

中国神华 (601088. SH)

看好资产注入给力，业绩稳定增长

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

32.85-36.57

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740210080017

S0740210070002

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

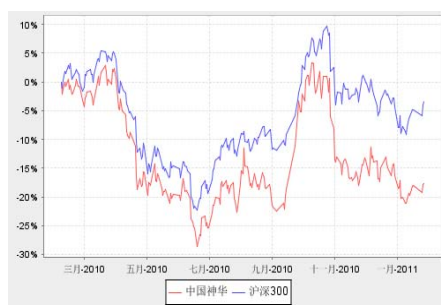
gongyh@qlzq.com.cn

2011 年 2 月 13 日

基本状况

总股本(百万股)	19889.62
流通股本(百万股)	16311.04
市价(元)	23.93
市值(百万元)	475958.62
流通市值(百万元)	390323.14

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	107,133.	121,312.	152,063.	175,963.	186,232.
营业收入增速	30.48%	13.23%	25.35%	15.72%	5.84%
净利润增长率	26.65%	16.63%	22.89%	17.21%	17.07%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.52	1.87	2.19	2.57
前次预测每股收益(元)			1.85	2.19	2.57
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	17.98	15.41	12.54	10.70	9.14
PEG	0.67	0.93	0.55	0.62	0.54
每股净资产(元)	7.37	8.51	9.85	12.05	14.61
每股现金流量	2.22	2.81	2.95	3.53	4.00
净资产收益率	17.70%	17.88%	18.98%	18.20%	17.57%
市净率	3.18	2.76	2.38	1.95	1.61
总股本(百万股)	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 近期公司组织反向路演及公布业绩快报，经实地考察交流，形成如下观点：2010 年实现营业收入 1521 亿元，同比增长 25.3%；归属于本公司股东的净利润 371.88 亿元，同比增长 22.8%；基本每股收益 1.87 元。预计业绩增长主要动力来源于三块：一是煤炭产量的增长，同比增长 7.03%，公司部分煤矿超核定产能生产受到监管部门叫停，2010 年煤炭总产量低于预期；二是煤炭销售价格的增长，预计 2010 年煤炭销售均价同比上涨 8.9%；三是发售电量大幅增长，2010 年总发电量 1412 亿千瓦时，同比增长 34.3%。
- 资产注入接力，煤炭后续产量增长有保障。公司拟以 87 亿元 IPO 募集资金收购集团旗下总计十家公司的股权。本次注入的煤炭类资产包括神宝、包头矿业以及柴家沟矿业公司，合计资源储量 37.08 亿吨，可采储量 24.28 亿吨。因此可采储量将增长 21%。注入煤炭产能 2910 万吨。预计公司 2011 年煤炭总产量将达到 2.66 亿吨，同比增长 16.24%，产量增速明显高于 2010 年。
- 根据国家发展改革委要求，2011 年度重点电煤合同价格维持上年水平不变。公司确认重点合同电煤数量和价格与 2010 年基本一致。我们预测数量在 30%左右，公司 2011 年煤炭综合销售均价或将上涨 4%。
- 其他业务：本次注入的呼电公司为神宝的坑口电厂，提升上市公司总权益装机容量 6.3%。一期 1200 兆瓦已经投产，二期正在规划中。短期铁路业务稳定增长，未来上游在建巴准铁路和准池铁路将释放运能。港口业务增长较快，在建的神华天津煤码头二期工程、黄骅港三期工程将提高吞吐能力 66%。
- 短期内我们看好本次资产注入对公司业绩增长的接力，预测 2010~2012 年 EPS 分别为 1.87 元、2.19 元、2.57 元，对应 2011 年 PE 为 10.7 倍。虽然神华的投资属性从成长型过渡到价值型，但并不缺乏增长动力。从风险的角度考虑，神华的非系统性风险明显低于行业平均水平。低估值+确定性的成长，目前价位具备较好的投资价值。给予目标价格区间 32.85~36.57 元，维持“买入”评级。

内容目录

受煤价与发电业务推动，业绩稳定增长.....	- 3 -
煤炭核定产能监管导致 2010 年自产煤炭产量低于预期.....	- 4 -
资产注入接力，煤炭后续产量增长有保障	- 4 -
对公司 2011 年煤炭销售价格的判断：销售均价小幅上涨	- 6 -
电力业务将继续保持增长，协同效应发挥作用	- 6 -
短期内铁路业务保持稳定增长，长期看上游新建运力释放	- 7 -
港口业务快速增长，吞吐能力有望大幅提高.....	- 8 -
低估值+确定性增长，给予公司“买入”评级	- 8 -

图表目录

图表 1：中国神华主要盈利指标变化	- 3 -
图表 2：中国神华主要生产经营情况	- 3 -
图表 3：中国神华主要煤矿产量预测（阴影部分为本次注入资产）	- 4 -
图表 4：煤炭销售价格预测	- 6 -
图表 5：中国神华主要在产电力资产	- 7 -
图表 6：中国神华主要铁路资产	- 7 -
图表 7：中国神华主要业务利润占比	- 9 -
图表 8：神华主要业务盈利能力比较	- 9 -
图表 9：本次主要注入资产的近期业绩表现	- 9 -
图表 10：中国神华财务预测简表	- 10 -

受煤价与发电业务推动，业绩稳定增长

- 近期公司组织反向路演及公布业绩快报，经实地考察交流，形成如下观点：2010 年实现营业收入 1521 亿元，同比增长 25.3%；归属于本公司股东的净利润 371.88 亿元，同比增长 22.8%；基本每股收益 1.87 元，同比增长 22.8%；加权平均净资产收益率 20.31%，同比增长 1.15%。业绩略好于我们的预期。
- 初步预计业绩增长主要动力来源于三块：一是煤炭产量的增长，2010 年公司煤炭产量 2.248 亿吨，同比增长 7.03%；二是煤炭销售价格的增长，我们预计 2010 全年煤炭销售均价 412 元/吨左右，比去年上涨约 34 元/吨，涨幅 8.9%；三是发售电量大幅增长，由于新增装机容量在 2009 年下半年开始陆续投产，2010 年总发电量 1412 亿千瓦时，同比增长 34.3%，总售电量 1314 亿千瓦时，同比增长 34.5%。

图表 1：中国神华主要盈利指标变化

主要盈利指标	2007A	2008A	2009H1	2009A	2010H1	2010A	2010YOY%
营业总收入 (亿元)	821.07	1,071.33	570.83	1,213.12	697.31	1,520.63	25.35%
净利润 (亿元)	197.66	265.88	159.76	302.76	186.32	371.88	22.83%
每股收益 (元)	1.07	1.34	0.80	1.52	0.94	1.87	22.86%
每股净资产 (元)	6.45	7.49	7.79	8.51	8.95	9.90	16.33%
净资产收益率 (%)	20.10%	19.00%	10.60%	19.16%	10.73%	20.31%	1.15%
毛利率 (%)	50.41%	49.49%	52.38%	49.32%	49.23%		

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：中国神华主要生产经营情况

	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
商品煤生产量	百万吨	136.6	158	185.7	210.03	224.8
YOY%			15.67%	17.53%	13.10%	7.03%
煤炭销售量	百万吨	171.1	209.1	232.7	254.3	292.6
YOY%			22.21%	11.29%	9.28%	15.06%
其中：出口量	百万吨	23.9	24	21.2	13.6	10.3
YOY%			0.42%	-11.67%	-35.85%	-24.26%
其中：自有铁路运输周转量	十亿吨公里	99	116.7	123.3	138.2	150.3
YOY%			17.88%	5.66%	12.08%	8.76%
自有港口下水煤量	百万吨	117.6	130.3	139.4	159.2	169.9
YOY%			10.80%	6.98%	14.20%	6.72%
其中：黄骅港	百万吨	79.2	81.2	78.2	77.8	87.2
神华天津煤码头	百万吨	1.6	19.2	22.9	21.7	22.5
总发电量	亿千瓦时	579	797	978	1051	1412
YOY%			37.65%	22.71%	7.46%	34.30%
总售电量	亿千瓦时	539	744	903	977	1314
YOY%			38.03%	21.37%	8.19%	34.50%
总装机容量	兆瓦	13411	15871	18797	23520	24224
YOY%			18.34%	18.44%	25.13%	2.99%

来源：齐鲁证券研究所

煤炭核定产能监管导致 2010 年自产煤炭产量低于预期

- 公司部分煤矿超核定产能生产受到安监总局、国家环保部等多部委叫停，受此影响，2010 年煤炭总产量低于预期。基于谨慎原则的判断，我们对神华现有煤矿产量增长持保守的预期：2011 年准格尔能源公司、哈尔乌素分公司、锦界能源、黄玉川煤矿四处煤矿继续扩产共大约 800~1000 万吨，其他现有在产煤矿产量均与 2010 年产量持平。

资产注入接力，煤炭后续产量增长有保障

- 根据公司与 2010 年 12 月 21 日发布的公告，公司拟以 87 亿元 IPO 募集资金收购集团旗下总计十家公司的股权。
 - 本次资产注入的煤炭类资产包括神宝公司、包头矿业以及柴家沟矿业公司，合计资源储量 37.08 亿吨，可采储量 24.28 亿吨。资产注入完成后，公司煤炭可采储量将达到 140 亿吨，增长 21%。
 - 通过与公司交流的结果显示，注入煤炭产能 2910 万吨，将为公司 2011 年新增产量 2310 万吨。因此综合公司现有在建煤矿的投产，我们预计公司 2011 年煤炭总产量将达到 2.66 亿吨，同比增长 16.24%；其中权益产量 2.34 亿吨，同比增长 13.34%。煤炭产量增速明显高于 2010 年。

图表 3：中国神华主要煤矿产量预测（阴影部分为本次注入资产）

煤矿	股权占比	核定产能 (万吨)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
神东煤炭集团								
补连塔	100%	2000	18.4	20.4	22.5	23	23	23
大柳塔-活鸡兔	100%	1500	18.7	20	19.8	18	20	20
榆家梁	100%	1630	16.5	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
上湾	100%	1250	12.1	12.5	13	13	13	13
哈拉沟	100%	1298	12.1	11.5	12.5	12.5	12.5	12.5
保德（康家滩）	100%	1200	11.6	12	11.9	12	12	12
石圪台	100%	1000	8.7	9.4	9.9	9.9	9.9	9.9
乌兰木伦	100%	500	5	5	6.4	6.4	6.4	6.4
布尔台	100%	2000	0.7	5.3	9.4	16	18	20
万利一矿	100%	1000	5.8	9.2	9.8	10	10	10
柳塔矿	100%	300	3.8	4.7	5.5	5	5	5
寸草塔一矿	100%	500	1.6	2.1	2.9	3	4	5
寸草塔二矿	100%	300	1.9	3.2	3	3	3	3
唐公沟矿	100%	150	1.7	3.1	4.7	4.5	4.5	4.5
其他	100%		4.3	2.5	1.7	2	3	4
准格尔能源公司								
黑岱沟	57.76%	4000	25.2	22.7	23.1	25	27	30
哈尔乌素分公司	100%	2000		6.6	14.1	16	18	20
北电胜利能源公司	62.82%	1000	6.2	10.9	10.5	10.5	10.5	10.5
锦界能源公司	70%	2000	3.7	7.7	12.7	14.7	15.7	16.7
黄玉川煤矿	51%	1000				7	10	10
包头矿业	100%							
阿刀亥煤矿	100%	90					0.9	0.9
水泉露天煤矿	100%	120					1.2	1.2
李家壕煤矿	100%	600					4	6
神宝公司	56.61%							
露天煤矿及接续区	56.61%	1000					8	10
宝雁煤矿	56.61%							
第三煤矿接续区	56.61%	1000					8	10
柴家沟煤业	95.00%	100					1	1
合计		27538	158	186	210	228	266	282
权益合计		23514	144	170	193	206	234	246

来源：齐鲁证券研究所

- 神宝煤矿位于内蒙古东部呼伦贝尔市海拉尔地区，本次收购股权占比 56.61%。资源储量 20.4 亿吨，可采储量 17.3 亿吨，煤种主要为褐煤，发热量 3700 大卡/千克。采矿权包括露天矿及接续区、宝雁塔煤矿、第三煤矿接续区，短期内下属煤矿申报完成后的核定产能将达到 2000 万吨/年。
 - 根据神宝公司“以运定销，以销定产”的销售方针，预计 2011 年煤炭产量 1600 万吨左右，其中大约 370 万吨将通过皮带运输直接进入坑口电厂——呼电公司，另外大约 140 万吨可通过褐煤提质技术提升商品煤的质量（大约以 1.4:1 形成 5400 大卡/千克的优质动力煤），通过营口港下水扩大销售半径。其余主要通过滨州线（扩能改造）和两伊铁路运往东北地区销售。
 - 神宝公司具备煤电一体化的生产经营模式，号称“小神华”，未来将继续落实神华集团与呼伦贝尔市政府签订的框架协议所涉及的相关资源，获取新资源的能力较强。神宝公司 2009 年产量 1330 万吨，吨煤利润 25 元/吨；2010 年前三季度产量 1193 万吨，吨煤利润 12 元/吨（公司解释是由于前期准备，成本集中计提）。
 - 我们认为，考虑到达产后单位成本的下降、运输能力的提升以及煤炭销售价格的上涨，2011 年和 2012 年分别实现 25 元/吨和 30 元/吨的净利润是可以期待的，即预期 2011 和 2012 年贡献母公司利润 2.26 亿元和 3.4 亿元。
- 包头矿业公司位于内蒙古包头、鄂尔多斯周边，本次收购股权占比 100%。资源储量 16.55 亿吨，可采储量 6.88 亿吨，采矿权包括李家壕煤矿、水泉露天矿、阿刀亥煤矿。其中：
 - 李家壕煤矿为在建矿井，资源储量 15.5 亿吨，可采储量 6.2 亿吨，煤种为不粘煤、长焰煤，发热量 5000 大卡/千克。设计产能 600 万吨/年，预计于 2011 年投产，未来稳定生产后计划整合资源以进一步提高产能。
 - 水泉露天矿资源储量 5858 万吨，可采储量 3969 万吨，煤种为弱粘煤，发热量 4700 大卡/千克。设计产能 120 万吨/年，目前处于达产在产状态。
 - 阿刀亥煤矿资源储量 5099 万吨，可采储量 2428 万吨，煤种为焦煤，发热量 4500 大卡/千克。设计产能 90 万吨/年，目前处于在产状态。
 - 包头矿业 2009 年产量 256 万吨，吨煤净利润 9 元/吨；2010 年前三季度产量 241 万吨，吨煤净利 32 元/吨。预计李家壕煤矿建成投产后将充分利用包神线运力，从煤质和销售比较，与神华现有在产矿井盈利能力接近，按照目前神华 420 元/吨的销售均价，206 元的生产和运输成本，我们预计吨煤净利 132 元/吨。因此我们粗略计算李家壕煤矿完全达产后，包头矿业整体将为母公司贡献利润 8.6 亿元利润。
- 柴家沟矿业位于陕西省北部宜君县，本次收购股权占比 95%。拥有柴家沟矿的采矿权，资源储量 1201 万吨，可采储量 700 万吨，属于高热值

的长焰煤，发热量 5400 大卡/千克，核定产能 100 万吨/年，目前处于在产状态。考虑到可持续发展，公司已经在铜川附近积极寻找资源。

- 柴家沟矿 2009 年产量 96 万吨，吨煤净利 81.5 元/吨；2010 年前三季度产量 74.5 万吨，吨煤净利 97.9 元/吨。我们预测 2011 年煤炭产量稳定在 100 万吨左右，为母公司贡献利润约 9500 万元。

对公司 2011 年煤炭销售价格的判断：销售均价小幅上涨

- 根据国家发展改革委 2010 年 12 月 12 日下发《做好 2011 年煤炭产运需衔接工作的通知》明确要求，2011 年产运需衔接中，年度重点电煤合同价格维持上年水平不变，不得以任何形式变相涨价。
 - 公司确认这一部分重点合同电煤数量和价格与 2010 年基本一致，主要是销往五大发电集团，我们初步判断不超过公司总销量的 30%。
 - 在大约 65% 的合同煤中，其余非重点合同煤价格应有上下浮动 5% 的空间；另外，动力煤市场均价可能比 2010 年上涨 10% 左右。
 - 基于谨慎原则，我们预测公司 2011 年煤炭综合销售均价同比上涨 4% 左右。

图表 4：煤炭销售价格预测

销售价格（元/吨）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内销售	301.8	358.8	378.7	412.7	428.6	458.0
长约合同销售	311.2	335.7	361.8	380.2	385.9	407.6
直达（沿铁路线和坑口）	228.9	233.9	244.1	249.6	250.0	261.3
下水（港口 FOB）	360.2	408.6	441.4	467.2	476.5	505.1
现货销售	265.2	438.1	420.7	488.6	519.3	551.6
直达（沿铁路线和坑口）	186.2	277.9	333.9	373.9	388.9	408.3
下水（港口 FOB）	399.3	614.2	472.7	540.0	570.0	598.5
出口销售	398.1	577.2	551.5	572.0	594.9	624.6
合计	312.9	378.6	387.9	418.3	435.3	464.3
其中：对内部发电分部煤炭销售	316.0	329.1	339.4	349.5	359.0	369.0
对外部交易煤炭销售	312.3	389.2	397.4	436.8	455.5	488.8

来源：齐鲁证券研究所

电力业务将继续保持增长，协同效应发挥作用

- 神华电力业务成为近年来一个亮点，主要原因是规模效应和煤电一体化的协同效应开始逐步显现。2010 年总发电量 1412 亿千瓦时，同比增长 34.3%，总售电量 1314 亿千瓦时，同比增长 34.5%。
- 本次资产注入的呼电公司提升上市公司总装机容量 4.6%，达到 27064 兆瓦；其中权益装机容量增加 6.3%，达到 16220 兆瓦。呼电公司原料煤完全由供应来自于神宝公司，一期项目已经投产，二期正在规划中：
 - 一期 2 台 60 万千瓦时共 1200 兆瓦的装机容量，已于 2010 年 12 月投产，预计年发电量 66 亿千瓦时，年利用小时数 5500 小时。按照公司现有电力业务盈利能力进行测算，呼电一期完全投产后将为母公司贡献利润约 3.37 亿元。

- 二期 2 台 60 万千瓦时电站正在大力推进，目前处于前期可行性研究阶段。根据公司的进展情况，试生产批复文件有望提前获取，电价报批工作有效展开。

图表 5：中国神华主要在产电力资产

电厂	股权占比	所属电网	地理位置	装机容量（兆瓦）截止2010年6月30日	售电电价（元/兆瓦时）	售电标准煤耗（克/千瓦时）	平均利用小时数（2009）	平均利用小时数（2008）
黄骅电力	51%	华北电网	河北	2,520	304	315	5327	5509
盘山电力	33.20%	华北电网	天津	1,000	360	329	6054	6043
三河电力	28.10%	华北电网	河北	1,300	349	327	5323	5002
准能电力	57.80%	华北电网	内蒙古	500	209	397	4300	4820
国华准格尔	67.80%	华北电网	内蒙古	1,320	232	326	4484	4942
北京热电	51.00%	华北电网	北京	400	385	264	5816	6042
定州电力	50.00%	华北电网	河北	2,520	286	319	5658	5342
绥中电力	65.00%	东北电网	辽宁	1,600	323	334	5880	5198
宁海电力	60.00%	华东电网	浙江	4,400	396	313	5791	6269
锦界能源	70.00%	华北电网	陕西	2,400	279	336	4543	5280
神木电力	51.00%	西北电网	陕西	220	275	378	6627	6979
台山电力	80.00%	南方电网	广东	3,000	424	315	6086	6004
神东电力	100%	西北、华北、陕西地方电网	内蒙古	1,844	242	419	5293	5771
呼电公司	80%	华北电网	内蒙古	1,200			5500	5500
合计/平均				24,224	313	331	5465	5615

来源：齐鲁证券研究所

短期内铁路业务保持稳定增长，长期看上游新建运力释放

- 其中 2010 年自有铁路 1503 亿吨公里，同比增长 8.76%。待新建铁路项目投入使用之后，运输能力将会有快速的增长，利润占比也将提升。
- 公司铁路业务的运输瓶颈主要集中在内蒙古上游地区，下游朔黄线的运输能力可以有进一步释放空间。因此目前公司在上线有两个重大的在建铁路项目，建成后自有铁路周转量将跳跃式增长：
 - 准池铁路，该铁路北起大准铁路外西沟站，向南接入朔黄铁路的神池南站，全长 182.3 公里。设计建设为国铁 I 级双线电力牵引线路。年运输能力 2 亿吨级，将成为朔黄铁路上游第二条煤源集运通路。目前该项目处于前期开工准备阶段，预计需要三年时间投运。
 - 巴准铁路（巴图塔至点岱沟），将连结包神铁路和大准铁路，使神东、准格尔等公司主力矿区形成运输网络，目前设计为国铁 I 级电力牵引线路，正线全长 135 公里，设计年运输能力 2 亿吨级，工程于 2010 年 4 月开工建设，预计 2012 年年底左右投运。

图表 6：中国神华主要铁路资产

	自有铁路	权益占比	运价（元/吨公里）	长度（公里）	运能（百万吨）	起终点
投运	神朔	100.00%	0.18	270	140	神东（大柳塔）-朔州
	朔黄	52.72%	0.12	594	180	朔州-黄骅
	大准	57.80%	0.15	264	45	准格尔-大同
	包神	88.16%	0.15	172	80	包头-神东（大柳塔）
	黄万	52.70%	0.12	67	38	黄骅-天津港
在建铁路	巴准铁路	100.00%		135	200	巴图塔-点岱沟（连接包神线与大准线）
	准池铁路	100.00%		182.3	200	大准铁路外西沟站-神池南站（连接大准线与大准线）

来源：齐鲁证券研究所

港口业务快速增长，吞吐能力有望大幅提高

- 2010 年自有港口下水煤量 1.7 亿吨，同比增长 6.72%，下半年明显比上半年有所增加，从上半年港口业务的业绩表现看，规模效应明显，盈利提升速度较快。为满足西煤东运铁路运输能力相配套的港口设施，公司在神华天津煤码头二期扩能工程、黄骅港三期扩能工程正有序进行，建成后自有港口煤炭中转能力将达到 2.3 亿吨，比现有 1.28 亿吨装船能力增长 66%。

- 天津神华煤码头一期工程，拥有 1 个 15 万吨级泊位和 2 个 7 万吨级泊位，年设计运煤 3500 万吨，新增一条卸车线后，通过能力提高 1000 万吨，总共达到 4500 万吨。2010 年天津港煤炭下水量 2250 万吨。

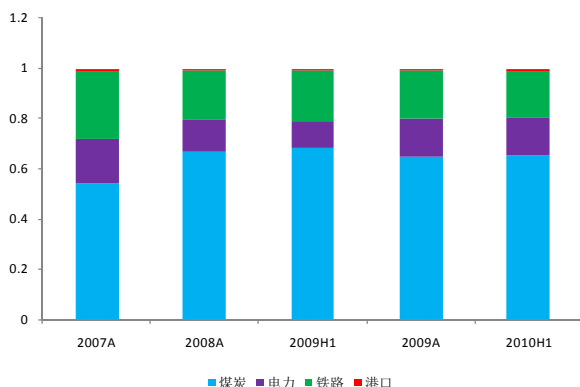
天津港煤码头二期工程目前处在建设阶段，包括 1 个 10 万吨级、1 个 7 万吨级、1 个 5 万吨级煤炭专用泊位，年煤炭吞吐能力 3500 万吨，预计 2011 年 12 月份竣工并投入运营。建成后神华天津港通过能力将到达 8000 万吨。

- 黄骅港共建有两期煤码头：一期工程已建成 2 个 5 万吨级、1 个 3.5 万吨级泊位，年输煤量可达 3000 万吨；二期工程建有 2 个 5 万吨级、1 个 10 万吨级泊位，年吞吐能力可达 7000 万吨。2010 年黄骅港中转煤炭 8720 万吨。

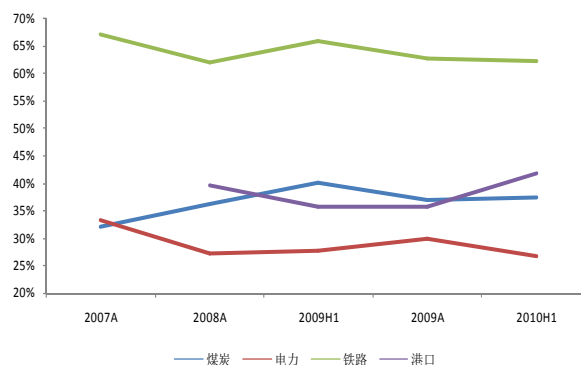
黄骅港三期项目已于 2010 年 9 月获国家发改委正式核准：主要建设 4 个 5 万吨级煤炭装船泊位及相应的水、陆域配套设施，设计年装船能力 5000 万吨。项目建成后，黄骅港煤炭港区的年装船能力将达 1.5 亿吨。

低估值+确定性增长，给予公司“买入”评级

- 中国神华是目前国内唯一具备煤-电-路-港-航多业务一体化的煤炭企业，他的生产经营模式已然成为业内的标杆。从各项业务的具体分析来看，我们认为神华业绩具备持续稳定增长特征，投资属性从成长型过渡到价值型。虽然由于业务庞大而难有多年前的高速增长，但并不缺乏成长的动力。从风险的角度考虑，神华的系统性风险明显低于行业平均水平。
- 短期内我们看好本次资产注入对公司业绩增长的接力，预测 2010~2012 年 EPS 分别为 1.87 元、2.19 元、2.57 元，对应 2011 年 PE 为 10.7 倍。低估值+确定性的成长，目前具备较好的投资价值。给予目标价格区间 32.85~36.57 元，维持“买入”评级。

图表 7：中国神华主要业务利润占比


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：神华主要业务盈利能力比较


来源：齐鲁证券研究所

图表 9：本次主要注入资产的近期业绩表现

注入资产	股权比例	2009年利润 (万元)	2010年H1利 润(万元)	2010年Q3利 润(万元)
包头矿业	100%	2279	4340	7715
神宝公司	56.61%	32899	11586	14532
呼电公司	80.00%	(2414)	(1016)	(1969)
呼伦贝尔神华洁净煤有限公司	60.10%	(286)	(262)	(434)
陕西集华柴家沟矿业有限公司	95%	7823	2314	7294
财务公司	59.29%	26840	14608	22220
神华集团物资贸易有限责任公司	100%	3244	2280	3505
神华天泓贸易有限公司	100%	798	(119)	(11)
神华和利时信息技术有限公司	80.00%	452	(503)	(612)
神华(北京)遥感勘查有限责任公司	100%	(570)	(1683)	(2264)
合计		71064	31546	49976

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：中国神华财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	82,107	107,133	121,312	152,063	175,964	186,233	货币资金	53,436	59,491	73,467	88,206	122,064	176,875
增长率	25.96%	30.5%	13.2%	25.3%	15.7%	5.8%	应收账款	9,032	9,377	9,812	13,090	15,430	15,859
营业成本	-39,696	-55,011	-61,486	-78,614	-91,119	-90,069	存货	6,337	7,842	7,727	10,640	12,203	11,868
% 销售收入	48.3%	51.3%	50.7%	51.7%	51.8%	48.4%	其他流动资产	1,381	1,196	1,453	3,033	2,342	2,294
毛利	42,411	52,122	59,826	73,449	84,845	96,164	流动资产	70,186	77,906	92,459	114,969	152,040	206,895
% 销售收入	51.7%	48.7%	49.3%	48.3%	48.2%	51.6%	% 总资产	29.1%	28.3%	29.8%	33.4%	39.0%	45.9%
营业税金及附加	-1,832	-2,717	-3,786	-3,802	-4,399	-4,656	长期投资	3,811	3,902	4,285	4,285	4,285	4,285
% 销售收入	2.2%	2.5%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	141,428	161,733	179,407	188,040	194,930	199,361
营业费用	-522	-673	-820	-1,002	-1,143	-1,216	% 总资产	58.7%	58.8%	57.8%	54.7%	50.0%	44.2%
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	无形资产	22,317	24,761	26,546	28,742	30,690	32,308
管理费用	-6,624	-8,302	-9,146	-10,644	-12,669	-13,409	非流动资产	170,859	197,276	218,055	228,884	237,722	243,772
% 销售收入	8.1%	7.7%	7.5%	7.0%	7.2%	7.2%	% 总资产	70.9%	71.7%	70.2%	66.6%	61.0%	54.1%
息税前利润 (EBIT)	33,433	40,430	46,074	58,002	66,634	76,883	资产总计	241,045	275,182	310,514	343,853	389,762	450,667
% 销售收入	40.7%	37.7%	38.0%	38.1%	37.9%	41.3%	短期借款	4,903	18,477	22,527	6,380	6,380	6,380
财务费用	-2,666	-3,865	-1,860	-2,531	-1,919	-1,470	应付款项	13,379	15,565	21,374	25,654	28,460	27,985
% 销售收入	3.2%	3.6%	1.5%	1.7%	1.1%	0.8%	其他流动负债	15,089	8,614	11,783	22,986	14,126	15,020
资产减值损失	-709	-1,289	-547	0	0	0	流动负债	33,371	42,656	55,684	55,021	48,966	49,385
公允价值变动收益	283	472	-178	0	0	0	长期贷款	49,718	56,045	53,931	53,931	53,931	53,931
投资收益	638	853	700	800	800	800	其他长期负债	5,671	4,946	4,142	4,142	4,142	4,142
% 税前利润	2.1%	2.4%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	负债	88,760	103,647	113,757	113,094	107,039	107,458
营业利润	30,979	36,601	44,189	56,270	65,515	76,213	普通股股东权益	131,376	146,625	169,326	195,991	239,603	290,657
营业利润率	37.7%	34.2%	36.4%	37.0%	37.2%	40.9%	少数股东权益	20,909	24,910	27,431	34,768	43,120	52,552
营业外收支	-330	-630	-288	-345	-398	-415	负债股东权益合计	241,045	275,182	310,514	343,853	389,762	450,667
税前利润	30,649	35,971	43,901	55,925	65,116	75,797	比率分析						
利润率	37.3%	33.6%	36.2%	36.8%	37.0%	40.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-6,716	-6,815	-9,156	-11,381	-13,154	-15,311	每股指标						
所得税率	21.9%	18.9%	20.9%	20.4%	20.2%	20.2%	每股收益 (元)	1.031	1.305	1.522	1.871	2.193	2.567
净利润	23,933	29,156	34,745	44,544	51,963	60,486	每股净资产 (元)	6.605	7.372	8.513	9.854	12.046	14.613
少数股东损益	3,436	3,197	4,469	7,337	8,352	9,432	每股经营现金净流 (元)	1.505	2.224	2.812	2.952	3.527	3.996
归属于母公司的净利润	20,497	25,959	30,276	37,207	43,611	51,055	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.530	0.530	0.000	0.000
净利率	25.0%	24.2%	25.0%	24.5%	24.8%	27.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.60%	17.70%	17.88%	18.98%	18.20%	17.57%
净利润	23,933	29,156	34,745	44,544	51,963	60,486	总资产收益率	8.50%	9.43%	9.75%	10.82%	11.19%	11.33%
少数股东损益	0	0	0	7,337	8,352	9,432	投入资本收益率	17.37%	17.96%	18.66%	23.27%	24.54%	27.59%
非现金支出	8,419	12,118	12,978	13,006	14,327	16,024	增长率						
非经营收益	2,023	3,020	1,506	2,908	2,584	2,601	营业总收入增长率	25.96%	30.48%	13.23%	25.35%	15.72%	5.84%
营运资金变动	-4,440	-68	6,698	-1,750	1,275	373	EBIT 增长率	25.92%	20.93%	13.96%	25.89%	14.88%	15.38%
经营活动现金净流	29,935	44,226	55,927	66,046	78,501	88,916	净利润增长率	23.33%	26.65%	16.63%	22.89%	17.21%	17.07%
资本开支	27,937	36,456	31,396	24,181	23,563	22,489	总资产增长率	39.71%	14.16%	12.84%	10.74%	13.35%	15.63%
投资	-3,898	-517	-146	0	0	0	资产管理能力						
其他	1,093	953	-5,561	800	800	800	应收账款周转天数	23.5	22.8	22.7	22.3	22.8	22.7
投资活动现金净流	-30,742	-36,020	-37,103	-23,381	-22,763	-21,689	存货周转天数	51.6	47.0	46.2	48.8	48.4	47.6
股权募资	654	1,739	1,994	0	0	0	应付账款周转天数	81.5	61.5	68.4	73.8	71.3	68.7
债权募资	-1,463	13,352	2,115	-16,147	0	0	固定资产周转天数	491.3	422.1	413.8	358.4	318.0	302.6
其他	39,262	-17,647	-16,043	-4,442	-13,527	-2,986	偿债能力						
筹资活动现金净流	38,453	-2,556	-11,934	-20,589	-13,527	-2,986	净负债/股东权益	0.75%	8.47%	1.35%	-12.23%	-21.96%	-34.06%
现金净流量	37,646	5,650	6,890	22,077	42,210	64,242	EBIT 利息保障倍数	12.5	10.5	24.8	22.9	34.7	52.3
							资产负债率	36.82%	37.66%	36.64%	32.89%	27.46%	23.84%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308