

煤电之争---中国神华 09 年 1 月份运营数据点评

报告关键点：

- 1月份煤炭销售数据表现异常
- 月度煤炭产量和销量增速差在1月份上升折射出煤电之争
- 维持“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 1月份煤炭销售数据表现异常：中国神华公布了2009年一月份运营数据，其中，1月份商品煤产量为17.6百万吨，同比增长21.4%；发电量为63.1亿千瓦时，同比下降-29.9%，发电量的下降反映了春节效应和宏观经济的下降，上述数据基本符合预期。表现异常的数据为1月份商品煤销售量，1月份商品煤销量为19.3百万吨，同比增长仅为2.7%。
- 月度煤炭产量和销量增速差在1月份上升折射出煤电之争：如果考察中国神华上市以来的月度生产数据，可以看到月度产量增速减去销量增速的差值只在几个极端的月份出现过20个百分点左右的变化，09年1月份的差值达到了19个百分点，而1月份是经济去库存化的阶段，下游的需求恢复，差值应该缩小而不是扩大，可能的原因是煤炭企业采用了惜售的价格竞争策略，期望提高2009年合同煤价格，这一反常反映了煤炭和电力企业在价格上的僵局。
- 维持“增持-A”投资评级：我们判断09年中国神华的煤炭价格存在很大可能性上涨，故维持前期判断，预计2008-2010年公司营业收入分别为110128、119093、134088百万元，净利润分别为33175、38335、40628百万元，对应的每股收益分别为1.47、1.70、1.75元，维持“增持-A”投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

30.00 元

期限：3 个月 上次预测：30.00 元

现价：21.96 元

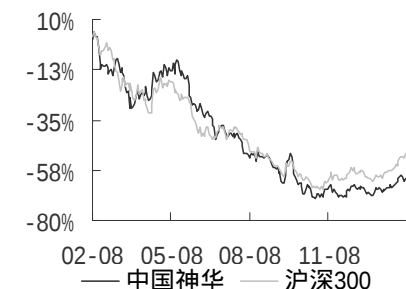
报告日期：

2009-02-15

市场数据

总市值(百万元)	436,776.07
流通市值(百万元)	39,528.00
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	16.08/60.31 元
十大流通股股东(%)	70.50%
股东户数	459,119

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.98)	(15.55)	(10.98)
绝对收益	17.74	7.88	(61.14)

研究员

李大刚 高级行业分析师

021-68765917 lidg@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	64,240.0	82,107.0	110,128.6	119,093.6	134,088.7
Growth(%)	23.0%	27.8%	34.1%	8.1%	12.6%
净利润	19,153.0	23,148.0	33,175.1	38,334.7	40,628.6
Growth(%)	11.8%	20.3%	47.8%	15.8%	3.1%
毛利率(%)	53.1%	50.4%	49.9%	52.6%	50.0%
净利润率(%)	25.6%	24.1%	26.5%	28.4%	26.0%
每股收益(元)	0.83	0.99	1.47	1.70	1.75
每股净资产(元)	4.23	7.48	9.15	11.08	13.12
市盈率	26.6	22.1	14.9	12.9	12.5
市净率	5.2	2.9	2.4	2.0	1.7
净资产收益率(%)	22.7%	15.6%	18.2%	17.4%	15.6%
ROIC(%)	19.7%	19.6%	21.7%	21.3%	19.3%
EV/EBITDA	13.7	11.5	8.9	7.6	7.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

中国神华：龙头抵御行业风险	2008-12-22
中国神华：未来仍能持续增长	2008-10-29
中国神华：产量和价格稳健增长	2008-08-31

1. 中国神华 09 年 1 月份运营数据点评

1 月份煤炭销售数据表现异常：中国神华公布了 2009 年一月份运营数据，其中，1 月份商品煤产量为 17.6 百万吨，同比增长 21.4%；发电量为 63.1 亿千瓦时，同比下降 -29.9%，发电量的下降反映了春节效应和宏观经济的下降，上述数据基本符合预期。表现异常的数据为 1 月份商品煤销售量，1 月份商品煤销量为 19.3 百万吨，同比增长仅为 2.7%。

表 1 1 月份煤炭销售数据表现异常

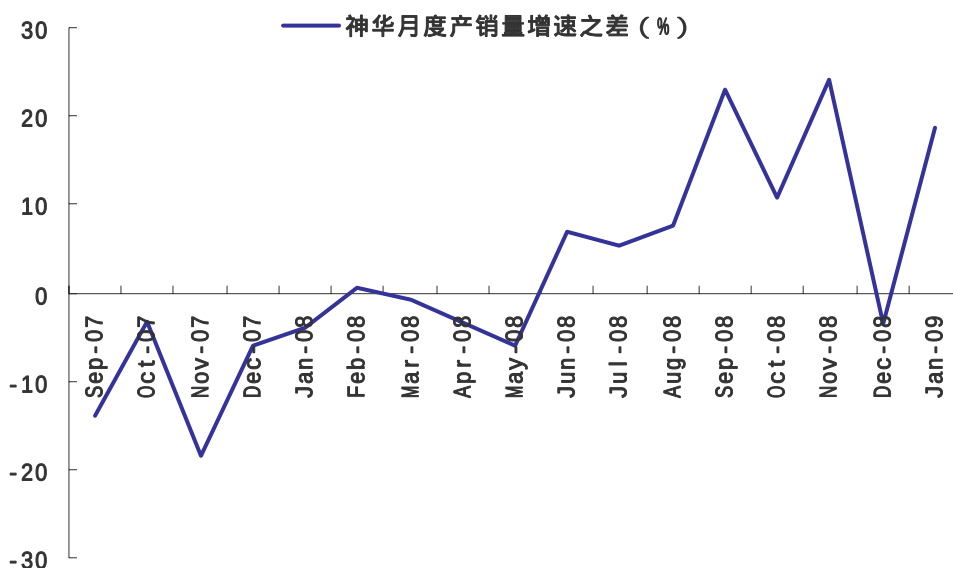
运营指标	2009 年一月份同比变化 (%)	2008 年 12 月份同比变化 (%)
商品煤产量增速	21.4	17.8
煤炭销售量增速	2.7	21.4

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

同时观察公司 2008 年 12 月份的运营数据，煤炭销售量增速为 21.4%，而从实体经济的情况来看，经过 11 月份的急剧收缩，12 月份和 1 月份表现为压缩需求的释放，煤炭的销售量增速应该保持平稳，而不是出现明显的下降，如果是需求严重不足，那么我们应该观察到煤炭价格的下降。

取较长时间数据进行观察，为剔除掉季节性因素的影响，我们取月度煤炭产量增速和销量增速的差值作为标的，分析其变化趋势。

图 1 产销量增速差值 1 月份表现异常



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

07 年的差值基本为负，主要的原因在于神华本身的运输优势，使得其外购的煤炭数量增速较快，表现为煤炭销量增速大于产量增速。极端的数据出现在 2008 年的 9 月份和 2008 年的 11 月份，9 月份的差值为 23%，主要的原因在于当时整体的煤炭市场供应不足，外购煤炭缺乏充足的货源，导致当月的销量增速出现 5% 的下降；08 年 11 月份的差值为 24%，主要的原因在于实体经济去库存化，下游需求严重不足，当月的销量出现了 5% 的下降。2009 年 1 月份的差值为 19%，变化同样剧烈，而实体经济的情况不支持这一数值的变化。

对于这一数据的反常变化，我们的猜想如下：可能是煤炭企业采用了惜售的价格竞争手段，使电厂从市场上采购煤炭，进而维持在 2009 年合同煤谈判中的强势地位，提

高 2009 年合同煤价格，上述数据的反常反映了煤炭和电力企业的价格矛盾。

对于 2009 年合同煤价格的判断：从行业的层面上讲，我们缺乏足够的证据判断其上涨幅度；从公司的层面上讲，我们对于中国神华、中煤能源的合同煤价格保持乐观的态度。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-13**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	64,240.0	82,107.0	110,128.6	119,093.6	134,088.7	成长性					
减: 营业成本	30,137.0	40,716.0	55,194.3	56,469.3	67,088.5	营业收入增长率	23.0%	27.8%	34.1%	8.1%	12.6%
营业税费	1,505.0	1,832.0	2,422.8	2,620.1	2,990.2	营业利润增长率	16.3%	22.0%	39.8%	15.4%	5.9%
销售费用	434.0	522.0	704.8	762.2	858.2	净利润增长率	11.8%	20.3%	47.8%	15.8%	3.1%
管理费用	5,769.0	6,624.0	8,810.3	9,527.5	10,727.1	EBITDA 增长率	18.5%	21.8%	28.0%	15.6%	8.0%
财务费用	2,077.0	2,666.0	2,126.1	2,011.2	1,766.6	EBIT 增长率	16.8%	22.5%	34.9%	14.4%	5.2%
资产减值损失	210.0	709.0	-418.6	32.8	152.6	NOPLAT 增长率	12.8%	21.4%	38.2%	14.5%	5.3%
加: 公允价值变动收益	-23.0	283.0	-37.0	-	-	投资资本增长率	21.7%	25.0%	16.5%	16.2%	14.5%
投资和汇兑收益	470.0	638.0	617.0	647.9	680.2	净资产增长率	15.2%	76.7%	22.3%	21.1%	18.4%
营业利润	24,555.0	29,959.0	41,868.9	48,318.3	51,185.7	利润率					
加: 营业外净收支	-171.0	-330.0	-400.0	-400.0	-400.0	毛利率	53.1%	50.4%	49.9%	52.6%	50.0%
利润总额	24,384.0	29,629.0	41,468.9	47,918.3	50,785.7	营业利润率	38.2%	36.5%	38.0%	40.6%	38.2%
减: 所得税	5,231.0	6,481.0	8,293.8	9,583.7	10,157.1	净利率	25.6%	24.1%	26.5%	28.4%	26.0%
净利润	19,153.0	23,148.0	33,175.1	38,334.7	40,628.6	EBITDA/营业收入	52.3%	49.9%	47.6%	50.9%	48.8%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	41.5%	39.7%	39.9%	42.3%	39.5%
货币资金	15,509.0	53,436.0	52,296.9	59,195.0	66,451.2	运营效率					
交易性金融资产	-	37.0	-	-	-	固定资产周转天数	483	471	407	432	443
应收帐款	4,863.0	8,455.0	10,940.4	11,831.0	13,320.7	流动营业资本周转天数	0	10	12	15	16
应收票据	549.0	756.0	1,056.0	1,142.0	1,285.8	流动资产周转天数	161	224	244	246	247
预付帐款	2,457.0	2,682.0	3,509.9	4,357.0	5,363.3	应收帐款周转天数	19	23	22	24	23
存货	4,761.0	6,337.0	8,437.9	8,632.8	10,256.3	存货周转天数	25	26	26	28	27
其他流动资产	2,050.0	424.0	685.8	999.5	1,524.4	总资产周转天数	851	882	840	894	912
可供出售金融资产	2,000.0	-	-	-	-	投资资本周转天数	656	634	569	612	626
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3,670.0	3,811.0	3,782.0	3,956.0	4,007.0	ROE	22.7%	15.6%	18.2%	17.4%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.7%	9.7%	12.0%	12.1%	11.2%
固定资产	98,625.0	116,370.0	132,625.5	152,953.2	176,808.0	ROIC	19.7%	19.6%	21.7%	21.3%	19.3%
在建工程	11,102.0	18,713.0	31,820.4	42,391.3	51,522.7	费用率					
无形资产	14,974.0	21,310.0	21,310.1	21,310.2	21,310.3	销售费用率	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	2,760.0	6,490.0	8,932.8	9,383.1	11,198.7	管理费用率	9.0%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	163,320.0	238,821.0	275,397.8	316,151.2	363,048.4	财务费用率	3.2%	3.2%	1.9%	1.7%	1.3%
短期债务	9,255.0	4,903.0	4,370.5	3,762.3	3,080.0	三费/营业收入	12.9%	12.0%	10.6%	10.3%	10.0%
应付帐款	10,914.0	11,982.0	13,912.0	14,233.4	16,910.0	偿债能力					
应付票据	668.0	169.0	302.4	309.4	367.6	资产负债率	48.4%	37.7%	33.9%	30.3%	28.1%
其他流动负债	12,396.0	16,317.0	15,444.6	17,196.6	19,821.2	负债权益比	94.0%	60.5%	51.3%	43.5%	39.1%
长期借款	40,840.0	49,718.0	49,718.0	49,718.0	49,718.0	流动比率	0.91	2.16	2.26	2.43	2.44
其他非流动负债	5,041.0	6,916.0	9,659.2	10,605.7	12,197.2	速动比率	0.76	1.96	1.99	2.17	2.17
负债总额	79,114.0	90,005.0	93,406.7	95,825.4	102,093.9	利息保障倍数	12.82	12.24	20.69	25.02	29.97
少数股东权益	18,289.0	20,566.0	24,522.2	29,008.6	34,740.6	分红指标					
股本	18,090.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	47,827.0	108,360.0	137,578.9	171,427.2	206,323.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	84,206.0	148,816.0	181,991.1	220,325.8	260,954.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	19,153.0	23,148.0	33,175.1	38,334.7	40,628.6	EPS(元)	0.83	0.99	1.47	1.70	1.75
加: 折旧和摊销	7,665.0	9,035.0	8,412.2	10,259.4	12,470.0	BVPS(元)	4.23	7.48	9.15	11.08	13.12
资产减值准备	210.0	709.0	-418.6	32.8	152.6	PE(X)	26.6	22.1	14.9	12.9	12.5
公允价值变动损失	23.0	-283.0	-37.0	-	-	PB(X)	5.2	2.9	2.4	2.0	1.7
财务费用	1,692.0	2,077.0	2,666.0	2,126.1	2,011.2	P/FCF	-	-59.0	-137.4	143.7	169.7
投资收益	-470.0	-638.0	-617.0	-647.9	-680.2	P/S	6.8	5.3	4.0	3.7	3.3
少数股东损益	2,717.0	3,382.0	3,956.2	4,486.4	5,731.9	EV/EBITDA	13.7	11.5	8.9	7.6	7.0
营运资金的变动	-873.0	-638.0	-1,389.5	-713.0	-303.0	PEG(%)	26.0%	20.6%	18.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	25,686.0	29,935.0	45,207.5	53,763.7	59,766.5	CAGR(%)	1.0	1.1	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-25,435.0	-30,742.0	-33,661.1	-38,389.1	-42,881.7	ROIC/WACC	2.1	2.1	2.3	2.3	2.1
融资活动产生现金流量	-4,613.0	38,453.0	-8,064.6	-2,569.4	-2,476.0	REP	1.7	1.4	1.1	0.9	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazzn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@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

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

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