

公司研究

煤炭行业

评级： 买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师： 哈斯

投资咨询执业证书编号：

S1500510120001

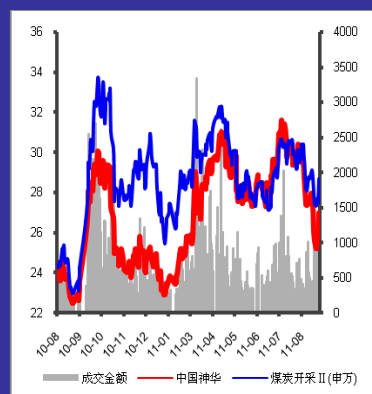
010-63081256

Hasi@cindasc.com

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	21.76/32.48
最近一月涨跌幅(%)	-9.60
总股本(亿股)	198.90
流通 A 股比例(%)	82
总市值(亿元)	5,338.37
每股净资产	10.08
总资产(亿元)	3,770.57
十大流通股东(%)	73.85

最近一年市场表现



中国神华(601088):

煤炭业务稳定增长，电力业务加快扩张

公司研究报告

2011 年 08 月 29 日

产销量稳定增长，外购增长较快。上半年包括向控股股东收购完成的 10 家公司，公司商品煤产量 140.4 百万吨，销量 191.2 百万吨，同比增长 18.4%和 31.1%。产量增长主要来自神东矿区的大柳塔矿、布尔台、万利一矿、唐公沟矿；准格尔矿区、神宝能源、锦界能源及胜利矿区。锦界矿改扩建 2000 万吨和胜利矿区二期 2000 万吨有望年底完成，预计 2011 年公司产量将增加 7000 万吨左右。上半年公司外购煤销量 48.3 百万吨，同比增长 63.2%，占煤炭销量的 25.26%，以此推算，预计 2011 年公司煤炭销量有望达到 400 百万吨。

商品煤销售结构继续优化。合同煤价受发改委干预，维持不变。公司合同煤占国内销售比重逐年下降，现货煤销售比重不断提升。现货煤销售占国内销售比重由 09 年的 28.71%提高到 10 年的 45.27%及目前的 53.51%。今年上半年现货煤价格同比增长 9.55%；另外公司建立以环渤海动力煤价格指数为参考的现货定价机制，现货煤价格根据市场情况灵活变动，有助于提高综合煤价。

电力业务规模扩张。上半年发电机组装机容量 29860 兆瓦，增长 4.3%，售电总量 789.7 亿千瓦时，同比增长 24.3%。上半年从控股股东收购新投产国华呼电 2*600 兆瓦燃煤机组，新设神皖公司，收购孟津电厂，2011 年装机容量有望达到 31000 兆瓦。上半年上调电价，售电电价 342 元/兆瓦时，涨幅 3%，售电成本 261.2 元/兆瓦时，增长 5.5%，毛利率下降至 24.5%。预计 2011 年售电电价 346 元/兆瓦时，发电业务营业收入大约 553 亿元。

所得税政策影响全年业绩 0.14 元/股。公司部分子、分公司享受西部大开发企业所得税优惠税率 15%执行期至 2010 年。上半年公司的实际所得税率为 25.2%，较去年同期的 20.7%提高了 4.5 个百分点。7 月 27 日《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》中规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税，公司继续享受 15%所得税优惠对 2011 年 EPS 影响 0.14 元/股。

再次启动资产收购。公司近期公告启动收购控股股东神华集团的部分资产，收购范围为与公司主业相关的公司，涉及煤炭、电力生产及销售等业务。经初步测算，拟收购范围内公司于 2011 年 6 月 30 日未经审计的总资产合计占中国神华 2011 年 6 月 30 日未经审计的合并财务报表下总资产的比率低于 5%；神华集团公司及其下属子公司（不包括中国神华）所持有上述拟收购范围内公司的股权比例对应的于 2011 年 6 月 30 日未经审计的归属于母公司所有者权益合计占中国神华 2011

年6月30日未经审计的合并财务报表下归属于公司股东权益的比率低于1.5%，该部分股权比例对应的2011年上半年未经审计的归属于母公司所有者的净利润合计占中国神华2011年上半年未经审计的合并财务报表下归属于公司股东的净利润的比率低于1.5%；以此推算，拟收购资产的净利润低于3.28亿元，折合EPS 0.016元/股，我们预计神华宁夏煤业、包头矿业、乌海能源等资产有望注入到上市公司。

不考虑资产收购，实际所得税率以20.3%计，预计公司2011年和2012年EPS分别为2.37元和2.76元，对应PE为11.3倍和10倍；实际税率按25.2%计，公司2011年和2012年EPS分别为2.23元和2.59元，对应PE为12倍和10.4倍，估值水平较低，维持“买入”评级。

财务摘要（亿元）	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入	1213.12	1520.63	2080.93	2306.61
(+/-)	13.23%	25.35%	36.85%	10.85%
净利润	302.76	371.87	471.63	548.91
(+/-)	13.87%	22.83%	26.83%	16.39%
每股收益(元)	1.52	1.87	2.37	2.76
PE	17.63	14.35	11.32	9.73

利润表

单位：亿元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1,213.12	1,520.63	2,080.93	2,306.61
营业成本	614.86	817.12	1,172.22	1,263.79
营业税金及附加	37.86	37.34	49.94	55.36
营业费用	8.20	8.36	11.45	12.69
管理费用	91.46	101.34	139.42	154.54
财务费用	18.60	24.62	18.00	18.00
营业利润	441.89	536.34	693.09	805.84
利润总额	439.01	533.04	688.09	800.84
所得税	91.56	107.98	139.68	162.57
净利润	347.45	425.06	548.41	638.27
少数股东损益	44.69	53.19	76.78	89.36
归属母公司净利润	302.76	371.87	471.63	548.91
EPS（元）	1.52	1.87	2.37	2.76

产量预测

分矿产量(百万吨)	2010	H2011	2011E	2012E
神东煤炭集团(100%)				
补连塔矿	24.3	11.7	24.3	24.3

大柳塔矿	21.1	11.3	22	22
榆家梁	17.1	8.6	17.1	17.1
上湾	13.8	7.1	14	14
哈拉沟	12.9	6.8	14	14
保德（康家滩）	9.5	5.3	10	10
石圪台	11.1	5.8	10	10
乌兰木伦	6.6	3.5	7	7
布尔台	9.2	5.9	12	20
黄玉川煤矿（51%）			10	10
万利一矿（昌汉沟）	9.6	6.2	12	12
柳塔矿	6.4	3.3	6.6	6.6
寸草塔一矿	3.4	2	4	4
寸草塔二矿	3.7	2	4	4
唐公沟矿	2.2	1.7	3.5	3.5
其他	0.5	0.3	0.5	0.5
小计	151.4	81.5	171	179
准能公司（57.8%）		14.5		
：黑岱沟	25.3	14.5	29	30
哈尔乌素分公司	19.3	12.2	25	25
小计	44.6	26.7	54	55
神宝能源（56.61%）		12.5	25	25
北电胜利能源（63.2%）	14.3	11.4	23	30
锦界能源（70%）	14.5	8.4	17	20
包头矿业				
阿刀亥煤矿		0.4	0.8	0.8
水泉露天煤矿		0.7	1.4	1.4
李家壕煤矿			3	6
小计		1.1	5.2	8.2
柴家沟矿业（95%）		0.5	1	1
总计	224.8	142.1	296.2	318.2

资料来源：公司公告、信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102