

抗周期煤炭股，估值过低

事件：

2010年8月27日，神华公司下属全资子公司神华神东电力有限责任公司郭家湾电厂2号300兆瓦机组顺利通过168小时试运行并投运，至此郭家湾电厂两台300兆瓦机组均已投运。

分析：

公司6月份投产了郭家湾第一台30万千瓦发电机组，本月再度投产后公司装机容量达到2616万千瓦，年耗煤超过6000万吨。占公司煤炭产量2.3亿吨的25%。

研究结论：神华公司属于抗周期煤炭公司，以周期性公司的估值来简单评价这样一个风险很小的公司将严重低估其价值。

- 首先，公司有一半以上的煤属于合同煤，这部分煤的销售价格随现货周期波动的概率很小，即使预计未来3年煤价不上涨，每年仍有至少8%的复合增长率（公司合同价460，现货580，每年超过30元的价格上涨）
- 其次，公司利用自有铁路可外运公司所有煤炭，通过自有港口可下水公司50%的煤炭，通过自有船队近期可运4000万吨，远期可运7000万吨自有煤炭，通过自有电厂可消耗公司25%的自有煤炭，综合而言，我们认为神华属于一个庞大的煤炭一体化龙头，有强于所有煤炭上市公司的销售执行力和煤价控制力，整体按普通煤炭股给估值是不合理的。
- 未来公司产量增长空间充足，公司产能翻番计划必能按部就班的实施，年均增长12%以上，集团尚有1亿吨煤炭产能和2亿吨煤炭在建资产，集团煤制油直接液化项目在2011年7月底已安全运行2160小时，间接液化项目也已完成1300小时以上，吨油成本50美金，未来盈利情况非常乐观。近期的资产注入也表明公司已迈出了资产注入的第一步。
- 不考虑本次资产注入，预计公司2010-2012年EPS分别为1.88元，2.11元，2.36元。按照我们分业务（合同煤业务11元，现货煤业务13元，铁路港口业务5元，电力业务3元）估值计算公司价值32元，目前整体市盈率仅13倍，低于大多数煤炭公司，维持“买入”评级。

风险因素

- 公司近两年的增长速度可能较慢。
- 资源税幅度可能超我们从价3%的预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

吴杰

煤炭行业分析师

8621-63325888 × 6068

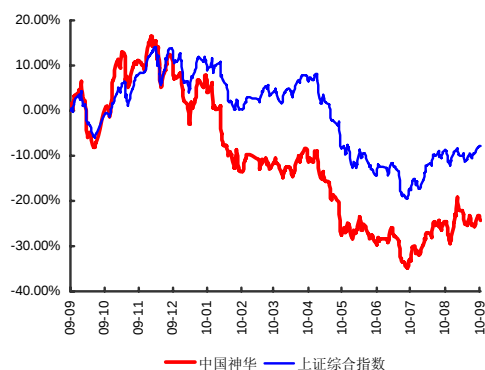
wujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210070001

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（10年09月08日）	24元
目标价格	35元
总股本/A股（百万股）	198.9
A股市值（亿元）	4774
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2010年09月08日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	0.82	5.4	-24.3
相对表现 (%)	-0.54	-0.85	-16.4

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	121312	145618	167962	182847
营业利润（百万）	44367	56062	63987	72584
净利润（百万）	34745	43112	48055	53911
每股收益（元）	1.52	1.89	2.11	2.36
ROE (%)	16%	18%	18%	17%
P/E(X)	15.8	12.7	11.4	10.2
P/B(X)	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.2	7.7	6.8	5.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

一、神华理应享有 10% 的估值溢价

神华具有央企背景，产业链完整，内控优秀，营运风险小等优点，理应享受 10% 的溢价：

1. 公司央企背景，获取资源和进入行业的能力都强于同类公司，理应享受估值溢价。公司获取资源的能力和实力都大大强于同类煤炭公司（从公司拿到的新街，榆神即可见一斑），公司具有下游产业（包括煤化工，煤制油）的研发能力和牌照，未来必将取得先入优势。
2. 风险小，理应给予更高的市盈率。公司煤、电、路、港、运一条龙服务大大降低了公司产品销售的风险，另外，大量老客户和销售渠道都有利于降低公司煤炭销售的风险。
3. 业务协同效应明显，可以给予更高的估值。公司体制健全，内部治理优良，各个业务之间发挥协同效用，产生 1+1>2 的效果。

二、分拆神华业务，计算神华价值 32 元

我们将公司业务分为 4 个部分，合同煤业务，现货煤业务，铁路港口业务，电力业务。

四个部门的盈利和估值简表我们总结如下，可见公司价值 32 元

表 1. 公司业务分拆估值汇总表

	合同煤业务	现货煤业务	铁路港口业务	电力业务	总计
EPS（电力 BPS）	0.48	0.78	0.35	1.88	
参考估值指标(PE/PB)	22.0	16.5	14.9	1.8	
价值	10.5	12.9	5.2	3.3	32.0

资料来源：东方证券研究所

由于神华公司有一半以上的煤属于合同煤，这部分煤的销售价格不随现货价周期波动，该业务业绩理应长期稳定增长，因此，我们选择将其分拆，并按照非周期类行业进行估值。

1. 合同煤业务稳定成长，估值超越普通周期类，合理价值 11 元

我们认为公司合同煤业务应按非周期类估值的主要原因如下：

- (1). 利润率稳步增长，公司长协业务吨煤售价稳步增长，年均 8% 的复合增速将高于成本增速，（公司目前合同煤价 460，现货煤价 580，即使预计未来 3 年现货煤价不上涨，公司煤价每年仍有至少 8% 的复合增长率，即是每年超过 30 元的价格上涨）
- (2). 产量稳步增长，年均 12% 甚至更高的增速给予公司长期成长性。

对于这样一个利润率不断提高，产量稳定增长的业务，市盈率给 13 倍是不合理的，参考 2010-9-8 日 A 股市场整体 PE18 倍，周期类普遍估值低，因此，该业务按照 20 倍估值比较合理，结合公司应有的 10%的溢价，该业务估值 22 倍。

目前公司合同煤占比 57%，该业务 2010 年吨煤净利 63 元（按照 2010 年合同煤售价 388 元，吨煤成本 295 元），合同煤销售量 1.52 亿吨，公司长协业务贡献 EPS0.48 元，按照 22 倍 PE 算，该合同煤业务价值 11 元。

表 2. 合同煤业务价值

单位 (元/吨)	吨煤 价格	吨煤 成本	吨煤 利润	吨煤 净利润	销量 (亿吨)	业务净利润 (百万元)	EPS	PE	业务 价值
合同煤业务	388	295	93	63	1.52	9530	0.48	22	11

资料来源：东方证券研究所

2. 现货煤业务随周期波动，参考动力煤整体估值，该部合理价值 12 元。

表 3. 国际国内公司主要估值指标

名称	代码	市值(百 万美元)	收盘价	相对12个月 最低变化%	相对12个月 最高变化%	PE		PB		ROE(%)	
						10F	11F	10F	11F	10F	11F
中国神华	601088 ch	71300.0	24.33 CNY	19.3	-37.4	13.4	11.7	2.3	1.9	17.6	17.6
中煤能源	601898 ch	19711.1	10.09 CNY	25.5	-34.1	14.9	12.1	1.7	1.5	11.8	12.7
大同煤业	601001 ch	2071.5	16.8 CNY	35.0	-33.3	16.3	14.3	3.0	2.6	17.1	17.0
恒源煤电	600971 ch	1061.7	30.56 CNY	50.8	-23.4	17.1	14.7	2.9	2.3	17.8	16.5
兖州煤业	600188 ch	13877.6	19.15 CNY	28.7	-26.8	14.2	11.7	2.8	2.3	21.3	21.9
Average		21604.4		31.9	-31.0	15.2	12.9	2.5	2.1	17.1	17.1

资料来源：BLOOMBERG, 东方证券研究所

公司现货煤 2010 年吨煤净利 122 元（按照 2010 年现货煤售价 475 元，吨煤成本 295 元），销量 1.28 亿吨(43%的现货比例)，现货业务贡献 EPS0.78 元，按照 15 倍行业 PE 溢价 10%算，该现货煤业务价值 13 元。

表 4. 现货煤业务估值表

单位 (元/吨)	吨煤 价格	吨煤 成本	吨煤 利润	吨煤 净利润	销量	业务净利润 (百万元)	EPS	PE	业务 价值
现货煤业务	475	295	508	122	128	15,584	0.78	16.5	13

资料来源：东方证券研究所

3. 公司铁路港口业务价值 5.2 元

公司铁路港口业务的估值标准参考同为运煤专线的大秦铁路，但大秦铁路的增长空间有限，神华铁路业务的估值理应高于大秦铁路（目前 PE13.5 倍）。这里我们还是只按照 10%的估值溢价估算公司铁路港口业务 PE15 倍，价值 5.2 元。

表 5. 铁路港口业务估值表

大秦股价	8.8
EPS（大秦）	0.65
PE（大秦）	13.5
神华铁路港口 EPS	0.35
神华铁路港口业务价值	5.2

资料来源：东方证券研究所

4. 电力业务价值 3-5 元

公司电力目前总装机 2600 万千瓦，远低于华能国际等五大集团的装机容量，未来增长速度可以相对较快，公司自有煤炭资源供给，未来业务风险相对较小，公司电力业务 ROE 较高，理应享有更高的 PB 估值，

表 6. 电力业务估值表

华能股价	6.1
华能 EPS	0.3
PE（华能）	17.7
华能 BPS	3.8
PB（华能）	1.6
神华电力 EPS	0.27
神华电力 BPS	1.9
神华电力业务价值(PE 估算)	5.3
神华电力业务价值(PB 估算)	3.3

资料来源：东方证券研究所

三、其他估值方法也都显示神华价值低估

1. 参考 DCF 模型，神华的价值也在 40 元以上，究其原因，主要在于公司资产的盈利能力强（吨煤盈利过百元），公司资产的投入成本低（吨煤投资 400 元），且该趋势在公司取得的新的资源后还可持续。

表 7：DCF 估值表

单位：百万元	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019~
经营利润	55,372	63,308	71,916	82,426	130,949	160,168	184,798			
占销售收入比例	38.0%	37.7%	39.3%	38.7%	51.3%	52.5%	52.4%			
所得税	(13,843)	(15,827)	(17,979)	(20,606)	(32,737)	(40,042)	(46,200)			

单位：百万元	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019~
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%			
NOPAT	41,529	47,481	53,937	58,252	62,912	67,945	73,381			
折旧和摊销	12,883	15,938	19,298	22,994	27,059	31,125	35,190			
营运资产增加	(452)	2,089	1,253	4,272	4,173	4,472	4,435			
Capex	(88)	(57)	(182)	(52)	(59)	(69)	(76)			
FCF	53,872	65,450	74,306	85,466	94,085	103,473	112,930	117,447	122,145	1,152,866
折旧年数	-	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	
折现率	1.00	0.90	0.80	0.72	0.64	0.58	0.51	0.46	0.41	
PV of FCFF	53,872	58,594	59,554	61,323	60,436	59,504	58,139	54,131	50,399	475,693
公司价值	937,774									
现金和投资	81,632									
短期负债	(25,931)									
长期负债	(62,080)									
少数股东权益	(27,431)									
权益价值	903,963									
总股本（百万股）	19,890									
每股价值（元）	45.45									

资料来源：东方证券研究所

2. 国内 A 股相对港股市场给予神华的估值最低，而三家公司同处国内这个相同的市场环境，A-H 差价显示公司 A 股价值的不合理。

表 8.三大煤炭上市公司 A-H 溢价

名称	A 股收盘价	H 股收盘价	A-H 溢价
中国神华	24.33 CNY	30.1 HKD	-9%
中煤能源	10.09 CNY	11.7 HKD	-2%
兖州煤业	19.15 CNY	17.2 HKD	22%

资料来源：Bloomberg. 东方证券研究所

四、集团仍拥有且在建大量优质资产

集团公司目前仍有过亿吨的煤炭产量没有注入上市公司

表 9. 神华集团和股份产量表

	2007	2008	2009 年 1-9 月
神华股份公司合计	1.58	1.86	1.71
神华集团其他企业	0.78	0.95	0.75
神华集团合计	2.36	2.81	2.46

资料来源：公开资料 东方证券研究所

公司煤炭资产子公司包括神华乌海能源，包头矿业，杭锦能源，新疆能源，宝日希勒，新疆阜金矿业，宁夏煤业集团，神延煤炭，金烽煤炭，新疆神华矿业等，但很多都处于发展期，真正盈利的公司并不多，目前看盈利较好，未来可以注入的主要还应考虑乌海能源和宁煤，然而乌海 09，10 年都发生过安全事故，注入难度较大，宁煤由于持股比例仅有 51%，注入难度也不小。但我们相信神华管理层一定在不遗余力的推进此事，

表 10. 神华集团主要盈利子公司

	截止 2009 年 1-9 月		
	资产	收入	利润总额
神华宁煤集团	545.97	125.91	17.89
神华新疆能源	42.18	15.21	0.32
神华乌海能源	189.62	92.92	7.72
国华能源投资	250.9	13.59	7.24
北京国华电力	126.67	32.59	5.02

资料来源：公开资料 东方证券研究所

除了宁煤集团，神华集团公司下属的各个煤炭公司都有良好的发展规划，包括陕西榆神矿区，内蒙宁夏交界的上海庙，蒙东的宝日希勒，新疆的煤炭建设集团等，在未来国内有较大发展机会的煤炭基地都有布点，发展前景广阔。公司也大力发展煤化工业务，属于国家批准支持的煤化工业务领导者，未来必将享受先入者的优势。

公司除了稳步推进澳大利亚沃玛特马克勘探项目和印尼南苏门答腊的煤电一体化项目。近期俄罗斯也向神华抛出了橄榄枝，邀请合作开发本国煤田，充分显示了神华作为中国煤炭的领导者 and 旗帜以及在国际上受重视的程度。

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	92459	105229	121154	141375	营业总收入	121312	145618	167962	182847
现金	73798	81632	94098	112357	营业总成本	77645	90246	104654	110931
应收项目	1122	1080	1230	1296	营业成本	61486	72147	82149	86562
预付项目	7727	9870	11238	11842	税金及附加	3786	15779	26320	28213
存货	8781	11014	12704	13830	销售费用	820	984	1135	1236
其他	1031	1633	1884	2051	管理费用	9146	10090	11638	12670
非流动资产	218055	248361	278443	306579	财务费用	1860	3066	2521	2521
长期投资	4285	4974	5653	6321	其他经营收益	700	689	679	668
固定资产	146362	168181	190415	213106	投资净收益	700	689	679	668
在建工程	28485	28485	28485	28485	营业利润	44367	56062	63987	72584
无形资产	25642	25642	25642	25642	营业外收入减支出	-466	-559	-645	-702
其他	13281	21080	28249	33024	利润总额	43901	55502	63341	71882
资产合计	310514	353590	399597	447953	减：所得税	9156	12390	15286	17970
应付项目	13890	15383	17515	18456	净利润	34745	43112	48055	53911
付息负债	76458	88011	98525	108622	少数股东损益	4469	5531	6176	6934
短期借款	22527	25931	29029	32004	归属母公司净利润	30276	37581	41879	46977
长期付息负债	53931	62080	69497	76619					
其他负债	23409	26400	29815	32090	成长能力				
负债合计	113757	129794	145856	159169	营业收入同比	13%	20%	15%	9%
所有者权益	196757	223796	253742	288784	EBITA 同比	21%	22%	16%	15%
实收资本	19890	19890	19890	19890	归属母公司净利润同比	14%	24%	11%	12%
资本公积	88181	88181	88181	88181	利润水平				
留存收益	58420	85459	115405	150447	销售毛利率	49%	50%	51%	53%
其他调整	2835	2835	2835	2835	销售净利率	25%	26%	25%	26%
少数股东权益	27431	27431	27431	27431	整体绩效				
负债和权益合计	310514	353590	399597	447953	ROE	16%	18%	18%	17%
					ROIC	11%	12%	12%	12%
经营活动现金流	50501	49322	59228	66860	运营效率				
净利润	30276	37581	41879	46977	应收账款周转率	13.8	13.2	13.2	13.2
折旧摊销	12294	12883	15938	19298	存货周转率	8.0	7.3	7.3	7.3
营运资金变动	8223	-452	2089	1253	偿债能力				
其他	-292	-689	-679	-668	流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8
投资活动现金流	-29556	-42500	-45341	-46765	速动比率	1.5	1.5	1.5	1.7
资本支出	-26859	-34702	-38172	-41989	净负债/权益	1%	3%	2%	--
长期投资	-91	0	0	0	资产负债率	37%	37%	37%	36%
其他	-292	-689	-679	-668	每股指标				
筹资活动现金流	-7147	1011	-1420	-1837	EPS	1.52	1.89	2.11	2.36
普通股增加	-7659	-10542	-11934	-11934	每股净资产	8.37	9.73	11.24	13.00
净负债变化	1936	11553	10514	10097	每股股利	0.53	0.60	0.60	0.60
其他	-1424	0	0	0	P/E	15.8	12.7	11.4	10.2
现金净增加额	13798	7834	12467	18258	P/B	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn