

中国神华 (601088.SH) 煤炭开采

蒙古煤炭离不开中国，必难舍神华

公司研究简报

◆事件：神华蒙古矿产可能有变

日期蒙古总统对 TT 煤矿股权表示，“因国民不支持，总统也无法支持”，表示出于对舆论调查结果的重视，将对 TT 矿开发方案进行重审。

◆点评：蒙古煤炭离不开中国，更离不开神华

我们认为该事件对公司取得塔班陶勒盖 Tsankhi 矿区西区 40% 股权产生影响的可能性不大。

首先，中国是目前蒙古煤炭出口唯一目的地。目前蒙古开采的煤炭资源均靠近中蒙边境。招标煤矿距离中国甘其毛都口岸 180 公里，目前汽运成本约 18 美金。而通过测算，蒙古计划中的通过新建铁路与俄罗斯西伯利亚铁路连接到俄罗斯海参崴港或东方港全程运费大于 100 美金。过高成本事实上否定该项铁路计划。未来几年内，中国仍然是蒙古唯一的市场。

其次，神华集团已经寡头垄断中蒙煤炭贸易。今年 1 月，神华集团乌海能源公司与中蒙煤炭主要贸易商普兴公司、庆华公司等发起成立神华巴彦淖尔公司，公司控制蒙古进口贸易的 60% 以上。同时，公司负责修建从包头到口岸铁路将于 2012 年底通车，有效扩展蒙古煤炭运输能力。因此，蒙古想出口煤炭，必然需要通过神华集团来进行。经过分析，此次三次招标中俄罗斯公司获得 36% 股权，因为该公司没有煤炭生产经验以及足够资金。因此，如果该项目股权发生变化，俄罗斯企业被减少股权可能性最大。因此不必要对蒙古总统讲话过渡担心。

◆防止关联交易，短期内神华乌海能源可能注入公司

神华乌海能源作为神华巴彦淖尔公司的控股方，神华巴彦淖尔负责蒙古煤炭进口业务。同时规划在口岸附近的金泉工业园区建设一期 240 万吨焦化、480 万吨选煤等煤炭加工项目。如果一旦公司正式获得蒙古煤矿股权，将形成公司开采煤炭销售给集团运输、加工成焦炭然后再销售给公司运输销售的多次关联交易。分析为防止此类事件发生，神华乌海能源将可能很快注入公司。将提升公司 EPS0.60 元。

◆业绩增长稳定，维持买入评级

即使不计算蒙古矿产资源，公司未来成长性稳定而持续，维持公司买入评级，6 个月内目标价位 35.57 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	121,312	152,063	199,500	231,774	271,198
营业收入增长率	13.23%	25.35%	31.20%	16.18%	17.01%
净利润(百万元)	30,276	37,187	43,219	54,468	66,930
净利润增长率	13.87%	22.83%	16.22%	26.03%	22.88%
EPS(元)	1.52	1.87	2.17	2.74	3.36
ROE(归属母公司)	17.88%	18.88%	19.17%	20.96%	22.19%
P/E	18	14	12	10	8

买入(维持)

当前价/目标价：26.92/35.57 元

目标期限：6 个月

分析师

张力扬 (执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人

周泰

021-22169106

zhout@ebsecn.com

市场数据

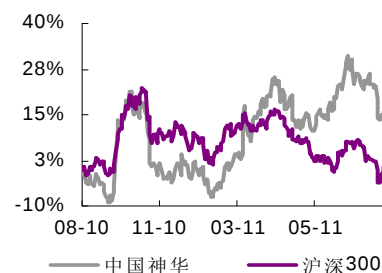
总股本(亿股)：198.90

总市值(亿元)：5354.29

一年最低/最高(元)：22.35/32.48

近 3 月换手率：7.17%

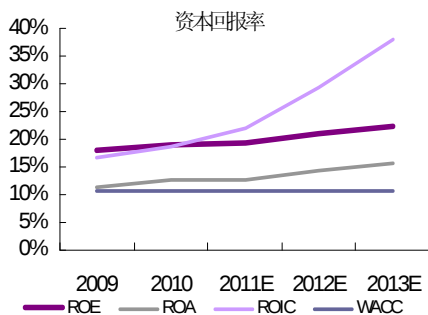
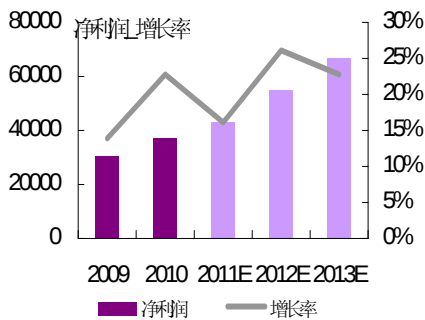
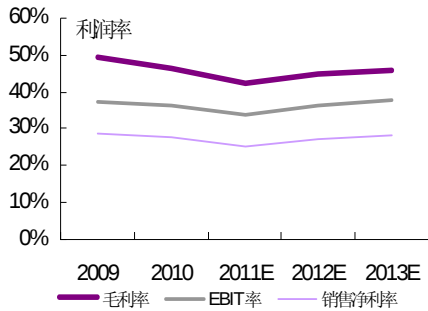
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.68	3.10	17.90
绝对	-9.31	-2.46	15.54

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	121,312	152,063	199,500	231,774	271,198
营业成本	61,486	81,712	115,429	128,263	146,390
折旧和摊销	12,431	14,138	22,373	23,505	24,062
营业税费	3,786	3,734	4,389	4,867	5,424
销售费用	820	836	1,037	1,182	1,356
管理费用	9,146	10,134	11,172	12,840	14,862
财务费用	1,860	2,462	1,076	849	686
公允价值变	-178	149	-70	-70	-70
投资收益	700	630	440	550	610
营业利润	44,189	53,634	66,470	84,076	102,797
利润总额	43,901	53,304	65,470	83,116	101,887
少数股东损	4,469	5,319	6,800	8,700	10,300
归属母公司净利	30,276.00	37,187.00	43,218.99	54,467.95	66,930.23

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	310,514	339,268	393,858	442,357	497,275
流动资产	92,459	103,995	151,099	218,228	292,290
货币资金	73,467	75,366	113,097	177,282	248,856
交易型金融资产	331	480	880	810	740
应收帐款	7,571	8,591	10,972	13,443	12,204
应收票据	1,210	2,054	1,795	1,970	2,305
其他应收款	1,031	2,148	4,539	5,062	5,923
存货	7,727	11,167	13,199	11,832	12,918
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4,285	4,210	4,254	4,309	4,370
固定资产	146,362	160,635	168,292	156,965	143,426
无形资产	25,642	28,097	26,985	25,928	24,924
总负债	113,757	111,299	130,539	135,878	138,833
无息负债	37,299	46,278	75,809	79,148	81,103
有息负债	76,458	65,021	54,730	56,730	57,730
股东权益	196,757	227,969	263,319	306,479	358,442
股本	19,890	19,890	19,904	19,904	19,904
公积金	99,614	99,735	99,969	99,969	99,969
未分配利润	46,987	73,633	101,934	136,395	178,058
少数股东权益	27,431	31,052	37,852	46,552	56,852

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	55,927	59,377	94,355	87,433	100,899
净利润	30,276	37,187	43,219	54,468	66,930
折旧摊销	12,431	14,138	22,373	23,505	24,062
净营运资金增加	-5,954	4,956	-13,189	4,903	6,990
其他	19,174	3,096	41,952	4,556	2,917
投资活动产生现金流	-37,103	-23,204	-30,682	-4,455	-4,451
净资本支出	31,396	27,434	30,134	4,950	5,000
长期投资变化	4,285	4,210	-44	-55	-61
其他资产变化	-72,784	-54,848	-60,772	-9,350	-9,390
融资活动现金流	-11,985	-28,770	-25,941	-18,792	-24,874
股本变化	0	0	14	0	0
债务净变化	1,936	-11,437	-10,291	2,000	1,000
无息负债变化	7,554	8,979	29,531	3,339	1,955
净现金流	6,890	7,401	37,731	64,185	71,573

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.23%	25.35%	31.20%	16.18%	17.01%
净利润增长率	13.87%	22.83%	16.22%	26.03%	22.88%
EBITDA 增长率	15.42%	19.84%	28.93%	20.55%	17.65%
EBIT 增长率	13.70%	21.50%	21.44%	25.71%	21.91%
估值指标					
PE	18	14	12	10	8
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	10	9	6	5	4
EV/EBIT	13	11	9	6	5
EV/NOPLAT	17	14	11	8	6
EV/Sales	5	4	3	2	2
EV/IC	3	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	49.32%	46.26%	42.14%	44.66%	46.02%
EBITDA 率	47.78%	45.68%	44.89%	46.58%	46.83%
EBIT 率	37.53%	36.38%	33.67%	36.43%	37.96%
税前净利润率	36.19%	35.05%	32.82%	35.86%	37.57%
税后净利润率 (归属母公	24.96%	24.45%	21.66%	23.50%	24.68%
ROA	11.19%	12.53%	12.70%	14.28%	15.53%
ROE (归属母公司) (摊	17.88%	18.88%	19.17%	20.96%	22.19%
经营性 ROIC	16.79%	18.59%	22.15%	29.45%	37.95%
偿债能力					
流动比率	1.66	1.77	2.09	2.89	3.77
速动比率	1.52	1.58	1.91	2.73	3.60
归属母公司权益/有息债务	2.21	3.03	4.12	4.58	5.22
有形资产/有息债务	3.71	4.75	6.67	7.31	8.15
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	1.52	1.87	2.17	2.74	3.36
每股红利	0.53	0.75	1.01	1.27	1.55
每股经营现金流	2.81	2.98	4.74	4.39	5.07
每股自由现金流(FCFF)	1.18	1.32	2.87	3.92	4.54
每股净资产	8.51	9.89	11.33	13.06	15.15
每股销售收入	6.09	7.64	10.02	11.64	13.63

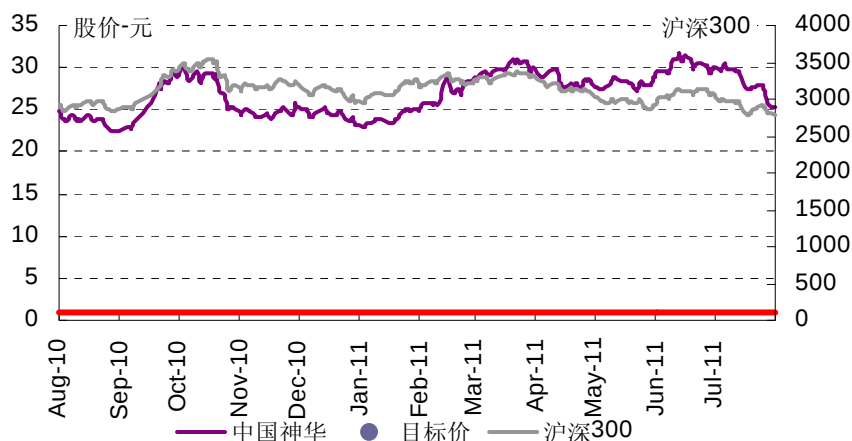
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国神华 (601088)



日期	股价	目标价	评级
2009-08-24	33.28	38.00	增持
2009-08-31	30.90	40.00	买入
2011-08-28	26.84	37.99	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com