

朱嘉

021-50588666-8040

zhujia@ccnew.com

2009年6月8日

公司长远规划确定，资产注入预期强烈

——中国神华（601088）调研简报

公司点评

增持（维持）

报告关键要素：

“再造神华”的规划充分展现了公司后期发展的宏伟蓝图，煤炭业务依然是发展的重中之重。公司煤炭业务经营情况好于我们的预期，调高公司盈利预测。集团非上市煤炭资产及煤制油项目注入预期强烈。维持公司“增持”的投资评级。

事件：

- **中国神华召开股东大会。**我们受邀参加了公司的股东大会，与公司高管就公司经营现状及未来发展进行了较为深入的交流。

点评：

- **“再造一个神华”——公司新五年计划。**在金融危机的背景下公司仍然提出了“科学发展、再造神华、五年实现经济总量翻番”的发展战略。公司一方面通过自主建设储备项目，另一方面依托集团的资源优势和海外资源收购，来实现规模扩张的目标。公司将紧抓扩大煤炭生产能力，新建内蒙古新街和陕西榆神两个亿吨级矿区；同时，相应升级铁路港口运输系统，合理布局火力发电业务，做强煤炭—运输、煤炭—发电两条产业链。
- **煤炭业务将成为“再造神华”的主力军。**根据公司管理层预计，在公司经济总量翻番的目标中，煤炭业务的贡献度将达到60%以上，成为“再造神华”的主力军。
 - 公司目前JORC标准下的煤炭资源量达180亿吨，为目前世界上最大的煤炭上市公司。公司未来5年的资源扩张主要来自上述新街和榆神项目，其中新街项目已经取得探矿权，预计可新增储量100多亿吨；榆神项目已经取得探矿权，目前正在勘探阶段，预计可新增储量100多亿吨。这两个项目未来有望分别贡献1亿吨的产能，最早有望2012年投产，为公司未来5年实现“再造一个神华”奠定基础，公司目前规划未来五年，公司原煤产量将于2013年达到5.3亿吨。
 - 自08年始，公司增产主力矿井已经从神东矿区，逐步切换到另外三大矿区。未来3年内，公司建设中的布尔台煤矿、哈尔乌素露天矿、胜利一号露天矿、黄玉川煤矿四个矿的产能将逐步释放，上述四矿的设计年产能可达到7000万吨。哈尔乌素和布尔台煤矿09年新增产量将达到1500万吨左右。

表 1：公司各矿区商品煤产量增长情况

单位：百万吨

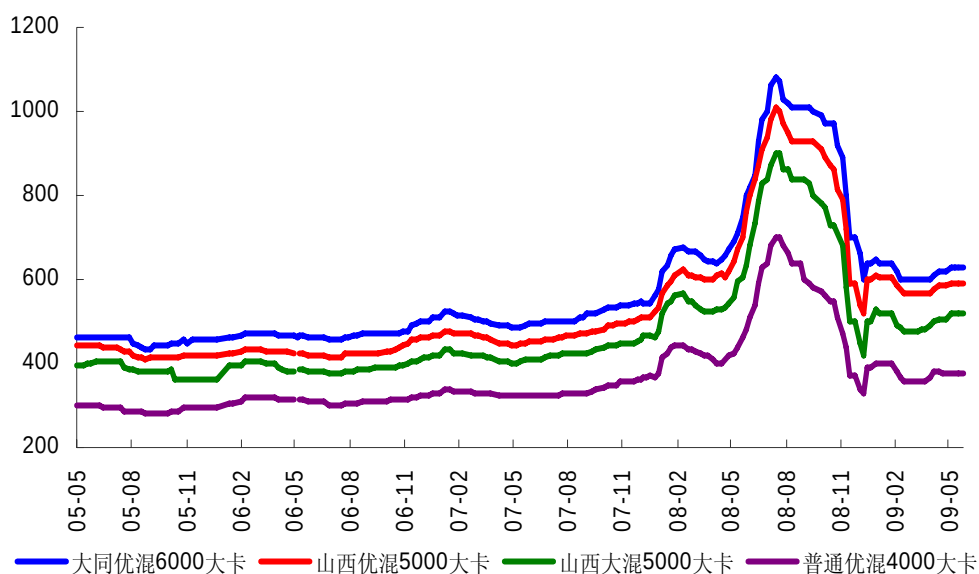
	2008	2007	增量	同比	08年增量占比
神东矿区	117.8	110.6	7.2	6.50%	25.99%
准格尔矿区	29.3	25.2	4.1	16.30%	14.80%
万利矿区	27.7	16	11.7	73.10%	42.24%
胜利矿区	10.9	6.2	4.7	75.80%	16.97%
合计	185.7	158	27.7	17.53%	

资料来源：公司年报、中原证券研究所

- 公司煤炭产量及市场占有率同步提高。公司09年1-5月，原煤的产量达到了1.36亿吨，同比增长23%左右；此外，公司一些技改矿井的新增产能也将于下半年逐步释放，公司管理层预测，公司全年的原煤产量同比增速有望超过23%。
- 公司电煤价格同比上涨幅度较大。2009年港口下水动力煤（5500大卡）国内长约销售合同价格为540元/吨（含增值税），较去年上涨约18%，较山东地区的4%的涨幅高出不少。同时，马上就要进入用煤高峰期，电煤价格短期内下挫的可能性并不大。

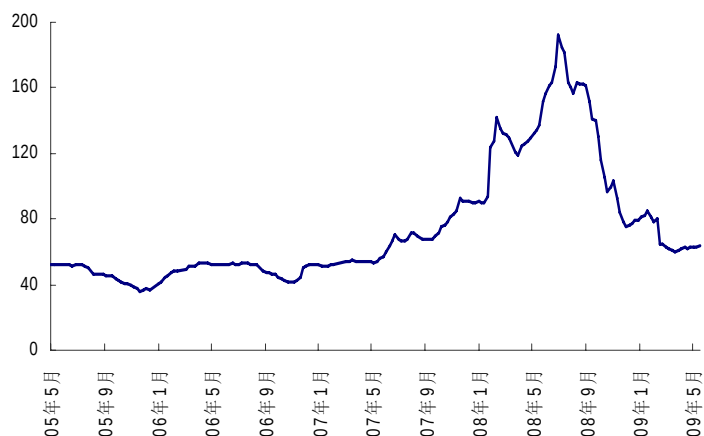
图 1：秦皇岛煤炭平仓价（上限）

单位：元/吨



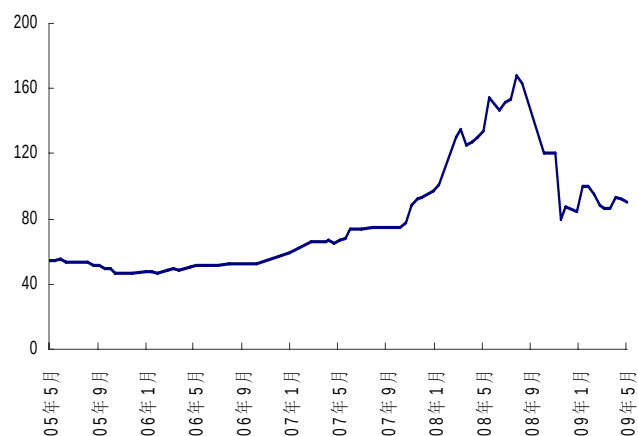
资料来源：煤炭资源网、中原证券研究所

图 2：澳大利亚纽卡斯尔港 6700 大卡价格 单位：美元/吨



资料来源：煤炭资源网、中原证券研究所

图 3：秦皇岛 6800 大卡 FOB 价格 单位：美元/吨



资料来源：煤炭资源网、中原证券研究所

图 4: 秦皇岛煤炭库存

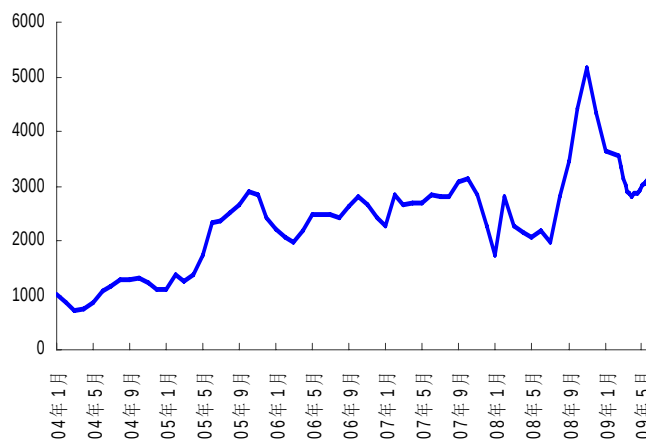
单位: 万吨



资料来源: 煤炭资源网、中原证券研究所

图 5: 直供电厂库存

单位: 万吨



资料来源: 煤炭资源网、中原证券研究所

- **庞大的运输系统保证了煤炭业务后期的发展。**充分利用自有铁路和港口一体化的运输系统,解决了中国其它煤炭公司普遍存在的运输瓶颈问题,拥有业内独一无二的竞争优势。公司拥有并经营朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路五条铁路,总营运里程近1367公里。公司拥有并经营黄骅港和神华天津煤码头,年下水煤能力超过1亿吨。目前,公司正在建设大准铁路二线,预计2010年大准线运力可达1亿吨;另外,公司还在进行包神铁路二线扩能改造,远期还将建设巴准线、准神线等铁路项目。港口方面,将进行黄骅港扩容工程和天津煤码头完善工程。根据公司规划2010年公司的煤炭装运能力有望达到1.45亿吨。
- **电力业务装机容量稳步扩展。**截止2008年底,公司控制并经营14家燃煤发电厂,总装机容量达到18001兆瓦。公司在建的电力项目有宁海电厂二期、黄骅电厂二期、河北定州电厂二期,合计总装机容量达4400兆瓦,占公司总装机容量的24.44%,计划分别于2009、2010年投产。
- **资产注入预期强烈。**公司在其A股发行的招股说明书中曾经申明,神华集团将在A股上市之后的2-3年内实现整体上市。神华集团主要非上市煤炭资产2008年产量为9000万吨左右,其中焦煤产量为2000万吨左右。若全部注入上市公司,公司产量将较目前提高50%。公司管理层在股东大会上明确表示,神华集团整体上市目标不改,08年公司一直在对集团公司非上市资产进行评估及尽职调查,力争把最优质的资产注入到上市公司,以争取公司股东利益的最大化。我们认为,在经过一年时间评估与观察后,不排除公司下半年加快资产注入步伐,进行实质性举动的可能性。

表 2: 集团公司未上市煤炭主要资产

	权益	煤炭产品	2007 年产量(万吨)
西三局	100%	焦煤、动力煤	1480
神宝公司	50.92%	动力煤	740
乌海煤焦化	100%	焦煤	20
神新公司	51%	动力煤	1100
神宁公司	51%	焦煤、动力煤、化工用无烟煤	3360
蒙西煤化	74%	焦煤、动力煤	

资料来源: 公司公告、中原证券研究所

- **集团公司“煤制油”项目进展顺利。**神华集团煤直接液化项目建设总规模为年产油品500万吨，分两期建设。一期工程第1条生产线（100万吨/年）08年试车情况良好，计划于09年7月进行1000小时连续运转的第二次试车，目前预计在09年年底之前正式投产。在项目正常运营之后，集团也可能将该项目注入到上市公司。虽然该项目短期内还不会有明显的盈利贡献，但它真正打通了煤炭对石油进行直接替代的通道，对公司未来发展和中国能源行业都具有较大的战略意义。
- **公司海外发展战略迈出实质性步伐。**公司A股上市融资时获得的300多亿元资金专用于国内外资产收购，因此收购的资金储备充足。公司于2008年10月澳大利亚沃特马克勘探区探矿许可项目成功中标，初步估计动力煤资源量超过了10亿吨。同时公司在印度尼西亚南苏门答腊省投资建设煤电一体化项目，未来将建成一家2×150兆瓦燃煤电厂和一座年产约230万吨的露天煤矿。我们认为，公司对外扩张的步伐才刚刚开始，后期有望逐步加快扩张步伐，收购优良资产以提升公司盈利能力。
- **维持公司“增持”的评级。**我们预计公司2009、2010年的EPS分别为1.45元和1.65元，对应的动态市盈率分别为18.78倍和16.50倍，维持公司“增持”的投资评级。

盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（亿元）	821.07	1,071.33	1058.72	1175.63
增长比率（%）	25.96	30.48	(1.18)	11.04
净利润（亿元）	204.97	265.88	288.41	328.19
增长比率（%）	23.33	29.72	8.47	13.79
每股收益（元）	1.07	1.34	1.45	1.65
市盈率（倍）	25.45	20.32	18.78	16.50

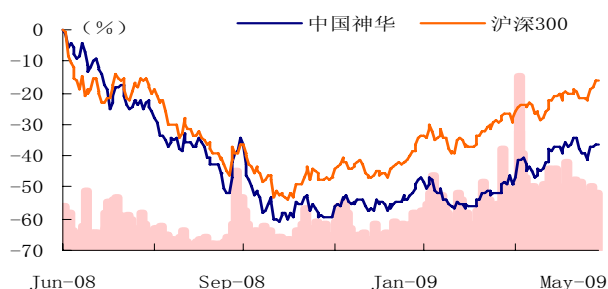
市场数据（2009年06月05日）

收盘价（元）	27.23
一年内最高/最低（元）	45.10/16.08
沪深300指数	2939.31
市净率（倍）	3.45
流通市值（亿元）	490.14

基础数据（2009年03月31日）

每股净资产（元）	7.89
每股经营现金流（元）	1.09
毛利率（%）	53.42
净资产收益率（%）	5.05
资产负债率（%）	37.27
总股本/流通股（万股）	1,649,104/180,000
B股/H股（万股）	/3,398,583

个股相对沪深300指数走势



相关研究

中国神华（601088）年报点评：行业下滑周期中尽显龙头风范 2009. 3. 31

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。