

集团资产注入进程加快，估值优势明显

中国神华（601088）调研简报

推荐（维持）

风险评级：较高风险

2011 年 1 月 17 日

投资要点：

✧ **集团资产注入开始启动。**中国神华12月21日公告，公司拟以87亿元收购集团持有的9家公司股权和1家公司主要资产，取得阿刀亥煤矿、水泉露天煤矿和李家壕煤矿的煤炭资源，通过持有柴家沟矿业95%的股权取得柴家沟煤矿的煤炭资源，并通过持有神宝公司56.61%的股权取得宝雁煤矿、露天煤矿、露天煤矿接续区和第三煤矿接续区的煤炭资源。此次注入的煤炭资产在中国标准下的总资源量和可采储量分别为37.0 亿吨和24.3 亿吨，分别较目前增加21.0%；JORC标准下的总可售储量17.5 亿吨，增加23.7%；2009 年实际产量1682万吨，为公司当年产量的8.0%。此次收购不仅扩大了公司煤炭资源储量及规模，也是公司煤电一体化优势更加明显。

✧ 目前注入资产所贡献的业绩非常有限，净利润占比低于2.5%（收购资产09 年归属母公司利润6.2亿元，预计10 年可贡献5.8 亿元），但是这是公司兑现市场承诺，实现集团整体上市的开端，使得未来持续注入预期加强。

✧ 2011年是注入资产煤矿产能释放期，随着李家壕煤矿600万吨/年和露天煤矿接续区1000万吨/年煤炭产能达产投产后，预计注入资产2011年可贡献利润11.2亿元。神宝集团下属的第三煤矿接续区由于尚未取得采矿权证，因此不具备生产条件。预计未来达产产能在1000万吨/年以上，成为公司2011 年以后的产量增长点。

✧ **整体上市进程加快。**中国神华上市时承诺三年之内把集团资产注入上市公司，不过由于注入的资产涉及到多个法人主体，审核等程序持续时间较长，集团资产注入时间推迟。截至09 年，神华集团共有58 个煤矿，除上市公司外，神华煤炭产量主要来自神华宁夏煤业集团有限责任公司、神华新疆能源有限责任公司、神华乌海能源有限责任公司等。09 年，神华集团实现煤炭产量3.28 亿吨，销量3.57 亿吨，其中上市公司产销量分别为2.1 亿吨和2.54 亿吨，其他企业为1.18 亿吨和1.03 亿吨。集团产销量分别是上市公司的1.6 倍和1.4 倍。此次资产注入后集团还有1亿吨的产能，如炼焦煤（如蒙西煤化、乌海煤焦化等）、西三局的乌达矿业、海勃湾矿业（动力煤为主）以及神新公司、神宁公司（优质动力煤、炼焦煤、无烟煤）等资产。

✧ 集团资产根据“成熟一家、注入一家”的原则，加快资产注入程序。我们认为2011年是集团资产注入的关键年份。

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

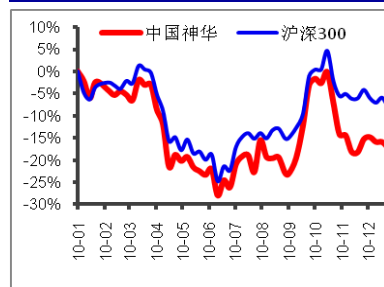
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2011 年 1 月 14 日

收盘价(元)	24.32
总市值(亿元)	4837.16
总股本(百万股)	1988962
流通股本(百万股)	1631104
12 月最高价(元)	33.46
12 月最低价(元)	20.40

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

表 1：收购煤矿资产产能及储量（单位：万吨）

	煤矿	煤种	股权	资源量	可采储量	产能	吨可采储量价款
包头矿业	阿刀亥煤矿	焦煤	100%	5099	2428	90	7.28
	水泉露天煤矿	弱粘煤	100%	5858	3969	120	5.34
	李家壕煤矿	不粘煤、长焰煤	100%	154550	62391	600	10.63
神宝公司	露天煤矿	褐煤	56.61%	5008		180	
	露天煤矿接续区	褐煤	56.61%	152429	137236	1000	4.96
	宝雁煤矿	褐煤	56.61%	1345		33	
	第三煤矿接续区	褐煤	56.61%	44872	36111	1000	2.83
国华能源	柴家沟煤矿	长焰煤	95%	1201	700	100	32.63
合计				370362	242833	3123	

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 2：上市公司与集团产销量对比

	2007A	2008A	2009A
集团原煤产量	2.36	2.81	3.29
上市公司	1.58	1.86	2.10
集团其他企业	0.78	0.95	1.19
神华集团/上市公司	149%	151%	157%
集团原煤销量	2.86	3.11	3.57
上市公司	2.09	2.33	2.54
集团其他企业	0.77	0.78	1.03
神华集团/上市公司	137%	133%	141%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

提升现货销售比例、助推公司业绩

中国神华作为国内最大的煤炭上市公司，对于稳定国内煤炭价格、保障国内火电厂的煤炭需求起到中流砥柱的作用。在这样的历史背景下，公司煤炭销售中长协合同销售占比一直非常高（70%以上），而煤炭长协合同销售价格受到了政府严格的控制，特别是在近期防通胀、保民生过程中。这样在煤炭市场价格上涨的过程中，公司受益程度有限，这也是广大投资者所诟病的。

让我们感到非常欣慰的是，公司从 2010 年开始大幅提升现货销售比例，从 2008 年的 20%提升到目前的 41%。在这次公司管理层交流中了解，公司在保障现有长协合同销售量的基础上，煤炭增量将尽量以现货销售。我们认为公司未来在煤炭产销量量价齐升的基础上，业绩增速更为加快。

表 3：公司煤炭销售结构（单位：万吨）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010（1-9）
内销	14720	18510	21150	24070	20460
占比	86%	89%	91%	95%	96%
其中：长协合同销售	11930	14750	16390	17160	11690

占比	70%	71%	70%	67%	55%
现货销售	2790	3760	4760	6910	8770
占比	16%	18%	20%	27%	41%
出口	2390	2400	2120	1360	840
占比	14%	11%	9%	5%	4%

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

集团资产注入进程加快，估值优势明显，维持“推荐”投资评级。公司作为我国最大的煤炭生产企业，具有煤-路-港-电一体化无可比拟的竞争优势以及抗风险能力，此次资产注入拉开了集团资产注入的第一步，后续进程速度将加快。此次资产注入之后，我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.86 元、2.21 元，目前的股价对应市盈率分别为 13.08 倍、11.00 倍，估值水平低于绝大多数煤炭上市公司，估值优势非常明显。我们维持公司“推荐”投资评级。

参加反路演的一些关键问题交流：

1、目前公司 2011 年国内重点合同煤签订情况？ 合同价格怎么样？

答：根据政府的要求，2011 年长协合同量价不能动。由于没有公告，细则情况不能具体说。但是，我们保证 2011 年长协合同情况之后，煤炭增量尽量通过市场煤销售，提高公司整体的销售价格。

2、根据公司的规划，从 2009 年 2013 年五年实现经济总量翻番，公司有什么具体的计划？是不是说煤炭产量五年实现翻番？

答：我们可以看到公司 2009 年和 2010 年增长主要是通过内生增长，但是只通过内生增长不能实现五年经济总量翻番。从 2011 年开始，我们将通过内生增长和外延增长并举的方式来实现增长，外延增长主要是集团资产的注入以及收购新的煤矿。

五年经济总量翻番并不是指公司煤炭产量实现翻番，是指公司的营业收入。除了煤炭产量增长带来的收入增长之外，煤炭贸易量增长带来收入增长也将是很重要的一部分。公司将充分自己煤炭销售网络优势，将逐渐从煤炭生产型向煤炭营销型转变。

3、此次公司 87.02 亿元收购集团 9 家企业股权和 1 家企业，集团后续资产具体什么时候注入？

答：由于集团资产注入要涉及到众多的因素，注入的时间不好把握，但是我们坚持整体上市，分布实施的原则没有变，“成熟一家，注入一家”，比如包头矿业条件成熟，我们立即启动资产注入程序。未来我们将加快集团资产注入，主要条件成熟，我们也会立即启动资产注入程序。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠, 但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 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, 并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn