



## 电煤长协价上涨幅度低于预期

### 近一年该股与沪深 300 走势



### 基础数据

|                |         |
|----------------|---------|
| 总股本（百万股）       | 1988.96 |
| 实际流通 A 股（百万股）  | 180     |
| 实际流通 B 股（百万股）  | 0.00    |
| 可转债（百万元）       |         |
| 实际流通 A 股市值（亿元） | 480.78  |

### 财务预测

| （单位：百万元） | 2008   | 2009E  | 2010E  |
|----------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入   | 107133 | 122701 | 144960 |
| 主营业务成本   | 54111  | 59969  | 68148  |
| 主营业务利润   | 53022  | 62732  | 76812  |
| 净利润      | 26581  | 32561  | 40497  |
| 每股收益(元)  | 1.34   | 1.64   | 2.04   |
| 市盈率      | 24.4   | 20     | 16     |

煤炭电力——任睿

025-83367888-3205

[rren@njzq.com.cn](mailto:rren@njzq.com.cn)

### ● 内容提要

公司评级： 推荐

- 1、神华、中煤2010年电煤长协价格的涨幅为30元左右（含税），神华2009年电煤长协价（5500 大卡，港口价）为540元（含税），2010 年每吨上涨30元，涨幅为5.55%，低于我们之前预计10%的涨幅。涨幅低于预期，我们依然看好神华未来的业绩增长。
- 2、涨幅低于预期的主要原因可能出于市场占有率和政治考虑。神华作为最大的煤炭央企，在电煤紧张和价格不断攀升的前提下，需要平衡多方利益，同时稳定和长期的合作关系以及市场占有率也可能是本次神华合同煤涨幅的重要考虑因素。
- 3、优化产品结构和销售结构推动价格提升，涨幅低于预期影响有限。2009年1-9月，公司国内长约合同销售量占国内销量比例为71.1%，2008年同期为82.3%，同比下降11.2个百分点。长协价的涨幅低于预期，但是市场价格的涨幅却高于我们之前的预期，我们认为2010年神华可能会进一步提高市场煤的占比，这将在一定程度上提高综合煤价。
- 4、公司的成本优势在上市煤炭企业中依然突出。前三季度公司成本有所上升，但三季度上升幅度减小。成本上升的主要原因是哈尔乌素矿、锦界矿、布尔台矿等高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2008 年7 月和8 月两次上调电价导致电力成本增加，从整个煤炭企业来看，公司的成本优势依然突出。
- 5、继续看好公司未来发展，外延式增长潜力和成本优势提升公司业绩预期。煤炭资源储量丰富，自产煤生产成本在同类公司中较低，

为业绩的稳定增长提供条件。公司提出了“科学发展，再造神华，五年实现经济总量翻番”的发展目标。预计2013年神华产量将超过5亿吨。

- 6、考虑到资源税的征收，可能抵消提价带来的业绩增长，维持公司盈利预测，公司2009年每股收益约为1.64元，2010年2.04元/股。
- 7、估值和投资建议：以1月15日中国神华收盘价32.73元计算，对应2009年PE20倍，2010年16倍，考虑到公司作为行业龙头，未来增长稳定，享有一定的估值溢价，给予推荐评级。六个月内目标价40元，对应2010年19.6倍市盈率。

图表一、各销售方式下煤炭销售数量及占比

| 单位：万吨    | 2007  | 200806 | 200809 | 2008  | 200906 | 200909 | 同比变化    |
|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|---------|
| 长约合同销量   | 14750 | 8780   | 12860  | 16390 | 8100   | 12770  | -0.70%  |
| 其中：坑口    |       | 800    | 1230   | 1010  | 660    | 1000   | -18.70% |
| 直达沿海铁路   | 5510  | 2950   | 4450   | 5820  | 2500   | 4000   | -10.11% |
| 下水煤      | 9240  | 5030   | 7180   | 9560  | 4940   | 7770   | 8.22%   |
| 现货市场销量   | 3760  | 1670   | 2770   | 4760  | 3600   | 5200   | 87.73%  |
| 其中：坑口    | 1300  | 250    | 390    | 1220  | 350    | 510    | 30.77%  |
| 直达沿海铁路   | 1070  | 660    | 920    | 1280  | 900    | 1360   | 47.83%  |
| 下水煤      | 1390  | 760    | 1460   | 2260  | 2350   | 3330   | 128.08% |
| 出口       | 2400  | 1060   | 1540   | 2120  | 610    | 990    | -35.71% |
| 合计       | 20910 | 11510  | 17170  | 23270 | 12310  | 18960  | 10.43%  |
| 长约合同销量占比 | 71%   | 76%    | 75%    | 70%   | 66%    | 67%    | -10.01% |
| 现货市场销量占比 | 18%   | 15%    | 16%    | 20%   | 29%    | 27%    | 70.19%  |
| 出口占比     | 11%   | 9%     | 9%     | 9%    | 5%     | 5%     | -42.22% |

资料来源：公司公告

图表二、各销售方式下煤炭销售价格

| 单位：元/吨  | 2007 | 200806 | 200809 | 2008 | 200906 | 200909 | 同比变化    |
|---------|------|--------|--------|------|--------|--------|---------|
| 长约合同价格  | 311  | 328    | 334.3  | 336  | 359    | 361.1  | 8.02%   |
| 其中：坑口   |      | 98     | 109.5  | 79   | 99     | 101.6  | -7.21%  |
| 直达沿海铁路  | 229  | 251    | 259.3  | 261  | 263    | 271.3  | 4.63%   |
| 下水(FOB) | 360  | 410    | 419    | 409  | 442    | 440.7  | 5.18%   |
| 现货市场价格  | 265  | 398    | 450.1  | 438  | 413    | 416    | -7.58%  |
| 其中：坑口   | 102  | 169    | 159.8  | 163  | 162    | 173.1  | 8.32%   |
| 直达沿海铁路  | 289  | 347    | 382.6  | 387  | 381    | 390.5  | 2.06%   |
| 下水(FOB) | 399  | 519    | 571.3  | 614  | 463    | 463.9  | -18.80% |
| 出口      | 398  | 493    | 525.8  | 577  | 653    | 578.7  | 10.06%  |
| 综合均价    | 313  | 354    | 370.2  | 379  | 389    | 387.5  | 4.67%   |

资料来源：公司公告

图表三、公司部分营运数据

|                | 2009 年 |       | 2008 年 |       | 同比变化    |
|----------------|--------|-------|--------|-------|---------|
|                | 第三季度   | 1-9 月 | 第三季度   | 1-9 月 | 1-9 月   |
| 商品煤产量（百万吨）     | 53     | 158.8 | 47.9   | 137.9 | 15.20%  |
| 煤炭销售量（百万吨）     | 66.5   | 189.6 | 56.6   | 171.7 | 10.40%  |
| 其中：出口量（百万吨）    | 3.8    | 9.9   | 4.8    | 15.4  | -35.70% |
| 铁路运输周转量（十亿吨公里） | 34.7   | 102.6 | 31.5   | 94    | 9.10%   |
| 港口下水煤量（百万吨）    | 41.9   | 120.9 | 33.4   | 101.8 | 18.80%  |
| 其中：黄骅港（百万吨）    | 19.9   | 58.6  | 20.3   | 61.8  | -5.20%  |
| 神华天津煤码头（百万吨）   | 5.2    | 16.6  | 5.8    | 16.3  | 1.80%   |
| 总发电量（亿千瓦时）     | 284.6  | 719.5 | 281.5  | 755.5 | -4.80%  |
| 总售电量（亿千瓦时）     | 264.4  | 667.8 | 260.9  | 702.5 | -4.90%  |

资料来源：公司公告

图表五、盈利预测假设1

| 盈利预测假设 1 |     |       |        |       |
|----------|-----|-------|--------|-------|
| 经营指标     | 单位  | 2008  | 2009E  | 2010E |
| 外购煤数量    | 万吨  | 4620  | 4000   | 4000  |
| 商品煤产量    | 万吨  | 18570 | 21500  | 25000 |
| 综合煤价     | 元/吨 | 379   | 388    | 420   |
| 外购煤成本    | 元/吨 | 337.2 | 325.00 | 340   |
| 自产煤成本    | 元/吨 | 86.1  | 92.00  | 97    |

资料来源：南京证券研究所

图表六、盈利预测假设2

| 盈利预测假设 2 |     |        |        |        |
|----------|-----|--------|--------|--------|
| 收入       | 单位  | 2008   | 2009E  | 2010E  |
| 煤炭       | 百万元 | 74572  | 89046  | 109620 |
| 电力       | 百万元 | 29393  | 30855  | 32340  |
| 运输       | 百万元 | 1901   | 1900   | 2000   |
| 其他业务收入   | 百万元 | 1267   | 900    | 1000   |
| 合计       | 百万元 | 107133 | 122701 | 144960 |

资料来源：南京证券研究所

图表七、盈利预测假设3

营业成本明细：百万元

|           | 2008A | 2009E  | 2010E  |
|-----------|-------|--------|--------|
| 外购煤成本     | 15585 | 14788  | 15243  |
| 原材料、燃料及动力 | 8433  | 10,780 | 13152  |
| 人工成本      | 5343  | 6,251  | 7526   |
| 折旧及摊销     | 9677  | 10,000 | 11000  |
| 运输费       | 7227  | 9,000  | 10000  |
| 其他        | 7846  | 9,150  | 11,000 |
| 营业成本合计    | 54111 | 59,969 | 67,920 |

资料来源：南京证券研究所

图表八、利润表

利润表（百万元）

|         | 2008A  | 2009E  | 2010E  |
|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 107133 | 122701 | 144960 |
| 营业成本    | 54111  | 59969  | 68148  |
| 毛利      | 53022  | 62732  | 76812  |
| 毛利率     | 49.49% | 51.13% | 52.99% |
| 营业税金及附加 | 2717   | 3112   | 3676   |
| %营业收入   | 2.54%  | 2.54%  | 2.54%  |
| 销售费用    | 673    | 797.56 | 942.24 |
| %营业收入   | 0.63%  | 0.65%  | 0.65%  |

|              |        |          |          |
|--------------|--------|----------|----------|
| 管理费用         | 8302   | 8589.07  | 10147.20 |
| %营业收入        | 7.75%  | 7.00%    | 7.00%    |
| 财务费用         | 3865   | 2000.00  | 1800.00  |
| %营业收入        | 3.61%  | 1.63%    | 1.24%    |
| 资产减值损失       | 1289   | 302      | 400      |
| 公允价值变动收益     | 472    | 350      | 400      |
| 投资收益         | 853    | 600      | 600      |
| 营业利润         | 37501  | 48882    | 60847    |
| %营业收入        | 35.00% | 39.84%   | 41.97%   |
| 营业外收支        | -628   | -200     | -300     |
| 利润总额         | 36873  | 48682    | 60547    |
| %营业收入        | 34.42% | 39.68%   | 41.77%   |
| 所得税费用        | 7056   | 12170.50 | 15136.65 |
| 净利润          | 29817  | 36512    | 45410    |
| 归属于母公司所有者净利润 |        |          |          |
|              | 26590  | 32561    | 40497    |
| 少数股东损益       | 3227   | 3950.55  | 4913.36  |
| EPS（元/股）     | 1.34   | 1.64     | 2.04     |
| PE           | 26.02  | 21.25    | 17.09    |

资料来源：南京证券研究所

注：市盈率以1月15日收盘价计算



**南京证券上市公司投资评级标准:**

强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;

推荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;

中性: 六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间;

回避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下。