598.0	42,594.8	54,106.0	67,982.1	NOPLAT Margin	35.4%	32.6%	33.0%	35.6%	36.7%
加:其他业务利润	-368.0	-23.0	30.0	30.0	30.0	净利润率	28.1%	25.6%	26.0%	28.4%	29.5%
减:营业费用	500.0	434.0	659.1	672.4	881.2	投资资本效率					
减:管理费用	4,597.0	5,769.0	7,414.9	8,793.5	11,078.6	固定资产周转率	0.74	0.74	0.71	0.70	0.69
减:财务费用	1,692.0	2,077.0	2,917.6	3,778.5	4,518.9	流动资金周转率	10.28	8.83	13.67	10.91	9.71
营业利润	20,660.0	24,085.0	31,433.1	40,691.6	51,333.3	流动资产周转率	2.40	2.23	2.53	2.64	2.61
加:投资收益	452.0	470.0	500.0	500.0	500.0	应收帐款周转率	19.99	18.84	16.35	15.90	15.68
加:非经常性损益	-110.0	-171.0	-2.0	-1.5	-1.5	存货周转率	16.68	15.42	15.06	14.84	14.64
利润总额	21,002.0	24,384.0	31,931.1	41,190.1	51,831.8	总资产周转率	0.46	0.52	0.48	0.45	0.45
减:所得税	3,953.0	5,231.0	7,024.8	7,414.2	9,329.7	投资资本周转率	0.51	0.56	0.57	0.56	0.55
净利润	14,700.0	16,436.0	21,421.7	29,400.4	37,177.5	投资回报率					
资产负债表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F	ROE	20.9%	20.4%	22.3%	25.4%	26.5%
货币资金	19,891.0	15,509.0	20,833.9	25,863.3	31,473.2	ROA	16.4%	15.7%	13.0%	14.5%	15.2%
应收帐款	2,508.0	4,311.0	5,767.2	7,241.7	8,812.5	ROIC(税前)	22.1%	23.3%	23.9%	26.3%	28.0%
应收票据	174.0	549.0	411.9	517.3	629.5	ROIC(税后)	17.9%	18.3%	18.7%	19.9%	20.3%
存货	3,572.0	4,761.0	6,179.1	7,759.0	9,442.0	增长率					
其他流动资产	1,274.0	3,059.0	1,647.8	2,069.1	2,517.9	主营收入增长率	33.0%	23.0%	28.3%	25.6%	21.7%
固定资产净额	73,823.0	98,809.0	131,821.3	165,525.1	201,428.4	主营利润增长率	53.0%	16.9%	28.3%	27.0%	25.6%
在建工程	17,471.0	11,102.0	15,080.0	14,000.0	13,567.0	EBITDA 增长率	44.8%	18.3%	29.6%	37.8%	28.7%
其他固定资产	20,044.0	20,207.0	25,346.0	28,667.0	32,467.0	EBIT 增长率	58.5%	16.8%	30.0%	40.9%	30.4%
其他资产	1,691.0	3,013.0	2,471.6	3,103.6	3,776.8	NOPLAT 增长率	62.8%	13.0%	29.9%	35.7%	25.3%
资产总额	113,029.0	133,131.0	209,558.9	254,746.1	304,114.1	净利润增长率	86.4%	11.8%	30.3%	37.2%	26.5%
短期债务	5,751.0	9,255.0	10,710.5	13,448.9	16,366.1	投资资本增长率	2.5%	19.3%	32.8%	24.4%	21.1%
应付帐款	5,225.0	8,465.0	9,523.6	10,774.2	11,926.3	财务杠杆					
应付票据	1,376.0	668.0	761.9	861.9	954.1	资产负债率	47.9%	48.4%	41.9%	43.2%	42.8%
其他流动负债	10,484.0	14,845.0	16,477.7	20,690.6	25,178.5	负权益比	92.1%	94.0%	87.9%	92.6%	91.4%
长期负债合计	44,487.0	45,881.0	50,381.6	64,504.7	76,407.3	净负权益比	-35.3%	-41.1%	-35.2%	-39.1%	-38.5%
其他债务	-	-	-	-	-	流动比率	1.20	0.91	0.93	0.95	0.97
负债总额	67,323.0	79,114.0	87,855.2	110,280.4	130,832.3	速动比率	1.04	0.77	0.76	0.78	0.80
少数股东权益	15,572.0	18,289.0	21,773.6	26,149.1	31,473.7	分红指标	2005	2006	2007F	2008F	2009F
股本	18,090.0	18,090.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	DPS(元)	0.00	0.31	0.38	0.52	0.65
留存收益	55,035.0	66,116.0	80,040.1	99,150.3	123,315.7	分红比率	0.0%	37.4%	35.0%	35.0%	35.0%
股东权益	73,125.0	84,206.0	99,930.1	119,040.3	143,205.7	股息收益率	0.00%	0.59%	0.72%	0.99%	1.25%
负债与股东权益	140,448.0	163,320.0	209,558.9	255,469.8	305,511.7	业绩和估值指标	2005	2006	2007F	2008F	2009F
现金流量表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F	EBITDA	28,330.0	33,523.0	43,445.0	59,878.4	77,093.4
EBIT	22,804.0	26,632.0	34,622.2	48,799.8	63,611.8	EBIT	22,804.0	26,632.0	34,622.2	48,799.8	63,611.8
减:EBIT的税赋	4,292.2	5,713.3	7,667.2	8,094.6	10,143.4	NOPLAT	18,511.8	20,918.7	27,183.5	36,875.4	46,208.9
NOPLAT	18,511.8	20,918.7	26,955.0	40,705.2	53,468.4	净利润	14,700.0	16,436.0	21,421.7	29,400.4	37,177.5
加:折旧	5,526.0	6,891.0	8,822.8	11,078.6	13,481.6	EPS(元)	0.74	0.83	1.08	1.48	1.87
减:营运资本变动	10,503.0	(6,123.0)	3,629.0	3,283.6	3,692.4	BVPS(元)	3.68	4.23	5.02	5.98	7.20
经营活动现金流	13,534.8	33,932.7	32,148.8	48,500.2	63,257.6	PE(X)	71.02	63.52	48.74	35.51	28.08
资本支出	(11,595.0)	(31,877.0)	(41,835.1)	(44,782.4)	(49,384.9)	PB(X)	14.28	12.40	10.45	8.77	7.29
其他净资产变动	14,044.0	(1,277.0)	(4,208.9)	(3,426.3)	(3,912.2)	CAGR	26.0%	31.3%	27.4%		
投资活动现金流	2,449.0	(33,154.0)	(46,044.0)	(48,208.7)	(53,297.1)	PEG	2.73	2.03	1.78		
营运自由现金流	15,983.8	778.7	(13,895.2)	291.4	9,960.6	EV/EBITDA	35.17	30.07	25.54	18.90	14.94
税后财务费用	(1,373.5)	(1,631.4)	(2,275.7)	(3,098.3)	(3,705.5)	EV/EBIT	43.69	37.86	32.05	23.19	18.10
付息债务变动	(6,128.0)	4,690.0	5,567.4	16,334.9	14,258.7	EV/NOPLAT	53.83	48.20	40.82	30.69	24.92
股东权益变动	33,044.0	11,081.0	15,724.1	19,110.2	24,165.4	EV/IC	9.54	8.09	6.71	5.50	4.62
红利	-	(6,150.0)	(7,497.6)	(10,290.1)	(13,012.1)	ROIC/WACC	2.21	2.44	2.65	2.71	2.73
少数股东权益变动	2,349.0	2,717.0	3,484.6	4,375.5	5,324.6	REP	4.32	3.32	2.53	2.03	1.69
融资活动现金流	27,891.5	12,706.6	13,239.7	26,195.3	27,031.0						

资料来源:安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李大刚,工学学士,复旦大学财务金融系硕士,2004年7月至2007年7月供职于华夏(中信建投)研究所,2007年7月加盟安信证券研究所。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-66581668

何诗钊

0755-82558082

李瑾

0755-82558084

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编:518026

上海

上海市浦东南路528号上海证券大厦北塔2008室
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编:100034