

# 中国神华(601088)年报点评

——煤炭龙头 成长中的大蓝筹

能源/煤炭

推荐

维持评级

发布时间: 2011 年 3 月 27 日

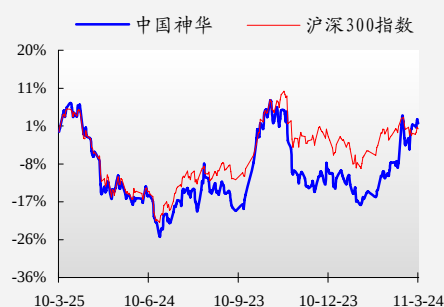
## 投资要点:

- 2010 年, 中国神华完成主营业务收入 1520.63 亿元, 同比增长 25.3%; 完成归属上市公司股东净利润 371.87 亿元, 同比增长 22.8%, 基本每股收益 1.87 元, 分红方案为每股派现金 0.75 元。公司去年经营业绩略微超出我们预期。
- 煤炭生产 内蒙矿区发力: 2010 年公司煤炭产量 2.248 亿吨, 同比增长 1450 万吨, 增幅达到 6.9%。新增产出主要来自内蒙各矿区, 其中哈尔乌素矿增量达到 500 万吨。哈尔乌素矿、黑岱沟矿以及胜利矿区也是神华今年煤炭产量增加的主要来源。
- 煤炭销售 现货比例提高: 公司 2010 年原煤销售总量为 2.926 亿吨, 其中现货煤销量为 1.28 亿吨, 占总销量比例达到 43.7%, 同比增加了 16.5 个百分点。公司现货煤销售均价为 465.7 元/吨, 远高于公司 385.3 元/吨的长约煤价。现货煤比例的提高, 直接提升了公司营业利润, 但由于外购煤量增加 2760 万吨, 致使公司煤炭分布营业利润率小幅下降了 1.2 个百分点。
- 其他业务 电力分部大幅扩张: 中国神华独特的煤、电、路、港、运一体化经营模式, 不仅在纵向结构上丰富了公司业务, 各分项目业务经营在其相应领域均表现突出。神华电力部门 2010 年发电量达到 1411.5 亿千瓦时, 同比增加 34.5%。发售电量大幅增加, 使电力业务占公司主营业务比例从 09 年的 27.3% 提升至 29.4%。去年国内动力煤价格平均涨幅超过 25%, 但神华发电单位成本仅增加 7.3%, 公司电力业务至今仍保持 18% 的经营收益率。
- 预计公司 2011-13 年每股收益分别为 2.32 元、2.85 元和 3.61 元, 分别仅对应 12.61X、10.25X 和 8.09XPE。美国博地能源 Peabody 的最新收盘价格对应的静态市盈率已经达到 25.4X, 相比之下, 业务规模相当的中国神华估值优势非常明显。公司无论在经营规模还是经营模式上, 都是其他企业难以复制的。鉴于公司资源兼具内外部成长性。当前股价较为低估, 维持公司“推荐”评级。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(百万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(百万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|---------------|------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2010  | 152063        | 25.3%      | 37187                 | 22.8%      | 1.87       |            | 15.61      |              |
| 2011E | 187342        | 23.2%      | 46046                 | 23.8%      | 2.32       |            | 12.61      |              |
| 2012E | 231180        | 23.4%      | 56658                 | 23.0%      | 2.85       |            | 10.25      |              |
| 2013E | 286894        | 24.1%      | 71732                 | 26.6%      | 3.61       |            | 8.09       |              |

走势图



## 市场数据

2011/3/25

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 29.19 元 |
| 52 周最高价: | 30.88 元 |
| 52 周最低价: | 20.40 元 |
| 平均持仓成本:  | 26.00 元 |

## 基本数据

2010Q4

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本 (万股):    | 1,988,962 |
| 流通 A 股 (万股): | 1,649,104 |
| 每股收益 (元):    | 1.87      |
| 每股净资产 (元):   | 9.90      |
| 每股经营现金流 (元): | 2.99      |
| 市净率:         | 2.95      |

分析师: 王师

执业证书编号: S0550511030001

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

表 1：中国神华分矿区产量情况

|                 | 2010年<br>百万吨 | 2009年<br>百万吨 | 变化比率<br>%     |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>商品煤产量合计</b>  | <b>224.8</b> | <b>210.3</b> | <b>6.9</b>    |
| 按矿井             |              |              |               |
| <b>神东煤炭集团</b>   | <b>151.4</b> | <b>149.9</b> | <b>1.0</b>    |
| 补连塔             | 24.3         | 22.5         | 8.0           |
| 大柳塔—活鸡兔         | 21.1         | 19.8         | 6.6           |
| 榆家梁             | 17.1         | 16.9         | 1.2           |
| 上湾              | 13.8         | 13.0         | 6.2           |
| 哈拉沟             | 12.9         | 12.5         | 3.2           |
| 保德（康家滩）         | 9.5          | 11.9         | (20.2)        |
| 石圪台             | 11.1         | 9.9          | 12.1          |
| 乌兰木伦            | 6.6          | 6.4          | 3.1           |
| 布尔台             | 9.2          | 9.4          | (2.1)         |
| 万利一矿（昌汉沟）       | 9.6          | 9.8          | (2.0)         |
| 柳塔矿             | 6.4          | 5.5          | 16.4          |
| 寸草塔一矿           | 3.4          | 2.9          | 17.2          |
| 寸草塔二矿           | 3.7          | 3.0          | 23.3          |
| 唐公沟矿            | 2.2          | 4.7          | (53.2)        |
| 其他              | 0.5          | 1.7          | (70.6)        |
| <b>准格尔能源公司</b>  | <b>25.3</b>  | <b>23.1</b>  | <b>9.5</b>    |
| 黑岱沟             | 25.3         | 23.1         | 9.5           |
| <b>哈尔乌素分公司</b>  | <b>19.3</b>  | <b>14.1</b>  | <b>36.9</b>   |
| <b>北电胜利能源公司</b> | <b>14.3</b>  | <b>10.5</b>  | <b>36.2</b>   |
| <b>锦界能源公司</b>   | <b>14.5</b>  | <b>12.7</b>  | <b>14.2</b>   |
| 按区域             |              |              |               |
| <b>内蒙古自治区</b>   | <b>138.6</b> | <b>126.6</b> | <b>9.5</b>    |
| <b>陕西省</b>      | <b>76.7</b>  | <b>71.8</b>  | <b>6.8</b>    |
| <b>山西省</b>      | <b>9.5</b>   | <b>11.9</b>  | <b>(20.2)</b> |

资料来源：公司公告 东北证券

表 2 中国神华煤炭销售结构调整明显

|              | 2010年      |             | 2009年      |             | 销售价格<br>变化<br>% |
|--------------|------------|-------------|------------|-------------|-----------------|
|              | 销售量<br>百万吨 | 销售价格<br>元/吨 | 销售量<br>百万吨 | 销售价格<br>元/吨 |                 |
| 国内销售         | 282.3      | 421.7       | 240.7      | 378.7       | 11.4            |
| 长约合同销售       | 154.5      | 385.3       | 171.6      | 361.8       | 6.5             |
| 坑口           | 6.2        | 162.9       | 13.5       | 105.1       | 55.0            |
| 直达（沿铁路线）     | 61.1       | 297.6       | 55.8       | 277.7       | 7.2             |
| 下水           | 87.2       | 462.4       | 102.3      | 441.4       | 4.8             |
| 现货销售         | 127.8      | 465.7       | 69.1       | 420.7       | 10.7            |
| 坑口           | 23.7       | 130.9       | 7.7        | 177.8       | (26.4)          |
| 直达（沿铁路线）     | 31.7       | 433.4       | 18.1       | 400.8       | 8.1             |
| 下水           | 72.4       | 589.3       | 43.3       | 472.7       | 24.7            |
| 出口销售         | 10.3       | 566.5       | 13.6       | 551.5       | 2.7             |
| 合计           | 292.6      | 426.8       | 254.3      | 387.9       | 10.0            |
| 其中：对内部发电分部销售 | 58.9       | 374.7       | 41.4       | 339.4       | 10.4            |
| 对外部客户销售      | 233.7      | 439.9       | 212.9      | 397.4       | 10.7            |

资料来源：公司公告 东北证券

| 利润表      |        |        | 单位：百万元 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度     | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 营业收入     | 152063 | 187342 | 231180 | 286894 |
| 营业成本     | 81712  | 101914 | 128767 | 161234 |
| 营业税金及附加  | 3734   | 4600   | 5677   | 7045   |
| 营业费用     | 836    | 1133   | 1383   | 1700   |
| 管理费用     | 10134  | 11834  | 12483  | 13084  |
| 财务费用     | 2462   | 1867   | 1597   | 928    |
| 资产减值损失   | 330    | 439    | 384    | 411    |
| 公允价值变动收益 | 149    | 148    | 40     | 112    |
| 投资净收益    | 630    | 705    | 722    | 689    |
| 营业利润     | 53634  | 66408  | 81649  | 103293 |
| 营业外收入    | 398    | 276    | 282    | 296    |
| 营业外支出    | 728    | 618    | 666    | 691    |
| 利润总额     | 53304  | 66066  | 81265  | 102899 |
| 所得税      | 10798  | 13383  | 16462  | 20845  |
| 净利润      | 42506  | 52683  | 64803  | 82054  |
| 少数股东损益   | 5319   | 6637   | 8145   | 10322  |
| 归属母公司净利润 | 37187  | 46046  | 56658  | 71732  |
| EBITDA   | 56096  | 77059  | 92663  | 113893 |
| EPS（元）   | 1.87   | 2.32   | 2.85   | 3.61   |

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。