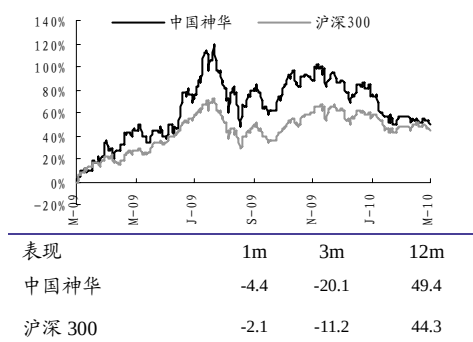


煤炭
Coal

2009 年 3 月 18 日

市场数据	2009 年 3 月 18 日
当前价格 (元)	28.32
52 周价格区间 (元)	18.83
总市值 (百万)	559694
流通市值 (百万)	50652
总股本 (万股)	1988962.046
流通股 (万股)	180000
日均成交额 (百万)	117060
近一月换手 (%)	16.9
第一大股东	中国神华集团
公司网址	www.luanhn.com

一年期收益率比较



陆勤

+86 10 51757576
luqin@csc.com.cn
分析师申明

本人，陆勤，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

中国神华 (601088): 独占煤电路港航一体化优势——投资价值分析报告

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	121312	140102	153127
净利润 (百万元)	30276	35716	39357
每股收益 (元)	1.52	1.8	1.98
净利润增长率%	13.9	18.2	10.2
市盈率	18.6	15.7	14.3

资料来源: 世纪证券研究所

- **拥有并建设亿吨级煤炭矿区，煤炭产量稳步提高。**未来矿区的发展将通过技改，进一步提高现有的亿吨规模的神东矿区以及准格尔矿区的产能；布尔台煤矿和哈儿乌素露天煤矿等矿的达产、增产；规模为亿吨的鄂尔多斯新街矿区以及陕西榆林矿区的建设。新街矿的资源储量 100 亿吨，榆林矿的资源储量 200 亿吨，预计 2013 年两个矿区均能达到产能亿吨。
- **实现铁路、港口、航运一体化运输网络建设。**目前公司拥有并经营着朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路五条铁路。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。09 年组建了神华控股船队，完善和强化公司煤、电、路、港、航一体化模式。一体化的煤炭运输网络，为公司的煤炭销售提供了稳定和可靠的运输保证，也有利于公司降低成本、更好地服务于客户。
- **电力业务是煤炭业务的延伸。**电厂主要分布在矿区、铁路沿线以及中国经济发达和电力需求旺盛地区。09 年，燃煤机组平均利用小时达到 5465 小时，远高于全国平均的 4839 小时。电力业务作为煤炭行业的延伸，可以降低煤炭行业景气下降对公司的影响，增强抗风险能力。
- **投资建议。**我们预计 2010、2011、2012 年公司每股收益为 1.8、1.98 和 2.19 元。考虑公司在煤炭行业的龙头地位以及一体化优势，维持“增持”的评级。
- **风险提示。**如果煤炭行业景气下降将导致煤炭价格的下降，影响公司的盈利水平。煤炭资源税的征收将增加公司的成本。

3 月 15 日，公司在北京举行了 09 年业绩发布会。在会议结束后，我们就公司的经营情况、投资状况、发展规划等与公司的高管进行了充分的沟通。

09 年业绩回顾：现货比例和下水煤比例上升提高盈利能力

2009 年公司实现营业收入 1213.12 亿元，同比增长 13.2%；营业利润 441.89 亿元，同比增长 20.7%；归属于母公司股东净利润为 302.76 亿元，同比增长 16.6%，对应每股收益为 1.52 元。

2009 年公司商品煤产量为 210.3 百万吨，同比增加 24.6 百万吨，增长 13.2%。商品煤产量达到 210.3 百万吨，煤炭销量达到 254.3 百万吨，分别同比增长 13.2%和 9.3%。

其中，2009 年公司长约合同销售煤炭 185.2 百万吨，同比增长 0.1%。长约合同销售占公司总销售量的比例从 2008 年的 79.5%下降到 72.8%。长约合同平均煤炭销售价格达到 375.7 元/吨，同比增长 3.4%。

2009 年公司增加现货销售的比例。全年现货销售煤炭 69.1 百万吨，同比增长 44.9%。现货销售占公司总销售量的比例从 2008 年的 20.5%增加到 27.2%。现货平均煤炭销售价格 420.7 元/吨，同比下降 4.0%。

由于现货销售价格高于长协价格 45 元/吨，现货比例的提高有效地提高了整体煤炭销售价格。2009 年公司下水煤量达 159.2 百万吨，占商品煤销售量的 62.6%，较上年提高 2.7 个百分点。其中，公司自有港口黄骅港和神华天津煤码头共完成下水煤量 99.5 百万吨，占公司总下水煤量的 62.5%。因为下水煤的煤质较好，毛利较高，下水煤销售比例的提高也提高了公司的盈利能力。

2009 年公司的燃煤机组总发电量为 1,047.6 亿千瓦时，同比增加 71.7 亿千瓦时，增长了 7.3%；燃煤机组总售电量为 974.1 亿千瓦时，同比增加 73.2 亿千瓦时，增长了 8.1%。2009 年发电分部燃煤机组平均利用小时数达到 5,465 小时，比同期全国火电设备平均利用小时 4,839 小时高出 626 小时。2009 年公司售电电价为 336 元/兆瓦时，同比增加 16 元/兆瓦时，增长 5.0%。

2009 年，公司自有铁路运输周转量为 138.2 十亿吨公里，同比增长 12.1%。自有铁路运输周转量占总周转量的比例为 77.2%，比 2008 年的 81.4%有所下降。

公司基本情况

中国神华是世界领先的以煤炭为基础的一体化能源公司，主营业务是煤炭生产与销售，煤炭相关物资的铁路、港口运输，电力生产和销售等。

中国神华是中国上市公司中最大的煤炭销售商，拥有最大规模的煤炭储量。公司还拥有由铁路和港口组成的大规模一体化运输网络，运营着包括中国西煤东运的第二大通道神朔—朔黄铁路在内的五条铁路和黄骅港、神华天津煤码头。中国神华还拥有规模可观、高效运营、增长迅速的清洁发电业务，与公司的煤炭业务优势互补，协调发展。

中国神华由神华集团有限责任公司独家发起，于 2004 年 11 月 8 日在中国北京注册成立。中国神华 H 股和 A 股于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月分别在香港联合交易所及上海证券交易所上市。

控股股东为神华集团成立于 1995 年，是以能源为主业，集煤矿、铁路、港口、电厂、航运、煤造油、煤化工为一体的综合性能源企业。目前占有公司 73.86% 的股本。

Figure 1 十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
神华集团有限责任公司	14,511,037,955	72.96	限售流通 A 股
HKSCC NOMINEES LIMITED	3,391,226,380	17.05	H 股流通股
全国社会保障基金理事会转持一户	180,000,000	0.9	限售流通 A 股
交通银行-易方达 50 指数证券投资基金	43,715,020	0.22	A 股流通股
中国工商银行-上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	31,581,164	0.16	A 股流通股
宝钢集团有限公司	29,151,928	0.15	A 股流通股
中国银行-嘉实沪深 300 指数证券投资基金	21,463,219	0.11	A 股流通股
中国建设银行-华安宏利股票型证券投资基金	18,199,900	0.09	A 股流通股
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	16,261,146	0.08	A 股流通股
兴业银行股份有限公司-兴业趋势投资混合型证券投资基金	15,813,088	0.08	A 股流通股
合 计	18,258,449,800	91.8	

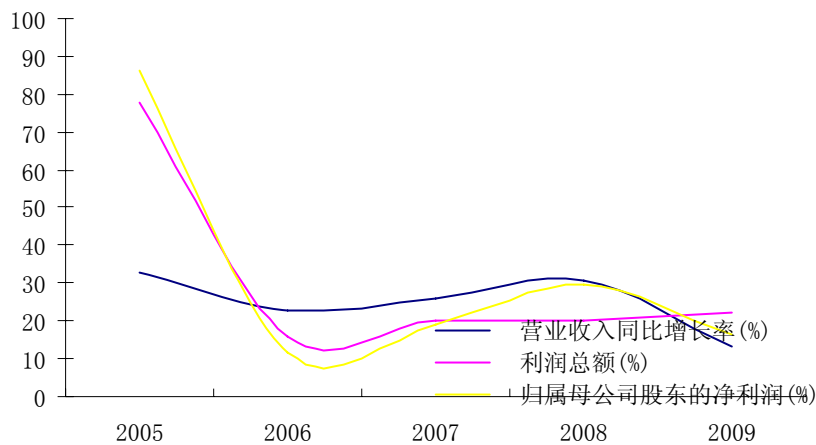
资料来源：上市公司 世纪证券研究所

煤、电、路、港、航一体化

公司的主要业务包括煤炭生产、销售，电力生产和供应，相关铁路、港口等运输服务。

公司的营业收入、营业利润和净利润已经连续 5 年保持 2 位数的增长。

Figure 2 业绩保持两位数增长



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

Figure 3 各年盈利情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业总收入 (亿元)	1, 213. 12	1, 071. 33	821. 07	642. 4	522. 42
增长率%	13. 24	30. 48	25. 96	22. 97	33. 04
净利润 (亿元)	347. 45	298. 15	231. 48	191. 53	170. 49
增长率%	16. 63	29. 72	18. 9	11. 81	86. 38
销售毛利率 (%)	49. 32	49. 49	50. 41	53. 09	55. 72
销售净利率 (%)	28. 64	27. 83	28. 19	29. 81	32. 63

资料来源：公司年报 世纪证券研究所

公司是我国唯一拥有大规模、一体化运输网络的以煤炭为基础的综合性能源公司。公司的经营模式是煤、电、路、港、航一体化。即通过自己的铁路、港口、船队运输煤炭。

煤炭业务是根基

一、拥有并建设亿吨级煤炭矿区

公司煤炭分部由神东煤炭集团、准格尔能源公司、哈尔乌素分公

司、北电胜利能源公司和锦界能源公司等组成。

公司目前拥有煤矿采矿权的矿井近 30 个，分布在我国的西部和北部地区，分属公司经营四个矿区，即神东矿区、万利矿区、准格尔矿区和胜利矿区。其中，神东矿区和万利矿区主要是井工矿，准格尔矿区和胜利矿区是露天矿。

公司的四大矿区中，规模最大、效率最高的矿区是神东矿区。2009 年公司成立了神东煤炭集团，将原有神东矿区和万利矿区进行整合，大大提高煤矿生产、资源配置、地质勘探、洗选加工、装备维修、煤矿信息化等全方位的效率，为实现神东矿区煤炭产量超过 2 亿吨的世界领先矿区的目标创造了基础条件。2009 年神东煤炭集团商品煤产量为 149.9 百万吨，同比增长 8.8%，占同期公司商品煤总产量的 71.3%。2009 年 12 月世界首个 7 米大采高综采工作面在神东补连塔矿成功安装。柳塔矿成功实施综采放顶煤开采工艺。榆家梁煤矿成功应用了自动化开采技术。

准格尔能源公司和哈尔乌素分公司同属于准格尔矿区，2009 年商品煤产量分别为 23.1 百万吨和 14.1 百万吨，分别同比增长 1.8% 和 113.6%。准格尔矿区未来发展目标是建设亿吨级矿区，公司继续加快技改扩能速度。2009 年哈尔乌素露天矿及配套的选煤厂、设备维修中心等主要生产系统工程顺利完工。

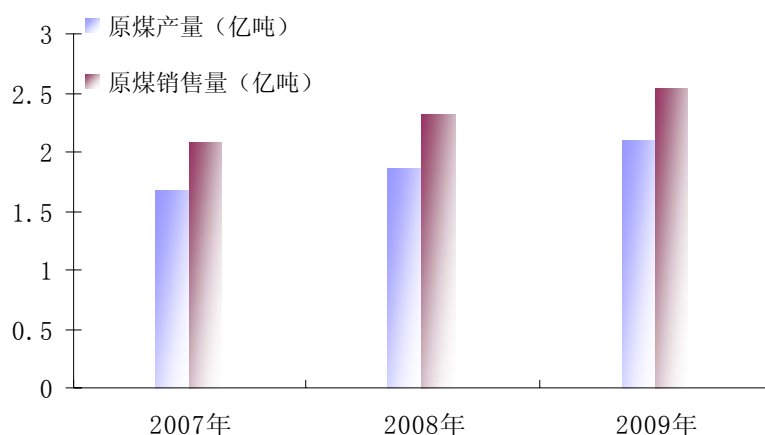
北电胜利能源公司属于胜利矿区，商品煤产量达到 10.5 百万吨。胜利矿区产销量再次突破 1,000 万吨大关。锦界能源公司属于神东矿区，商品煤产量达到 12.7 百万吨，同比增长 64.9%。

2009 年 12 月 31 日，中国标准下，公司可采储量为 113.06 亿吨，资源量为 177.65 亿吨；JORC 标准下公司可售储量为 69.27 亿吨，资源量为 177.65 亿吨。

二、煤炭产量和销售价格稳步提高

公司的煤炭产量和煤炭销售量的年增长率基本上都在两位数。产量的增加主要依靠现有矿区的改造和新矿区开发。其中，锦界矿、哈尔乌素矿、布尔台矿等煤矿的增产是新增产量的主要来源。同时，神东煤炭集团加大薄煤层的开采力度也将是增产的重要来源。

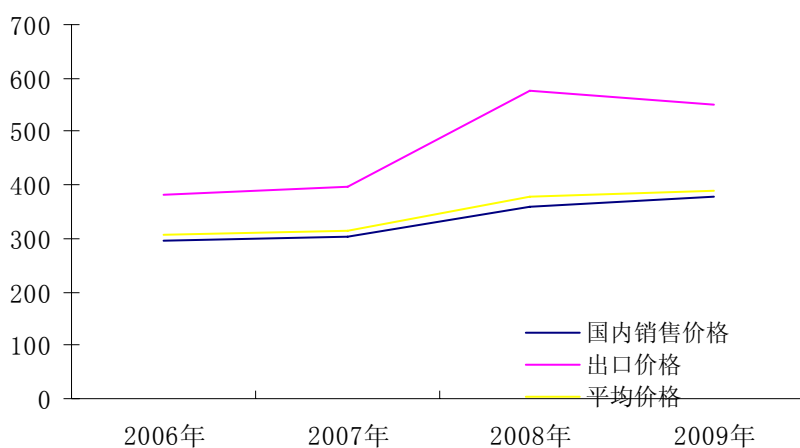
Figure 4 原煤产量和销售量



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

这几年，公司的煤炭销售价格稳步上涨。公司约 72% 的煤炭是长约合同煤炭，受市场煤炭价格波动影响较小。但是，这部分煤炭的销售价格和市场价格存在一定的价差，所以公司在增加现货销售的比例。

Figure 5 销售价格稳步提升



资料来源：公司年报 世纪证券研究所

未来矿区的发展规划主要包括：通过技改，进一步提高现有的亿吨规模的神东矿区以及准格尔矿区的产能；布尔台煤矿和哈儿乌素露天煤矿等矿的达产、增产；规模为亿吨的鄂尔多斯新街矿区以及陕西榆林矿区的建设。新街矿的资源储量 100 亿吨，榆林矿的资源储量 200 亿吨，预计 2013 年两个矿区均能达到产能亿吨。

实现铁路、港口、航运一体化运输网络建设

中国神华充分利用自有铁路和港口一体化的运输系统，解决了中国其他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。

一、自有铁路克服运输瓶颈

中国煤炭资源分布主要为三西地区，决定了我国煤炭供应是“西煤东运”和“北煤南运”的基本格局。而我国的煤炭铁路运力长期不能满足煤炭运输需求，造成运输瓶颈和供应紧张。

目前公司拥有并经营着朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路五条铁路。其中，神朔—朔黄铁路是中国两条主要的西煤东运铁路大通道之一。借助独享的 5 条相连的自有铁路专线，公司既可以将煤炭运输到港口销售给内地以及其他国家和地区，也可以有充分的空间调控煤炭销量，占领以中国沿海地区为主的目标市场，为客户提供稳定、充足的煤炭产品。而且公司还在规划建设连接这些铁路的支线，增加通道和运力。

二、港口发展保证下水煤炭销售

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。黄骅港和神华天津煤成为公司煤炭销往国内沿海市场和海外市场的主要中转海港。其中，黄骅港是中国第二大煤炭下水港口。公司还通过秦皇岛港、天津港等第三方港口运输煤炭。

国内下水（港口 FOB）销售是公司国内销售的主要形式，销售利润率比其他形式高。提高下水煤的销售量有助于提高公司的盈利水平。

2009 年公司下水煤量达 159.2 百万吨，占商品煤销售量的 62.6%。其中，公司自有港口黄骅港和神华天津煤码头共完成下水煤量 99.5 百万吨，占公司总下水煤量的 62.5%。

三、航运：组建了船队

公司 09 年组建了神华控股船队，完善和强化公司煤、电、路、港、航一体化模式。考虑未来的激烈竞争，公司希望通过自己的船队，做到将煤直接送到用户的锅炉里。减少码头的滞期费用，降低运营成本，努力做中国煤炭的“沃尔玛”。

2010 年计划运输量达到 4000 万吨，收入达到 27 亿元。明年的运输量增加 50%。2012-2013 年，运输量达到 1 亿吨，船只 70 条以上。

电力业务：煤炭业务的延伸

公司积极发展与煤炭业务有协同效应的清洁火电业务公司的电厂主要分布在矿区、铁路沿线以及中国经济发达和电力需求旺盛地区，比如京津塘地区、广东省、浙江省等地。

截至 2009 年 12 月 31 日，公司控制并运营燃煤机组 55 台，燃气机组 3 台，风电机组 21 台。公司控制及经营 13 家燃煤发电厂，总装机容量及权益装机容量分别为 22,724 兆瓦及 13,136 兆瓦，权益装机容量占总装机容量的 57.8%，平均单机容量达到 413 兆瓦。燃煤机组平均利用小时达到 5465 小时，远高于全国平均的 4839 小时。

从全国市场售电主体装机容量看，公司电力装机容量低于五大发电集团，与华润电力控股有限公司、广东省粤电集团有限公司等独立发电商共处于第二梯队的领先地位。

由于公司的煤电一体化的运营模式，公司电力业务可以确保获得来自于煤炭业务充足、稳定、及时的煤炭供应，具有显著的竞争优势。2009 年，发电分部耗煤量的 89.1%来自内部供应。在各大电厂煤炭供应紧张的时候，公司的一体化优势突出。

另外，电力业务作为煤炭行业的延伸，也可以降低煤炭行业景气下降对公司的影响，增强抗风险能力。未来公司将以清洁火电为核心、重视大型坑口电厂建设，积极发展风电。

煤炭、电力行业分析

煤炭供求基本平衡 价格小幅上涨

煤炭是我国的基础能源。近年来，我国煤炭产量和消费量都呈较快增长趋势。我国煤炭生产和需求的地理分布不均衡，煤炭行业产业集中度较低，正处于行业整合阶段。山西的煤矿资源整合已经进入尾声，而内蒙古、河南等地已开始仿效“山西模式”进行矿产资源整合，新疆、甘肃、云南等地，也将参照“山西模式”进行整合。

从消费地理分布情况看，近年来，我国沿海省份的煤炭需求量一直很大。但我国约 90%的煤炭资源和生产能力分布在西部和北部地区，中国煤炭运输呈现“西煤东运”和“北煤南运”的格局。从运力状况来看，煤炭供应仍将受到铁路运力相对不足的瓶颈制约。在我国，煤炭供应主要集中在晋陕蒙宁产地区，而随着京津冀、东北、华东、中

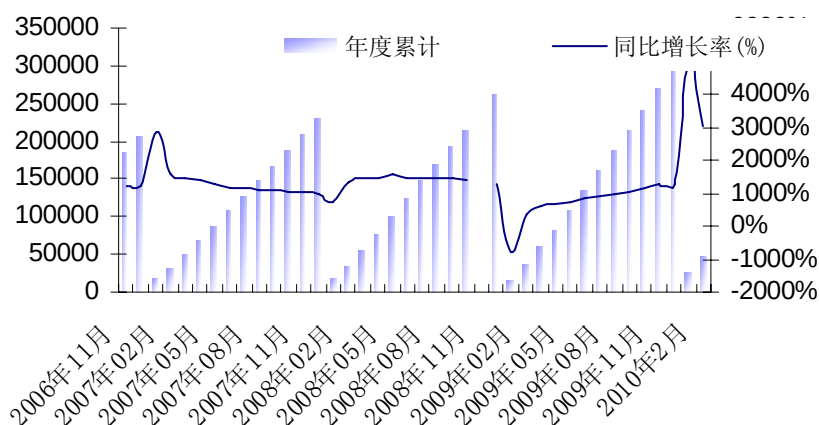
南地区的煤炭需求量的持续增加，“北煤南运、西煤东调”的压力也持续增加。我国跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。

2009 年，全国煤炭铁路运量为 1,326 百万吨，同比下降 1.4%。其中，大秦线运量为 330 百万吨，同比减少 10 百万吨。

2009 年受惠於国家经济刺激政策，主要耗煤行业需求逐步复苏。全国火力发电量、钢材、水泥、合成氨产量同比分别增长 10.2%、15.2%、16.0%和 3.9%，按月呈现增速持续提高的态势。

2009 年全国煤炭消费量为 3,020 百万吨，同比增长 9.2%。2009 年，我国原煤产量为 3,050 百万吨，同比增长 8.8%。其中，山西省因关停整合小煤矿，原煤产量同比下降 6.2%，全年产煤 615 百万吨。全国全年关闭小煤矿约 1,000 处。

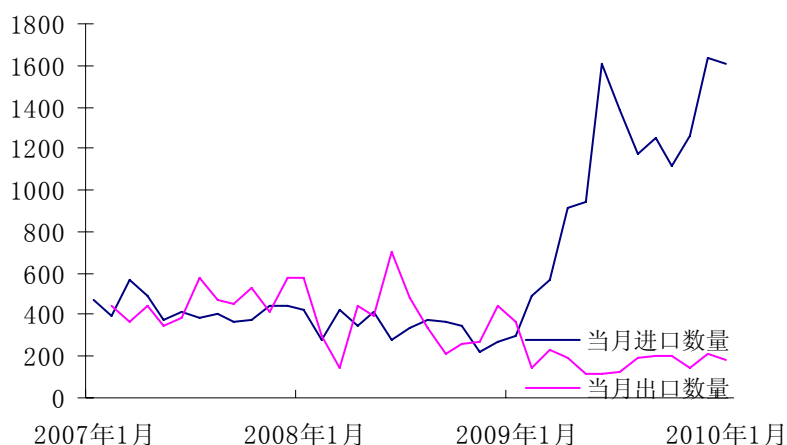
Figure 6 月累计原煤产量增长率



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

由于亚太市场煤价低于国内及海运费大幅降低等原因，我国煤炭进口增加、出口减少，全国由 2008 年的净出口煤炭 5.03 百万吨转为净进口煤炭 103.43 百万吨。

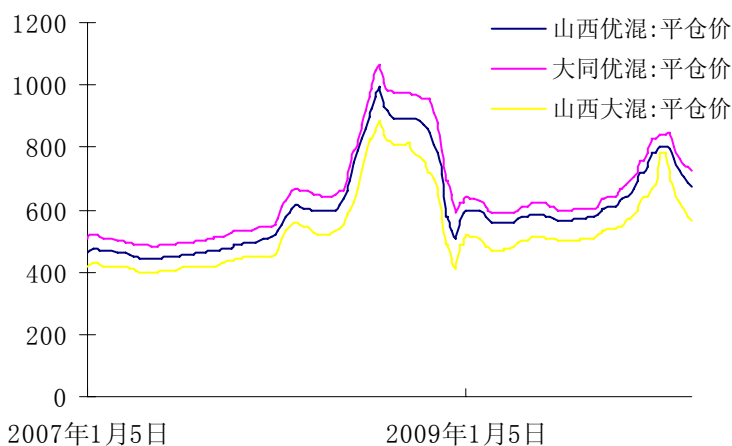
Figure 7 当月进出口量 万吨



资料来源: WIND 世纪证券研究所

2009 年,我国动力煤市场供需基本平衡。前三季度,动力煤供需总体平衡,动力煤现货价格小幅波动。受宏观经济持续回升、冬季取暖用煤增加、恶劣天气影响煤炭运输及水电出力减少等因素影响,四季度动力煤供应偏紧,现货价格大幅上涨。2010 年随着年后天气好转,运输压力减少,煤炭价格开始回落。

Figure 8 秦皇岛煤价



资料来源: WIND 世纪证券研究所

预计 2010 年煤炭供需量平缓增长且供需基本平衡。由于受资源整合影响,山西、河南等省的产能增长缓慢,而内蒙古、安徽、贵州、陕西及神华、中煤两大央企的产能增长较快。但随着山西资源整合的全国推广,产能增长将受到一定抑制。铁路运力以及气候条件也将对

煤炭运输的影响，可能造成局部地区的供应紧张。而随着工业经济的逐步恢复，火电、钢铁、建材、化工等主要煤炭消费行业用煤量将平稳增加。预计 2010 年动力煤价格将小幅上涨。

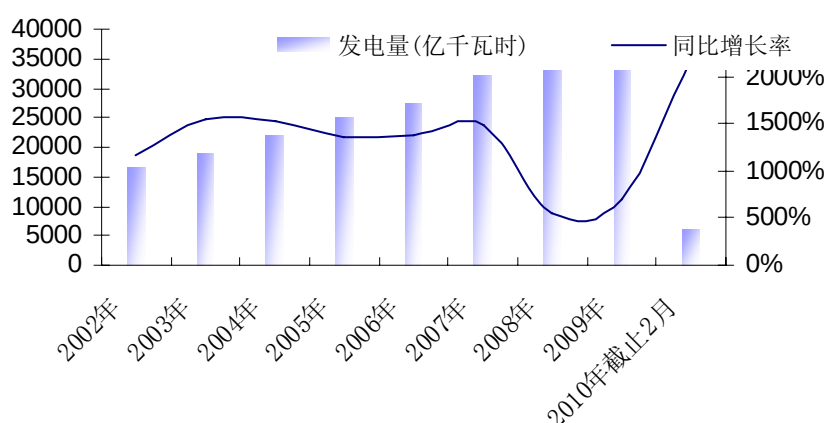
2010 年，重点电煤价格普遍每吨上涨 30 元至 50 元。其中，大型央企神华、中煤涨幅较低，在 30 元左右。例如，神华的港口下水 5500 大卡电煤国内长约销售合同 2010 年合同价格从去年的 540 元/吨上涨到 570 元/吨。

电力行业盈利能力改善

2009 年全国电力消费逐月回升，从负增长转为连续 7 个月正增长。全年全社会用电量同比增长 6.0%，增速同比加快 0.8 个百分点。电力供应能力进一步增加。截至 2009 年底，全国发电装机容量达到 87,407 万千瓦，同比净增加 8,154 万千瓦。政府大力推进大用户直供电改革，并于 11 月 20 日上调全国非居民用电价格平均每度 2.8 分钱。小火电关停工作进展顺利，截至 2009 年底，全国已累计关停小火电机组 6,038 万千瓦，提前完成“十一五”期间的关停 5,000 万千瓦的目标。

2009 年全国电力供需总体平衡。全国 6,000 千瓦及以上电厂累计平均设备利用小时数为 4,527 小时，同比下降 121 小时，但四季度已恢复至 2006-2007 年水平。受电煤现货价格同比下滑及 2008 年下半年两次电价上调等因素的影响，电力行业盈利能力有所改善。

Figure 9 发电量及增长率



资料来源：WIND 世纪证券研究所

2010 年我国发电装机容量仍将继续增长。预计 2010 年底我国发电装机容量将由上年末的 8.7 亿千瓦增长到 9.5 亿千瓦左右。发电设备平均利用小时数同比基本持平。

预计 2010 年全国电力供需总体平衡；供应略显宽松，发电设备平均利用小时数同比基本持平。电煤合同价格小幅上涨，电煤现货价格小幅波动，发电企业盈利能力同比将基本持平。

规模及一体化优势显著

公司所具有的优势主要包括规模优势、一体化经营优势等。我们认为，公司的一体化优势显著，其抗风险能力远高于其它煤炭公司和电力公司。

规模优势

以煤炭销售量和储量计，公司是中国第一、世界第二大煤炭上市公司。公司的煤炭业务在生产效率、采购、营销等很多方面具有规模效益。并且，在煤炭市场上，电厂等大型客户比较倾向于向大型煤炭企业购买煤炭，以确保产品质量、稳定供应并降低相关成本和费用。而煤炭储量的赋存条件比较优越，非常有利于开发和经营大型煤矿，使得公司可以在较短的时间内建设高产高效煤矿，其单位产能的投资规模和经营成本相对较低，具有较高的安全性。公司的煤炭成本在同行业中具有明显的竞争优势。公司的吨煤工资是同行业的三分之一，设备折旧费用也只是同行业的三分之一。

煤炭储量赋存优势

公司主要煤炭储量的赋存条件比较优越：煤层埋藏浅、倾角小、煤层较厚、地表状况稳定、地质构造简单，且大多数煤层瓦斯含量低。这些条件非常有利于开发和经营大型煤矿，使得公司可以在较短的时间内建设高产高效煤矿，其单位产能的投资规模和经营成本相对较低，具有较高的安全性。上述地质条件也有利于公司采用高度机械化的长壁综采和连采掘进的方法，不断提高资源回收率，从而进一步提高了公司的经营效率和安全性。

一体化经营优势

公司拥有大规模、一体化专用铁路、港口设施和船队组成的煤炭运输网络，为公司的煤炭销售提供了稳定和可靠的运输保证。公司通过自有的运输系统运输了相当部分的煤炭，减少了公司对第三方铁路和港口系统的依赖。专用的黄骅港和天津煤码头，有利于公司煤炭的下水；船队的发展有利于公司降低成本、更好地服务于客户；建立了

连接神东矿区和黄骅港之间更为直接的运输线路，降低了单位运输成本；提供了煤炭装船和发货前配煤专用堆场。

公司还受益于煤炭生产和电力经营一体化所产生的协同效应。公司的电力业务可以从煤炭业务获得品质优良、供应稳定的煤炭，因此其燃煤储备充足且稳定，可确保不会因燃煤短缺而中断电力生产。公司稳定的煤炭供应还使公司的电力业务在争取发电量和新电源项目开发权时拥有一定的竞争优势。

公司财务分析

公司作为行业的龙头企业以及一体化的战略思路，成本较低，销售毛利率、净利率均处于行业领先水平。

Figure 10 09 年三季度盈利能力比较

证券代码	证券简称	销售毛利率%	销售净利率%	净资产收益率 ROE (摊薄)%	销售期间费用率%
600123.SH	兰花科创	42.9923	22.011	19.13	18.3668
600188.SH	兖州煤业	44.6667	19.92	10.99	16.1283
600348.SH	国阳新能	19.7051	9.7402	24.1	4.9333
600395.SH	盘江股份	37.1734	20.135	13.14	10.9546
600508.SH	上海能源	25.7311	12.9876	13.96	8.5027
600546.SH	山煤国际	7.4524	0.6328	1.7	4.1159
600971.SH	恒源煤电	31.4091	13.044	31.12	12.6694
600997.SH	开滦股份	22.0771	9.0536	12.92	8.8786
601666.SH	平煤股份	19.3116	8.2725	14.69	6.7854
601918.SH	国投新集	34.8882	15.6683	9.77	13.016
900948.SH	伊泰 B 股	47.3692	27.3117	25.02	13.7234
000552.SZ	靖远煤电	23.5396	10.9297	8.77	10.0047
000780.SZ	平庄能源	34.6939	18.45	12.49	6.6142
000933.SZ	神火股份	17.2737	4.8863	12.26	9.6836
000937.SZ	冀中能源	29.7147	10.3729	11.85	14.4231
000939.SZ	凯迪电力	37.1657	10.8623	4.24	21.0975
000968.SZ	煤气化	31.7004	10.9367	8.6	13.4385
000983.SZ	西山煤电	43.7793	21.9698	18.95	13.2095
002128.SZ	露天煤业	34.5333	20.364	21.96	8.6123
601001.SH	大同煤业	49.4558	20.5001	13.76	19.5022
601088.SH	中国神华	51.8576	31.7244	15.05	9.4325
601699.SH	潞安环能	32.2184	13.9795	19.51	12.3
601898.SH	中煤能源	37.6864	13.8985	7.32	18.4024
平均		32.8867	15.1153	14.4043	11.9476

资料来源：世纪证券研究所

公司的偿债能力较高。流动比率、速动比率均处于行业内主要上市公司的较高水平，产权率处于较低水平。

公司的营运能力还有待提高。应收账款周转率、总资产周转率低于行业平均水平。

Figure 11 2009 年三季度运营能力和偿债能力比较

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	产权比率	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
000552.SZ	靖远煤电	1.6412	1.3835	0.4384	7.3022	4.7295	0.6329
000780.SZ	平庄能源	2.4899	2.381	0.3896	21.3117	5.4898	0.5126
000933.SZ	神火股份	0.6171	0.525	4.4649	7.1376	15.3405	0.4126
000937.SZ	冀中能源	1.1675	1.0561	1.0922	11.3362	7.6558	0.5853
000939.SZ	凯迪电力	0.6832	0.5268	3.0481	1.8667	2.9109	0.1813
000968.SZ	煤气化	1.2766	1.0612	0.646	4.3777	5.3949	0.495
000983.SZ	西山煤电	1.7624	1.6905	0.7786	12.8656	12.3867	0.4871
002128.SZ	露天煤业	1.4058	1.2309	0.5423	14.5384	6.9142	0.7679
600123.SH	兰花科创	0.8898	0.7446	1.1633	3.8707	84.3161	0.3948
600188.SH	兖州煤业	2.526	2.4112	0.2454	10.808	45.1138	0.4612
600348.SH	国阳新能	1.4701	1.3706	1.3033	26.8421	18.8684	1.1901
600395.SH	盘江股份	1.9557	1.764	0.3488	10.3973	22.3741	0.6975
600508.SH	上海能源	1.042	0.9055	0.7415	10.2233	78.6117	0.6479
600546.SH	山煤国际	1.3379	0.682	1.6992	2.2403	3.241	0.9957
600971.SH	恒源煤电	0.6273	0.5148	10.028	9.4288	18.5901	0.4714
600997.SH	开滦股份	1.0744	0.9436	1.5743	10.6793	13.3761	0.5704
601001.SH	大同煤业	2.2511	2.111	0.4748	9.3339	24.9374	0.5124
601088.SH	中国神华	1.7334	1.5544	0.6741	4.9394	11.7233	0.3044
601666.SH	平煤股份	1.2829	1.2032	0.8535	31.5493	50.2463	0.8863
601699.SH	潞安环能	1.2428	1.1966	1.0673	29.824	19.9273	0.7321
601898.SH	中煤能源	3.9949	3.6439	0.4081	5.3181	8.3054	0.3886
601918.SH	国投新集	0.5135	0.4269	1.6794	5.8699	11.9822	0.2457
900948.SH	伊泰 B 股	1.7222	1.5974	1.3116	10.3907	11.2832	0.4064
平均		1.509	1.3446	1.5206	11.4109	21.0312	0.5643

资料来源：世纪证券研究所

盈利预测、估值及投资建议

公司未来将继续对国内煤炭资源进行收购和整合，包括对内蒙古、陕西、宁夏和新疆等煤炭资源开发，将有利于公司获取足够的资源储备。未来集团也将根据上市时的承诺陆续将煤炭资产的注入到公司里。公司作为煤炭行业龙头，在煤炭行业景气度高的背景下，凭借其资源扩张能力以及煤、电、铁路、港口、航运一体化的战略，将会最大程

度地受益。

2010 年公司商品煤产量的增加将主要来自锦界矿、哈尔乌素矿、布尔台矿等煤矿的增产。同时神东煤炭集团将加大薄煤层的开采力度，准格尔能源公司和北电胜利能源公司将小幅增产或继续维持现有产能。预计公司 2010 年煤炭共增产 2000 万吨。

对于公司的盈利预测，基于以下假设：

1. 10 年、11 年煤矿产量分别为 230 百万吨、250 百万吨；销售量分别为 274 百万吨和 290 百万吨；
2. 10 年、11 年煤炭合同价格为 405 元/吨和 415 元/吨；
3. 10 年、11 年售电量分别为 1170 亿千瓦时和 1200 亿千瓦时；
4. 所得税自 2010 年开始按照 25% 进行计算。

我们预计 2010、2011、2012 年公司每股收益为 1.8、1.98 和 2.19 元。目前公司 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别为 15.7 和 14.3 倍。同期 A 股的煤炭行业 2010 和 2011 年平均动态市盈率为 18.9 和 15.5 倍，公司动态市盈率略低于行业均值。以 2010 年 18 倍—20 倍的市盈率进行估值，公司的 1 年内合理的股价应在 32.4 元—36 元。

用 DDM 估值方法进行估值，得出公司的合理价值为 32.43 元。

Figure 12 DDM 预测参数 1

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.444	1.050
无风险利率 (%)	2.52%	3.00%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.50%
股权资本成本 (K_e)	10.43%	8.78%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 13 DDM 预测

1、高速增长阶段折现系数	2010E	2011E	2012E
高速增长阶段 K_e	10.43%	10.43%	10.43%
高速增长阶段折现系数	0.9055	0.8200	0.7425
2、永续增长阶段折现系数			
永续增长阶段 K_e	8.78%		
永续增长阶段折现系数	0.7425		
3、折现			
高速增长阶段折现	0.570	0.567	0.568
永续增长阶段折现	30.728		

资料来源：世纪证券研究所

Figure 14 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	92459	138268	184687	238687	营业收入	121312	140115	153146	169992
现金	73467	116692	161010	212341	营业成本	61486	70198	77124	86526
应收账款	7571	8729	9549	10598	营业税金及附加	3786	2500	3000	4000
其他应收款	1031	1193	1303	1446	营业费用	820	947	1035	1149
预付账款	1122	1146	1309	1450	管理费用	9146	10662	11618	12909
存货	7727	8877	9732	10926	财务费用	1860	2332	1386	193
其他流动资产	1541	1632	1784	1926	资产减值损失	547	547	547	547
非流动资产	218055	212796	207441	201087	公允价值变动收益	-178	125	119	97
长期投资	4285	4096	4189	4143	投资净收益	700	777	738	757
固定资产	146362	147292	145631	141974	营业利润	44189	53831	59294	65523
无形资产	25642	27025	28337	29672	营业外收入	254	252	256	254
其他非流动资产	41766	34383	29283	25299	营业外支出	542	633	650	648
资产总计	310514	351064	392127	439774	利润总额	43901	53450	58900	65129
流动负债	55684	60019	63281	69375	所得税	9156	12294	13547	14980
短期借款	16147	20000	23467	28759	净利润	34745	41157	45353	50149
应付账款	13400	13400	13400	13400	少数股东损益	4469	5441	5996	6630
其他流动负债	26137	26619	26414	27216	归属母公司净利润	30276	35716	39357	43519
非流动负债	58073	63548	68389	73442	EBITDA	58480	68219	73571	79320
长期借款	53931	58931	63931	68931	EPS (元)	1.52	1.80	1.98	2.19
其他非流动负债	4142	4617	4458	4511					
负债合计	113757	123567	131671	142817	现金流量表				
少数股东权益	27431	32872	38868	45498	单位: 百万元				
股本	19890	19890	19890	19890	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	88181	88181	88181	88181	经营活动现金流	55927	53500	56825	61522
留存收益	58420	83594	110439	140213	净利润	34745	41157	45353	50149
归属母公司股东权益	169326	194625	221589	251459	折旧摊销	12431	12056	12892	13605
负债和股东权益	310514	351064	392127	439774	财务费用	1860	2332	1386	193
					投资损失	-700	-777	-738	-757
重要财务指标					营运资金变动	5878	-2055	-2157	-1971
单位: 百万元					其他经营现金流	1713	788	91	305
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	投资活动现金流	-37103	-6567	-6849	-6683
营业收入	121312	140115	153146	169992	资本支出	31537	5300	5400	5350
收入同比(%)	13%	16%	9%	11%	长期投资	-146	-192	96	-48
归属母公司净利润	30276	35716	39357	43519	其他投资现金流	-5712	-1459	-1353	-1381
净利润同比(%)	17%	18%	10%	11%	筹资活动现金流	-11985	-3708	-5658	-3509
毛利率(%)	49.3%	49.9%	49.6%	49.1%	短期借款	3028	3853	3467	5292
ROE(%)	17.9%	18.4%	17.8%	17.3%	长期借款	-2114	5000	5000	5000
每股收益(元)	1.52	1.80	1.98	2.19	普通股增加	0	0	0	0
P/E	18.55	15.72	14.27	12.90	资本公积增加	37	0	0	0
P/B	3.32	2.89	2.53	2.23	其他筹资现金流	-12936	-12561	-14125	-13801
EV/EBITDA	10	9	8	7	现金净增加额	6890	43225	44318	51331

资料来源: 天软 世纪证券研究所

公司的战略愿景是实现科学发展，再造神华，实现五年经济总量翻番。总体的规划思路是综合平衡煤炭、电力、铁路、港口板块的协同发展。考虑公司在煤炭行业的龙头地位以及一体化优势，维持“增持”的评级。

风险提示

公司需承受各种市场风险，包括煤炭价格波动。如果煤炭行业景气下降将导致煤炭价格的下降，影响公司的盈利水平。

公司经营业务受到人民币汇率波动的影响。如果人民币汇率进一步上涨，将逐步削弱公司出口煤炭价格的吸引力，进而影响公司出口煤炭的销售利润。此外，公司有部分未适时结算的外币资产和负债，随着汇率的波动，亦将影响公司的当期损益。

监管政策的变化也可能对公司的运营产生重大不利影响。在煤炭监管方面，如果政府进一步增加煤炭资源税、维简费，增加征收煤炭可持续发展基金，国土资源部暂停探矿权的批准，地方增加相关税费征收和严格环保法规等，将可能对公司煤炭业务的收入和利润带来负面影响。在电力监管方面，如果政府降低上网电价、限制提高电价、改变现有的电价形成机制等都可能给公司电力业务的收入和利润带来负面影响。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.