



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

证券研究报告

2011 年 3 月 21 日

煤炭

研究部

蔡宏宇¹ CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

维持推荐

中国神华(601088.SH+01088.HK)

入围 TT 二轮体现竞争优势, 关注后续进展并重申推荐

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	107,133	121,312	152,063	176,001	198,114
(+/-%)	30%	13%	25%	16%	13%
主营业务利润	48,138	54,513	66,302	76,161	83,897
(+/-%)	22%	13%	22%	15%	10%
营业利润	36,601	44,189	53,634	64,078	70,667
(+/-%)	18%	21%	26%	16%	10%
净利润	25,959	30,276	37,188	43,820	48,397
(+/-%)	27%	17%	25%	15%	10%
每股收益(元)	1.31	1.52	1.87	2.20	2.43
(+/-%)	27%	17%	25%	15%	10%
每股股利(元)	0.46	0.53	0.66	0.77	0.85
市盈率(X)	21.7	18.6	15.2	12.9	11.7
市净率(X)	7.4	8.5	9.7	11.2	12.7
净资产(X)	3.8	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA(X)	11.8	9.8	8.0	7.0	6.2
资产收益率	9.4%	9.8%	11.4%	12.0%	11.8%
净资产收益率	15.1%	15.4%	16.4%	16.7%	16.1%
ROCE	17.4%	18.1%	19.9%	20.2%	19.8%
分红收益率	1.6%	1.9%	2.3%	2.7%	3.0%
每股经营现金流(元)	2.2	2.8	2.6	3.4	3.8
股价/每股经营现金流(X)	12.8	10.1	10.8	8.4	7.5

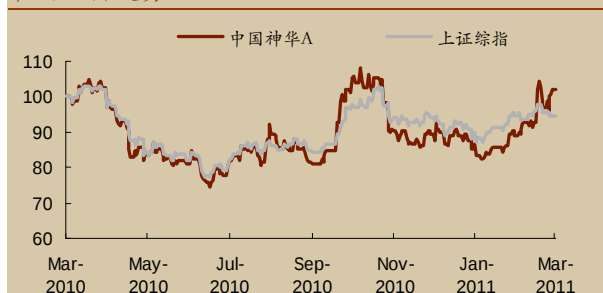
股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1088.HK	601088.CH
当前股价	33.90	28.38
日成交量(百万股)	17.26	43.34
52周最高价/最低价	37.85/27.1	30.88/20.4
发行股数(百万股)	3,399	16,491
其中: 流通股(百万股)	3,399	1,800
主要股东(持股比例)	神华集团(72.96%)	

最近估值走势

涨跌幅(%)	1周	1个月	3个月	年初至今
[601088.CH]	5.19	14.76	16.69	14.85
[上证指数]	(0.92)	(0.86)	0.10	3.52

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近期事件

03/26/2011 2010 年年报发布

公司近况:

中国神华公告顺利进入蒙古南戈壁省塔本陶勒盖 Tsankhi 矿区西区块(TT 项目)全球公开招标的六家公司/联合体短名单。按计划, 蒙古政府将邀请该六家单位进一步谈判并确定最终中标方。

评论:

入围 TT 项目第二轮充分体现了神华的竞争优势。参与 TT 项目竞标的公司均为国际上最知名的矿业公司, 包括博地能源、淡水河谷、斯特拉塔、安塞乐米塔尔和韩国资源等十余家企业或联合财团, 中国神华此次入围, 充分体现了其竞争优势。1) 神华 2003 年开始跟踪 TT 项目, 并于 2010 年与日本第二大商社三井物产(Mitsui & Co)组成了联合财团参与竞标, 资金和技术优势显著; 2) 中国的地缘优势(TT 煤矿距离内蒙古巴彦淖尔市甘其毛都口岸直线距离为 180 公里)以及中国不断增加的焦煤需求为 TT 项目的煤炭销售提供了充分的保障; 3) 神华于 2009 年 1 月开始修建、总投资 46.8 亿元的甘泉铁路(甘其毛都-包头万水泉, 运力 5000 万吨)有望于今年底投入运行, 可为 TT 项目的煤炭运输提供最佳选择。

TT 项目具有极佳的开发前景, 建议密切关注后续进程。TT 煤矿是蒙古近年来重点开发的项目之一, 拥有总资源量 64 亿吨, 其中焦煤资源量 18 亿吨。此次招标的 Tsankhi 矿区西区块拥有 200 米以浅的资源量 12 亿吨, 绝大部分为优质的焦煤、1/3 焦煤和肥煤。TT 煤矿将采用露天开采方式, 一期产能为 2000 万吨, 远期有望达到 1 亿吨。

估值与建议:

行业和公司基本面同时改善有望推动估值进一步上升, 维持推荐。公司目前股价对应的 2011 年 A 股和 H 股 P/E 分别为 12.9 倍和 12.4 倍, A 股远低于 16.0 倍的行业均值, H 股略高于 12.1 倍的行业均值, 但均低于历史中值(17.0/14.9 倍)。近期国内动力煤价格见底、国际油价煤价维持高位以及国内外核电发展速度可能减缓等均对动力煤板块形成利好; 而公司产量较快增长、现货比例继续提升、海外扩张稳步推进、集团资产注入亦值得期待。上述因素有望推动公司估值进一步上升, 维持推荐评级。

风险:

公司最终能否中标 TT 项目尚具有较大的不确定性。

¹报告贡献人: 廖明兵(liaomb@cicc.com.cn)

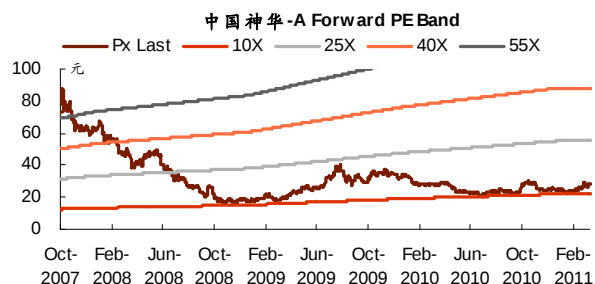
图表 1: 可比公司估值

A股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-3-19	Upside	YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
						2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
焦煤公司																				
西山煤电*	推荐	85,208	27.04		1%	1.14	1.56	1.82	60%	37%	17%	23.8	17.4	14.9	3.76	4.54	5.45	7.2	6.0	5.0
平煤股份*	审慎推荐	37,343	20.56		(3%)	1.30	1.53	1.68	68%	17%	10%	15.8	13.5	12.2	5.10	6.17	7.34	4.0	3.3	2.8
开滦股份*	审慎推荐	24,174	19.58		(3%)	0.72	0.82	0.86	8%	14%	6%	27.3	24.0	22.7	4.51	5.05	5.61	4.3	3.9	3.5
冀中能源		50,883	44.00		10%	2.20	2.59	2.73	58%	18%	5%	20.0	17.0	16.1	10.33	12.40	14.81	4.3	3.5	3.0
煤气化		13,347	25.98		0%	0.75	1.23	1.92	64%	64%	55%	34.6	21.1	13.6	5.44	7.06	n.a.	6.7	3.7	n.a.
盘江股份		39,942	36.20		11%	1.25	1.56	2.03	23%	25%	30%	29.0	23.2	17.8	5.59	6.22	7.30	6.5	5.8	5.0
潞安环能		69,803	60.67		2%	3.32	3.81	4.28	11%	15%	12%	18.3	15.9	14.2	12.50	15.22	n.a.	4.9	4.0	n.a.
中间值-焦煤									58%	18%	12%	23.8	17.4	14.9				4.8	3.9	3.5
无烟煤公司																				
兰花科创*	审慎推荐	22,819	39.95		(15%)	2.30	2.47	2.94	3%	7%	19%	17.4	16.2	13.6	11.46	13.43	15.64	3.5	3.0	2.6
神火股份*	推荐	26,723	25.45		2%	1.27	1.73	2.42	123%	36%	40%	20.0	14.7	10.5	4.25	5.46	7.16	6.0	4.7	3.6
国阳新能*	审慎推荐	63,588	26.44		(8%)	1.13	1.28	1.36	46%	14%	6%	23.5	20.6	19.4	3.05	3.69	4.38	8.7	7.2	6.0
昊华能源			47.29		0%	2.15	2.72	3.17	57%	27%	17%	22.0	17.4	14.9	11.89	13.95	16.05	4.0	3.4	2.9
中间值-无烟煤									51%	20%	18%	21.0	16.8	14.3				5.0	4.0	3.3
动力煤公司																				
中国神华*	推荐	565,047	28.38		15%	1.91	2.20	2.43	25%	15%	10%	14.9	12.9	11.7	9.73	11.16	12.75	2.9	2.5	2.2
中煤能源*	审慎推荐	142,276	11.20		12%	0.64	0.70	0.92	29%	10%	31%	17.4	15.9	12.1	5.61	6.11	6.75	2.0	1.8	1.7
兖州煤业*	审慎推荐	134,871	31.69		3%	1.75	1.87	1.80	122%	(5%)	8%	18.1	19.0	17.6	6.90	9.16	9.16	4.6	4.0	3.5
大同煤业		33,524	20.03		0%	0.80	0.91	1.11	(10%)	3%	22%	25.0	22.1	18.1	5.19	5.53	6.75	3.9	3.6	3.0
上海能源		20,395	28.22		(10%)	1.77	2.01	2.35	35%	14%	17%	15.9	14.0	12.0	n.a.	n.a.	5.91	n.a.	n.a.	4.8
恒源煤电		19,310	44.04		(15%)	2.56	2.85	n.a.	8%	11%	n.a.	17.2	15.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
露天煤业		31,549	23.78		(7%)	1.35	1.58	n.a.	23%	17%	n.a.	17.6	15.0	n.a.	4.29	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.
郑煤煤电		7,298	11.60		(6%)	0.25	0.32	n.a.	19%	26%	n.a.	46.4	36.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
国投新集		26,090	14.10		0%	0.90	1.20	n.a.	33%	33%	n.a.	15.6	11.8	n.a.	4.71	5.74	n.a.	3.0	2.5	n.a.
安源股份		4,305	15.99		(9%)	1.04	1.18	n.a.	550%	13%	n.a.	15.4	13.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
靖远煤电		3,465	19.48		(8%)	0.38	0.50	0.65	27%	32%	30%	51.3	39.0	30.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大有能源		4,375	34.32		1%	2.18	2.55	2.63	5371%	17%	3%	15.7	13.5	13.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
山煤国际		22,508	30.01		(13%)	1.53	1.98	2.35	52%	29%	19%	19.6	15.1	12.8	5.93	8.03	n.a.	5.1	3.7	n.a.
平庄能源		14,342	14.14		(8%)	0.78	0.90	n.a.	22%	15%	n.a.	18.2	15.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
远兴能源		7,002	9.12		0%	0.19	0.42	0.73	34%	123%	74%	48.5	21.7	12.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中间值-动力煤									29%	15%	19%	17.6	15.5	12.8				3.9	3.1	3.0
中间值-A股煤炭									33%	17%	17%	18.9	16.0	13.9				4.5	3.7	3.2
H股煤炭公司																				
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-3-19		YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
						2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2011E
中国神华*	推荐	670,922	33.90	21.2%	4%	1.99	2.32	2.57	25%	17%	11%	14.9	12.4	11.1	10.04	11.69	13.50	2.9	2.5	2.1
目标价			41.10																	
中煤能源*	审慎推荐	168,935	11.50	33.9%	(5%)	0.74	0.82	1.05	25%	11%	28%	13.6	11.9	9.3	5.41	6.00	6.81	1.9	1.6	1.4
目标价			15.40																	
兖州煤业*	审慎推荐	160,143	24.90	14.1%	5%	1.81	1.72	1.86	116%	(5%)	8%	12.0	12.2	11.3	7.44	8.53	9.78	2.9	2.5	2.1
目标价			28.40																	
福山能源* (HKD)	审慎推荐	29,970	5.57	23.9%	5%	0.35	0.44	0.47	68%	23%	8%	15.8	12.8	11.8	3.53	3.92	4.33	1.6	1.4	1.3
目标价			6.90																	
恒鼎实业 (HKD)		12,930	6.27		(5%)	0.33	0.57	0.67	67%	73%	18%	19.1	11.0	9.4	3.04	3.56	4.04	2.1	1.8	1.6
金山能源 (HKD)		4,395	0.19		(9%)	0.01	0.02	0.03	(103%)	91%	24%	16.9	8.9	7.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中间值									46%	20%	14%	15.3	12.1	10.3				2.1	1.8	1.6
国际可比公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-3-19		YTD	EPS(USD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(USD)			P/B(x)		
						2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
综合性公司																				
BHP Billiton	澳大利亚	231,192	44.38		(2%)	4.08	4.80	4.79	79%	18%	(0%)	10.9	9.3	9.3	11.24	14.54	18.00	3.9	3.1	2.5
Rio Tinto	澳大利亚	134,415	80.17		(6%)	9.94	9.83	9.40	36%	(1%)	(4%)	8.1	8.2	8.6	38.61	46.40	54.05	2.1	1.7	1.5
Anglo American	英国	40,139	49.30		(9%)	6.09	7.06	7.22	12%	16%	2%	5.0	4.3	4.2	32.85	38.84	48.51	1.5	1.3	1.0
XSTRATA	瑞士	40,987	22.44		(8%)	2.78	2.97	2.88	73%	7%	(3%)	5.0	4.7	4.8	16.27	19.33	22.47	1.4	1.2	1.0
中间值									54%	11%	(2%)	6.5	6.4	6.7				1.8	1.5	1.2
印尼煤炭公司																				
Bumi		7,340	0.35		2%	0.01	0.03	0.03	29%	92%	36%	27.2	14.1	10.4	0.10	0.12	0.14	3.7	3.1	2.5
Adaro		8,659	0.27		(7%)	0.01	0.02	0.03	(39%)	104%	31%	28.5	14.0	10.7	0.07	0.08	0.10	4.0	3.3	2.7
Indo Tambangraya		6,214	5.50		(5%)	0.45	0.55	0.57	148%	23%	4%	12.3	10.1	9.7	0.96	1.24	1.46	5.7	4.5	3.8
Tambang Batubara		5,358	2.33		(11%)	0.18	0.21	0.26	77%	21%	24%	13.2	10.9	8.8	0.43	0.55	0.68	5.4	4.2	3.4
中间值									53%	57%	28%	20.2	12.5	10.0	0.26	0.33	0.41	4.7	3.8	3.1
美国煤炭公司																				
Peabody		18,996	70.21		10%	4.92	6.06	5.70	71%	23%	(6%)	14.3	11.6	12.3	21.66	27.80	33.05	3.2	2.5	2.1
Arch Coal		5,600	34.47		(2%)	2.53	3.70	4.01	158%	46%	9%	13.7	9.3	8.6	15.83	19.43	24.79	2.2	1.8	1.4
Consol		12,201	53.93		11%	2.78	4.39	4.47	73%	58%	2%	19.4	12.3	12.1	16.28	20.59	24.49	3.3	2.6	2.2
Massey		6,428	62.13		16%	3.60	5.34	5.20	(31%)	48%	(3%)	n.a.	11.6	12.0	21.79	27.78	33.56	2.9	2.2	1.9
Alpha		6,660	55.28		(8%)	4.55	5.90	5.65	468%	30%	(4%)	12.2	9.4	9.8	26.37	31.51	38.93	2.1	1.8	1.4
中间值									73%	46%	(3%)	14.0	11.6	12.0				2.9	2.2	1.9
澳大利亚煤炭公司																				
Coal & Allied		10,121	116.88		(2%)	8.58	8.88	8.61	6%	4%	(3%)	13.7	13.2	13.6	22.92	27.62	33.27	5.1	4.2	3.5
New Hope		4,077	4.91		2%	0.19	0.28	0.34	(14%)	48%	20%	25.7	17.4	14.5	3.04	3.17	3.30	1.6	1.5	1.5
Energy Resources		1,520	7.97		(28%)	0.41	0.77	0.73	68%	85%	(5%)	19.3	10.5	11.0	5.40	5.76	6.16	1.5	1.4	1.3
Aquila		2,904	7.76		(21%)	-0.02	0.05	0.07	(81%)	(374%)	35%	n.a.	149.8	111.3	1.15	1.22	1.07	6.7	6.4	7.3
Whitehaven		3,339	6.76		1%	0.18	0.43	0.59	(24%)	133%	37%	36.9	15.9	11.6	2.16	2.42	2.78	3.1	2.8	2.4
中间值									(14%)	48%	20%	22.5	15.9	13.6				3.1	2.8	2.4

注：标注*的公司为中企公司预测，其余为市场一致预期

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布之日前十二个月，中金公司为中国神华提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED