

买入

弱势下更应关注龙头企业价值

——中国神华（601088）4月运营数据点评——

研究员

王剑辉

执业证号：S1250200010075

电话：010-57631186

邮箱：wjhui@swsc.com.cn

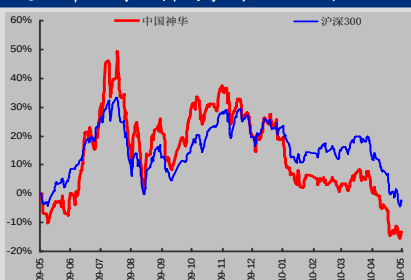
徐哲

执业证号：S1250108120860

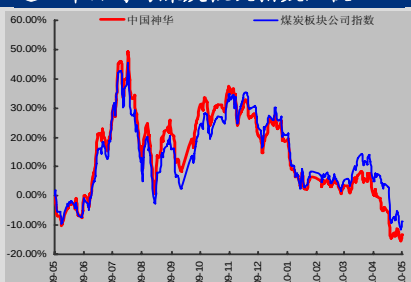
电话：010-57631191

邮箱：xze@swsc.com.cn

近一年公司股价与沪深300比较



近一年公司与煤炭板块指数比较



近2年估值水平变化



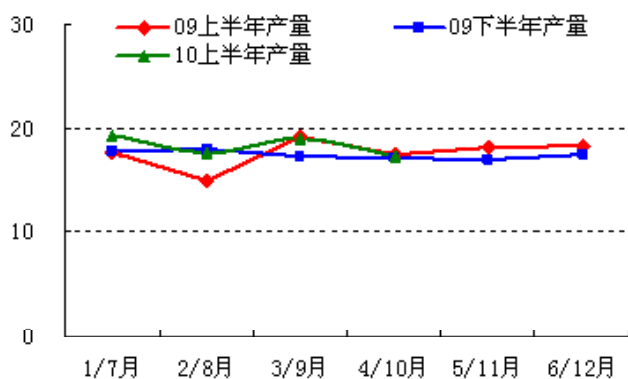
事件:

4月份公司商品煤产量1730万吨,同比下降1.10%,环比下降8.95%;销量2330万吨,同比增长5.90%,环比增长9.39%;港口下水煤量1430万吨,同比增长5.90%,环比增长19.17%;总发电量118.2亿千瓦时,同比增长62.40%,环比增长2.78%;总售电量110.4亿千瓦时,同比增长63.30%,环比增长2.89%。

点评:

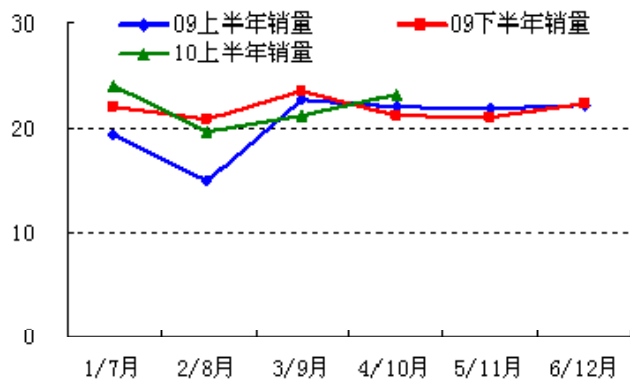
- **煤炭产量略降、销量保持高位增长** 从产销数据实绩分析,产量计划完成度32.05%,略低于计划目标,较2009年同期完成度低3.13个百分点;销量计划完成度32.50%,略低于计划目标,较2009年同期完成度低3.41个百分点。截止4月份,对比公司产量数据(图1),波动明显低于同期,延续了去年下半年以来的趋势;对比销量数据(图2),月度销量已经基本稳定在2000万吨以上。
- **电力分部产销量维持较高水平** 前4月公司总发电量计划完成度35.09%,高于计划目标,较2009年同期完成度高出4.85个百分点;总售电量完成度35.32%,高于计划目标,较2009年同期完成度高出5个百分点。我们认为随着公司权益装机容量的提升(2009年同比增长31.27%)以及用电高峰期的来临,公司发售电数据下半年有望维持高位(图3、图4)。
- **煤炭主业毛利水平稳定** 将公司煤炭主业毛利率与行业均值作比较(图5),公司毛利水平高于行业平均水平(规模化、现代化煤炭生产表现),同时两者差异虽有放大趋势但总体保持稳定,故如果行业整体水平趋于平滑时,对公司的影响会相对较小。
- **现金分红比例较高,股息率提升** 公司拟派发股息0.53元/股,现金分红比例占基本每股收益的34.08%。假定以2010年5月18日为基期,公司股息率约为2.226%(扣税后2%),接近银行一年期定存利率,目前股价有较大安全性。
- **盈利预测** 预计公司2010年-2012年每股收益分别为1.804元、1.916元、2.126元,动态市盈率水平分别为13.29(X)、12.51(X)、11.27(X)。同期行业整体2010年动态市盈率水平为14.04(X),作为行业龙头企业理应享受行业平均估值水平,公司股价存在低估,维持“买入”评级。
- **风险提示** 市场系统性风险冲击;动力煤生产企业公用事业化;资源税改政策影响;下游淘汰落后产能造成的需求增速下滑等。

图表 1 公司产量对比 (百万吨)



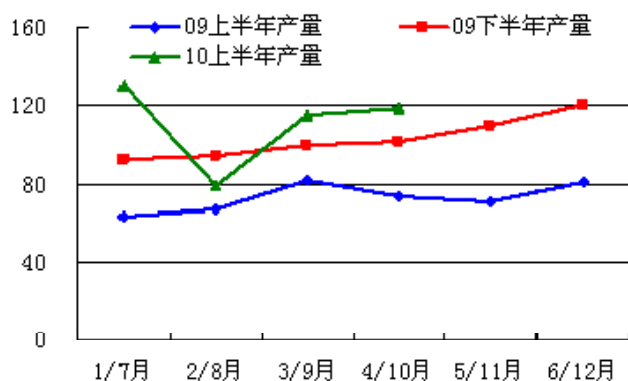
资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

图表 2 公司销量对比 (百万吨)



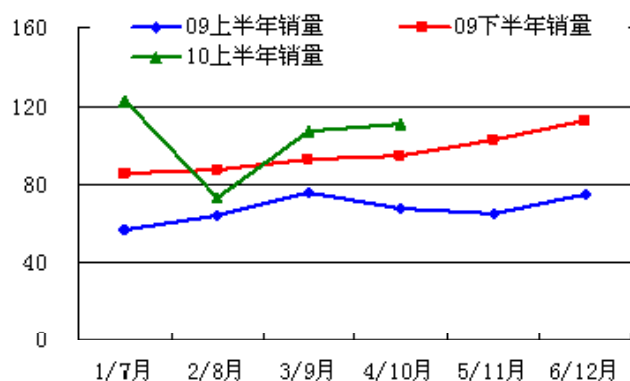
资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

图表 3 公司发电量对比 (亿千瓦时)



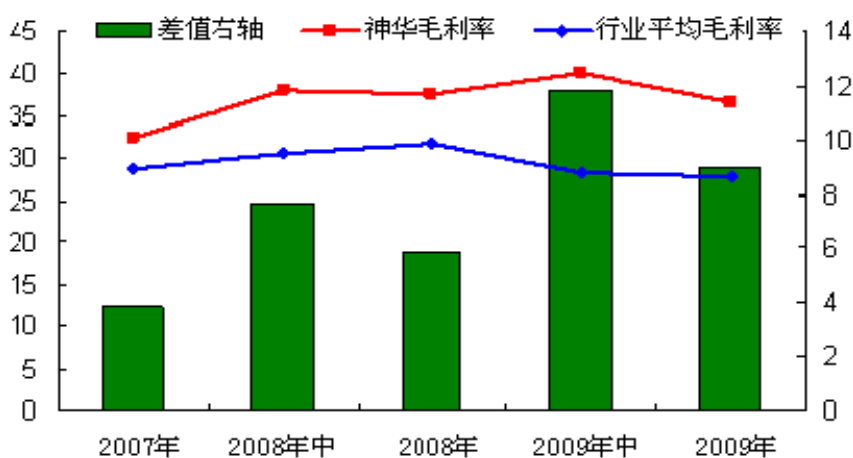
资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

图表 4 公司售电量对比 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

图表 5 公司毛利率与行业平均水平比较



资料来源: 公司公告、国家统计局 (以 2、5、8、11 统计数据)、西南证券研发中心

表格 1: 盈利预测简表

利润表	2010E	2011E	2012E
营业收入	137905.14	159662.12	175184.51
营业成本	64815.41	81427.68	89344.10
税金及附加	4303.85	4982.86	5467.30
营业费用	891.74	1032.42	1132.80
管理费用	10742.81	11974.66	13138.84
财务费用	2245.83	1922.35	1392.93
利润总额	54905.49	58322.15	64708.55
所得税	13726.37	14580.54	16177.14
净利润	35882.55	38115.44	42289.17
资产负债表	2009E	2010E	2011E
货币资金	57624.29	81227.05	97883.70
应收及预付	14160.29	15223.56	17017.00
存货	9278.51	12085.53	11355.53
固产及在建	196608.20	213809.40	231010.60
资产总计	312728.70	354092.34	386155.03
短期借款	5000.00	5000.00	5000.00
应付及预收	17883.35	28495.12	26438.55
长期借款	53931.00	53931.00	53931.00
其他负债	10207.00	10207.00	10207.00
负债合计	87021.35	97633.12	95576.55
股本	19890.00	19890.00	19890.00
资本公积	88181.00	88181.00	88181.00
留存收益	84908.77	110034.47	137911.49
母公司股东权益	192979.77	218105.47	245982.49
股东权益	225707.35	256459.22	290578.48
现金流量表	2009E	2010E	2011E
经营现金流	62395.90	83757.85	82229.03
投资现金流	-41130.00	-45243.00	-49767.30
筹资现金流	-10621.60	-14912.09	-20805.08
现金流量净额	-9355.71	23602.76	11656.65

资料来源: 西南证券研发中心

单位: 百万元

主要指标	2010E	2011E	2012E
三费/营收	10.07%	9.35%	8.94%
EBIT/营收	41.44%	37.73%	37.73%
EBITDA/营收	61.19%	57.37%	57.95%
销售净利率	29.86%	27.40%	27.70%
ROE	18.59%	17.48%	17.19%
ROIC	26.34%	18.79%	19.85%
EBIT 增长	24.43%	5.41%	9.72%
EBITDA 增长	44.60%	8.54%	10.84%
净利润增长	18.52%	6.22%	10.95%
总资产增长	4.80%	13.23%	9.05%
股东权益增长	13.97%	13.02%	12.78%
资产负债率	27.83%	27.57%	24.75%
投资/总资产	76.90%	70.55%	69.61%
息债/总负债	67.72%	60.36%	61.66%
流动比率	2.78	2.73	3.35
速动比率	2.46	2.43	3.05
总资产周转率	0.44	0.45	0.45
固产周转率	0.89	0.95	0.97
应收周转率	13.15	13.51	13.84
存货周转率	6.99	6.74	7.87
PE	15.41	14.51	13.08
PB	2.87	2.54	2.25
EV/EBIT	10.51	9.70	8.71
EV/EBITDA	7.11	6.38	5.67
EV/NOPLAT	14.01	12.94	11.61
EV/IC	2.50	2.34	2.14

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,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询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>