

分析师： 虞亚新 (8627) 65799581 yuyx@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

中国神华调研报告：成长依旧稳健，盈利越来越好

事件描述

近日我们调研了中国神华，与公司高管对近期公司发展状况进行了交流。

事件评论

成长明确，未来产量加速增长

1、2009 年产销将大幅超过计划量，四季度增长值得期待

公司前三季度商品煤产销量分别完成计划的 80.6% 和 85.4%，同比增长 15.2% 和 10.4%。四季度是动力煤的传统旺季，加上经济复苏对煤炭的需求增长，预计四季度煤炭产销量同比将继续增长，超过全年计划。

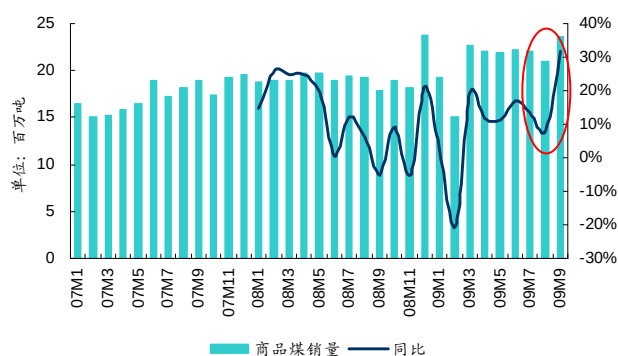
表 1：前三季度中国神华经营业绩

项目	2008	2009 年计划	2009Q1-3	同比	完成计划比例
商品煤产量（亿吨）	1.86	1.97	1.59	15.2%	80.6%
商品煤销量（亿吨）	2.33	2.22	1.90	10.4%	85.4%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

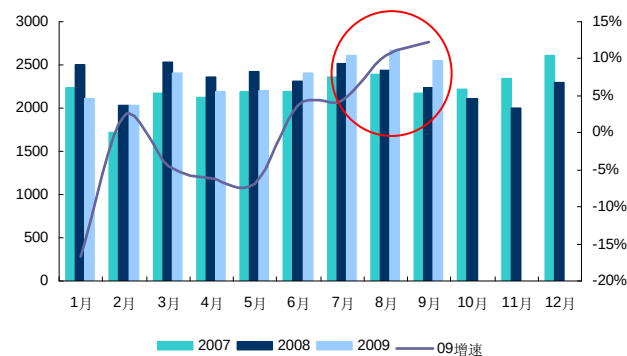
受益于煤炭行业景气度提升，公司 9 月份商品煤销量同比增长 31.8%，销量的增长主要来自外购煤的增加，9 月份外购煤 630 万吨，较 8 月份环比增长 110%，显示了需求的旺盛。

图 1：9 月份销量大幅增加显示需求良好



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：三季度开始全国火电发电量同比加速上升



资料来源：Sxcoal，长江证券研究所

2、在建矿是未来三年内内生性增长的主要来源

公司的自产煤炭业务未来仍具有很大的增长潜力。近 3 年内，公司建设的煤矿有较为明确的增产预期：布尔台煤矿、哈尔乌素露天矿、胜利一号露天矿、黄玉川煤矿将在 2009 年—2011 年陆续全部投产，四个煤矿的设计年产量达到了 6500 万吨。布尔台矿和哈尔乌苏矿锦界产能大量释放。

表 2：公司在建煤矿及未来新增产能

在建矿井	设计产能 (万吨)	建设周期	产量(亿吨)			说明
			2007	2008	2009H1	
哈尔乌素煤矿	2000	2006-2009	-	6.6	7	哈矿和布矿分别明年分别有 1300-1500 万吨产量，较今年增长 1200 万吨左右
布尔台煤矿	2000	2007-2009	0.7	5.3	4.5	
锦界	1500	2006-2010	3.7	7.7	5.8	锦界达产了但还有一些增长空间，锦界今年上半年生产 580 万吨，全年预计 1100 万吨，明年估计有 100-200 万吨增加 黄玉川矿 2010 年下半年投产，1000 万吨产能，今年下半年预计产量 300 万吨
黄玉川煤矿	1000	2007-2010	-	-	-	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

3、五年内增长确定，新街和榆神项目将增加 2 亿产能

公司未来主要增长来源是两个亿吨级矿区：新建内蒙古新街和陕西榆神两个亿吨级矿区。目前，两项在实施前期准备工作，预计可新增储量 200 多亿吨。这两个项目未来有望分别贡献 1 亿吨的产能，两个矿将于 2013 年投产，2015 年达产。

新建煤矿将提高公司平均煤质、同时优化了公司的系统结构、公用设施的边际效益在提高，但是两个新矿建设成本比神东高，大概在 350-400 元/吨，而神东在 220-250 元/吨；目前公司已在神朔-朔黄线周边开始建设支线，配套的坑口电厂也在建设中，预计配套资产的效率会提高。

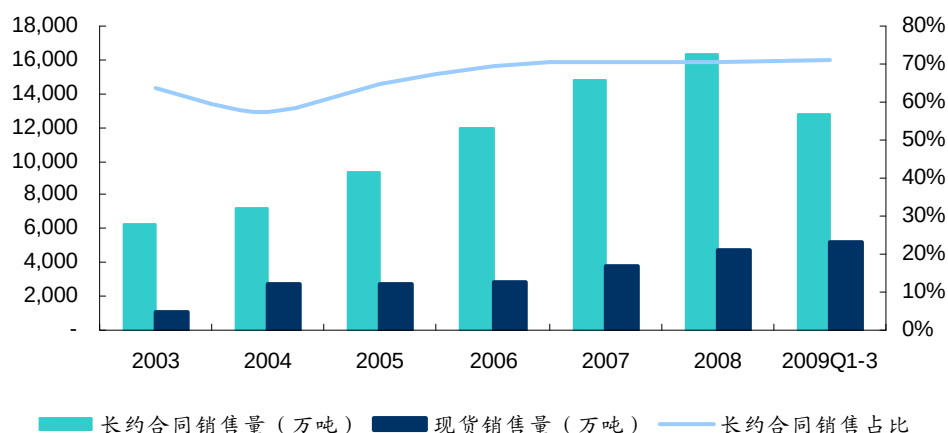
煤炭销售结构提升盈利能力，合同煤市场煤差异逐渐减小

1、公司的长约合同煤销售占国内销售的 70%-80%

公司煤炭的国内销售以长约合同煤为主，通过与大客户建立长期关系，锁定市场需求，保证公司的煤炭业务稳定持续发展，受行业周期的冲击会相对较小。2007 年和 2008 年，公司国内销售煤炭中有 79.7%、77.5%为长期重点合同。

9 年 1-9 月，长约合同的比例是 71.1%，较上半年的 69.2%，提升 1.9 个百分点。预计未来公司将合同煤的比例保持在 80%左右。

图 3: 公司合同煤销量占 70%-80%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

2、合同煤市场煤价格差异减小，未来收益可能性大

09 年前三季度，公司长约合同煤均价为 361.1 元/吨，现货销售均价为 416 元/吨。注意到，下水煤二者的差异基本消失，我们认为，尽管合同煤和市场煤下水部分的质量可能有所差异，但仍然反映了二者价格差逐渐缩小的趋势。

表 3: 公司 2005~2009Q3 煤炭销售价格变化

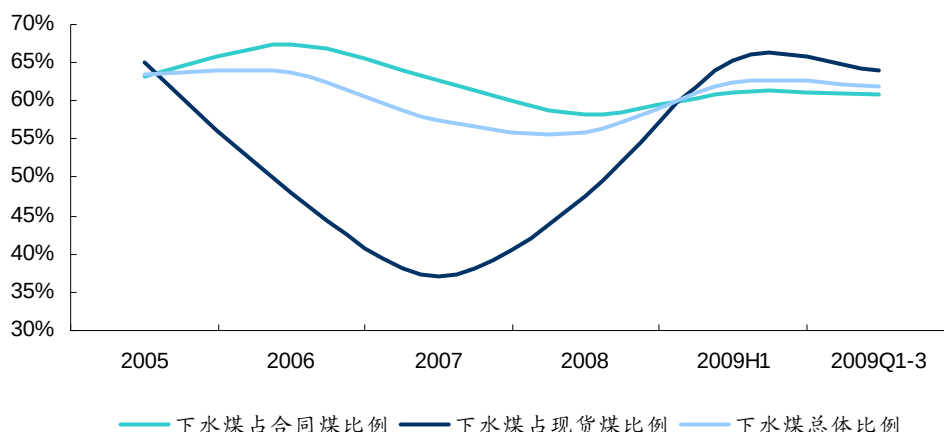
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009H1	2009Q1-3
国内销售价格		296.1	301.8	358.8	375.4	377.0
国内合同销售均价 (元/吨)	275.7	296.0	311.2	335.7	358.7	361.1
坑口合同销售均价 (元/吨)	132.0	131.9	-	78.7	99.1	101.6
直达合同销售均价 (元/吨)	208.0	220.4	228.9	260.9	263.0	271.3
下水合同销售均价 (元/吨)	318.1	334.8	360.2	408.6	442.0	440.7
国内现货销售均价 (元/吨)	313.5	296.8	265.2	438.1	413.1	416.0
坑口现货销售均价 (元/吨)	93.4	110	101.5	163.4	162.1	173.1
直达现货销售均价 (元/吨)	298.2	285.7	289.2	387.1	380.6	390.5
下水现货销售均价 (元/吨)	367.3	380.8	399.3	614.2	462.9	463.9
出口销售均价 (元/吨)	413.7	381.6	398.1	577.2	652.9	578.7
加权平均价格		308.1	312.9	378.6	389.2	387.5

数据来源：公司公告，长江证券研究部

3、下水煤毛利最大，未来比例继续提升

由于下水煤的煤质较好，公司下水煤销售的毛利也最高，08 年和 09 年前三季度的毛利分别达到 59% 和 63.7%，比煤炭业务整体毛利率为，而坑口出售的煤主要是中煤、煤泥和煤矸石等。因此，公司始终努力推进煤质管理，增加下水煤的比例。08 年神东矿区 2008 年商品煤平均热值 5,550 大卡/千克。准格尔矿区 2008 年商品煤平均热值 4,724 大卡/千克。

图 4: 公司下水煤比例逐渐增大



资料来源：公司公告，长江证券研究部

煤炭成本控制能力依然高于同行

1、前三季度自产煤成本增加主要来源于哈尔乌素和布尔台矿新增固定成本

2009 年前三季度，公司煤炭分部自产煤业务单位生产成本为 93.1 元/吨，较 2008 年同期的 79.3 元/吨，增长 17.4%。分单项来看，主要增长来源于原料燃料及动力消耗和其他成本两项，主要原因是：

(1) 哈尔乌素矿，布尔台矿和锦界矿的陆续投产和达产，这个阶段煤炭生产的固定成本占比较高，大约占 60%-70%，拉高了单位成本。

(2) 万利矿区部分矿井遇到复杂地质构造，使得矿务工程量增加；同时哈尔乌素矿产量增加迅速，剥离量增加，上半年两项加起来同比增长 3.6 元/吨；另外，资源补偿费、环保费增加，上半年同比增加数额为 1.4 元/吨。

表 1：公司 2006 ~ 2009Q3 资产和外购煤成本

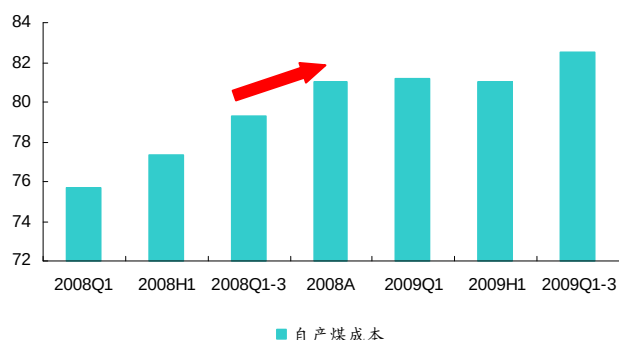
	2006	2007	2008Q1-3	2008	2009H1	2009Q1-3
自产煤炭生产成本	66.30	72.10	79.3	86.1	91.2	93.1
其中：						
原料燃料及动力消耗	13.50	18.30	16.9	23	17	19.3
人工成本	8.50	10.30	10.9	11.9	11.2	11.2
折旧及摊销	22.60	21.40	18.0	18	18.6	18.7
其他	21.70	22.10	33.5	33.2	44.4	43.9
外购煤成本	191.44	206.50	-	337.2	322.3	-

数据来源：公司公告，长江证券研究部

2、今年全年成本增速将低于前三季度水平

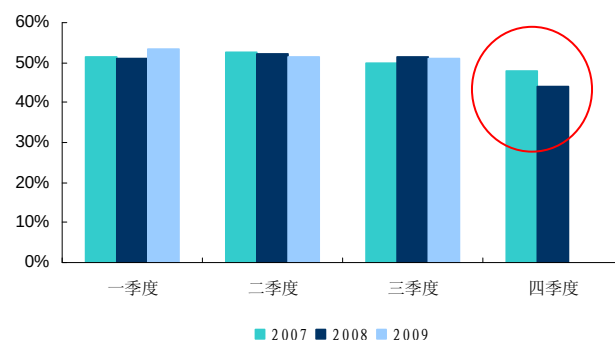
公司四季度的自产煤成本涨幅将低于前三季度，我们认为主要原因是：去年四季度开始新矿的产量已经开始逐渐释放，成本增加因素已经考虑在内。环比来看，四季度较三季度的成本增长主要来源于因结算差异导致的成本分摊，由于维修费用，职工年终绩效工资等都在四季度结算，所以环比成本将略有上升。

图 5: 08 年四季度自产煤生产成本已开始大幅上升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 6: 结算差异导致四季度毛利率一般比较低



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

3、2010 年成本继续上升，但增速放缓

2010 年公司的自产煤成本增长来源仍然集中于三个方面: (1) 哈尔乌素和布尔台矿将达产, 规模效应导致单位成本会出现下降, 但由于平均成本高于老矿区, 加上产量的增大, 仍会拉高整体平均成本; (2) 员工工资和原材料仍会出现小幅增长。

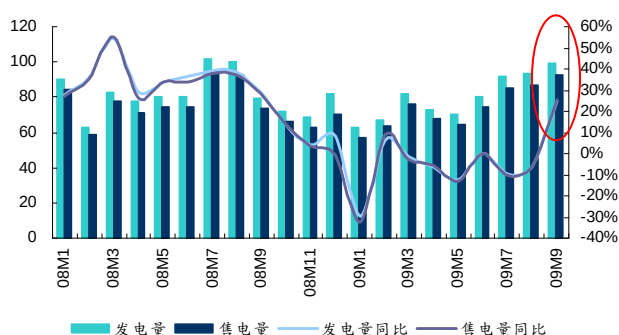
另外, 由于资源税“从量计征”改为“从价计征的政策”明年可能推出, 2010 年政策性成本可能上升。目前资源税为 3.2 元/吨, 相当于商品煤价格的 1% 以下, 根据煤炭资源网的相关数据, 可能的税率可能在 5% 左右。

四季度电力业务明显好于三季度，盈利能力仍显著高于同行

1、受益于行业需求量提升，四季度电力业务明显好于三季度

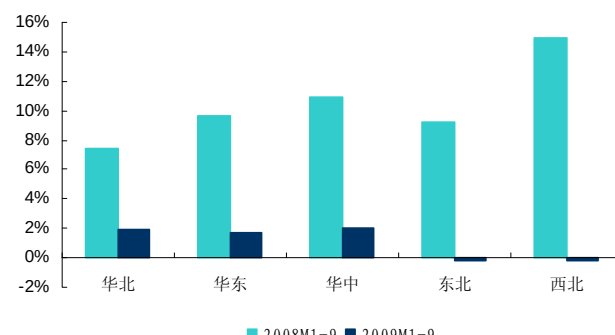
由于受到经济危机的影响, 2009 年上半年全国发电量同比下降 4.8%, 由于公司的发电部所在区域主要是经济发达的沿海地区, 发电量的影响更加严重, 上半年公司的发电量同比下降 8.7%, 售电量同比下降 9.1%。公司三季度发电量和售电量同比已经出现了 1.1% 和 1.3% 的增长, 由于公司 50% 的装机容量分布于广东、浙江和江苏, 所在电网基本是华北电网和华东电网, 随着经济回暖, 沿海地区的用电需求量将稳步上升, 再加上冬季用电高峰, 四季度的电力业务情况将明显好于三季度。

图 7: 9 月份发电量和售电量同比增速大幅上升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 8: 华北和华中地区的用电量恢复最快

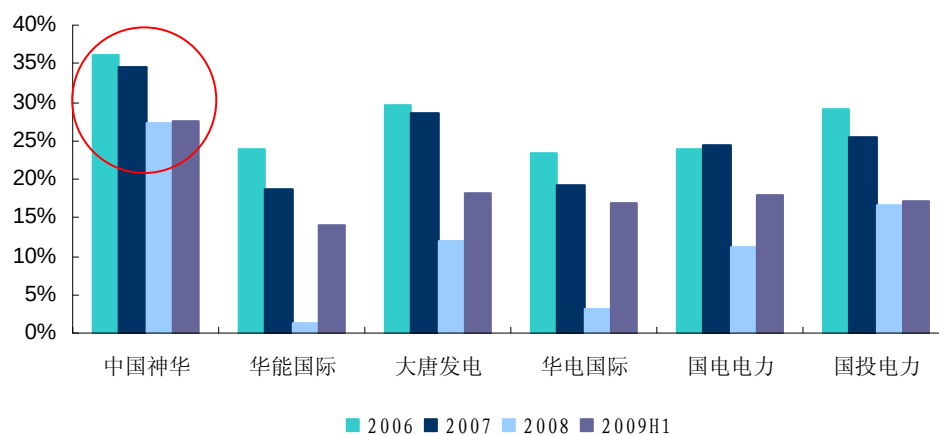


资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

2、公司电力业务毛利远高于同行

对于电力企业来说, 煤炭成本占总成本的 60% 左右, 中国神华发电用煤 90% 以上) 来自神华煤, 且多以长期合同方式保障供给。尽管公司向自身电力部门提供的价格与外部客户相似, 但神华煤炭的价格特别是合同价的涨幅小于市场同类产品涨幅。因此, 公司发电用煤的成本上升压力要小于其他火电企业。毛利率因此高于其他电力公司。

图 9：公司发电业务毛利明显高于五大电力公司



资料来源：公司公告，长江证券研究所

3、近期装机容量增量来源于宁海电厂和绥中电厂

公司短期增量主要来源于现在的发电项目，包括宁海电厂，绥中电厂，黄骅电厂和定洲电厂。预计 2009 年黄骅，宁海和绥中是主要增长来源，全年装机容量增长 200 万千瓦，2010 年新增 400-500 万千瓦。

维持公司“推荐”评级

考虑到四季度冬季用煤旺季和经济复苏预期的双重因素，我们预测公司 2009 年-2011 年 EPS 分别为 1.697 元，1.817 元和 1.942 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	107133	117601	129338	145112	货币资金	59491	53208	75124	102649
营业成本	54111	55504	63179	69934	交易性金融资产	509	509	509	509
毛利	53022	62097	66159	75178	应收账款	8666	9524	10475	11752
% 营业收入	49.5%	52.8%	51.2%	51.8%	存货	7842	7914	9026	9983
营业税金及附加	2717	2982	3280	3680	预付账款	687	788	898	994
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	673	706	776	871	流动资产合计	77906	72767	97006	127117
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	8302	9055	9959	11174	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	长期股权投资	3902	4589	5241	5998
财务费用	3865	3342	2851	2762	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	2.8%	2.2%	1.9%	固定资产合计	165086	185589	199272	211526
资产减值损失	0	38	29	40	无形资产	23806	22616	21485	20411
公允价值变动收益	472	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	853	896	940	987	递延所得税资产	379	7	6	9
营业利润	38790	46870	50203	57639	其他非流动资产	7328	7328	7328	7328
% 营业收入	36.2%	39.9%	38.8%	39.7%	资产总计	278407	292896	330338	372389
营业外收支	-630	0	0	0	短期贷款	18477	0	0	0
利润总额	36871	46870	50203	57639	应付款项	9642	9785	11159	12343
% 营业收入	34.4%	39.9%	38.8%	39.7%	预收账款	2033	2352	2587	2902
所得税费用	7056	8905	9539	13833	应付职工薪酬	2539	2626	2995	3313
净利润	29815	37965	40665	43805	应交税费	5753	6895	7435	10158
归属于母公司所有者					其他流动负债	4212	4360	4944	5481
的净利润	26588.0	33746.6	36146.4	38617.9	流动负债合计	42656	26018	29120	34197
少数股东损益	3227	4218	4518	5187	长期借款	56045	56045	56045	56045
EPS (元/股)	1.34	1.70	1.82	1.94	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	932	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	4634	4634	4634	4634
经营活动现金流净额	44226	51472	56263	62301	负债合计	104267	86697	89799	94876
取得投资收益	542	209	219	230	归属于母公司	148967	177652	208376	241201
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	25173	28548	32162	36312
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	174140	206199	240538	277514
固定资产投资	-36456	-31083	-26293	-26451	负债及股东权益	278407	292896	330338	372389
其他	436	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-36020	-30874	-26074	-26221		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.337	1.697	1.817	1.942
股权融资	1739	0	0	0	BVPS	7.49	8.93	10.48	12.13
银行贷款增加 (减少)	13352	-18477	0	0	PE	27.1	21.3	19.9	18.7
筹资成本	16194	-8404	-8273	-8555	PEG	2.05	1.61	1.50	1.41
其他	-33841	0	0	0	PB	4.84	4.06	3.46	2.99
筹资活动现金流净额	-2556	-26881	-8273	-8555	EV/EBITDA	13.95	11.67	10.50	8.90
现金净流量	5650	-6283	21915	27525	ROE	17.8%	19.0%	17.3%	16.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 6875239813564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 6875191613701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 6875192613564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 6875319813916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 6875186013761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性：相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持：相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。