

煤炭开采 II

中国神华 (601088. SH) / 29.19 元

煤炭航母 稳定增长

事项

公司 2010 年营业收入为 1520.63 亿元, 同比增长 25.3%; 营业利润为 536.34 亿元, 同比增长 21.4%; 净利润为 425.06 亿元, 同比增长 22.3%; 归属于本公司股东的净利润为 371.87 亿元, 同比增长 22.8%; 基本每股收益为 1.870 元, 同比增长 22.8%。董事会建议派发 2010 年度末期股息为每股 0.75 元 (含税), 共计 149.17 亿元 (含税), 为归属本公司股东净利润的 40.1%。

主要观点

- 1、2010 年公司收入增长的主要原因是煤炭量价齐升以及售电量增长。
- 2、成本增加致使公司销售毛利率下降至 46%，期间费用控制得力保证了营业利润率的基本稳定。
- 3、公司不断优化商品煤销售结构，增加市场煤销售比重，藉此稳定提高收入和利润水平。
- 4、2011 年公司商品煤产量增长的主要来源是：(1) 哈尔乌素矿、黑岱沟矿和锦界矿等产量增加；(2) 收购股权或资产带来商品煤产量的增加。而台格庙矿区获批确保了公司未来产销量的稳定增长。
- 5、考虑资产收购，我们预计 11-13 年 EPS 分别为 2.27 元、2.49 元、2.69 元；对应的 PE 分别为 13、12、11 倍，估值优势明显，强烈推荐评级。

风险提示

公司新批准矿区建设进展影响公司业绩。

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364
Tel：02150582528
Email：hanzhenguo@hczq.com
证券分析师：高羽
执业编号：S1060209070152
Tel：075582027732
Email：gaoyu@hczq.com

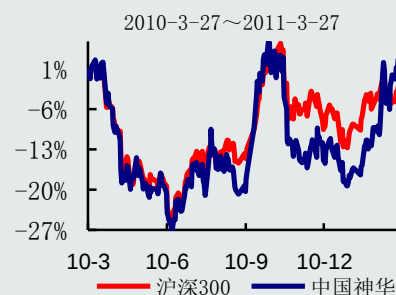
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	1988962
流通 A 股/B 股(万股)	1631104/0
资产负债率(%)	32.81
每股净资产(元)	9.90
市盈率(倍)	15.61
市净率(倍)	2.95
12 个月内最高/最低价	30.88/20.4

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《台格庙矿区获批，保障未来快速增长》

2011-03-07

1、煤炭售价销量及售电量增长带动公司收入增长

2010 年，公司完成商品煤产量 224.8 百万吨，同比增长 6.9%；煤炭销售量 292.6 百万吨，同比增长 15.1%。

2010 年公司对外部客户煤炭销售量为 233.7 百万吨，同比增长 9.8%。对外部客户煤炭销售价格从 397.4 元/吨增长至 439.9 元/吨，增长 10.7%。

向公司内部发电分部煤炭销售量为 58.9 百万吨，占全部煤炭销售量的比例从 16.3%上升到 20.1%；销售价格从 339.4 元/吨提高到 374.7 元/吨，增长 10.4%。

总发电量和总售电量分别为 1,411.5 亿千瓦时和 1,314.1 亿千瓦时，同比分别增长 34.3% 和 34.5%。

2、公司销售毛利率下降至 46%，但管理水平提高，营业利润率基本持平

2010 年本集团的营业成本为 817.12 亿元，同比增长 32.9%。增加的主要原因是：商品煤产量增加；自产煤单位生产成本上升；外购煤采购量及价格上涨；以及发电量增加。导致销售毛利率水平下降 3 个百分点至 46.12%。

自产煤单位成本增加。自产煤单位生产成本为 111.0 元/吨，同比增长 10.1%。影响单位生产成本的主要原因是：（1）人工成本为 14.1 元/吨，同比增长 24.8%，增长的主要原因是员工人数增加，以及工资水平提高。（2）折旧及摊销为 24.6 元/吨，同比增长 2.1%，增长的主要原因是采掘设备购置增加，导致折旧同比增加；（3）其他成本为 49.3 元/吨，同比增加 5.6 元，增长 12.8%，主要原因是随开采向下延伸、剥离工作量增加，矿务工程费增加 4.4 元/吨；及洗选加工费、相关税费等增加。——自产煤数量以及单位成本增加，导致煤炭业务营业成本增加。

外购煤价量齐升。公司外购煤销售量大幅增加，同比增加 27.6 百万吨，增长 61.6%；外购煤单位采购成本增加，2010 年为 366.0 元/吨，同比增加 49.3 元/吨，增长 15.6%。

管理水平有所提高。三费费用率从 12.87%下降至 11.29%。公司的营业利润率为 35.27%，下降 1.1 个百分点，基本稳定。

3、公司力图优化商品煤销售结构，提高市场每销售比重

提高现货市场商品煤销售比重。由于国内重点合同煤价格受限，公司积极调整商品煤销售结构，现货销售的比重大幅提高 16.5 个百分点，至 43.7%。现货销售煤炭价格上升 10.7%；而长协合同煤价格上涨幅度仅为 6.5%。

提高国内商品煤销售比重。出口煤炭销量比重下降 1.8 个百分点至 3.5%；由于国内需求复苏强于亚洲其他地区，国内煤炭价格综合售价上涨 11.4%，而出口煤价上涨幅度仅为 2.7%。

4、2011 年公司商品煤产量增长的主要来源是：（1）哈尔乌素矿、黑岱沟矿和锦界矿等产量增加；（2）收购股权或资产带来商品煤产量的增加。

公司 2011 年煤矿产量主要增长来源之一是现有煤矿的产量增长。哈尔乌素矿、黑岱沟矿和锦界矿 2011 年产量将增加 3320 万吨，增幅为 14.7%。

台格庙将为公司未来产销量增长奠定基础。公司近期获得台格庙探矿权，预计资源量增加 74%，达产后产量至少比现有的规模增长 38%以上。此项目获批使公司新增煤炭资源量 130 亿吨，目前煤炭资源储量为 175 亿吨（不考虑此前收购的煤矿），增加 74%，为公司长期的快速发展提供资源保障。建设规模亿吨级，达产后产量增长至少 38%以上。建设与投产尚需若干年的时间（预计 4-5 年后投产）。

图表 1 公司现有煤矿产量预测（万吨）

	2006	2007	2008	2009	1H2010	2010	2011E	2012E	2013E
神东煤炭集团	9930	9820	13770	14990	7490	15140	17700	17900	17900
祁连塔	2000	1840	2040	2250	1200	2430	2300	2300	2300
大柳塔-活鸡兔	1810	1870	2000	1980	1030	2110	2000	2000	2000
榆家梁	1610	1650	1690	1690	860	1710	1700	1700	1700
上湾	1210	1210	1250	1300	680	1380	1500	1500	1500
哈拉沟	1210	1210	1150	1250	610	1290	1300	1300	1300
康家滩	1030	1160	1200	1190	440	950	1200	1200	1200
石圪台			940	990	550	1110	1000	1000	1000
乌兰木伦	440	500	500	640	320	660	650	650	650
布尔台			530	940	450	920	1800	2000	2000
万利一矿			920	980	440	960	1000	1000	1000
柳塔矿			470	550	360	640	550	550	550
寸草塔一矿			210	290	150	340	300	300	300
寸草塔二矿			320	300	190	370	400	400	400
唐公沟矿			310	470	170	220	500	500	500
其他	620	380	240	170	40	50	1500	1500	1500
准格尔能源公司	2350	2520	2270	2310	1250	2530	2600	2600	2600
黑岱沟	2350	2520	2270	2310	1250	2530	2600	2600	2600
哈尔乌素分公司			660	1410	850	1930	2000	2000	2000
北电胜利能源分公司	280	620	1090	1050	620	1430	2000	2000	2000
锦界能源公司（70%）			770	1270	710	1450	1500	1500	1500
合计	12560	12960	18560	21030	10920	22480	25800	26000	26000

数据来源：公司公告，华创证券预测

预计 2011 年收购煤矿贡献产量 3721 万吨。所收购公司 11 年贡献 EPS 为 0.04-0.06 元。

图表 2 收购煤矿产量预测（万吨）

	煤种	中国标准 资源量	中国标准 可采储量	JORC 标准 可售储量	核定产能	2009	2010E	2011E
包头矿业		165507	68787	31603	810	256	321	921
阿刀亥煤矿	焦煤	5099	2428	363	90		321	321
水泉露天煤矿	弱粘煤	5858	3969	2203	120			
李家壕煤矿	不粘煤	154550	62391	29037	600			600
神宝公司		203654	173346	143245	2000	1330	1700	2700
露天煤矿	褐煤	5008	137236	4862	180		1700	1700
露天煤矿接续区	褐煤	152429	0	136723	1000			1000
宝雁煤矿	褐煤	1345	0	1207	停产			
第三煤矿接续区	褐煤、长 焰煤	44872	36111	453	1000			
柴家沟煤矿	长焰煤	1201	700	369	100	96	99	100
合计		370362	242833	175217	2910	1682	2120	3721

数据来源：公司公告，华创证券预测

图表 3 所收购公司 11 年利润贡献

	2010E 净利润 (万元)	2011E 净利润 (万元)	ROE (2011E)	PE (2011E)	EPS (元, 2011E)
神宝公司	19376	33616	13.72%	7.2	0.0169
呼电公司	-2625	7950	16.56%	9.2	0.0040
洁净煤公司	-579	-579	-9.64%	-9.7	-0.0003
柴家沟矿业	9725	9310	17.90%	4.8	0.0047
财务公司	29627	29627	24.48%	3.5	0.0149
物资公司	4673	4673	7.42%	11.3	0.0023
天泓公司	-15	-14	-0.04%	-2359.0	0.0000
信息公司	-816	-653	-9.33%	-10.3	-0.0003
北遥公司	-3019	-3019	-150.95%	-0.8	-0.0015
包头矿业	10287	29472	9.60%	10.4	0.0148
合计	66635	110383	12.49%	7.9	0.0555

数据来源: 公司公告, 华创证券预测

5、考虑资产收购, 我们预计 11-13 年 EPS 分别为 2.27 元、2.49 元、2.69 元; 对应的 PE 分别为 13、12、11 倍, 估值优势明显, 强烈推荐评级。

图表 4 公司煤炭销量售价假设 (百万吨)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
国内销合计	147.2	185.1	211.5	240.7	282.3	335.2	343.1	349.4
长协合同	119.3	147.5	163.9	171.6	154.5	177.4	180.7	183.2
长协销售	119.3	147.5	163.9	171.6	154.5	177.4	180.7	183.2
坑口	2	0	0	13.5	6.2	7.2	7.3	7.4
直达 (沿铁路)	36.9	55.1	68.3	55.8	61.1	70.1	71.4	72.4
下水 (港口 FOB)	80.4	92.4	95.6	102.3	87.2	100.1	102.0	103.3
现货市场	27.9	37.6	47.6	69.1	127.8	157.8	162.4	166.2
现货销售	27.9	37.6	47.6	69.1	127.8	157.8	162.4	166.2
坑口	5.5	13	0	7.7	23.7	27.4	28.2	28.9
直达 (沿铁路)	9	10.7	25	18.1	31.7	41.7	42.9	43.9
下水 (港口 FOB)	13.4	13.9	22.6	43.3	72.4	88.7	91.3	93.5
出口合计	23.9	24	21.2	13.6	10.3	15.0	15.0	15.0
长协出口			21.1	13.6	10.3	15.0	15.0	15.0
内部发电销售			41.1	41.4	58.2	67.3	70.7	74.2
对外部销售	171.1	209.1	191.6	212.9	234.4	282.7	285.9	287.2
销量总计	171.1	209.1	232.7	254.3	292.6	350.0	356.6	361.4
自产商品煤	136.6	157.1	186.5	209.5	224.8	258	260	260
外购商品煤	34.5	52	46.2	44.8	67.8	92	96.6	101.43
内部销售价格		316.06	329.1	339.4	374.7	393.4	413.1	433.8
对外销售价格			389.2	397.4	439.9	461.9	484.9	509.2

数据来源: 公司公告, 华创证券预测

图表 5 煤炭生产及外购成本及假设（元/吨）

煤炭生产成本	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
原料燃料及动力	13.4	18.3	23	21.7	23	24.15	25.4	26.6
人工成本	8.4	10.3	11.9	11.3	14.1	15.51	17.1	18.8
折旧及摊销	22.4	21.5	21.5	24.1	24.6	24.6	24.6	24.6
其他	21.6	22.1	34.5	43.7	49.3	49.3	49.3	49.3
煤炭生产成本	65.8	72.2	90.9	100.8	100.3	113.6	116.3	119.3
外购煤成本	191.4	206.5	337.2	316.7	366	384.3	403.5	423.7

数据来源：公司公告，华创证券预测

图表 6 公司分业务收入成本

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭业务						
营业收入（百万元）	75215	85754	102791	130568.90	138665.80	146259.00
对内收入（百万元）	13619	14142	22296	26485.68	29200.46	32193.51
营业成本（百万元）	56316	63198	81187	106931.1	114419.1	121956.2
毛利率		36.70%	21.02%	18.10%	17.49%	16.62%
铁路分部						
营业收入（百万元）	1950	2003	2303	2372.09	2443.25	2516.55
对内收入（百万元）	15576	17555	19003	22730.86	23159.5	23473.19
营业成本（百万元）	6673	7307	8374	10016.75	10205.63	10343.86
毛利率		62.60%	60.73%	54.39%	54.89%	55.61%
港口分部						
营业收入（百万元）	82	148	152	156.56	161.25	166.09
对内收入（百万元）	1856	1859	2448	2896.22	2964.45	3018.60
营业成本（百万元）	1170	1289	1649	1950.92	1996.88	2033.36
毛利率		35.80%	36.58%	36.09%	36.11%	36.15%
电力分部						
营业收入（百万元）	29886	33407	45127	52197.73	54944.98	57692.23
对内收入（百万元）	108	387	336	387.00	387.00	387.00
营业成本（百万元）	21840	23723	33885	36577.60	38472.00	40366.40
毛利率		29.80%	24.91%	29.92%	29.98%	30.03%
单位售电价格（元/兆瓦时）	320	336	334	334	334	334
单位售电成本（元/兆瓦时）	236.2	236.8	254.2	236.80	236.80	236.80
总发电量（亿千瓦时）	978	1050.9	1411.5	1491.50	1571.50	1651.50
总售电量（亿千瓦时）	902.9	977.2	1314.1	1520	1600	1680
电力成本（元/兆瓦时）	236.2	236.8	254.2	236.80	236.80	236.80
其他业务收入（百万元）	1267	1527	1690			
其他业务成本（百万元）	8092	11143	700			
合计						
营业收入（百万元）	107133	121312	152063	185295.30	196215.30	206633.80
内部抵消（百万元）	31159	33943	44083	52499.76	55711.41	59072.30
营业成本（百万元）	55011	61486	81712	102976.60	109382.20	115627.50
内部抵消（百万元）	30988	34031	44083	52499.76	55711.41	59072.30
毛利率	48.65%	49.32%	46.26%	44.43%	44.25%	44.04%

数据来源：公司公告，华创证券预测

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	103995	158076	213304	270341
现金	75366	136024	190030	245690
应收账款	8591	7896	8019	8169
其它应收款	2148	1440	1540	1709
预付账款	1086	965	1058	1036
存货	11167	8912	9269	9783
其他	5637	2839	3389	3955
非流动资产	235273	222772	212193	201480
长期投资	4210	4132	4209	4184
固定资产	160635	147920	135205	122491
无形资产	28097	29572	30933	32359
其他	42331	41147	41845	42446
资产总计	339268	380848	425497	471821
流动负债	58900	54345	58466	59569
短期借款	8201	12489	12279	10990
应付账款	18264	13768	15144	15725
其他	32435	28088	31043	32854
非流动负债	52399	52653	49874	47141
长期借款	48730	48401	45853	43160
其他	3669	4252	4021	3981
负债合计	111299	106998	108340	106709
少数股东权益	31052	35946	41053	46053
股本	19890	19890	19890	19890
资本公积金	88302	88302	88302	88302
留存收益	85066	129029	167229	210184
归属母公司股东权益	193941	237904	276104	319059
负债和股东权益	339268	380848	425497	471821

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	59377	61419	67661	68260
净利润	42506	48857	53574	57354
折旧摊销	14138	13673	13731	13801
财务费用	2462	1195	-496	-2359
投资损失	-630	-676	-699	-712
营运资金变动	27	24	2183	509
其它	874	-1653	-632	-333
投资活动现金流	-23204	-1679	-1755	-1775
资本支出	27534	0	0	0
长期投资	-3347	-78	77	-25
其他	983	-1757	-1678	-1800
筹资活动现金流	-28770	918	-11900	-10825
短期借款	-7946	4288	-210	-1289
长期借款	-5201	-329	-2548	-2693
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	121	0	0	0
其他	-15744	-3041	-9142	-6843
现金净增加额	7401	60658	54006	55660

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	152063	185295	196215	206634
营业成本	81712	102977	109382	115628
营业税金及附加	3734	5166	5145	5590
营业费用	836	1136	1141	1234
管理费用	10134	13159	13506	14449
财务费用	2462	1195	-496	-2359
资产减值损失	330	617	698	696
公允价值变动收益	149	141	173	151
投资净收益	630	676	699	712
营业利润	53634	61862	67713	72260
营业外收入	398	326	362	344
营业外支出	728	618	666	691
利润总额	53304	61569	67409	71913
所得税	10798	12712	13835	14560
净利润	42506	48857	53574	57354
少数股东损益	5319	4894	5107	5000
归属母公司净利润	37187	43963	48468	52354
EBITDA	70234	76730	80948	83702
EPS（元）	1.87	2.21	2.44	2.63

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	25.3%	21.9%	5.9%	5.3%
营业利润	21.4%	15.3%	9.5%	6.7%
归属母公司净利润	22.8%	18.2%	10.2%	8.0%
获利能力				
毛利率	46.3%	44.4%	44.3%	44.0%
净利率	24.5%	23.7%	24.7%	25.3%
ROE	19.2%	18.5%	17.6%	16.4%
ROIC	21.5%	25.4%	29.1%	32.4%
偿债能力				
资产负债率	32.8%	28.1%	25.5%	22.6%
净负债比率	58.42%	63.08%	60.14%	57.53%
流动比率	1.77	2.91	3.65	4.54
速动比率	1.58	2.74	3.49	4.37
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.51	0.49	0.46
应收账款周转率	19	22	25	26
应付账款周转率	5.16	6.43	7.57	7.49
每股指标(元)				
每股收益	1.87	2.21	2.44	2.63
每股经营现金	2.99	3.09	3.40	3.43
每股净资产	9.75	11.96	13.88	16.04
估值比率				
P/E	15.61	13.21	11.98	11.09
P/B	2.99	2.44	2.10	1.82
EV/EBITDA	8	8	7	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801