

中国神华 (601088.SH) 煤炭行业

评级：买入 维持评级

公司点评

郝征

分析师 SAC 执业编号: S1130210080001
(8610)66215599
haoz@gjzq.com.cn

发改委正式批复矿区建设,再造神华可期

事件

中国神华 (601088.sh) 于近日发布公告, 公司取得国家发改委批复核准文件, 文件同意将内蒙古新街台格庙矿区开发作为国家重点项目, 整装配置给神华集团公司勘查开发。

评论

新街矿区将成为神华股份公司未来产量增长的主力军, 新增资源储量相当于“再造神华”: 1、2005 年神华集团与神华能源股份有限公司签订《避免同业竞争协议》, 将新街台格庙矿区开发权赋予神华能源股份有限公司。目前神华新街能源有限责任公司按照有关规定正在申请办理新街台格庙矿区的探矿权并开展总体规划前期工作。**2、新街矿区预计资源储量达到 130 亿吨, 股份公司现有煤炭可采储量为 116 亿吨 (2010H), 新增资源储量相当于“再造神华”;** 3、十二五期间产量增速将明显提高: 公司目前商品煤产量 2.1 亿吨左右, 按照公司目前现有矿区出煤进度, 2011-2015 年年均复合产量增速有望达到 10-12% 左右。如果考虑新街矿区的逐步贡献, 公司未来五年产量复合增长速度可能达到 15% 左右。**按照 15% 的复合增速测算, 2015 年神华股份公司自产商品煤将达到 4 亿吨水平, 占我国煤炭总产量的规模有望达到 10% 左右份额。**

新街台格庙矿区地理位置优越、未来所产煤炭商品化程度较高: 1、新街台格庙矿区位于内蒙古鄂尔多斯市境内, 是神东矿区周边尚未开发的大型整装煤田, 未来产量目标是亿吨级商品煤现代化矿区。2、新街台格庙矿区与神东矿区相邻, 而神东矿区作为神华公司传统的煤炭产量主力军, 相关电、路、港、航一体化运营优势明显, 未来新街矿区所产煤炭商品化程度将较高。3、比照公司 2010H 平均国内长协煤价 382.8 元/吨, 粗略估算新街矿区吨煤净利润 110 元以上。按照神东矿区 1.5-2 亿吨商品煤产量计算, 新街即使达产亿吨级水平将可贡献 100 亿元以上, 是公司 2009 年净利润 302 亿元的 1/3 左右。

目前公司估值明显偏低, 向上修复的动力明显: 公司作为传统煤炭央企龙头, 目前估值处于行业平均水平之下, 未来的股价催化剂明显: **1、亚太地区长协煤价 3 月份尘埃落定, 大幅上涨局面已定。作为国内寡头垄断出口份额的大型央企, 公司出口煤价享受的业绩增厚效应明显; 2、估值优势明显, 向上修复动力充分。**

投资建议

我们维持公司 2010-2012 年 1.807 元、2.009 元、2.363 元的盈利预测。鉴于公司明显的估值优势以及未来存在的股价催化剂和明确的基本面增长, 我们继续重申公司的“买入”评级。

图表1：公司注入资产列表

包头矿业资产	煤种	面积（平方公里）	采矿权有效期	截至2010年6月30日 资源量（万吨）	可采储量 （万吨）	核定产能 （万吨/年）	备注
阿刀亥煤矿	焦煤	6.71	2009.5.31- 2011.5.31	5,098.60	2,427.56	90	
水泉露天煤矿	弱粘煤	8.80	2009.6.3-	5,858.21	3,968.69	120	
李家壕煤矿	不粘煤、长焰煤	67.55	2010.2.9- 2040.2.9	154,550.00	62,391	600	
小计		83.06		165,506.81	68,787.25		2011年3月达产
神宝集团	煤种	面积（平方公里）	采矿权有效期	截至2010年6月30日 资源量（万吨）	可采储量 （万吨）	核定产能 （万吨/年）	备注
露天煤矿	褐煤	7.92	2008.10.16- 2013.10.16	5,008.42	137,235.56	180	备注
露天煤矿接续区	褐煤	43.72	2008.9.5- 2038.9.5	152,429.00	155,937.00	1000	露天煤矿正在进行改扩建项目建设，
宝雁煤矿	褐煤	0.89	2005.7- 2013.7	1,345.00	1,287.00	33	预计2011年7月竣工该项目建成露天煤
第三煤矿接续区	褐煤	12.94		44,871.60	36,110.69		一直处于停产状态，未来将与上述项
合计		65.46		203,654.02	173,346.25		尚未取得采矿权证，不具备生产条件
柴家沟矿业	煤种	面积（平方公里）	采矿权有效期	截止2010年6月30日 资源量（万吨）	可采储量 （万吨）	核定产能 （万吨/年）	
柴家沟煤矿	长焰煤	4.87	2008.09.10- 2011.09.10	1,200.94	699.64	100	

来源：国金证券研究所

图表2：细分价格核心假设

细分价格假设(元/吨)	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
一、国内销售	301.8	339.4	358.8	375.4	378.70	417.80	422.04	441.65	463.73
增速			18.89%	10.61%	5.55%	11.29%	11.45%	4.65%	5.00%
1、长约合同销售	311.2	328.2	335.7	358.7	361.80	382.80	385.29	402.23	419.95
增速			7.87%	9.29%	7.77%	6.72%	6.49%	4.40%	4.41%
坑口		98.2	78.7	99.1			0.00	0.00	
增速				0.92%	-100.00%		-	-	
直达（沿铁路线）	228.9	251.3	260.9	263	244.10	278.20	278.20	286.55	295.14
增速			13.98%	4.66%	-6.44%	5.78%	13.97%	3.00%	3.00%
下水（港口FOB）	360.2	410.2	408.6	442	441.40	461.90	461.90	485.00	509.24
增速			13.44%	7.75%	8.03%	4.50%	4.64%	5.00%	5.00%
2、现货销售	265.2	398.4	438.1	413.1	420.70	465.50	488.89	513.33	539.00
增速			65.20%	3.69%	-3.97%	12.68%	18.35%	22.02%	10.25%
坑口	101.5	168.5	163.4	162.1			0.00	0.00	
增速			60.99%	-3.80%	-100.00%		-	-	
直达（沿铁路线）	289.2	347.3	387.1	380.6	333.90	312.70	350.22	367.74	386.12
增速			33.85%	9.59%	-13.74%	-17.84%	4.89%	5.00%	5.00%
下水（港口FOB）	399.3	518.7	614.2	462.9	472.70	583.00	583.00	612.15	642.76
增速			53.82%	-10.76%	-23.04%	25.95%	23.33%	5.00%	5.00%
二、出口销售	398.1	492.6	577.2	652.9	551.50	514.00	514.00	539.70	555.89
增速	4.21%	31.36%	44.99%	32.54%	-4.45%		-6.80%	5.00%	3.00%
出口合同销售					-				
出口现货销售					-				
加权合计销售价格	312.9	353.5	378.6	389.2	387.94	421.80	426.44	447.73	468.85
增速			21.00%	10.10%	2.47%	8.38%	9.92%	4.99%	4.72%

来源：国金证券研究所

图表3：细分销量核心假设

细分销量假设 (百万吨)	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011	2012
一、国内销售	185.1	104.5	211.5	117	240.7	131.6	278.00	302.48	339.86
增速			14.26%	11.96%	13.81%	12.48%	15.50%	8.81%	12.36%
占比	88.52%	90.79%	90.89%	95.04%	94.65%	95.78%	95.22%	93.80%	94.44%
1、长约合同销售	147.5	87.8	163.9	81	171.60	76.00			
占比	79.69%	84.02%	77.49%	69.23%	71.29%	57.75%	64.52%	64.52%	64.52%
坑口		8	10.2	6.6					
占比	0.00%	9.11%	6.22%	8.15%					
直达 (沿铁路线)	55.1	29.5	58.2	25	69.30	32.70			
占比	37.36%	33.60%	35.51%	30.86%	40.38%	43.03%	41.71%	41.71%	41.71%
下水 (港口FOB)	92.4	50.3	95.6	49.4	102.30	43.30			
占比	62.64%	57.29%	58.33%	60.99%	59.62%	56.97%	58.29%	58.29%	58.29%
2、现货销售	37.6	16.7	47.6	36	69.10	55.60			
占比	20.31%	15.98%	22.51%	30.77%	28.71%	42.25%	35.48%	35.48%	35.48%
坑口	13	2.5	12.2	3.5					
占比	34.57%	14.97%	25.63%	9.72%					
直达坑口 (沿铁路线)	10.7	6.6	12.8	9	25.80	24.20			
占比	28.46%	39.52%	26.89%	25.00%	37.34%	43.53%	40.43%	40.43%	40.43%
下水 (港口FOB)	13.9	7.6	22.6	23.5	43.30	31.40			
占比	36.97%	45.51%	47.48%	65.28%	62.66%	56.47%	59.57%	59.57%	59.57%
二、出口销售	24	10.6	21.2	6.1	13.60	5.80	11.00	20.00	20.00
占比	11.48%	9.21%	9.11%	4.96%	5.35%	4.22%	4.78%	6.20%	5.56%
1、长约合同出口					13.60				
2、现货出口					0.00				
国内外合计销售量	209.1	115.1	232.7	123.1	254.30	137.40	289.00	322.48	359.86
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-20	买入	24.83	32.10 ~ 35.68
2	2010-08-29	买入	23.72	N/A
3	2010-10-31	买入	28.60	N/A
4	2010-12-21	买入	25.77	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室