

中国神华 601088.SH

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

中国神华：业绩稳步增长彰显行业龙头地位

——中国神华 2009 年 3 季报点评

投资要点：

1. 价涨量升促公司前 3 季度业绩增长 12.4%

中国神华公布 2009 年 3 季报，报告显示，09 年前 3 季度公司实现总营业收入 881.53 亿元，同比增长 13.7%；实现营业利润 347.78 亿元，同比增长 14.7%；实现利润总额 346.35 亿元，同比增长 15.0%；实现净利润 279.66 亿元，同比增长 12.4%。前 3 季度每股收益 1.24 元。

单季度看，公司 09 年第 3 季度实现营业收入 310.70 亿元，同比增长 10.1%；实现净利润 98.40 亿元，同比增长 11.1%，第 3 季度每股收益 0.44 元。

虽然今年前 3 季度国际国内煤价较去年同期大幅下滑，但由于公司 70%以上煤炭销售以合同价为主，因此公司前 3 季度的综合售价较去年同期仍有上升；从主营业务看，除了发电量较去年同期下滑 4.9%外，其他业务均录得一定幅度的增长，其中煤炭生产、销售和铁路运输周转量分别较去年同期增长 15.2%、10.4%和 9.1%。

目前，国内发电量增速和动力煤价格均创年内新高。我们预计随着煤价的继续反弹和公司发电业务的好转，公司 4 季度的业绩将好于前 3 季度，09 年 EPS 可达到 1.70 元，对应动态 PE 为 20.7 倍。考虑到公司的成长性以及在动力煤乃至煤炭行业的龙头地位，我们给予“推荐”评级，半年目标价 45 元。

财务摘要	2006A	2007A	2008E	2009E
主营收入(百万元)	64,240.00	82,107.00	107,133.00	123,202.95
同比增长率(%)	22.97	25.96	30.48	15.00
净利润(百万元)	19,153.00	23,148.00	29,815.00	35,778.00
净利同比(%)	11.99	21.00	30.60	20
EPS(元)	0.91	1.07	1.34	1.70
PE(倍)	38.6	32.8	26.2	20.7

煤炭

评级：推荐

目标价格：¥45.00

当前价格：¥35.13

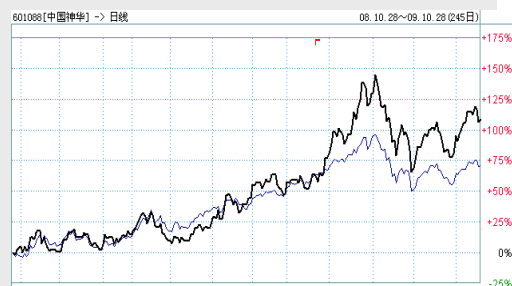
2009.10.28

总市值(百万元)	696733.39
总股本/流通 A 股(百万股)	19889.62/5198.58
流通市值(百万元)	182626.16
每股净资产(元)	8.26
净资产收益率(%)	15.05

交易数据

52 周内股价区间(元)	16.08-42.15
静态市盈率(倍)	26.3
动态市盈率(倍)	20.7
市净率(倍)	4.3

52 周内股价走势图



黄庆扬

行业研究员

电话

021-32229888*3508

邮箱

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

2. 除发电量外，公司其他业务均同比增长

公司主营业务分为煤炭、铁路、港口和发电四个业务分部，前3季度除了发电量同比下滑4.9%以外，其他业务均录得一定幅度的增长，尤其是煤炭产量，同比增加15.2%。发电量数据环比也出现了明显好转，分季看，1季度、上半年和前3季度的同比降幅分别是11.0%、8.2%和4.8%。随着国内经济的转暖和工业用电量的回升，4季度的用电量数据将继续好转。

表1：公司前3季度主要运营数据

运营指标	2009 年		同比增长	
	9 月份	1-9 月份	9 月份	1-9 月份
商品煤产量（百万吨）	17.3	158.8	9.5%	15.2%
煤炭销售量（百万吨）	23.6	189.6	22.3%	10.4%
自有铁路运输周转量 （十亿吨公里）	11.0	102.6	2.8%	9.1%
港口下水煤量（百万吨）	14.8	120.9	29.8%	18.8%
总发电量（亿千瓦时）	99.0	719.5	-1.0%	-4.8%

资料来源：公司季报，爱建证券研发总部整理

3. 煤炭平均售价在合同煤的拉动下小幅上涨

受金融危机影响，自去年下半年以来国内外煤炭价格大幅下跌。以大同优混为例，09年前3季度的均价为608.5元/吨，而去年同期的均价为785.6元/吨，同比降低22.55%。公司前3季度现货煤的平均售价为416.0元/吨，同比下降7.6%。

前3季度，公司国内长约合同销售量占比虽下降11.2个百分点，仍有71.1%，平均售价为361.1元/吨，较去年同期上涨8.0%，这也拉高了公司煤炭的总体售价水平。前3季度，公司国内煤炭的平均售价为377.0元/吨，较去年同期上涨6.3%。

图1：公司煤炭销售量和价格明细表

运营指标	2009 年 1-9 月份			
	销售量（百万吨）	占销售量合计比例	价格（元/吨）	同比增长
国内销售	179.7	94.8%	377.0	6.3%
长约合同销售	127.7	67.4%	361.1	8.0%
现货销售	52.0	27.4%	416.0	-7.6%
出口销售	9.9	5.2%	578.7	10.1%
销量合计/平均价格	189.6	100.0%	387.5	4.7%

资料来源：公司季报，爱建证券研发总部整理

4. 成本同比增长 17.4%，但应低于公司计划值

2009年1-9月，煤炭分部自产煤业务单位生产成本为人民币93.1元/吨，较去年提高13.8元/吨，而上半年公司的单位生产成本为91.2元/吨。其中：原材料、燃料及动力单位成本增长，主要原因是

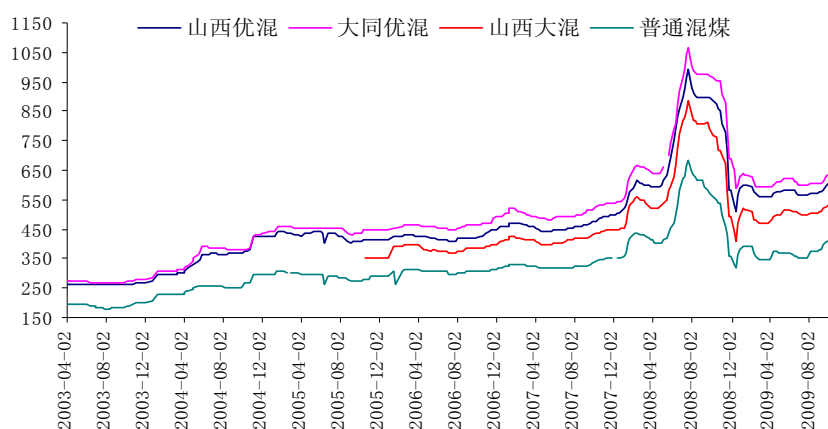
哈尔乌素矿、锦界矿、布尔台矿等低成本矿井产量占比增加，拉高了单位成本，公司增加神东矿区薄煤层开采和放顶煤开采导致原材料等耗用增加，以及国家发改委于去年7月和8月两次上调电价导致电力成本增加。

公司前3季度煤炭的生产成本较去年增长17.4%，低于上涨20%~25%的预期。即使考虑到一般会有一些成本费用集中在四季度提取，2009全年的成本上升幅度也有望低于公司的计划值。

5. 预计公司4季度业绩将环比继续改善

9月份原本是动力煤的传统淡季，但今年煤炭行业得益于国内经济的回暖和国际油价的大幅攀升，煤炭需求出现了淡季不淡的情况。大同优混从8月初到9月初一直维持在602.5元/吨，从9月14号起连涨6周，目前已达到667元/吨，较9月初上涨10.7%。在此情况下，9月初神华、中煤这两家国内大型的动力煤生产企业先后提高了中低位发热量动力煤的市场成交价，使其煤炭价格与市场价格真正接轨。

图 1：近期国内动力煤价格走势

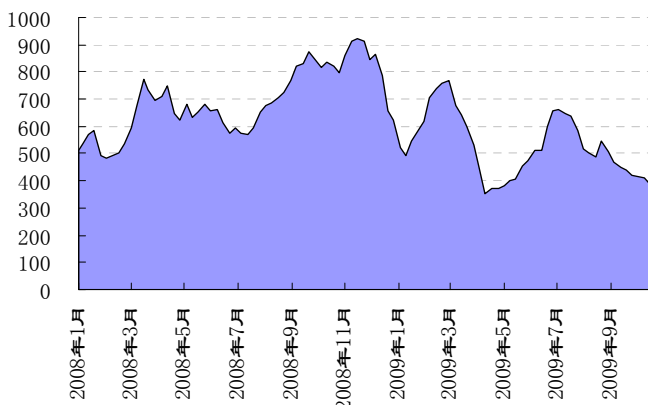


资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

今年9月份，我国的发电量同比增长9.5%，创出单月新高。同样，神华的发电量数据环比也明显好转，预计4季度将出现同比正增长，成为公司新的利润增长点。预计全年发电量数据将比去年微降，幅度在-1%~0%之间。

另外，随着冬季储煤季节的来临和国际油价的节节攀升，煤价的下行空间基本被封杀。从秦皇岛煤炭库存看，最低降到了380万吨左右，近两周虽急剧上升，但也已连续1个月处于500万吨的警戒线之下。我们有理由相信，4季度的煤炭现货价格将高于前3季度，煤炭行业的景气度将进一步提升。同时，中国神华4季度的业绩也将较2、3季度有所增长。

图 2：秦皇岛煤炭库存情况



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

6. 公司评级及投资建议

我们预计公司 09 和 10 年 EPS 分别为 1.70 和 2.00 元，对应动态 PE 分别为 20.7 和 17.6 倍。考虑到公司的成长性以及在动力煤乃至煤炭行业的龙头低位，我们给予“推荐”评级，半年目标价 45 元。

风险提示：

资源费改革将给行业和公司带来一定的心理和成本压力。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。