

10月产量略超预期，长期增长强劲

公司快评

◆事件：

公司发布10月产量数据，10月份商品煤产量23.4百万吨，同比增长19.4%，环比增长3.1%。商品煤销量31.1百万吨，同比增长13.5%。其中出口量0.5百万吨，环比增长67%。

10月公司发电量15.10十亿千瓦时，同比增长56%，售电量14.03十亿千瓦时，同比增长56.2%。

◆点评：

公司煤炭产量高于市场预期，呈现出稳步增长的态势。按目前情况预计公司全年煤炭产量将达到300百万吨，成为公司又一个里程碑。

本月3日公司控股70%的国华（印尼）南苏发电有限责任公司（PT.GH EMM INDONESIA）的南苏煤电项目2号机组顺利通过试运行并投产发电，南苏煤电项目进入生产运营期，至此公司2×150兆瓦发电机组全部投入生产。项目建成成为公司海外煤电一体化进程的重要步骤，对开发印尼煤炭资源有很强示范意义。

◆煤价走高，公司全年业绩将超过预期：

进入10月以来，环渤海价格指数持续走高。截止11月14日，环渤海指数比9月底提高26元，随着旺季到来环渤海指数还有继续小幅走高的可能，全季度均值比三季度提高30元左右。考虑公司现货煤全部按照环渤海指数定价，公司四季度煤炭销售均价将显著提高。公司全年业绩可能高于市场一致预期。

同时，近期上调电价可能性加大，一方面公司发电业务盈利能力将增强，另一方面电价上调将为长约煤价上调创造机会，提高公司煤炭板块盈利。

◆2012年EPS2.86元，维持买入评级

2012年后，随着铁路运输紧张程度增加，内蒙、陕西新增动力煤产量将主要通过公路运输，成本大增，必然推动港口价格的上升。公司依托运输优势，2012年业绩将显著增强。预计2011、2012、2013年EPS分别为2.32元、2.86元和3.60元。给予公司2012年13倍估值，目标价37.18元。

◆风险提示：

我国实体如果恶化，对煤炭需求可能出现滑坡，进而影响公司业绩。

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	205,256	264,002	321,191
营业收入增长率	13.23%	25.35%	34.98%	28.62%	21.66%
净利润（百万元）	30,276	37,187	46,116	56,890	71,581
净利润增长率	13.87%	22.83%	24.01%	23.36%	25.82%
EPS（元）	1.52	1.87	2.32	2.86	3.60
ROE（归属母公司） （摊薄）	17.88%	18.88%	20.21%	21.56%	23.15%
P/E	18	15	12	10	8

买入（维持）

当前价/目标价：28.16/37.18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)：5600.92

一年最低/最高(元)：22.81/32.48

近3月换手率：4.90%

股价表现(一年)



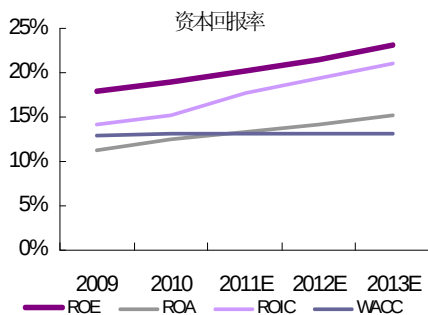
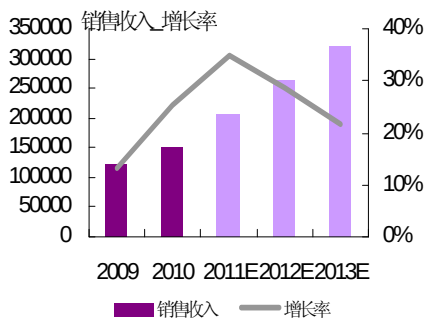
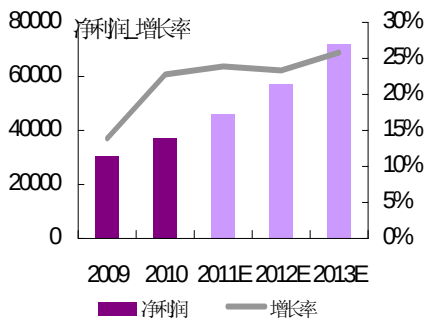
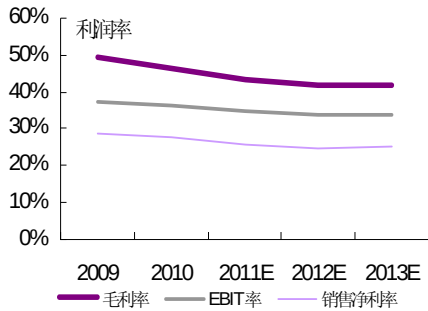
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.95	6.24	22.41
绝对	12.24	1.89	5.95

相关研报

中国神华：三季报符合预期，年报更具惊喜
.....2011-10-30

中国神华：翩翩起舞的大象
.....2011-10-18



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	121,312	152,063	205,256	264,002	321,191
营业成本	61,486	81,712	116,230	153,716	186,359
折旧和摊销	12,431	14,138	22,570	24,706	27,002
营业税费	3,786	3,734	4,516	5,544	6,424
销售费用	820	836	1,067	1,346	1,606
管理费用	9,146	10,134	11,494	14,626	17,601
财务费用	1,860	2,462	1,748	1,783	1,966
公允价值变	-178	149	-70	-40	30
投资收益	700	630	440	550	610
营业利润	44,189	53,634	70,261	87,263	107,614
利润总额	43,901	53,304	69,261	86,303	106,704
少数股东损	4,469	5,319	6,800	8,700	9,300
归属母公司净利	30,276.00	37,187.00	46,115.73	56,890.34	71,581.49

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	310,514	339,268	396,125	462,504	528,613
流动资产	92,459	103,995	147,140	198,500	248,793
货币资金	73,467	75,366	108,298	149,190	191,561
交易型金融资产	331	480	880	810	740
应收账款	7,571	8,591	11,289	15,312	17,666
应收票据	1,210	2,054	1,847	2,244	2,730
其他应收款	1,031	2,148	4,670	5,766	7,015
存货	7,727	11,167	13,297	15,915	17,647
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	177,332	194,065	210,776
无形资产	25,642	28,097	23,767	19,654	15,746
总负债	113,757	111,299	130,144	152,085	163,535
无息负债	37,299	46,278	75,414	91,855	98,305
有息负债	76,458	65,021	54,730	60,230	65,230
股东权益	196,757	227,969	265,981	310,419	365,078
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
公积金	99,614	99,735	99,735	99,735	99,735
未分配利润	46,987	73,633	104,831	140,555	185,901
少数股东权益	27,431	31,052	37,852	46,552	55,852

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	55,927	59,377	96,910	97,520	107,729
净利润	30,276	37,187	46,116	56,890	71,581
折旧摊销	12,431	14,138	22,570	24,706	27,002
净营运资金增加	-1,134	15,412	7,344	23,553	30,219
其他	14,354	-7,360	20,881	-7,629	-21,073
投资活动产生现金流	-37,103	-23,204	-37,106	-39,275	-42,251
净资本支出	31,396	27,434	36,500	39,800	42,900
长期投资变化	4,285	4,210	-44	-55	-61
其他资产变化	-72,784	-54,848	-73,562	-79,020	-85,090
融资活动现金流	-11,985	-28,770	-26,872	-17,353	-23,108
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,936	-11,437	-10,291	5,500	5,000
无息负债变化	7,554	8,979	29,136	16,441	6,450
净现金流	6,890	7,401	32,932	40,892	42,370

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%	34.98%	28.62%	21.66%
净利润增长率	13.87%	22.83%	24.01%	23.36%	25.82%
EBITDA 增长率	15.42%	19.84%	35.64%	20.20%	20.05%
EBIT 增长率	13.70%	21.50%	29.51%	23.59%	23.05%
估值指标					
PE	18	15	12	10	8
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	12	10	7	6	5
EV/EBIT	15	12	9	8	6
EV/NOPLAT	19	15	12	10	8
EV/Sales	6	4	3	3	2
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	49.32%	46.26%	43.37%	41.77%	41.98%
EBITDA 率	47.78%	45.68%	45.90%	42.89%	42.32%
EBIT 率	37.53%	36.38%	34.90%	33.54%	33.92%
税前净利润率	36.19%	35.05%	33.74%	32.69%	33.22%
税后净利润率 (归属母公	24.96%	24.45%	22.47%	21.55%	22.29%
ROA	11.19%	12.53%	13.36%	14.18%	15.30%
ROE (归属母公司) (摊	17.88%	18.88%	20.21%	21.56%	23.15%
经营性 ROIC	14.09%	15.27%	17.66%	19.32%	20.95%
偿债能力					
流动比率	1.66	1.77	2.05	2.25	2.64
速动比率	1.52	1.58	1.87	2.07	2.45
归属母公司权益/有息债务	2.21	3.03	4.17	4.38	4.74
有形资产/有息债务	3.71	4.75	6.77	7.32	7.84
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	1.52	1.87	2.32	2.86	3.60
每股红利	0.53	0.75	1.06	1.32	1.55
每股经营现金流	2.81	2.99	4.87	4.90	5.42
每股自由现金流(FCFF)	0.94	0.79	1.70	1.45	1.85
每股净资产	8.51	9.90	11.47	13.27	15.55
每股销售收入	6.10	7.65	10.32	13.27	16.15

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

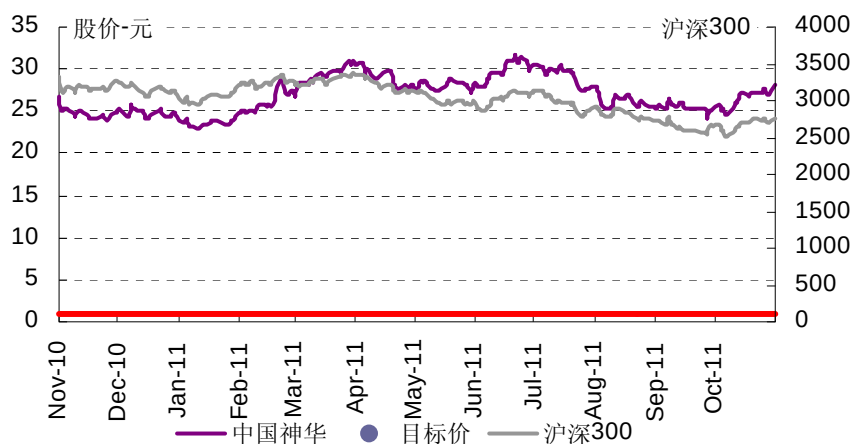
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

张力扬，石油大学工学学士，南开大学金融学硕士，6 年石化化工工作经验，6 年石化化工证券分析经验。加盟光大证券研究所之前任职于长江证券研究所从事石化化工行业研究。2008 年，获得第六届新财富最佳分析师评选化工行业第 5 名。2010 年、2009 年带领团队获得基础化工行业“新财富最佳分析师”第 1 名和第 2 名。优势在于系统的研究框架和对市场运行态势的把握。所熟悉的板块有化肥、纯碱、氨纶、聚氨酯、有机硅、农药等。所熟悉上市公司：湖北宜化、烟台万华、沧州大化、盐湖股份、新安股份、扬农化工、中国石化、新都化工、双环科技、烟台氨纶等。

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
2011-09-02	26.92	35.57	中性
2011-10-09	25.34	32.35	买入
2011-10-15	25.25	37.57	买入
2011-10-18	25.03	37.18	买入
2011-10-30	27.21	37.18	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com