

经营稳健，估值处历史低位；看好公司盈利持续增长能力

投资要点：

● 1-11月总体经营稳健，增长明显；11月份发售电量环比下降

公司11月16日发布2011年11月份主要运营数据公告。

11月份公司煤炭产量2400万吨，同比增长21.8%；商品煤销量3160万吨，同比增长13.7%；发电量145.9亿千瓦时，同比增长38.2%；售电量135.7亿千瓦时，同比增长37.6%。

从1-11月公司的经营数据来看，依旧保持了稳健增长势头；其中11月份的发售电量是自今年2月份以来的年内低点，我们认为这和电力全行业产量增速下降有关，反映了宏观经济的下滑态势。

● 煤价限价，电价上调，盈利仍可小幅增加

11月30日国家发改委下发了电煤“限价”通知：重点合同电煤价格2012年涨幅不得超过5%；对市场动力煤价实行最高限价，5500大卡动力煤港口平仓价不得超过800元/吨。

12月1日国家发改委下发相关电价调整通知，对相关省/市统调燃煤发电企业的上网电价向上调整，公司所属电厂按1-10月份权益售电量加权平均上网电价（含增值税）上升约25.6元/兆瓦时。调价自2011年12月1日起开始。

我们预计，大部分煤炭企业2012年很可能都将重点合同电煤价格涨幅定为5%。简单估算，公司商品煤合同、市场销售比例各为50%，公司今年合同电煤5500大卡下水价570元/吨，5%的涨幅约为29元；以港口市场煤价对比，限价后市场价下降约35元，两相抵消，公司综合售价下降约6元，以4亿吨销量估算，不过拉低公司煤炭业务收入约25亿元。

按照2012年1670亿千瓦时的售电量估算，此次电价上调可增加公司电力业务收入约36.5亿元。总体而言，“限价”并不对公司盈利产生显著负作用。

● 公司煤炭产量“十二五”仍有望接近翻番

2012-2013年公司煤炭产量增长主要是神东、准格尔、胜利、神宝、李家壕，每年可有2000万吨增量。2014年开始公司煤炭产量增速有望提升，一是鄂尔多斯新街矿亿吨级产能开始释放；二是澳大利亚沃特马克千万吨产能开始释放；三是神东、神宝、准格尔、胜利矿区达到十二五规划目标也将有增量贡献；三是印尼南苏煤电联营项目产能可能扩张至千万吨级以上。加上神华集团目前近亿吨的产能未来注入公司，公司“十二五”煤炭产量有望接近翻番。

● 公司经营稳健，估值处历史低位，依然看好公司持续增长能力

公司电力业务规划也充满雄心，规划十二五末装机容量超6000万千瓦，较目前的2986万千瓦翻番。依然看好公司持续增长能力。

预计公司2011-2013年煤炭产量分别达2.78亿吨、3亿吨、3.3亿吨，营业收入预计分别为2067、2275、2551亿元，EPS预计分别为2.28元、2.62元、2.93元，目前股价对应2011-2013年PE分别为10.5X、9.2X、8.2X。公司估值处历史低位（与2008年10-11月份相当），维持对于公司“推荐”的投资评级。

中国神华（601088.SH）

推荐 维持评级

6个月合理估值：28-36元

分析师

赵柯

☎：(8610) 6656 8707

✉：zhaoke@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070001

市场数据	时间 2011.12.15
A股收盘价（元）	24.05
A股一年内最高价（元）*	32.48
A股一年内最低价（元）*	22.81
上证指数	2,180.90
市净率	2.24
总股本（万股）	1,989,000
实际流通A股（万股）	1,631,104
限售的流通A股（万股）	18,000.00
流通A股市值（万元）	39,228,046

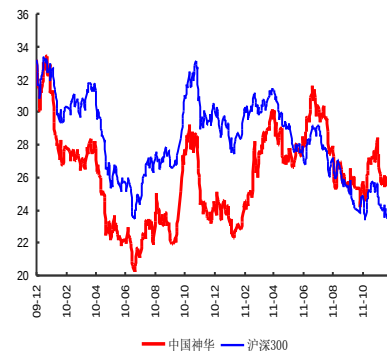
注：*价格未复权

相关研究

《中国神华：成长性需要重新认识，3-6个月合理估值36-42元》2011.03.26

《中国神华：产量增速放缓，估值处历史低位，关注外购煤业务和集团资产注入》2011.01.24

相对沪深300指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表:公司财务报表预测 (万元)

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	7,536,600	11,067,051	15,287,755	20,561,237	营业收入	15,206,300	20,675,099	22,745,587	25,509,757
应收票据	205,400	279,270	307,237	344,575	营业成本	8,171,200	12,074,724	13,058,043	14,728,543
应收账款	859,100	1,168,067	1,285,042	1,441,207	营业税金及附加	373,400	507,690	558,532	626,408
预付款项	108,600	160,480	173,549	195,751	销售费用	83,600	113,666	125,049	140,246
其他应收款	214,800	292,051	321,298	360,344	管理费用	1,013,400	1,281,856	1,410,226	1,581,605
存货	1,116,700	1,650,167	1,784,550	2,012,846	财务费用	246,200	295,586	230,588	167,757
长期股权投资	421,000	461,000	501,000	541,000	资产减值损失	33,000	2,000	2,000	2,000
固定资产净额	16,063,500	17,015,619	17,348,875	17,192,305	投资收益	63,000	40,000	40,000	40,000
在建工程	2,960,300	2,331,520	1,637,640	1,080,364	营业利润	5,363,400	6,439,577	7,401,150	8,303,198
无形资产净值	2,809,700	2,903,223	2,908,645	2,870,015	营业外净收入	(33,000)	60,000	60,000	60,000
递延所得税资产	75,700	75,700	75,700	75,700	税前利润	5,330,400	6,499,577	7,461,150	8,363,198
资产总计	33,926,800	38,950,412	43,168,417	48,203,332	所得税	1,079,800	1,316,645	1,511,434	1,694,166
短期借款	820,100	531,000	531,000	531,000	净利润	4,250,600	5,182,932	5,949,715	6,669,033
应付票据	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,718,700	4,534,364	5,205,196	5,834,501
应付账款	1,826,400	2,698,903	2,918,691	3,292,076	少数股东损益	531,900	648,568	744,519	834,531
预收款项	351,800	519,861	562,196	634,118	基本每股收益	1.87	2.28	2.62	2.93
应付职工薪酬	301,200	445,088	481,335	542,911	摊薄每股收益	1.87	2.28	2.62	2.93
应交税费	955,000	1,164,471	1,336,747	1,498,359	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	694,200	1,025,831	1,109,371	1,251,292	成长性				
一年内到期非流动负债	809,000	1,195,473	1,292,828	1,458,218	营业收入增长率	25.3%	36.0%	10.0%	12.2%
长期借款	4,873,000	4,285,100	3,697,200	3,109,300	EBIT 增长率	20.8%	20.4%	13.4%	11.1%
长期应付款	177,700	262,590	283,975	320,303	净利润增长率	22.8%	21.9%	14.8%	12.1%
专项应付款	0	0	0	0	盈利能力				
负债合计	11,129,900	12,391,769	12,447,768	12,857,490	毛利率	46.3%	41.6%	42.6%	42.3%
所有者权益合计	22,796,900	26,558,643	30,720,649	35,345,842	净利率	24.5%	21.9%	22.9%	22.9%
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	45.7%	37.3%	38.1%	37.4%
净利润	4,250,600	5,182,932	5,949,715	6,669,033	ROE	18.9%	19.9%	19.9%	19.4%
折旧与摊销	1,391,800	1,008,775	1,072,590	1,115,738	ROIC	15.1%	16.4%	16.7%	16.6%
经营活动现金流	5,937,700	7,224,814	7,469,039	8,305,930	估值指标				
投资活动现金流	(2,320,400)	(1,416,500)	(708,250)	(354,125)	PE	12.9	10.5	9.2	8.2
融资活动现金流	(2,877,000)	(2,277,862)	(2,540,086)	(2,678,322)	P/S	3.1	2.3	2.1	1.9
净现金流	740,300	3,530,451	4,220,704	5,273,482	P/B	2.4	2.1	1.8	1.6
期初现金余额	7,346,700	7,536,600	11,067,051	15,287,755	EV/EBITDA	6.7	5.5	4.3	3.3
期末现金余额	7,536,600	11,067,051	15,287,755	20,561,237	股息收益率	2.20%	3.12%	3.80%	4.37%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵柯，煤炭行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

A 股：中国神华（601088.SH）、大同煤业（601001.SH）、兖州煤业（600188.SH）、潞安环能（601699.SH）、阳泉煤业（600348.SH）、兰花科创（600123.SH）、盘江股份（600395.SH）、平煤股份（601666.SH）、开滦股份（600997.SH）、西山煤电（000983.SZ）、煤气化（000968.SZ）、冀中能源（000937.SZ）、神火股份（000933.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn