

中国神华 (601088. SH)

5 月份经营数据：收购资产并表，增速加快

 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

S0740510120026

S0740510120014

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

gongyh@qlzq.com.cn

2011 年 6 月 16 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)	28.05
市值(百万元)	557903.85
流通市值(百万元)	457524.61

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）					
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

- 2011 年 6 月 15 日，公司对 5 月份主要运营数据公告，整体趋势良好，由于 2010 年年底启动的集团资产收购正式完成，5 月份开始收购资产正式并表，因此煤炭产销量、发电量指标增速明显加快，其中：
 - 5 月份煤炭产量 2350 万吨，同比增长 29.83%；销量 3290 万吨，同比增长 44.93%。
 - 5 月份发电量 152.5 亿千瓦时，27.3%；售电量 142 亿千瓦时，同比增长 27.47%。
 - 5 月份港口下水煤量同比增长 32.35%，自有铁路周转量同比增长 10.66%，
- 煤炭产量增速加快。对神宝公司、包头矿业、柴家沟矿业公司的资产交割完成，将为神华增加可采储量 24.28 亿吨，增加煤炭产能 2910 万吨。随着李家壕煤矿投产以及神宝公司扩能，将为神华 2011 年新增产量 2310 万吨。预计 2011 全年煤炭产量 2.66 亿吨，同比增长 16.24%。
- 电力装机容量稳定增长，销售电价上调提升盈利空间。截止 2010 年底，神华火电总装机容量 2664 万千瓦，呼电公司和国华孟津收购完成后，将增长 9%至 2904 万千瓦。预计 2011 年售电量将超出计划 1510 亿千瓦时，达到 1600 亿千瓦时，增长 21.8%。另外，2011 年销售电价上调将使毛利有所回升，对公司整体业绩有微幅影响，大约提升 EPS0.6 分左右。
- 继续看好公司的投资价值。神华具备良好的业绩稳健特征是许多其他行业和公司所不具备的，虽然神华的内生性增长高峰已经过去，但新建煤矿的投产、煤电价格的理顺以及煤炭销售方式灵活性、产业链的低成本扩张带来的协同效应，均给予了公司未来业绩保持增长的动力。特别是在未来宏观经济形势不明朗环境下，“低估值+稳健成长”给予神华较高的安全边际。我们维持公司“买入”评级。

图表 1：中国神华月度营运数据

	2011年												
运营指标	1月	2月	3月	4月	5月	5月份同比	1-5月累计同比						
商品煤产量（百万吨）	21.5	19.6	24.6	21.7	23.5	29.83%	21.20%						
煤炭销售量（百万吨）	27.9	26.2	34.9	32.1	32.9	44.93%	38.61%						
其中：出口量（百万吨）	0.8	0.8	1.0	0.1	0.2	-66.67%	-43.14%						
自有铁路运输周转量（十亿吨公	13.8	12.9	14.3	13.0	13.5	10.66%	9.58%						
港口下水煤量（百万吨）	15.7	14.1	19.0	18.3	18.0	32.35%	29.53%						
其中：黄骅港（百万吨）	8.4	7.5	5.5	7.8	8.0	5.26%	8.45%						
神华天津煤码头（百万吨）	2.0	1.9	1.8	1.7	2.2	57.14%	-13.51%						
总发电量（亿千瓦时）	137.5	98.9	148.7	148.0	152.5	27.30%	22.01%						
总售电量（亿千瓦时）	128.4	91.8	139.6	137.9	142.0	27.47%	22.17%						
	2010年												
运营指标	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
商品煤产量（百万吨）	19.4	17.7	19.0	17.3	18.1	17.7	18.3	19.7	19.0	19.6	19.7	19.3	
煤炭销售量（百万吨）	24.1	19.7	21.3	23.3	22.7	26.3	25.3	25.1	25.2	27.4	27.8	24.4	
其中：出口量（百万吨）	1.2	1.1	1.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.6	0.7	0.6	
自有铁路运输周转量（十亿吨公	13.0	12.1	12.7	11.6	12.2	12.1	12.5	12.8	12.4	13.1	13.0	12.8	
港口下水煤量（百万吨）	12.7	13.1	12.0	14.3	13.6	14.8	15.2	15.0	13.7	15.8	16.5	13.2	
其中：黄骅港（百万吨）	6.8	6.7	6.4	6.8	7.6	7.0	7.5	7.6	6.9	8.8	7.8	7.3	
神华天津煤码头（百万吨）	2.4	2.6	2.3	2.4	1.4	2.0	1.7	1.8	1.4	1.6	1.5	1.4	
总发电量（亿千瓦时）	130.3	78.6	115.0	118.2	119.8	120.7	138.8	134.5	111.4	96.8	105.6	141.8	
总售电量（亿千瓦时）	121.8	72.7	107.3	110.4	111.4	111.9	129.1	125.1	103.0	89.8	98.6	133.0	

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：中国神华年度营运数据

	单位	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
商品煤生产量	百万吨	136.6	158	185.7	210.3	224.8
YOY%			15.67%	17.53%	13.25%	6.89%
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%	34.35%
总售电量	亿千瓦时	539	744	903	977	1314
YOY%			38.03%	21.37%	8.19%	34.49%
总装机容量	兆瓦	13411	15871	18797	23520	27433
YOY%			18.34%	18.44%	25.13%	16.64%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：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%	应收款项	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: 18616512309
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