

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安 鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

## 业绩平稳增长，期待资产注入

### 事件描述

中国神华今日发布 2010 年中报，其主要内容为：

- 上半年公司营业收入 697.31 亿元，营业成本 354.02 亿元，分别同比增长 22.2%和 30.2%；净利润 215.68 亿元，同比增长 19.0%；归属于母公司股东的净利润 186.32 亿元，同比增长 16.6%；实现基本每股收益 0.937 元（其中二季度实现 0.498 元），同比增长 16.6%；扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率达 10.48%，同比增加 0.14 个百分点。
- 上半年公司商品煤产量 10920 万吨，同比增长 3.2%；商品煤销量 13740 万吨，同比增长 11.6%，其中出口 580 万吨，同比下降 4.9%；上半年公司总发电量 682.6 亿 kwh，销售电量 635.5 亿 kwh，分别同比大增 57.0%和 57.5%。

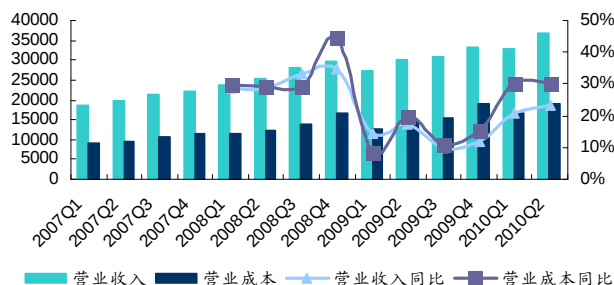
### 事件评论

#### 第一，上半年煤电业务稳步增长，毛利水平略有下降

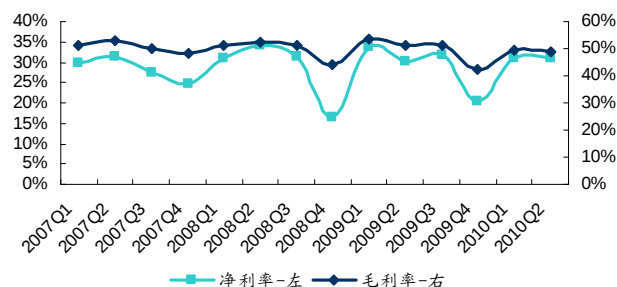
上半年公司营业收入 697.31 亿元，营业成本 354.02 亿元，分别同比增长 22.2%和 30.2%；公司的毛利率水平较去年同期的 52.38%下降至 49.23%，其中二季度毛利率 48.82%，环比一季度下降 0.88 个百分点。

业绩增长主要来源于煤炭和电力分部，但两项业务的毛利水平同比均有下滑（煤炭毛利水平同比下降 2.5 个百分点，电力同比下降 1 个百分点）。

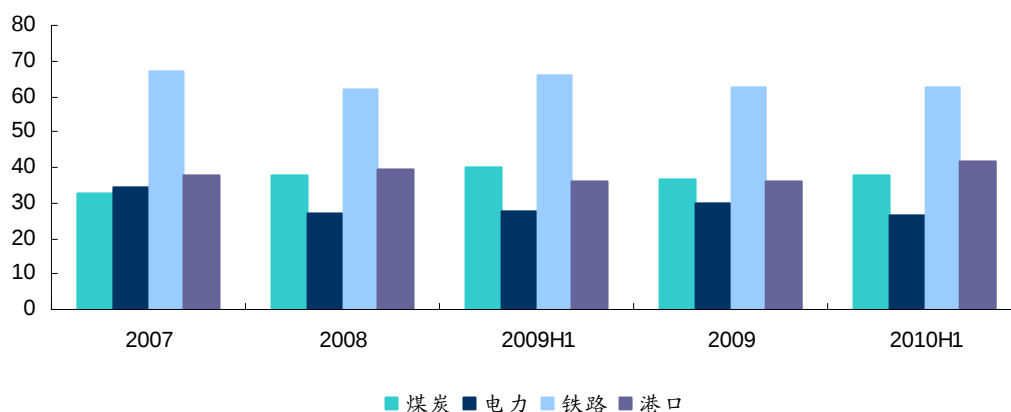
除主营业务外，上半年公司资产减值损失较去年下降了 3.02 亿元，公允价值变动收益增长 3.12 亿元，占上半年归属于母公司净利润的 3.3%，主要由于去年同期公司计提电厂“上大压小”固定资产和煤矿备品备件的减值，以及日元掉期合同的收益。

**图 1：公司上半年营业收入与营业成本平稳增长**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 2：2 季度毛利率水平环比和同比均有所下滑**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**图 3：上半年公司煤炭，电力和港口业务的毛利水平平均有下滑**


资料来源：Word，长江证券研究部

## 第二， 2010 年-2011 年产销量保持平稳增长

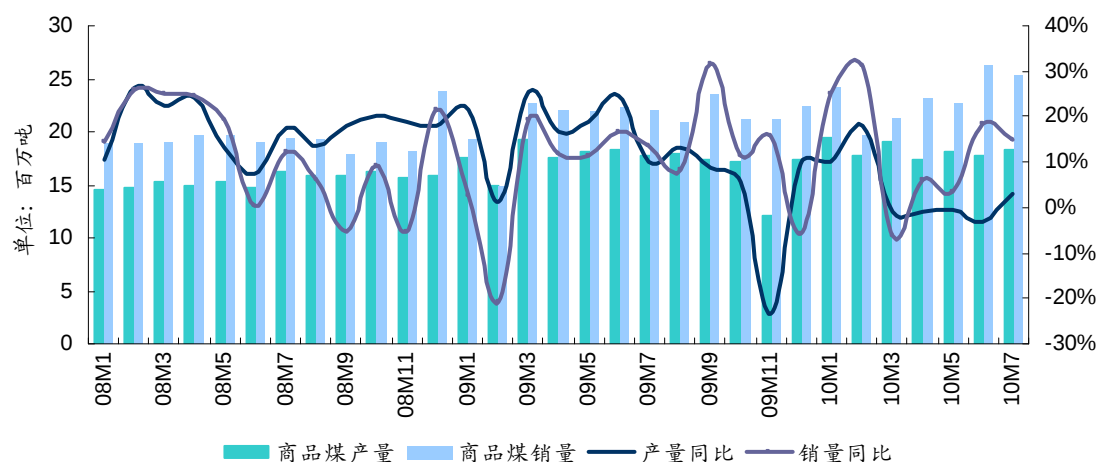
公司商品煤产量达到 10920 万吨，同比增长 3.2%，完成年度经营目标的 47.7%；煤炭销售量达到 13740 万吨，同比增长 11.6%，完成年度经营目标的 50.4%。总体产销增长势头较为平稳。

上半年产量增长主要来源于哈尔乌素和锦界能源，分别贡献 150 万吨和 130 万吨的增量。上半年公司外购煤销量达到 3010 万吨，较去年同期大幅上升 60.1%，

2010 年-2011 年，公司产量增长主要来自锦界矿、哈尔乌素矿、布尔台矿和黄玉川矿的增长，其中黄玉川矿的外通道目前正在建设中，2011 年开始逐步释放产能。预计公司 2010 年-2011 年产量增量分别在 1200 万吨左右。

另外，公司海外项目进展顺利，澳大利亚的沃特马克项目提前完成全年勘探任务和全年购地计划，印度尼西亚南苏门答腊省的煤电一体化项目按计划进行，该项目计划建设 1 座年产煤炭 150 万吨的露天煤矿和 2 台单机容量为 150 兆瓦的燃煤发电机组，预计 2011 年投产。

图 4：上半年产销量平稳增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：2008 年-2010 年上半年公司煤炭业务产销量

| 项目        | 2008  | 2009  | 同比     | 完成计划比例  | 2010H1 | 同比    | 完成计划比例 |
|-----------|-------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| 商品煤产量(亿吨) | 1.857 | 2.103 | 13.25% | 106.75% | 1.092  | 3.2%  | 47.7%  |
| 商品煤销量(亿吨) | 2.327 | 2.543 | 9.28%  | 114.55% | 1.374  | 11.6% | 50.4%  |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

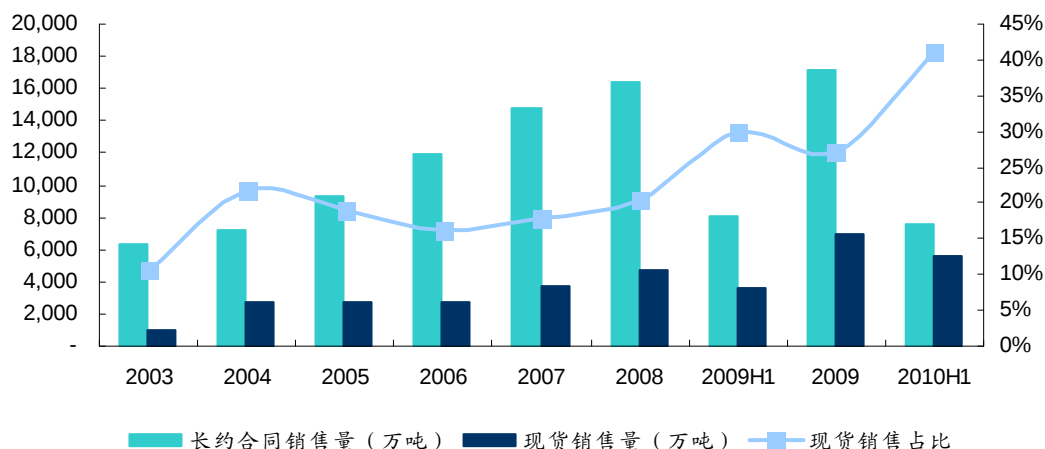
表 2：公司在建煤矿及未来新增产能

| 矿井名称   | 设计产能 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H1 | 2010E | 2011E |
|--------|------|------|------|------|--------|-------|-------|
| 哈尔乌素煤矿 | 2000 | -    | 6.6  | 14.1 | 8.5    | 18    | 20    |
| 布尔台煤矿  | 2000 | 0.7  | 5.3  | 9.4  | 4.5    | 15    | 20    |
| 锦界能源   | 1500 | 3.7  | 7.7  | 12.7 | 7.1    | 15    | 15    |
| 黄玉川煤矿  | 1000 | -    | -    | -    | -      | -     | 4     |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 第三，综合售价小幅上涨，主要来源于国内现货煤价格的提升

公司上半年煤炭平均售价为 421.8 元/吨，较去年同期的 389.2 元/吨上涨 8.4%。其中，国内销售现货煤价格上涨幅度为 11.3%，合同煤和现货煤分别上涨 3.3% 和 12.8%。公司煤炭的国内销售以长约合同煤为主，10 年上半年公司现货煤销量占比从去年同期的 29.2% 提升至 40.6%，由于现货煤价格较合同煤综合价格高 21.6% 左右，整体盈利能力有所提升。

**图 5：公司现货煤比例提高 10 个百分点**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**表 3：2005 ~ 2010H1 中国神华煤炭销售价格变化**

|               | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A | 2009H1 | 2009  | 2010H1 | 同比      |
|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|---------|
| 国内销售价格        |       | 296.1 | 301.8 | 358.8 | 375.4  | 378.7 | 417.8  | 11.30%  |
| 国内合同销售均价（元/吨） | 275.7 | 296   | 311.2 | 335.7 | 358.7  | 361.8 | 382.8  | 6.70%   |
| 坑口合同销售均价（元/吨） | 132   | 131.9 | -     | 78.7  | 99.1   | 244.1 | 278.2  | 21.60%  |
| 直达合同销售均价（元/吨） | 208   | 220.4 | 228.9 | 260.9 | 263    |       |        |         |
| 下水合同销售均价（元/吨） | 318.1 | 334.8 | 360.2 | 408.6 | 442    | 441.4 | 461.9  | 4.50%   |
| 国内现货销售均价（元/吨） | 313.5 | 296.8 | 265.2 | 438.1 | 413.1  | 420.7 | 465.5  | 12.70%  |
| 坑口现货销售均价（元/吨） | 93.4  | 110   | 101.5 | 163.4 | 162.1  | 333.9 | 312.7  | -2.10%  |
| 直达现货销售均价（元/吨） | 298.2 | 285.7 | 289.2 | 387.1 | 380.6  |       |        |         |
| 下水现货销售均价（元/吨） | 367.3 | 380.8 | 399.3 | 614.2 | 462.9  | 472.7 | 583    | 25.90%  |
| 出口销售均价（元/吨）   | 413.7 | 381.6 | 398.1 | 577.2 | 652.9  | 551.5 | 514    | -21.30% |
| 加权平均价格        |       | 308.1 | 312.9 | 378.6 | 389.2  | 387.9 | 421.8  | 8.40%   |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第四，自产煤吨煤成本上升 11.4%，期间费用率下降至 7.75%

2010 年上半年，公司煤炭分部自产煤业务单位生产成本为 101.6 元/吨，较 2009 年同期的 91.2 元/吨，增长 11.4%，较 2009 年全年水平增长 0.79%；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，其中：

- 原料燃料及动力消耗费用为 19.7 元/吨，同比增加 2.7 元/吨，主要由于神东矿区部分矿井增加防爆车使用量，以及原材料价格的上涨；
- 人工成本为 13.2 元/吨，同比增加 2 元/吨；
- 折旧摊销为 21.1 元/吨，同比增加 2.5 元/吨，主要由于固定资产投入的增加；
- 其他成本为 47.6 元/吨，同比增长 3.2 元/吨，主要由于哈尔乌素增加剥离量等因素导致矿务工程费增加、塌陷及搬迁补偿费增加及环境保护、治理等费用增加。

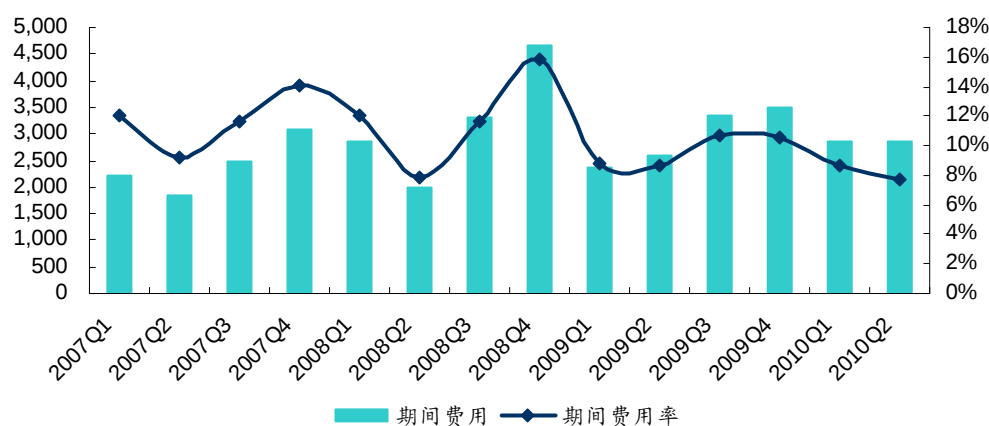
表 4: 公司 2006~2010H1 自产煤成本

|           | 2006 | 2007 | 2008 | 2009H1 | 2009  | 2010H1 | 同比     |
|-----------|------|------|------|--------|-------|--------|--------|
| 自产煤炭生产成本  | 66.3 | 72.1 | 90.9 | 91.2   | 100.8 | 101.6  | 11.40% |
| 其中:       |      |      |      |        |       |        |        |
| 原料燃料及动力消耗 | 13.5 | 18.3 | 23   | 17     | 21.7  | 19.7   | 15.90% |
| 人工成本      | 8.5  | 10.3 | 11.9 | 11.2   | 11.3  | 13.2   | 17.90% |
| 折旧及摊销     | 22.6 | 21.4 | 21.5 | 18.6   | 24.1  | 21.1   | 13.40% |
| 其他        | 21.7 | 22.1 | 34.5 | 44.4   | 43.7  | 47.6   | 7.20%  |

数据来源: 公司公告、长江证券研究部

上半年公司的期间费用率 8.19%，同比下降 0.53 个百分点，其中 2 季度期间费用率仅为 7.75%，是自 2007 年来的最低水平，在煤炭公司中处于较低的水平。

图 6: 公司 2 季度期间费用率创最低水平



资料来源: 公司公告、长江证券研究部

### 第五，电力盈利大幅增长，主要来源于利用小时的提高和新机组的投产

上半年电力业务经营收益为 44.5 亿元，同比增长 79.9%，主要由于电力业务平均利用小时的提高和新机组的投产。

- 上半年公司总发电量达到 682.6 亿千瓦时，同比增长 57.0%;
- 6 月 30 日公司总装机容量达到 26,660 兆瓦，上半年实现 6 台燃煤机组顺利投产，新增装机容量 3,140 兆瓦，较 2009 年底增长 13.4%，其中盘山电力、绥中电力、惠州电力和神东电力分别新增 30 兆瓦、2000 兆瓦、660 兆瓦和 450 兆瓦。
- 上半年公司发电业务的利用小时平均为 2785 小时，同比上涨 18.1%（去年为 2358 小时），比同期全国火电设备平均利用小时 2534 小时高出 251 小时。

### 第六，集团资产注入启动，估值有望提升

公司 8 月 19 日公告，公司计划收购集团部分资产，预计净利润增厚幅度为 2.5%。除上市公司外，公司煤炭资产主要包括宁夏煤业，新疆能源，乌海能源和神宝公司等。

**表 5：神华集团煤矿资源**

| 公司名称   | 集团权益 | 主要产品       | 产能（万吨）  | 备注                                                       |
|--------|------|------------|---------|----------------------------------------------------------|
| 宁夏煤业   | 51%  | 动力煤、焦煤、无烟煤 | 3300 以上 | 拥有生产矿井 14 对、洗煤厂 2 个，其中羊场湾煤矿 1000 万吨/年、枣泉煤矿 800 万吨/年      |
| 新疆能源   | 51%  | 动力煤        | 1500 以上 | 其中有生产矿井 7 对（苇湖梁煤矿、碱沟煤矿、小红沟煤矿、大洪沟煤矿、铁厂沟煤矿、屯宝煤矿、宽沟煤矿）      |
| 乌海能源   | -    | 炼焦煤、动力煤    | 1380 以上 | 目前共有矿井 11 座，其中在产矿井产能 1380 万吨，在建矿井 2 座，设计能力 450~600 万吨/年。 |
| 宝日希勒能源 | 51%  | 动力煤        | 1000 以上 | 拥有露天矿、第三煤矿和三个井工矿                                         |
| 合计     |      |            | 7180 以上 | -                                                        |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

**表 6：集团和上市公司产量比较**

|            | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------|------|------|------|
| 神华股份公司（亿吨） | 1.58 | 1.86 | 2.13 |
| 集团其他公司（亿吨） | 0.78 | 0.95 | 1.15 |
| 神华集团合计（亿吨） | 2.36 | 2.81 | 3.28 |
| 集团/股份公司倍数  | 1.49 | 1.51 | 1.54 |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第七，看好公司一体化优势，以及资产注入预期，给予“谨慎推荐”评级

公司近两年的产量增速低于预期，主要增长来源于哈尔乌素、布尔台、锦界和黄玉川煤矿的达产，但我们认为公司具有两个亮点：（1）一体化优势，上半年公司增资扩股中海航运（权益占比 51%），进一步拓展了一体化的运营模式，提高了对客户的服务能力，公司上半年货运量 2380 万吨，2010 年目标货运量达到 4000 万吨，远期年度目标为 7000 万吨；（2）资产注入预期，除上市公司外，集团 09 年拥有煤炭产量 11500 万吨，是上市公司的约 50%。

维持 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.860 元，2.093 元和 2.263 元的预测，对应 2010 年 PE 为 12.76 倍，给予“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)   |         |         |         |         | 资产负债表 (百万元) |        |        |        |        |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |             | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 营业收入        | 121312  | 151647  | 168983  | 186021  | 货币资金        | 73467  | 90988  | 109839 | 130214 |
| 营业成本        | 61486   | 78885   | 87562   | 97799   | 交易性金融资产     | 331    | 331    | 331    | 331    |
| 毛利          | 59826   | 72762   | 81420   | 88222   | 应收账款        | 8602   | 10769  | 12000  | 13210  |
| % 营业收入      | 49.3%   | 48.0%   | 48.2%   | 47.4%   | 存货          | 7727   | 9142   | 10145  | 11342  |
| 营业税金及附加     | 3786    | 4733    | 5274    | 5805    | 预付账款        | 1122   | 1483   | 1646   | 1840   |
| % 营业收入      | 3.1%    | 3.1%    | 3.1%    | 3.1%    | 其他流动资产      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 销售费用        | 820     | 1062    | 1183    | 1302    | 流动资产合计      | 92459  | 114230 | 135651 | 158797 |
| % 营业收入      | 0.7%    | 0.7%    | 0.7%    | 0.7%    | 可供出售金融资产    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 管理费用        | 9146    | 11374   | 12674   | 13952   | 持有至到期投资     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 营业收入      | 7.5%    | 7.5%    | 7.5%    | 7.5%    | 长期股权投资      | 4285   | 4285   | 4285   | 4285   |
| 财务费用        | 1860    | 2758    | 2812    | 2853    | 投资性房地产      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 营业收入      | 1.5%    | 1.8%    | 1.7%    | 1.5%    | 固定资产合计      | 180505 | 209243 | 239409 | 271474 |
| 资产减值损失      | 547     | 0       | 0       | 0       | 无形资产        | 25642  | 24360  | 23142  | 21985  |
| 公允价值变动收益    | -178    | 0       | 0       | 0       | 商誉          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | 700     | 0       | 0       | 0       | 递延所得税资产     | 611    | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润        | 44189   | 52836   | 59478   | 64309   | 其他非流动资产     | 7012   | 7012   | 7012   | 7012   |
| % 营业收入      | 36.4%   | 34.8%   | 35.2%   | 34.6%   | 资产总计        | 310514 | 359129 | 409498 | 463553 |
| 营业外收支       | -288    | 0       | 0       | 0       | 短期贷款        | 22527  | 27631  | 32111  | 36581  |
| 利润总额        | 43901   | 52836   | 59478   | 64309   | 应付款项        | 13890  | 16846  | 18694  | 20899  |
| % 营业收入      | 36.2%   | 34.8%   | 35.2%   | 34.6%   | 预收账款        | 2579   | 3033   | 3380   | 3720   |
| 所得税费用       | 9156    | 10567   | 11896   | 12862   | 应付职工薪酬      | 2636   | 3411   | 3785   | 4232   |
| 净利润         | 34745   | 42269   | 47582   | 51447   | 应交税费        | 7918   | 9180   | 10302  | 11200  |
| 归属于母公司所有者   |         |         |         |         | 其他流动负债      | 6134   | 7793   | 8653   | 9652   |
| 的净利润        | 30276.0 | 36985.5 | 41634.4 | 45016.4 | 流动负债合计      | 55684  | 67893  | 76925  | 86285  |
| 少数股东损益      | 4469    | 5284    | 5948    | 6431    | 长期借款        | 53931  | 53931  | 53931  | 53931  |
| EPS (元/股)   | 1.52    | 1.86    | 2.09    | 2.26    | 应付债券        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 递延所得税负债     | 315    | 0      | 0      | 0      |
|             | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 其他非流动负债     | 3827   | 3827   | 3827   | 3827   |
| 经营活动现金流净额   | 55927   | 62240   | 69117   | 75772   | 负债合计        | 113757 | 125651 | 134683 | 144043 |
| 取得投资收益      | 408     | 0       | 0       | 0       | 归属于母公司      | 169326 | 200764 | 236153 | 274417 |
| 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      | 27431  | 32715  | 38662  | 45093  |
| 无形资产投资      | 0       | 0       | 0       | 0       | 股东权益        | 196757 | 233478 | 274815 | 319510 |
| 固定资产投资      | -31396  | -41516  | -45690  | -50260  | 负债及股东权益     | 310514 | 359129 | 409498 | 463553 |
| 其他          | -5707   | 0       | 0       | 0       | 基本指标        |        |        |        |        |
| 投资活动现金流净额   | -37103  | -41516  | -45690  | -50260  |             | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 债券融资        | 0       | 0       | 0       | 0       | EPS         | 1.522  | 1.860  | 2.093  | 2.263  |
| 股权融资        | 1994    | 0       | 0       | 0       | BVPS        | 8.51   | 10.09  | 11.87  | 13.80  |
| 银行贷款增加 (减少) | 2115    | 5104    | 4480    | 4470    | PE          | 15.58  | 12.76  | 11.33  | 10.48  |
| 筹资成本        | 16223   | -8306   | -9057   | -9606   | PEG         | 1.10   | 0.90   | 0.80   | 0.74   |
| 其他          | -32317  | 0       | 0       | 0       | PB          | 2.79   | 2.35   | 2.00   | 1.72   |
| 筹资活动现金流净额   | -11985  | -3202   | -4577   | -5136   | EV/EBITDA   | 8.14   | 6.64   | 5.67   | 4.99   |
| 现金净流量       | 6839    | 17521   | 18851   | 20376   | ROE         | 17.9%  | 18.4%  | 17.6%  | 16.4%  |

## 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) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|             |                                                                                                                                                                                                                             |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>行业评级</b> | 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| <b>公司评级</b> | 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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>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。