

目 录

估值近 08 年底部建议买入 国际国内横向比较彰显投资价值	6
估值已近 08 年底部 产业资本入市增持 建议投资者择机买入	6
A 股煤炭板块历史平均绝对估值高于美澳 相对估值低于美澳	6
和国际能源公司相比 神华 PE、PB 中等偏低 ROE、股息率位列靠前	8
国际能源公司 2012 年 PE 中枢在 10-15 倍	11
和国内煤炭公司相比 神华 PE 估值优势明显 近三年股息率稳居前列	13
在景气低谷加快电力并购 锁定煤电产业链利润	14
电力装机紧随五大发电集团	14
电力并购策略：抢占优质电源点	15
2011 年 12 月上网电价调整对 EPS 及电力业务毛利影响测算	16
再启资产收购 托管集团所有资产 整体上市渐行渐近	16
再启资产收购	16
托管集团所有资产	17
目前体外煤炭产量 1.27 亿吨 逐步注入上市公司	17
神华乌海能源：内蒙古最大的焦煤生产基地	18
神华宁夏煤业：宁东能源化工基地开发主体	19
神华新疆能源：煤炭电力铁路齐头并进	21
新疆神华矿业：拥有煤炭资源 260 多亿吨	21
神华煤制油化工：煤直接液化、煤制烯烃运转成功	22
公司基本情况再回顾：煤电路港航一体化的巨型煤炭生产商	23
历史沿革	23
股权结构	24
下属公司	24
各分部收入占比、毛利占比、毛利率	26
自产煤内涵式扩张能力强 未来五年复合增长率 12%	27
四大矿区资源接续 自产煤内涵式扩张能力强	27
2011-2015 年自产煤产量复合增长率约 12%	29
动力煤煤质优良 煤种日趋多元化	31
合同现货并重销售策略清晰 大客户依赖度低议价能力强	32
合同与现货并重销售策略清晰	32

提高利润率最高的下水煤的比例	33
大客户依赖度低 议价能力强	33
打造中国煤炭销售“沃尔玛” 积极开展煤炭外购贸易	35
推进大销售战略 组建神华销售集团	35
坑口外购贡献盈利 港口外购意在提升市场占有率	35
市场控制力加强 向煤炭市场领导者迈进	36
煤炭运输“护城河”长期保证行业龙头地位	38
十年打通中国煤运大动脉 铁路业务“护城河”难以被复制	38
编织蒙陕区域铁路网 煤炭集运能力将达 6 亿吨	38
贯通朔黄铁路 西煤东运能力将达 6 亿吨	40
建成黄骅天津两大港口 北煤南运能力将达 3 亿吨	42
控股新世纪航运 海运运力将达 1 亿吨	44
加快国际化进程 稳步推进海外项目	45
设立海外开发投资公司 五大海外项目稳步推进	45
印尼南苏煤电项目已进入生产运营期	45
澳大利亚沃特马克项目预计 2014-2015 年出煤	45
俄罗斯项目进展顺利	45
蒙古国项目竞标获胜可能性很大	45
非洲项目方兴未艾	46
盈利预测及投资建议	46
关键假设	46
盈利预测及投资建议	47
催化剂	47
风险提示	47

图表目录

图 1:	中国神华预测 PE	6
图 2:	2006-2011 各国股票市场能源及细分板块历史平均绝对 PE 估值	7
图 3:	2006-2011 各国股票市场能源及细分板块相对大盘历史平均相对 PE 估值	8
图 4:	国际煤炭油气公司 2012 预测 PE	9
图 5:	国际煤炭油气公司 2012 预测 PB	10
图 6:	国际煤炭油气公司 2012 预测 ROE	10
图 7:	国际煤炭油气公司 2012 预测股息率	11
图 8:	博地能源预测 PE	11
图 9:	艾克森美孚石油预测 PE	12
图 10:	Gloucester Coal 预测 PE	12
图 11:	Coal India 预测 PE	12
图 12:	电力收购潜在目标区域	15
图 13:	神华煤制油下属公司	22
图 14:	神华集团股权结构	24
图 15:	中国神华股权结构	24
图 16:	中国神华下属公司	24
图 17:	各分部收入占比%	26
图 18:	各分部毛利占比%	26
图 19:	各分部毛利率%	27
图 20:	中国神华煤矿分布	28
图 21:	神华神东煤炭集团矿井分布	28
图 22:	2010 和 2015 年神华在全国煤炭贸易占比	37
图 23:	2010 和 2015 年神华在东南沿海煤炭贸易占比	37
图 24:	神华物流链全景图	38
图 25:	投运及在建的蒙陕区域铁路	39
图 26:	蒙陕区域铁路网运力逐年释放	40
图 27:	蒙陕区域铁路网集运运力稳步上升	40
图 28:	自有及国有西煤东运铁路	41
图 29:	自有及国有西煤东运铁路运力逐年释放	41
图 30:	西煤东运运力稳步上升	41
图 31:	自有及第三方北煤南运港口	42
图 32:	自有及第三方北煤南运港口吞吐量稳步上升	43
图 33:	北煤南运航运运力稳步上升	44
表格 1:	2006-2011 各国股票市场能源及细分板块历史平均绝对 PE 估值	7
表格 2:	2006-2011 各国股票市场能源及细分板块相对大盘历史平均相对 PE 估值	7
表格 3:	和国际能源公司相比 神华 PE、PB 中等偏低 ROE、股息率位列靠前	8
表格 4:	和国内煤炭公司相比 神华 PE 估值优势明显 历年股息率稳居前列	13
表格 5:	发电业务指标和全国平均水平比较	14
表格 6:	现有电力装机	15
表格 7:	2011 年 12 月上网电价调整对 2012EPS 影响敏感性分析	16

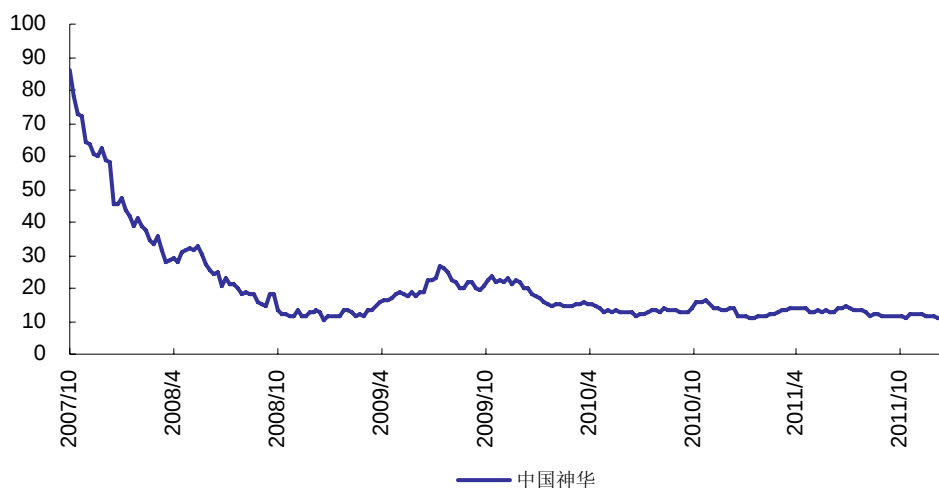
表格 8: 2011 年 12 月上网电价调整提高电力业务毛利 百万元	16
表格 9: 神华集团下属公司(灰色为 2010 年注入资产)	17
表格 10: 集团下属公司煤种	18
表格 11: 乌海能源下属煤矿	19
表格 12: 宁夏煤业下属煤矿	19
表格 13: 新疆能源下属煤矿	21
表格 14: 各煤矿历史产量及预测	29
表格 15: 各煤矿具体情况	30
表格 16: 主要产品煤质特征	31
表格 17: 各煤矿煤质特征	31
表格 18: 合同现货销量占比	33
表格 19: 按运输方式三类销售模式吨煤毛利	33
表格 20: 国内煤炭上市公司前五大客户营业收入占比排序	34
表格 21: 中国神华 2010 年前五大客户营业收入占比	34
表格 22: 中国神华母公司 2010 年前五大客户营业收入占比	34
表格 23: 坑口港口外购煤、自产下水煤毛利率比较	36
表格 24: 十二五自产及外购煤销量预测	37
表格 25: 煤炭销量假设下十二五铁路港口运力支持情况	37
表格 26: 投运及在建的蒙陕区域铁路详情	39
表格 27: 蒙陕区域煤炭集运运力假设	40
表格 28: 自有及国有西煤东运铁路详情	41
表格 29: 西煤东运铁路运力假设	42
表格 30: 自有及第三方北煤南运港口吞吐量详情	43
表格 31: 自有及第三方港口吞吐量假设	43
表格 32: 北煤南运航运运力假设	44
表格 33: 关键假设	46

估值近 08 年底底部建议买入 国际国内横向比较彰显投资价值

估值已近 08 年底底部 产业资本入市增持 建议投资者择机买入

目前神华估值 2011 年 PE12.2 倍, 2012 年 PE10.3 倍, 已接近 2008 年估值底部 (08 年股价谷底 16.08 元, 当时 08 年 PE12 倍, 09 年 PE10.6 倍), 同时中国神华是目前中资 A-H 煤炭股中唯一 A 股估值低于 H 股的公司。产业资本开始增持也支持了我们对于公司估值底部的判断, 2012 年 1 月 9 日神华集团增持公司股份 1080 多万股, 占总股本的 0.05%, 资金交易额达近 3 亿元, 并拟在 2012 年 12 月 31 日前继续通过二级市场增持 A 股股份, 累计增持比例不超过 2% (含本次), 同时承诺在增持计划实施期间及法定期间内不减持公司股份。大股东神华集团 9 日斥资近 3 亿元增持上市公司 1080 万股印证了目前股价已具备长期投资价值, 建议投资者择机买入。公司盈利确定性强、估值低、管理层对股价重视度高, 预计随着现货比例提高、外购煤盈利贡献增加、上网电价持续上调、集团整体上市步伐加快, 估值将逐渐回归合理水平。

图 1: 中国神华预测 PE



资料来源: 彭博资讯, 华泰联合证券研究所整理

A 股煤炭板块历史平均绝对估值高于美澳 相对估值低于美澳

根据 2006-2011 年各国股票市场指数及能源细分板块指数 PE(TTM, Trailing Twelve Months)周度数据计算历史平均绝对估值, 美国煤及可用燃料指数 PE 为 24, 标普 500 油气开采生产指数 PE 为 16, 澳证 300 能源指数 PE 为 23, A 股煤炭 PE 为 26, 就绝对估值水平来说, A 股煤炭板块历史平均绝对估值高于美国、澳大利亚市场。

进而用能源细分板块指数 PE 除以大盘 PE 得到能源细分板块历史平均相对估值, 美国煤及可用燃料指数 PE 为 1.47, 标普 500 油气开采生产指数 PE 为 1, 澳证 300 能源指数 PE 为 1.25, A 股煤炭 PE 为 0.93, A 股煤炭板块历史平均相对估值低于美国、澳大利亚市场。

表格 1: 2006-2011 各国股票市场能源及细分板块历史平均绝对 PE 估值

标普 500 指数 PE(TTM)	标普 500 煤及可用燃料指数 PE(TTM)	标普 500 油气开采生产指数 PE(TTM)	澳证 300 指数 PE(TTM)	澳证 300 能源指数 PE(TTM)	全部 A 股 PE(TTM)	A 股煤炭 PE(TTM)
16	24	16	27	23	27	26

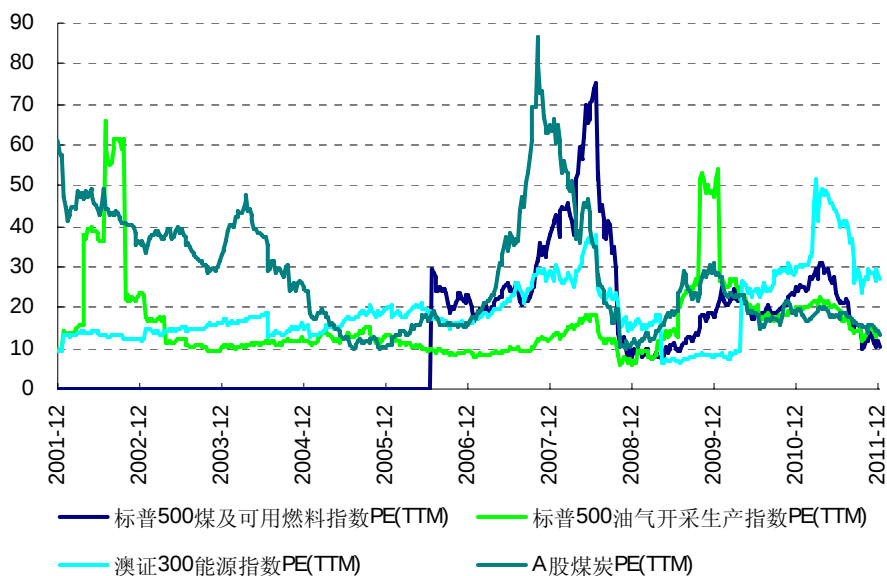
资料来源: 彭博, wind, 华泰联合证券研究所整理

表格 2: 2006-2011 各国股票市场能源及细分板块相对大盘历史平均相对 PE 估值

标普 500 煤及可用燃料指数相对 PE	标普 500 油气开采生产指数相对 PE	澳证 300 能源指数相对 PE	A 股煤炭相对 PE
1.47	1.00	1.25	0.93

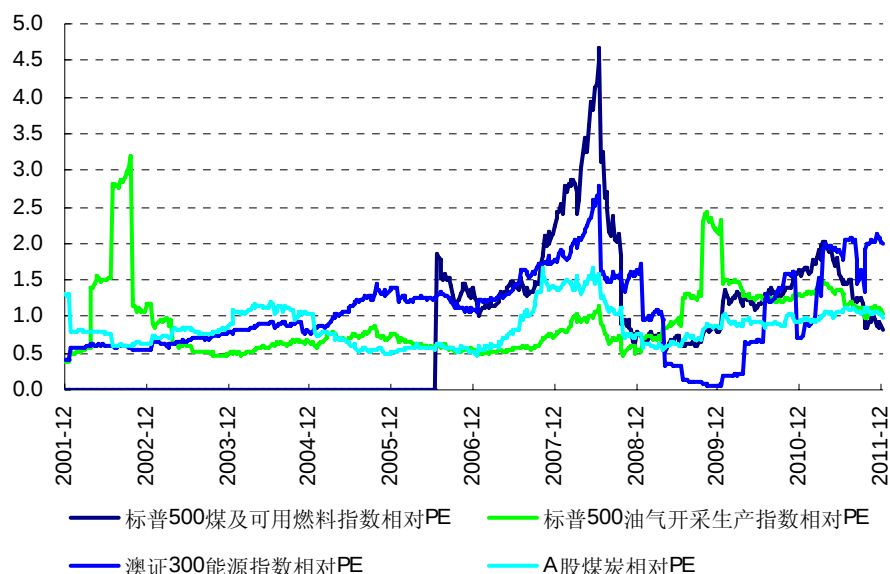
资料来源: 彭博, wind, 华泰联合证券研究所整理

图 2: 2006-2011 各国股票市场能源及细分板块历史平均绝对 PE 估值



资料来源: 彭博资讯, 华泰联合证券研究所整理

图 3: 2006-2011 各国股票市场能源及细分板块相对大盘历史平均相对 PE 估值



资料来源: 彭博资讯, 华泰联合证券研究所整理

和国际能源公司相比 神华 PE、PB 中等偏低 ROE、股息率位列靠前

将中国神华和国际煤炭及油气公司各指标相比 (数据日期 2012/1/8), 中国神华 2012 预测 PE、PB 均属于中等偏低位置, 而 ROE 和股息率则都位列靠前。

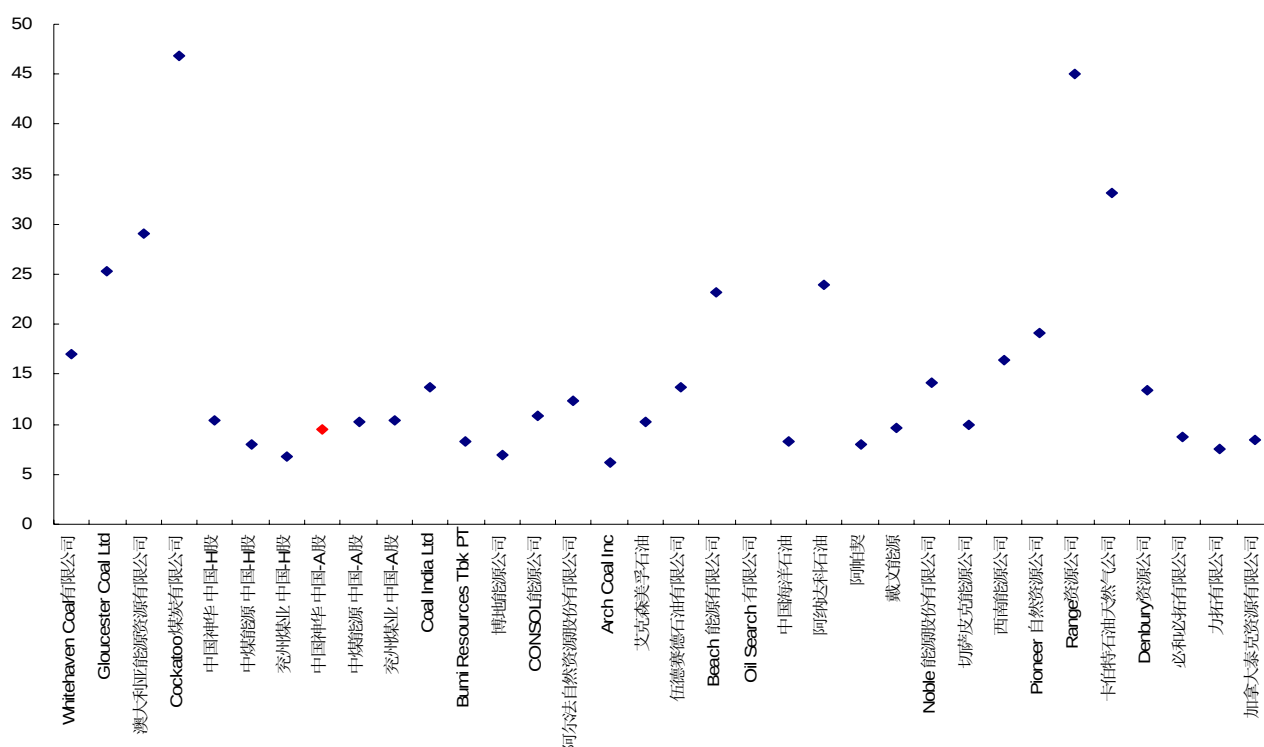
表格 3: 和国际能源公司相比 神华 PE、PB 中等偏低 ROE、股息率位列靠前

交易所	公司	2010 PE	2011 PE	2012 PE	2010 PB	2011 PB	2012 PB	2010 股息率	2011 股息率	2012 股息率	2010 ROE	2011 ROE	2012 ROE
澳大利亚	Whitehaven Coal	19.8	41.2	17.1	2.3	2.6	2.3	1.17	1.26	2.76	13.16	6.66	15.22
澳大利亚	Gloucester Coal Ltd	34.4	24.6	25.4	5.6	1.7	1.4	0.00	0.24	0.13	18.82	10.42	5.89
澳大利亚	澳大利亚能源资源	45.2		29.1	2.2	0.4	0.5	0.72	0.17	0.60	4.90	-1.70	2.27
澳大利亚	Cockatoo 煤炭	62.9		46.9	2.1	1.5	1.4	0.00	0.00	0.00	3.90	-9.53	-0.07
中国-H 股	中国神华 中国-H 股	14.4	11.8	10.4	2.8	2.3	2.0	2.71	3.10	3.58	20.67	20.74	20.19
中国-H 股	中煤能源 中国-H 股	18.4	9.2	7.9	1.8	1.1	1.0	1.52	2.92	3.34	10.47	12.37	12.92
中国-H 股	兖州煤业 中国-H 股	10.7	7.2	6.8	2.7	1.5	1.3	2.93	4.16	4.44	27.92	22.47	20.36
中国-A 股	中国神华 中国-A 股	14.4	10.9	9.4	2.8	2.1	1.8	2.71	3.53	4.12	20.67	19.74	19.63
中国-A 股	中煤能源 中国-A 股	18.4	12.1	10.3	1.8	1.4	1.3	1.52	2.33	2.79	10.47	11.33	12.31
中国-A 股	兖州煤业 中国-A 股	10.7	11.6	10.3	2.7	2.5	2.1	2.93	2.74	3.01	27.92	22.48	20.89
印度	Coal India Ltd		18.0	13.8		6.1	4.5		1.33	1.59	42.95	38.76	37.06
印尼	Bumi Resources	20.8	12.2	8.2	5.7	3.5	2.6	1.45	1.17	2.35	24.44	27.73	33.77
美国	博地能源	21.7	9.0	7.0	3.7	1.7	1.4	0.46	0.94	0.99	18.41	20.67	21.10
美国	CONSOL 能源	26.2	13.2	10.8	3.7	2.5	2.1	0.82	1.09	1.23	14.66	18.84	16.44
美国	阿尔法自然资源	96.8	10.3	12.3	2.7	0.5	0.5	0.00	0.00	0.04	3.64	3.37	4.17
美国	Arch Coal Inc	42.2	13.0	6.2	2.5	0.8	0.8	1.11	2.77	2.82	7.30	6.29	13.38
美国	艾克森美孚石油	11.8	10.0	10.2	2.5	2.5	2.3	2.38	2.17	2.28	23.67	26.51	23.36

澳大利亚	伍德赛德石油	21.3	14.7	13.7	3.1	2.0	1.8	2.41	3.51	3.58	15.83	13.87	13.51
澳大利亚	Beach 能源	22.3	50.0	23.2	0.6	1.1	1.1	2.54	1.31	1.31	2.47	-0.35	4.79
澳大利亚	Oil Search	50.7	41.9	51.1	3.4	2.9	2.8	0.56	0.57	0.55	6.88	6.90	5.37
中国	中国海洋石油	12.8	7.9	8.2	3.2	2.1	1.8	2.52	4.27	4.13	27.92	28.08	22.51
美国	阿纳达科石油	51.8	25.7	24.0	1.8	2.1	1.9	0.47	0.45	0.45	3.75	7.55	8.43
美国	阿帕契	13.3	8.2	8.0	2.0	1.3	1.1	0.50	0.66	0.65	15.41	17.03	15.81
美国	戴文能源	13.7	10.5	9.6	1.8	1.2	1.1	0.82	1.03	1.04	26.13	16.71	12.50
美国	Noble 能源	20.4	18.8	14.1	2.2	2.3	2.0	0.84	0.83	0.89	11.15	11.97	15.03
美国	切萨皮克能源	8.8	8.5	10.0	1.4	1.0	0.9	1.16	1.35	1.34	14.35	13.40	10.82
美国	西南能源	21.6	17.8	16.4	4.4	3.1	2.6	0.00	0.00	0.00	22.81	18.01	16.59
美国	Pioneer 自然资源	46.2	24.6	19.2	2.4	2.1	1.9	0.09	0.13	0.14	15.45	11.48	10.51
美国	Range 资源	104	60.4	45.1	3.2	4.1	3.8	0.36	0.27	0.27	-10.4	5.51	8.51
美国	卡伯特石油天然气	48.5	65.8	33.2	2.1	4.0	3.5	0.32	0.15	0.15	5.61	6.07	11.19
美国	Denbury 资源	30.8	13.6	13.3	1.7	1.5	1.2	0.00	0.00	0.00	8.55	13.22	9.50
澳大利亚	必和必拓	13.9	8.6	8.7	3.6	3.4	2.7	2.73	2.68	3.13	26.40	42.22	34.96
澳大利亚	力拓	11.9	7.7	7.5	2.9	1.8	1.5	1.24	1.98	2.12	28.04	25.53	22.22
加拿大	加拿大泰克资源	35.3	9.1	8.4	2.3	1.2	1.1	0.81	1.61	2.11	12.18	14.93	11.72

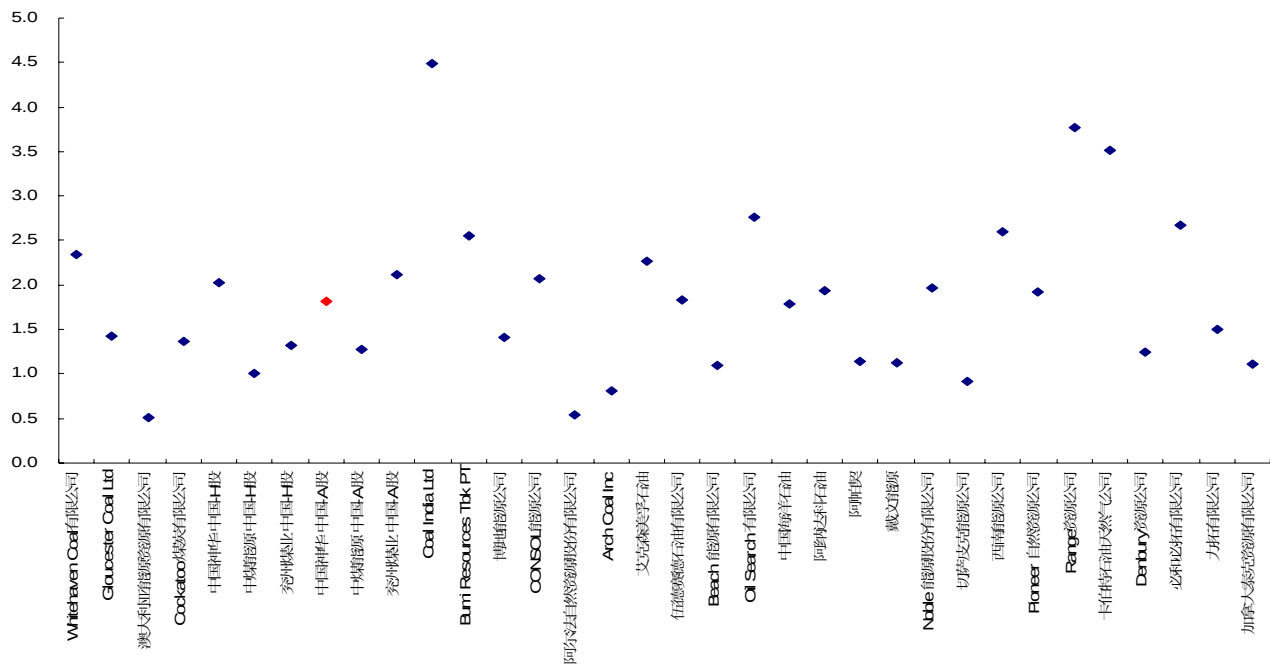
资料来源：彭博资讯，华泰联合证券研究所整理

图 4： 国际煤炭油气公司 2012 预测 PE



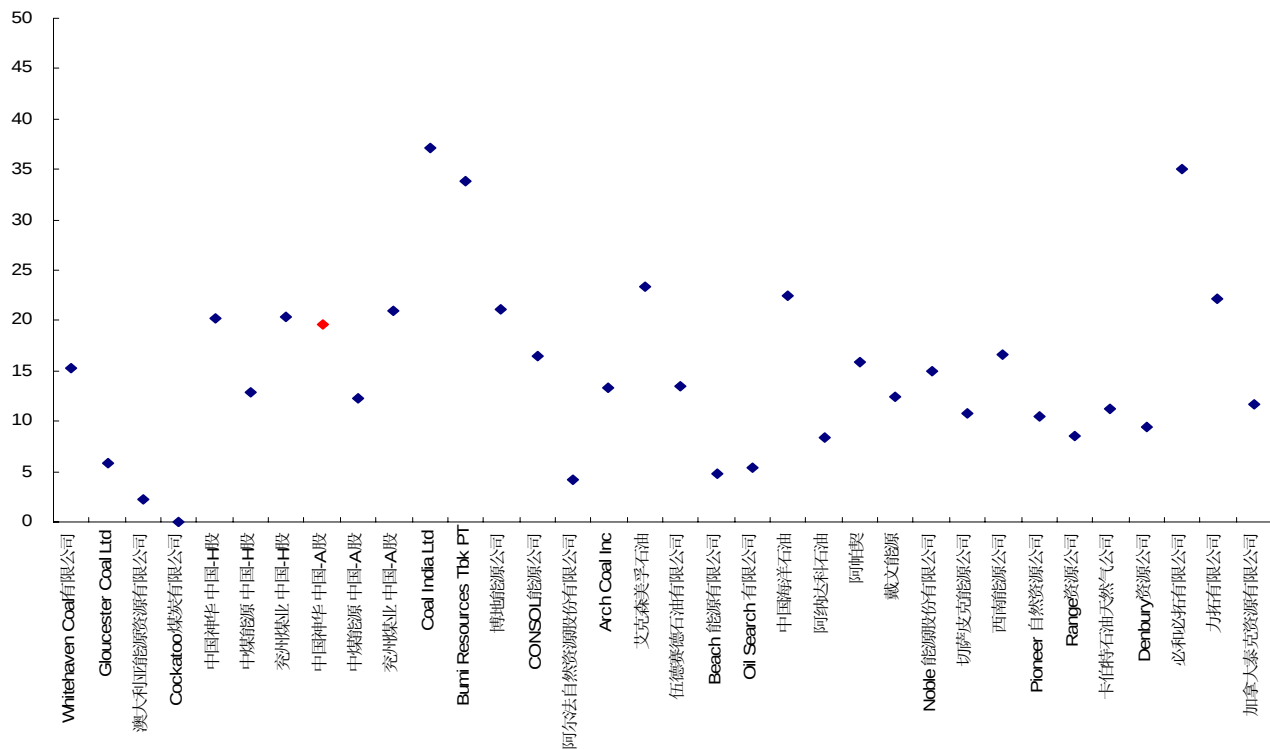
资料来源：彭博资讯，华泰联合证券研究所整理

图 5： 国际煤炭油气公司 2012 预测 PB



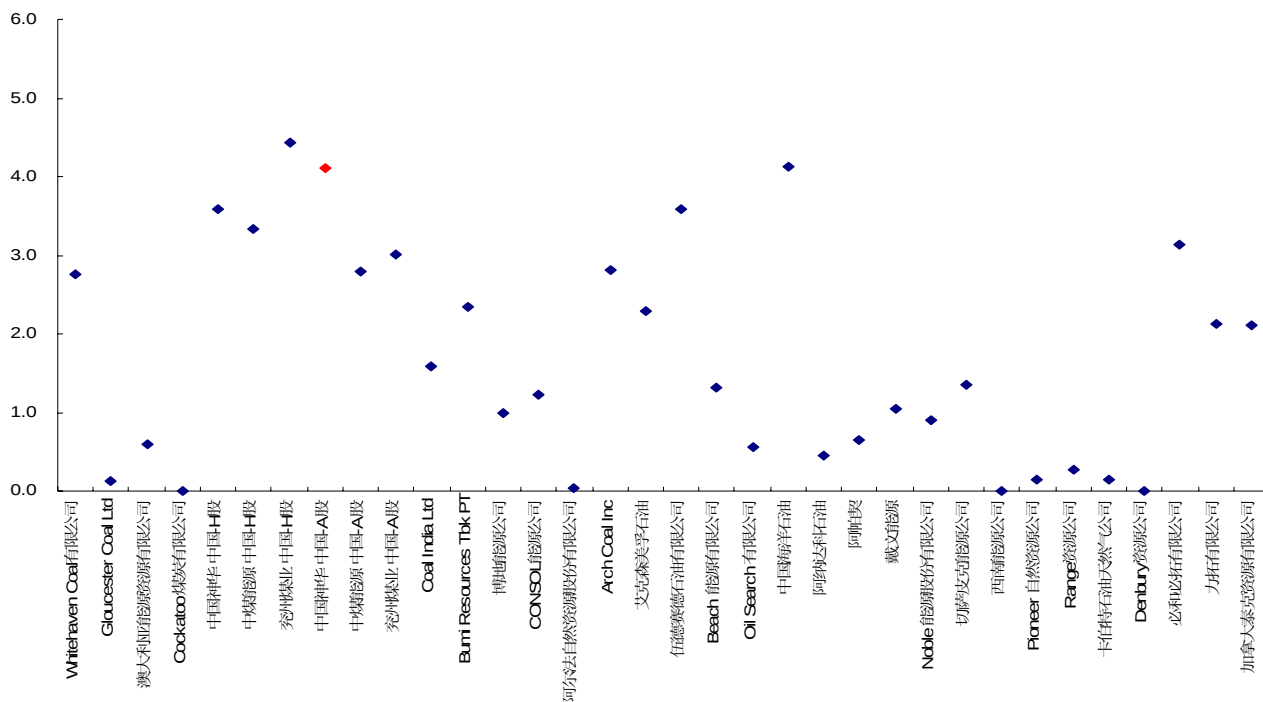
资料来源：彭博资讯，华泰联合证券研究所整理

图 6： 国际煤炭油气公司 2012 预测 ROE



资料来源：彭博资讯，华泰联合证券研究所整理

图 7： 国际煤炭油气公司 2012 预测股息率



资料来源：彭博资讯，华泰联合证券研究所整理

国际能源公司 2012 年 PE 中枢在 10-15 倍

过去 10 年，国际主要资源类公司预测 PE（当时股价对应当时的盈利预测），主要波动区间在 10-25 倍（集中在 10-20 倍）。这些公司目前股价对应的 2012 年 P/E，多数在 10-15 倍。

图 8： 博地能源预测 PE



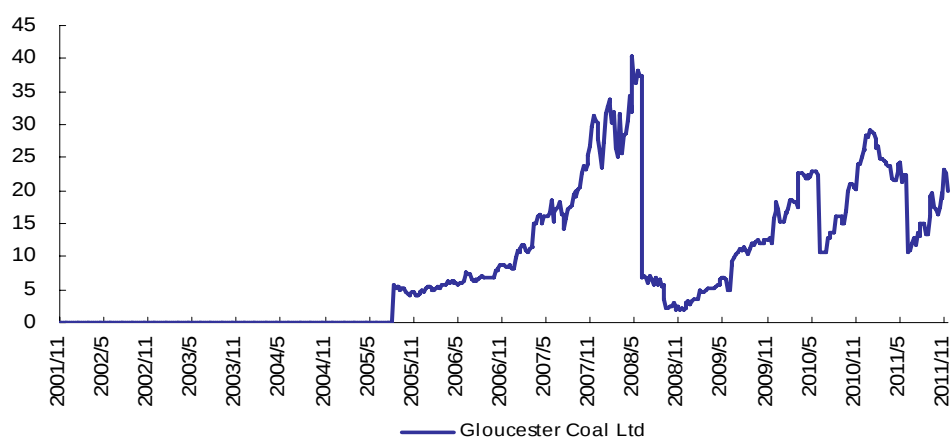
资料来源：彭博资讯，华泰联合证券研究所整理

图 9: 艾克森美孚石油预测 PE



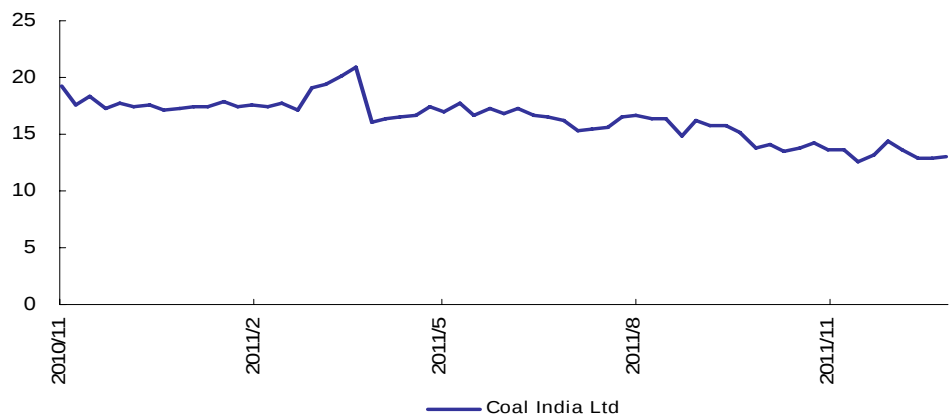
资料来源: 彭博资讯, 华泰联合证券研究所整理

图 10: Gloucester Coal 预测 PE



资料来源: 彭博资讯, 华泰联合证券研究所整理

图 11: Coal India 预测 PE



资料来源: 彭博资讯, 华泰联合证券研究所整理

和国内煤炭公司相比 神华 PE 估值优势明显 近三年股息率稳居前列

将中国神华和国内煤炭公司各指标相比较，中国神华 2012 年预测 PE 估值优势明显，以 2012/1/10 最新股价计算近三年股息率，在煤炭公司中稳居前列。

表格 4：和国内煤炭公司相比 神华 PE 估值优势明显 历年股息率稳居前列

证券代码	证券简称	预测市盈率 [年度] 2012	股息率 [年度] 2010 [单位] %	股息率 [年度] 2009 [单位] %	股息率 [年度] 2008 [单位] %
000552.SZ	靖远煤电	8.0	0.23	0.38	0.45
600397.SH	安源股份	8.2	0.00	0.00	0.00
000933.SZ	神火股份	8.4	1.94	3.54	1.94
600508.SH	上海能源	9.9	1.22	0.73	0.49
601088.SH	中国神华	10.3	2.80	1.98	1.72
600123.SH	兰花科创	10.5	1.23	0.74	1.49
000983.SZ	西山煤电	10.7	3.12	1.25	2.99
000968.SZ	煤气化	10.8	0.00	0.95	1.27
000937.SZ	冀中能源	10.9	2.70	2.70	0.81
601666.SH	平煤股份	11.2	1.69	1.69	9.45
601898.SH	中煤能源	11.5	1.63	1.57	1.61
600403.SH	大有能源	11.5	0.00	0.08	0.00
601101.SH	昊华能源	11.8	3.54	3.54	
601699.SH	潞安环能	11.8	4.22	4.22	4.22
600971.SH	恒源煤电	11.9	5.32	0.00	1.99
002128.SZ	露天煤业	12.0	3.38	2.03	3.38
600395.SH	盘江股份	12.0	3.64	1.93	2.49
600188.SH	兖州煤业	12.1	2.37	1.00	1.61
600348.SH	阳泉煤业	12.5	0.55	2.09	2.48
601918.SH	国投新集	13.2	1.69	1.69	1.69
600546.SH	山煤国际	13.3	1.17	0.78	0.00
000571.SZ	新大洲 A	13.7	0.00	0.96	0.00
600997.SH	开滦股份	13.9	0.83	0.83	1.67
000780.SZ	平庄能源	14.2	0.87	0.61	0.00
601001.SH	大同煤业	14.6	1.52	3.89	2.93
000683.SZ	远兴能源	16.3	0.00	0.00	0.00
600121.SH	郑州煤电	57.6	0.00	0.00	0.96

资料来源：万得资讯，华泰联合证券研究所整理

在景气低谷加快电力并购 锁定煤电产业链利润

2010 年以来公司加快了对电力行业的扩张和兼并，2011 年神华在电力领域的扩张具体项目包括收购河南孟津电厂，成立神皖能源，据了解目前公司正在积极洽谈多个收购项目。我们认为，在电力的低谷期扩张兼并，能大大降低收购成本（尤其是时间成本），同时也把煤电整个产业链利润锁定（从煤炭开采成本到上网电价这部分利润）。

电力装机紧随五大发电集团

过去几年公司发电业务经历了较快增长，发电量占全国比例稳步提升，各项效率指标和全国平均水平比较有较大优势，自耗煤比例逐年提升，整体盈利水平大大高于全国平均。截至 2010 年底，华能、大唐、国电、华电、中电投五大发电集团装机容量 47353 万千瓦，占全国总装机 49%，中国神华紧随五大发电集团，装机容量达到 27,433 兆瓦，总发电量 1,411.5 亿千瓦时。2010 年公司发电业务燃煤消耗量 60.5 百万吨，其中耗用神华煤为 58.2 百万吨，占 96.2%。2010 年燃煤机组售电标准煤耗为 327 克/千瓦时，比全国平均水平低 2.39%。

表格 5：发电业务指标和全国平均水平比较

电力生产	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
装机容量（万千瓦）	595	656	1263	1509	1760	2352	2743
增速		10%	93%	19%	17%	34%	17%
利用小时	6500	6300	6000	5995	5489	4468	5566
发电量（亿千瓦时）	387	413	576	797	966	1051	1412
增速		7%	39%	39%	21%	9%	34%
售电量（亿千瓦时）	355	364	518	743	900	977	1314
增速		2%	42%	44%	21%	9%	34%
售电标准煤耗（克/千瓦时）							327
全国平均利用小时	5455	5425	5198	5020	4677	4527	4660
全国发电量（亿千瓦时）	22033	25003	28499	32644	34047	36506	41413
全国平均售电标准煤耗（克/千瓦时）							335
利用小时高于全国平均幅度	19.16%	16.13%	15.43%	19.42%	17.35%	-1.30%	19.44%
发电量占全国比例	1.76%	1.65%	2.02%	2.44%	2.84%	2.88%	3.41%
售电标准煤耗低于全国平均幅度							-2.39%
耗煤（百万吨）						45.9	60.5
其中：神华煤						40.9	58.2
神华煤占比						89.11%	96.20%
神华煤电力耗用占比						19%	26%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 6： 现有电力装机

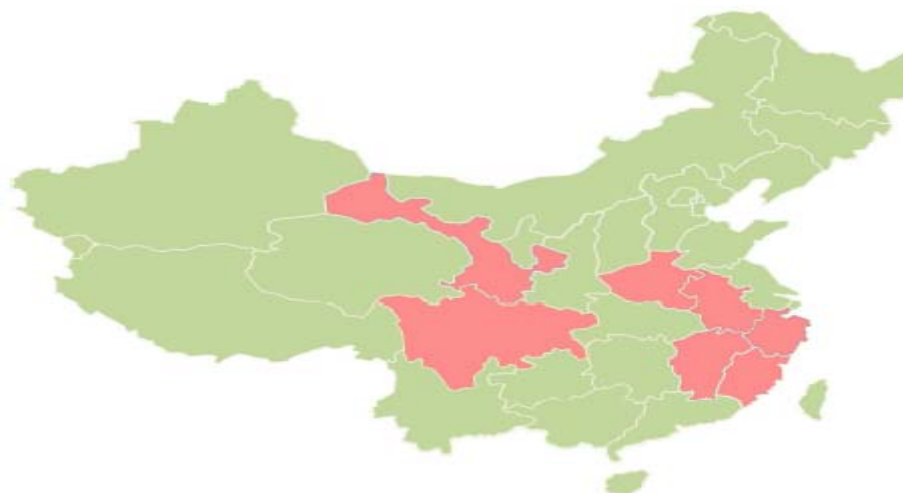
电厂	股权比例	电网	地理位置	于 2010 年 12 月 31 日总装机容量 (兆瓦)	于 2010 年 12 月 31 日权益装机容量 (兆瓦)	发电量 (亿千瓦时)	售电量 (亿千瓦时)	利用小时	标准煤耗 (克/千瓦时)	电价 (元/千瓦时)
黄骅电力	51%	华北电网	河北	2,520	1,285	131	125	5,216	318	309
三河电力	39%	华北电网	河北	1,300	501	75	70	5,761	327	337
定洲电力	41%	华北电网	河北	2,520	1,021	131	121	5,186	325	294
盘山电力	46%	华北电网	天津	1,030	469	62	58	6,033	331	361
准能电力	58%	华北电网	内蒙古	400	232	22	19	5,062	427	208
神东电力	82%	西北/华北/陕西	内蒙古	2,867	2,357	94	84	4,675	386	244
国华准格尔	46%	华北电网	内蒙古	1,320	601	72	65	5,436	326	235
北京热电	70%	华北电网	北京	400	280	24	21	6,043	265	393
绥中电力	50%	东北电网	辽宁	3,600	1,800	151	141	4,857	320	330
宁海电力	60%	华东电网	浙江	4,400	2,640	256	243	5,824	306	392
锦界能源	70%	华北电网	陕西	2,400	1,680	144	132	5,982	334	265
神木电力	51%	西北电网	陕西	220	112	14	12	6,233	379	287
台山电力	80%	南方电网	广东	3,000	2,400	196	185	6,535	316	419
惠州热电	100%	南方电网	广东	660	660	27	25	5,801	327	420
合计	60%			26,637	16,038	1398	1301	5,566	327	334

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

电力并购策略：抢占优质电源点

公司的电力收购兼并策略是，抢占优质电源点，主要是经济发达、高负荷、高电价沿海沿江地区。公司目前已经完成坑口、沿江、沿海部分地区电厂布局，未来还将完成珠三角、长三角、皖江城市带、西部地区布局。

图 12： 电力收购潜在目标区域



资料来源：华泰联合证券研究所整理

2011 年 12 月上网电价调整对 EPS 及电力业务毛利影响测算

本次电价调整方案为 2011 年 12 月 1 日起,全国燃煤电厂上网电价平均每千瓦时提高约 2.6 分。神华下属电厂按 2011 年 1-10 月权益售电量加权的平均上网电价(含增值税)比调整前上升约 25.6 元/兆瓦时。据此估算得 2011-2012 年公司平均上网电价分别上调 2 和 25.6 元/兆瓦时至 336 和 360 元/兆瓦时,进而测算得到本次电价调整提升 2011 年 EPS 约 0.01 元/股,提升 2012 年 EPS 约 0.13 元/股。对于 2012 年 EPS,通过敏感性分析可以得到,平均上网电价每上调 1 分/千瓦时增厚 0.05 元/股。

表格 7: 2011 年 12 月上网电价调整对 2012EPS 影响敏感性分析

单位电价(元/兆瓦时)	360	370	380	390
2012EPS	2.60	2.65	2.70	2.75
电价每上调 1 分/千瓦时增厚 EPS	0.05	0.05	0.05	0.05

资料来源:华泰联合证券研究所整理预测

随着电力装机上升及上网电价上调,电力业务毛利贡献将不断提高。本次电价上调的影响如下表所示,而未来年度取决于电价上调幅度及电力装机扩张速度。

表格 8: 2011 年 12 月上网电价调整提高电力业务毛利 百万元

	2011E	2012E
电力分部毛利(本次电价调整前)	11079	9928
电力分部毛利(本次电价调整后)	11412	13926

资料来源:公司公告,华泰联合证券研究所整理预测

再启资产收购 托管集团所有资产 整体上市渐行渐近

公司 2011 年 8 月再次启动收购控股股东神华集团部分资产的工作,涉及煤炭与电力资产。同时接受神华集团委托,对神华集团未上市企业的所有资产(包括现有资产、业务,和未来新增的资产和拓展的业务)进行日程运营管理。我们认为此举是中国神华加速实施整体上市的重要信号,显示了大股东对上市公司的全力支持。目前神华集团体外煤炭相关资产主要包括神华乌海能源、宁夏煤业集团、神华新疆能源、新疆神华矿业、神华煤制油。这些资产目前盈利能力总体低于上市公司现有资产,将在剥离非煤业务后逐步注入上市公司,但注入时间的不确定性可能较大。

再启资产收购

中国神华 2011 年 8 月公告启动第四次收购控股股东神华集团部分资产工作,涉及煤炭与电力资产。拟收购资产金额占中国神华目前总资产的比率低于 5%(即低于 189 亿元);拟收购资产对应股权比例的 2011 年上半年净利润,低于中国神华上半年净利润的 1.5%(即低于 3.27 亿元)。

这是中国神华自 2010 年 8 月份 20 日公告收购集团资产后,一年后再次启动收购。以上次进度为参照,中国神华于 2010 年 12 月 21 日披露关联交易细节,于 2011 年 2

月 28 日完成交割，从启动到交割仅用半年。而且，当时公司公告，收购资产对中国神华 2009 年净利润的增厚程度低于 2.5%，但到了 2011 年上半年，对中国神华实际的净利润增厚幅度已超过 3%。因此，我们认为，此次收购对中国神华的净利润增厚程度，也可能会比 1.5% 要略高。根据总金额判断，此次收购的资产中，可能包含神华乌海能源。

托管集团所有资产

中国神华 2011 年 8 月与控股股东神华集团签订协议，接受神华集团委托，对神华集团未上市企业的所有资产（包括现有资产、业务，和未来新增的资产和拓展的业务）进行日程运营管理，有效期至 2013 年年底。托管服务的定价原则为：成本加成法，即服务费用按“成本（含税）加 5% 利润”计算。公告称，此次关联交易有利于推进神华集团整体上市进程。我们认为此举是中国神华加速实施整体上市的重要信号，显示了大股东对上市公司的全力支持。

据神华集团网站信息，集团 2010 年营业收入 2170 亿元，利润总额 575 亿元，而中国神华 2010 年营业收入 1520 亿元，利润总额 533 亿元。我们粗略推算，神华集团未上市资产 2010 年的营业收入 650 亿元左右，利润总额 42 亿元左右。考虑到神华集团包头煤制烯烃项目盈利能力较好，集团未上市资产 2011 年的利润总额有望超过 50 亿元。如果全部注入上市公司且不摊薄股本，对应增厚 EPS 约 10%。

目前体外煤炭产量 1.27 亿吨 逐步注入上市公司

2010 年，神华集团生产原煤 3.52 亿吨，商品煤销售 4.41 亿吨，上市公司体外煤炭产量 1.27 亿吨，为上市公司产量的 57%。目前神华集团体外煤炭相关资产主要包括神华乌海能源、宁夏煤业集团、神华新疆能源、新疆神华矿业、神华煤制油。这些资产目前盈利能力总体低于上市公司现有资产，将在剥离非煤业务后逐步注入上市公司，但注入时间的不确定性可能较大。

神华集团煤种齐全，拥有烟煤、无烟煤和褐煤三大煤种，烟煤中的长焰煤、不粘煤和弱粘煤具有低灰、低硫、低磷，高发热量等特点，是优质洁净动力煤和化工原料煤；炼焦煤有焦煤、肥煤、瘦煤和 1/3 焦煤等煤种，粘结性强、结焦性好；无烟煤为太西无烟煤，是优质的炭材料生产原料煤和民用煤，出口欧、美、日等国。

表格 9： 神华集团下属公司(灰色为 2010 年注入资产)

子公司名称	集团持股比例	2009 营业收入	2009 利润总额	净利率
中国神华能源股份有限公司	73%			
神华财务有限公司	99%			
神华天泓贸易有限公司	100%			
神华国际(香港)有限公司	100%			
神华物资贸易有限责任公司	100%			
神华国际贸易有限责任公司	100%			
神华房地产有限责任公司	100%			
神华乌海能源有限责任公司	100%	124.39	7.26	4.38%

国华能源投资有限公司	100%			
神华集团包头矿业有限责任公司	100%			
陕西神延煤炭有限责任公司	51%			
北京低炭清洁能源研究所	100%			
中国神华煤制油有限公司	100%			
中国机电出口产品投资公司	100%			
北京国华电力有限责任公司	100%			
神华（北京）遥感勘查有限责任公司	100%			
神华煤炭运销公司	100%			
神华杭锦能源有限责任公司	88%			
新疆神华矿业有限责任公司	70%			
神华新疆能源有限责任公司	68%	20.74	0.09	0.33%
神华宝日希勒能源有限公司	57%			
神华宁夏煤业集团有限责任公司	51%	176.31	24.49	10.42%
北京和利时信息技术有限公司	80%			

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

表格 10： 集团下属公司煤种

	煤种
乌海能源	炼焦煤
神华新疆能源	动力煤
宁夏煤业集团公司	炼焦煤、无烟煤、动力煤

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

神华乌海能源：内蒙古最大的焦煤生产基地

神华集团 2008 将原神华乌达矿业有限责任公司、海勃湾矿业有限责任公司、乌海煤焦化有限责任公司、蒙西煤化股份有限公司四家企业重组整合，成立了神华乌海能源有限责任公司，以统筹开发乌海及其周边地区的焦煤资源。

目前公司已成为集焦煤生产、洗选、焦化、煤化工及矸石发电为一体的多元化新型能源企业，也是目前内蒙古最大的焦煤生产基地。目前乌海能源公司的主导产品为精煤、混煤、焦炭、甲醇、煤焦油等；主要业务板块有煤炭、洗选、焦化、电力、煤化工。产品主要为等。煤炭产品主要销往华中、华北、华东及全国大部分地区；焦炭主要供应酒钢、唐钢、包钢等国内大型钢铁企业。

公司目前共有矿井 11 座，包括生产矿井 9 座，总设计生产能力 1380 万吨/年；在建矿井 2 座，设计能力 450~600 万吨/年。现拥有焦煤资源可采储量 16.3 亿吨，主要煤种有焦煤、1/3 焦煤、肥煤、无烟煤和贫煤。现有洗煤厂 13 座，总设计生产能力 1615 万吨/年，主要生产炼焦精煤、无烟精煤、洗混煤和矸石等 4 类产品。现有焦化厂 5 座，总生产能力 295 万吨/年。目前发电装机容量为 50MW。另有在建发电项目 3 个，装机容量分别为 2×200MW、2×12MW、2×6MW。现有煤焦油加工厂 1 座，年加工能力 15 万吨/年。

即将投产及正在规划建设的煤化工项目有：西来峰煤焦油加工厂二期，设计能力为 15 万吨/年；蒙西 10 万吨/年甲醇项目；西来峰 30 万吨/年甲醇项目；西来峰 8 万吨/年苯加氢项目；西来峰 22 万吨/年硝酸铵项目；100 万吨/年水泥项目。

表格 11：乌海能源下属煤矿

	煤种	投产日期	可采储量	核定产能
乌海能源	炼焦煤		77721	1730
平沟煤矿	焦煤	1991.12	3148	180
老石旦煤矿	焦煤	1970.1	5034	150
公乌素煤矿	1/3 焦煤	1988.12	3497	270
路天煤矿	1/3 焦煤	1980.05	1860	210
黄白茨煤矿	肥煤	1990.11	5039	200
苏海图煤矿	1/3 焦煤	1960.05	1161	160
五虎山煤矿	1/3 焦煤	1970.05	5303	200
利民煤矿	1/3 焦煤	2009.06	6365	60
天荣煤矿	焦煤		10200	
骆驼山煤矿	焦煤		22603	
棋盘井煤矿	1/3 焦煤	2008.07	13511	300

资料来源：国家安监局，华泰联合证券研究所整理

神华宁夏煤业：宁东能源化工基地开发主体

宁东是国家批准建设的 13 个亿吨级大型煤炭基地之一，并列为国家规划建设的 6 个大型煤电基地和 7 个煤化工基地之中。神华宁煤集团是宁东能源化工基地建设的开发主体，股权结构为神华集团占 51%，宁夏政府占 49%，打造煤炭、煤化工、煤炭深加工及综合利用、铁路四大支柱产业。

煤炭板块

煤炭生产单位 15 个，洗煤厂 3 个，目前煤炭生产能力达到 6000 万吨/年，生产在建规模超过 1 亿吨。煤种以动力煤、焦煤、无烟煤为主，产品有筛选烟混煤、焦精煤和洗末煤三个品种，产品主要用于炼焦、制气、发电。动力煤主要为特低灰、特低硫、特低磷的不粘结煤。焦煤主要包括气煤、肥煤、1/3 焦煤、焦煤、贫煤、瘦煤。无烟煤具有三低六高（低灰、低硫、低磷、高发热量、高比电阻、高化学活性、高块煤率、高精煤产率、高机械强度）的特点，国内主要供应首钢、鞍钢、本钢、宝钢、武钢、上钢一厂等大型钢铁企业，国际市场主要销往英国、法国、加拿大、比利时、荷兰、日本等十几个国家和地区。

表格 12：宁夏煤业下属煤矿

	煤种	投产日期	可采储量	核定产能
宁夏煤业集团公司	炼焦煤、无烟煤、动力煤		299149	6350
金能公司一号井	1/3 焦煤	1959.03	282	150
金能公司二号井	1/3 焦煤	1960.07	3223	300
石炭井二矿	炼焦煤	1961.1	2581	135
红梁公司红梁井	无烟煤	2001.12	762	60

乌兰煤矿	1/3 焦煤	1975.05	11343	240
白茆沟煤矿	无烟煤	1972.11	9628	160
大峰露天煤矿	无烟煤	1973.09	1901	105
汝箕沟煤矿	无烟煤	1964.05	7225	135
灵新煤矿	不粘煤	1999.12	17750	320
羊场湾煤矿一号井	不粘煤	2006.12	40607	1000
羊场湾煤矿二号井	不粘煤	2004.12	10721	500
石沟驿矿	不粘煤	1998.1	4844	130
梅花井煤矿	不粘煤	2009.04	122979	1200
磁窑堡煤矿	不粘煤	2005.01	1411	150
清水营矿				1000
任家庄煤矿			18205	240
冯记沟煤矿			446	25
枣泉矿			45241	500

资料来源：国家安监局，华泰联合证券研究所整理

煤化工板块

目前已建成的有 25 万吨/年煤基甲醇、21 万吨/年煤基二甲醚项目，52 万吨/年煤基烯烃项目于 2011 年 5 月投料试车成功并产出合格产品。在建的有 60 万吨/年煤基甲醇、6 万吨/年聚甲醛项目。2010 年二甲醚规模达到 63 万吨，烯烃规模达到 50 万吨。规划到 2015 年煤炭间接液化规模达到 740 万吨，煤基二甲醚规模达到 83 万吨，煤基烯烃规模达到 100 万吨。到 2020 年煤基二甲醚规模达到 120 万吨，煤基烯烃规模达到 252 万吨，煤炭间接液化规模达到 1000 万吨。

煤炭深加工及综合利用

发挥无烟煤资源优势和活性炭工业既有的基础，发展超低灰煤和活性炭，建设煤矸石电厂，建成宁东和大武口循环经济示范区。到 2010 年活性炭生产能力达到 5 万吨/年，超低灰无烟煤产量达到 100 万吨/年，太西无烟煤实现由燃料到化工原料的转化，电力装机容量达到 87 万千瓦。计划到 2015 年，活性炭能力达到 10 万吨，电力装机容量达到 210 万千瓦。到 2020 年，活性炭能力达到 25 万吨，电力装机容量达到 387 万千瓦。

铁路模板

加快矿区专用线建设，按照宁东矿区及煤化工基地建设进度，形成西与包兰线接轨，南与太中银贯通，东与太中银银川联络线接轨，北与东乌铁路接轨的横贯东西、连接南北的铁路运输网络，最终实现宁东产品通过太中银铁路与神华铁路联通进入神华两大港口的目标。

“十二五”规划目标

全面建成国家亿吨级煤炭基地、现代煤化工基地和宁东铁路主干线网，初步建成太西循环经济示范园区和国家级碳基材料研发基地，到 2015 年实现营业总收入突破 500 亿元。到 2020 年，集团公司规划煤炭产量达到 1.3 亿吨，煤化工产品 1000 万吨，煤炭深加工产品超过 120 万吨，宁东矿区铁路运输能力达到 1.2 亿吨，全面建成以千万吨级现代化矿井群为核心的国家亿吨级煤炭基地、以煤制烯烃和煤制油为龙头的世界

级现代煤化工基地、国家级碳基材料研发基地和循环经济示范园区，营业总收入突破1000亿元。

神华新疆能源：煤炭电力铁路齐头并进

神华新疆能源有限责任公司前身是新疆乌鲁木齐矿业，2005年神华集团增资扩股后控股68%。主营范围为煤炭生产销售、发电热力生产等。

公司现有生产矿井7对（苇湖梁煤矿、碱沟煤矿、小红沟煤矿、大洪沟煤矿、铁厂沟煤矿、屯宝煤矿、宽沟煤矿），生产能力已达1500万吨/年，基建矿井1对（准东露天煤矿），准东露天煤矿现有开采能力已经达到3000万吨/年，但由于销售问题，实际产量低于1000万吨/年；远期规划可至5000万吨/年。规划矿井3对（涝坝湾煤矿、松树头煤矿、黑山矿区），煤种以长焰煤、弱粘煤为主，低灰、低硫、高发热。兰新铁路从矿区中部通过，312、216国道从矿区附近通过，交通便利。产品主要供应新疆区内及甘肃河西地区、中央、兵团及自治区重点电力、石化、冶金、化工、城市供电等重点企业，与各大企业建立建立长期稳定的战略合作关系。

公司拟建、在建电力装机容量207万KW，拟建铁路总里程260km。实施新疆地区内的煤制油与煤化工产业建设，启动新疆黑山300万吨/年煤直接液化项目和准东300万吨/年煤间接液化项目。规划到2020年，公司煤炭产销量1.5亿吨，电力装机容量447万KW，铁路总里程306km，煤制油与煤化工产品600万吨。

表格 13： 新疆能源下属煤矿

	煤种	投产日期	可采储量	核定产能
神华新疆能源	动力煤		225653	1835
六道湾煤矿	弱粘煤、长焰煤	1951.07	10153	130
碱沟煤矿	弱粘煤、长焰煤	1980.04	14075	130
小红沟煤矿	弱粘煤	1986.01	10812	105
大红沟煤矿	弱粘煤、长焰煤	2001.1	7552	110
铁厂沟煤矿	弱粘煤	2002.11	13847	120
屯宝煤矿	不粘煤、长焰煤		5283	120
宽沟煤矿	不粘煤		46182	120
准东将军庙露天煤矿	不粘煤、长焰煤	2007.06	117749	1000

资料来源：国家安监局，华泰联合证券研究所整理

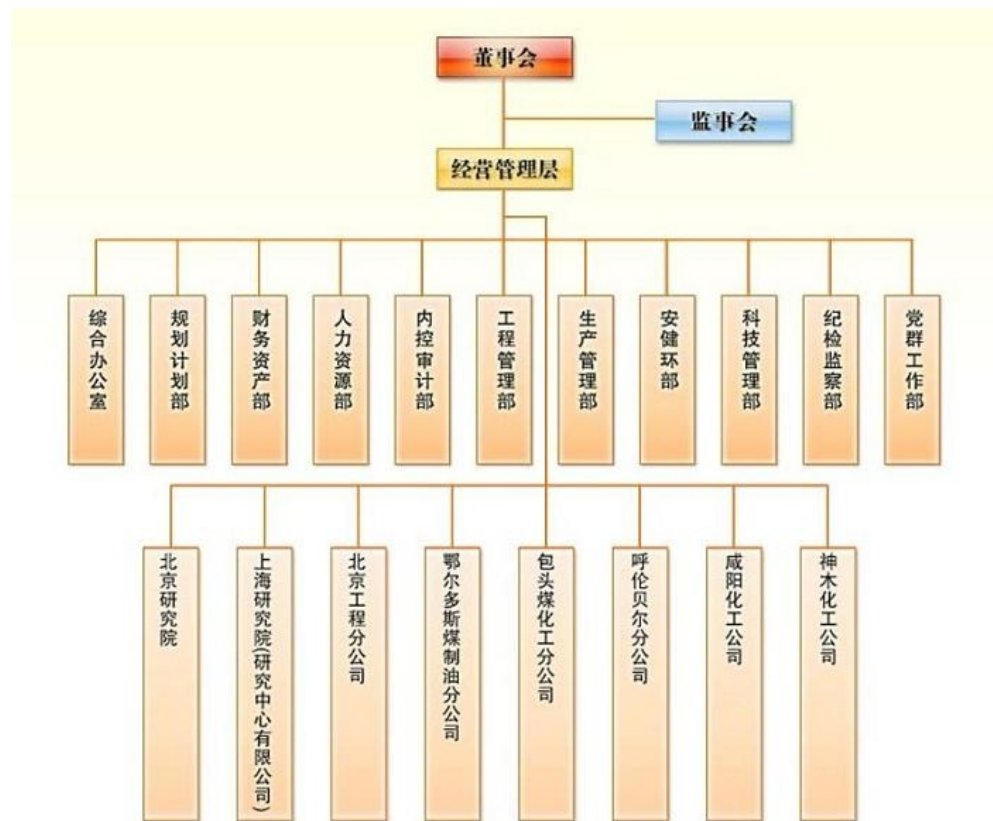
新疆神华矿业：拥有煤炭资源260多亿吨

新疆神华矿业有限责任公司于2005年由神华集团有限责任公司和新疆维吾尔自治区地质矿产勘查开发局共同出资，其中神华集团控股70%，自治区控股30%，主营业务包括矿产资源的勘探、开发、管理。公司负责神华集团在新疆准东近1000平方公里的整装煤田的勘探以及进一步的开发和管理。公司拥有新疆地区所有主要矿区的地质勘探资料，目前在新疆准东地区拥有煤炭资源260多亿吨。

神华煤制油化工：煤直接液化、煤制烯烃运转成功

中国神华煤制油化工有限公司是神华集团所属全资子公司，成立于 2003 年。公司下设鄂尔多斯煤制油分公司、包头煤化工分公司、呼伦贝尔分公司等 6 个分公司；神华煤制油研究中心有限公司、陕西咸阳化学工业有限公司、陕西神木化学工业有限公司 3 个控股子公司。公司主要从事以煤制油与煤化工业务为主的与煤炭清洁转化利用相关的业务，主营产品为柴油、石脑油、液化气、聚乙烯、聚丙烯、甲醇等。2010 年，神华集团煤制油化工板块生产油品化学品 150.2 万吨，其中油品 45 万吨。2011 年，预计生产油品化学品 281.8 万吨，其中油品 71 万吨。

图 13： 神华煤制油下属公司



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

公司已经建成并运行的大型示范工程有：采用神华自主知识产权技术建设的煤直接液化百万吨级示范工程、采用神华自主研发费托合成催化剂技术的年产 18 万吨煤间接液化示范工程、采用现代煤化工和石油化工技术建设的年产聚乙烯、聚丙烯各 30 万吨的神华包头煤制烯烃工程、年处理能力 10 万吨的二氧化碳捕集与封存示范工程。煤直接液化百万吨级示范工程已于 2008 年末投料试车成功，并于 2009 年实现投产；采用现代煤化工和石油化工技术建设的年产烯烃 60 万吨的神华包头煤制烯烃项目已于 2010 年进行试生产，2011 年投产运转成功。

公司正在筹建的大型煤制油化工项目有：年产 120 万吨煤基烯烃及下游化工产品的神华-陶氏榆林循环经济煤炭综合利用项目、年产 20 亿立方米鄂尔多斯煤制天然气项

目、呼伦贝尔褐煤精炼多联产项目、新疆煤炭清洁转化项目、山西煤焦化一体化项目、陕西甲醇下游加工项目等。

鄂尔多斯煤制油

从事煤直接液化和煤间接液化示范生产，主要产品为柴油、液化气、石脑油等；直接液化项目采用自主知识产权。是全世界第一套商业化运行生产线，是涉及国家能源战略、产业战略的十五重点项目之一。总建设规划为年产油品 500 万吨，分两期建设，其中一期工程有三条主生产线组成，包括煤液化、煤制氢等 14 套主要生产装置。建成投产后，每年用煤量 970 万吨，可生产各种油品 320 万吨，其中柴油 215 万吨、液化气 31 万吨。鄂尔多斯煤直接液化试生产线 2002 年 9 月得到国家计委正式批准，先期工程投资 150 亿元人民币，年产油品 100 万吨，总建设规模为年产油品 500 万吨，于 2008 年 12 月 31 日一次投料试车成功。

包头煤制烯烃

世界首套、全球最大的煤基甲醇制烯烃工业化示范工程，核心装置采用具有中国自主知识产权的 DMTO（甲醇制低碳烯烃）工艺技术。主要生产装置包括：180 万吨/年甲醇装置、60 万吨/年甲醇制烯烃（MTO）装置、30 万吨/年聚乙烯装置、30 万吨/年聚丙烯装置。项目于 2006 年 12 月获得国家发改委核准，2007 年 9 月开工建设，2010 年 5 月全面建成，8 月打通全流程、投料试车一次成功、生产出合格聚烯烃产品。2011 年正式投入商业化运行，公司称盈利能力良好。

公司基本情况再回顾：煤电路港航一体化的巨型煤炭生产商

历史沿革

神华集团的前身是隶属于中国华能集团公司的华能精煤公司。

1995 年 8 月，在华能精煤公司的基础上组建“神华集团有限责任公司”，负责开发经营神府东胜煤田及其配套的铁路（包括包神、神朔、朔黄线）、电站、港口、航运船队以及与之相关的产业。

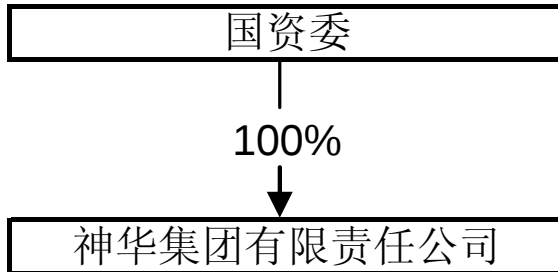
1998 年 8 月，神华集团接受了内蒙古西五局（包括乌达矿务局、海渤湾矿务局、包头矿务局、准格尔煤炭公司、万利煤炭公司）。同年 12 月，原北京军区呼和浩特企业管理局也并入神华集团（合称为西六局）。1999 年政企脱钩后，神华集团由中央企业工委管理，同年接受了在京部委脱钩的 8 家公司（包括：国华能源投资有限公司、中国机电出口产品投资公司、中联经济技术开发公司、金瓷科技实业发展公司、信泰珂科技发展中心、中国出口商品基地建设总公司、中国华福实业总公司、北京市国土资源遥感公司）。

2004 年，经国务院和国资委批准同意，神华集团进行了重组改制，于 2004 年 11 月 8 日以其煤炭的生产与销售、电力的生产与销售、铁路及港口运输等业务的主要资产、负债和权益作为出资发起设立了中国神华能源股份有限公司，并分别于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月完成了神华股份公司的 H 股和 A 股发行上市工作。

股权结构

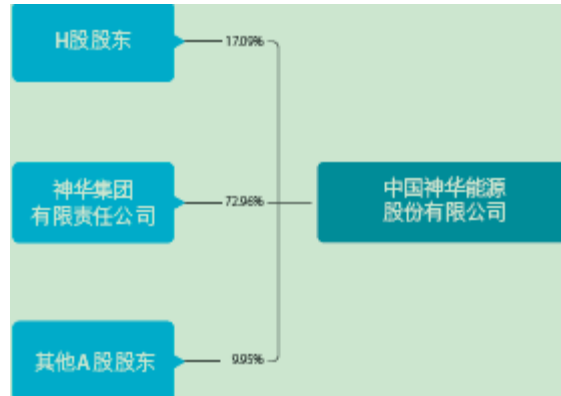
神华集团由国资委 100%控股，中国神华由神华集团 73%控股。

图 14： 神华集团股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

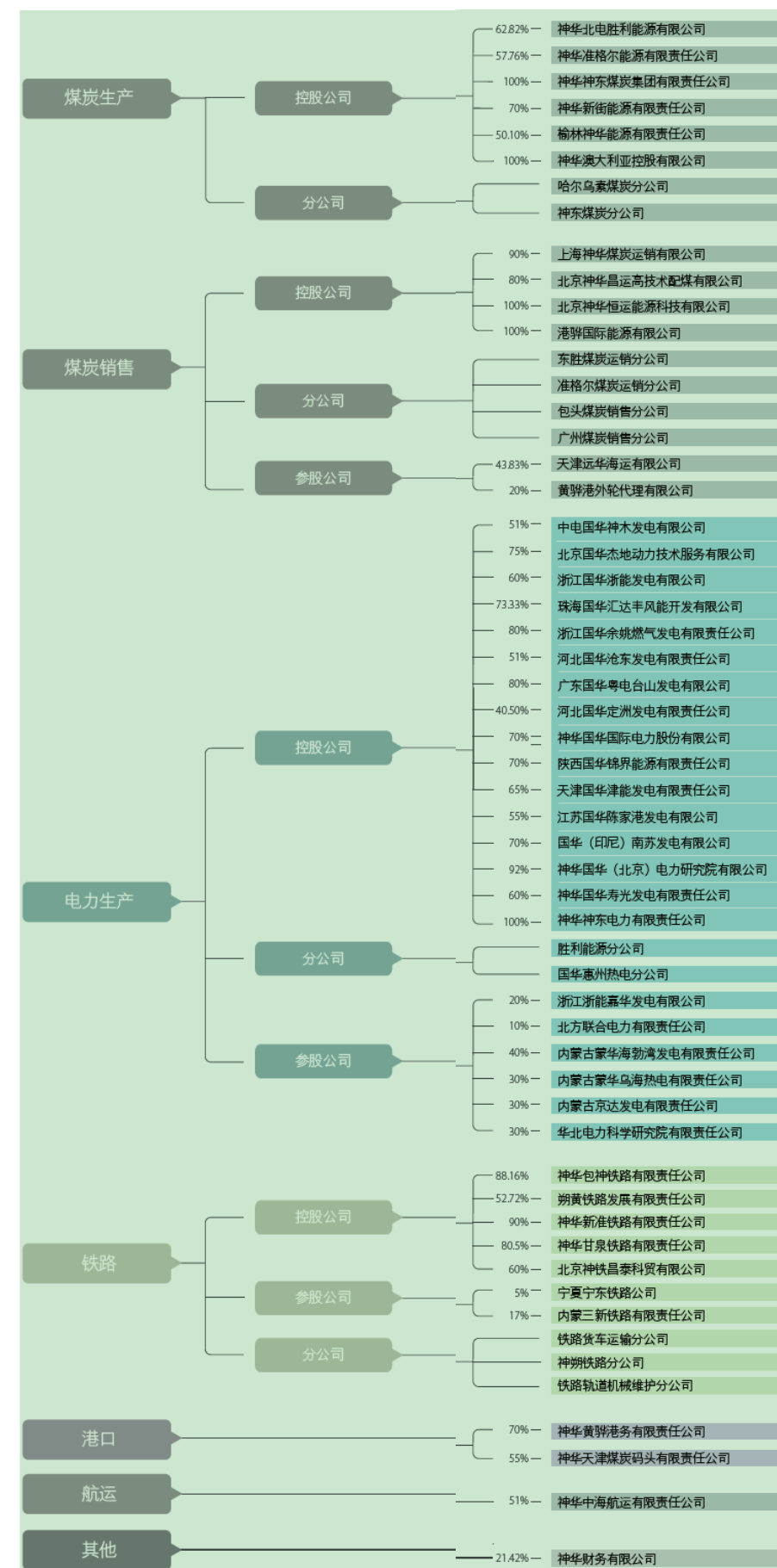
图 15： 中国神华股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

下属公司

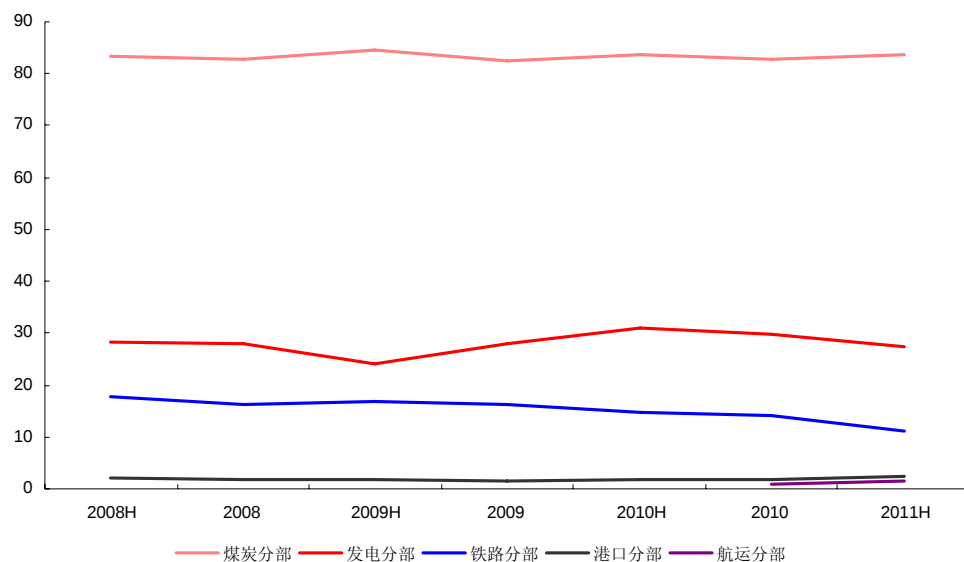
图 16： 中国神华下属公司



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

各分部收入占比、毛利占比、毛利率

图 17： 各分部收入占比%



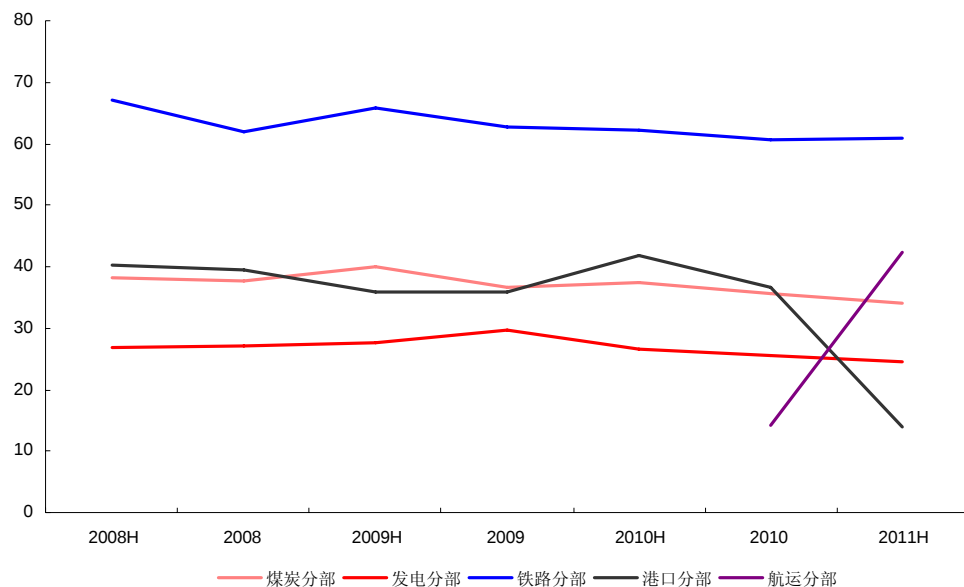
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 18： 各分部毛利占比%



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 19: 各分部毛利率%



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理预测

自产煤内涵式扩张能力强 未来五年复合增长率 12%

四大矿区资源接续 自产煤内涵式扩张能力强

公司拥有神东、准格尔、北电胜利、新街台格庙四大矿区。神东矿区包括原神东矿区和万利矿区。2010 年神东矿区商品煤产量达 165.9 百万吨, 占同期本集团商品煤总产量的 73.8%。准格尔矿区商品煤产量为 44.6 百万吨, 围绕建设亿吨级矿区的目标, 黑岱沟露天矿和哈尔乌素露天矿继续实施扩能改造。胜利矿区商品煤产量为 14.3 百万吨。

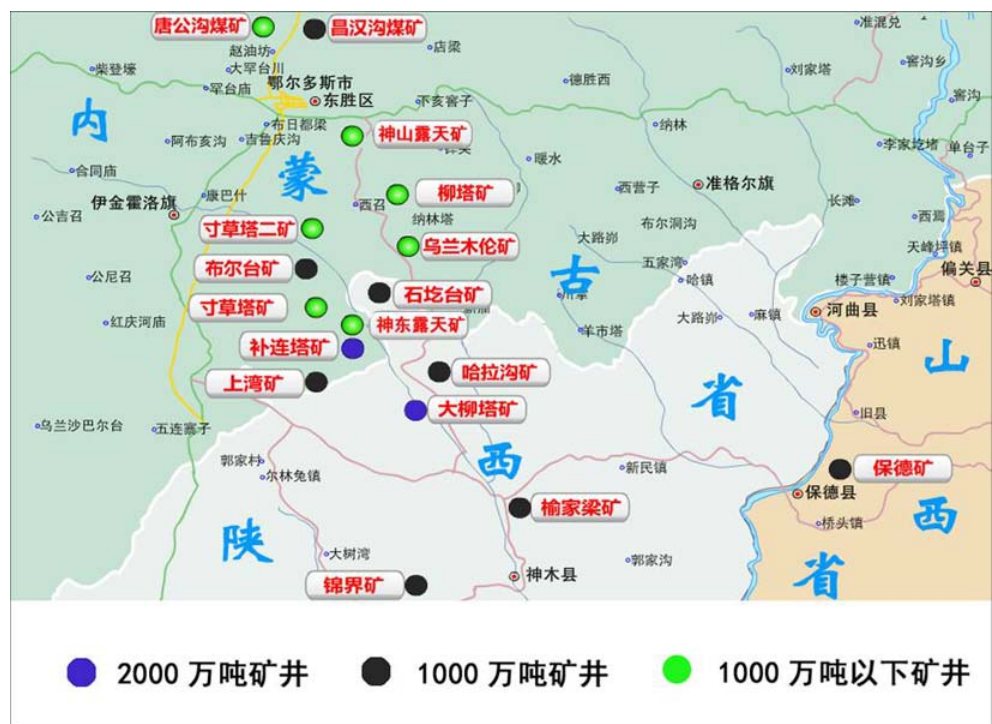
新街台格庙矿区于 2011 年 3 月得到发改委正式批复, 目前正开展矿区总体规划前期工作。位于内蒙古自治区鄂尔多斯市境内, 资源储量预计 130 亿吨, 是神东矿区周边尚未开发的大型整装煤田, 规划建设年产亿吨级商品煤的现代化矿区。新街台格庙矿区与神东矿区相邻, 可充分利用公司现有基础设施。

图 20: 中国神华煤矿分布



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 21: 神华神东煤炭集团矿井分布



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

2011-2015 年自产煤产量复合增长率约 12%

预计公司 2011-2015 年自产煤从 2.2 亿吨上升到 3.8 亿吨，增长 73%，复合增长率 CAGR 约 12%，2011 年增量主要来自包头矿业、神华宝日希勒、大柳塔、北电胜利、黑岱沟、哈尔乌素、锦界能源，2012-2013 年增量主要来自黑岱沟、哈尔乌素、北电胜利、锦界能源、神华宝日希勒、准格尔黄玉川，2014 年以后增量主要来自新街台格庙、榆神郭家湾、澳大利亚沃特马克矿。

表格 14： 各煤矿历史产量及预测

商品煤产量（百万吨）	股权比例	产能（万吨）	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
神东煤炭集团	100%		149.9	151.4	153.9	155.3	155.3	155.3	155.3
补连塔	100%	2000	22.5	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
大柳塔一活鸡兔	100%	2500	19.8	21.1	23.6	25.0	25.0	25.0	25.0
榆家梁	100%	1630	16.9	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1
上湾	100%	1300	13.0	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
哈拉沟	100%	1250	12.5	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
保德（康家滩）	100%	1400	11.9	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
石圪台	100%	1000	9.9	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1
乌兰木伦	100%	500	6.4	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
布尔台	100%	2000	9.4	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
万利一矿（昌汉沟）	100%	1000	9.8	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
柳塔矿	100%	300	5.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
寸草塔一矿	100%	240	2.9	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
寸草塔二矿	100%	270	3.0	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
唐公沟矿	100%	400	4.7	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
其它			1.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
准格尔能源公司	57.76%								
黑岱沟	57.76%	2500 扩至 5000	23.1	25.3	27.9	32.9	37.9	42.9	47.9
哈尔乌素	100%	2000 扩至 5000	14.1	19.3	23.3	28.3	33.3	38.3	43.3
神华宝日希勒	56.61%	5000	13.3	15.9	24.9	24.9	29.9	29.9	29.9
露天煤矿	56.61%	1000							
露天煤矿接续区	56.61%	1000							
宝雁煤矿	56.61%	1000							
第三煤矿接续区	56.61%	1000							
北电胜利	62.82%	1000 扩至 2000	10.5	14.3	15.9	17.9	20.9	20.9	20.9
锦界能源	70%	600 扩至 2000	12.7	14.5	15.8	18.3	21.3	21.3	21.3
包头矿业		810							
阿刀亥煤矿	100%	90			0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
水泉露天煤矿	100%	120			1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
李家壕煤矿	100%	600			4.5	6.0	6.0	6.0	6.0
柴家沟煤矿	95%	100	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
准格尔-黄玉川	51%	1000				2.0	6.0	10.0	10.0
新街-台格庙	70%	2000						5.0	10.0

榆神-郭家湾、青龙寺	50.10%	1100					4.0	8.0	10.0
澳大利亚-沃特马克	100%	1000						2.0	10.0
印尼南苏煤电	70%	200			2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
合计			210.3	224.8	276.0	290.0	318.0	341.0	380.0

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

表格 15：各煤矿具体情况

商品煤产量（百万吨）	股权比例	类型	开拓	首采时间	资源量（百万吨）	可采储量（百万吨）	可售储量（百万吨）
神东煤炭集团	100%	井工	平硐				
补连塔	100%	井工	平硐	1997		1550	265
大柳塔—活鸡兔	100%	井工	斜井—平硐			15.3	752
榆家梁	100%	井工	平硐	2001		384	174.7
上湾	100%	井工	斜井—平硐	2003		830	215.3
哈拉沟	100%	井工	斜井—平硐	1992		680	104.6
保德（康家滩）	100%	井工	斜井—平硐—竖井	2002		711	375
石圪台	100%	井工	斜井—平硐	2001		657	
乌兰木伦	100%	井工	斜井—平硐	1992		203	
布尔台	100%	井工	主斜井—副平硐—立风井	2009		1850	
万利一矿（昌汉沟）	100%	井工	斜井—平硐	1995			348
柳塔矿	100%	井工	斜井—平硐		212		
寸草塔一矿	100%	井工	主斜井—副平硐—斜风井			175.62	
寸草塔二矿	100%	井工	斜井—平硐		150		
唐公沟矿	100%	井工	平硐			81.53	
其它							
准格尔能源公司	57.76%	露天					
黑岱沟	57.76%	露天		1999			916
哈尔乌素	100%	露天		2008		1730	
神华宝日希勒	56.61%	露天				1372.52	
露天煤矿	56.61%	露天		2001	5008		
露天煤矿接续区	56.61%	露天		2011	152429		
宝雁煤矿	56.61%	露天		1994	1345		
第三煤矿接续区	56.61%	露天			44872		
北电胜利	62.82%	露天		2009			867
锦界能源	70%	井工	平硐	2007			
包头矿业							
阿刀亥煤矿	100%	井工	斜井	1958	51	24	
水泉露天煤矿	100%	露天		2008	59	40	
李家壕煤矿	100%	井工	平硐	2011	1,546	624	

柴家沟煤矿	95%	井工	平硐	1996	12	6.9964	
准格尔-黄玉川	51%	井工	平硐	2012	1846		
新街-合格庙	70%	井工		2013	13000		
榆神-郭家湾、青龙寺	50.10%	井工		2012			
澳大利亚-沃特马克	100%	井工		2014	1000		
印尼南苏煤电	70%	露天		2011			

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

动力煤煤质优良 煤种日趋多元化

公司煤种以优质动力煤为主，中高发热量、中低灰、特低硫，发热量普遍较高在 5000 大卡以上，仅神华宝日希勒及北电胜利为褐煤，发热量在 4000-4500 大卡左右。同时公司煤种日趋多元化，2010 年底收购的阿刀亥煤矿为焦煤。但值得注意的是，近年来新增产能的煤质及盈利能力有逐渐下降趋势，如 2010 年底收购的神华宝日希勒煤矿为褐煤，发热量以 4000 大卡为主，当地煤价在 140-160 元/吨，成本 80-90 元/吨，盈利能力不如存量资产。

表格 16：主要产品煤质特征

煤种	发热量 千卡/千克	硫份%	灰份%	水份%	灰熔点° C	挥发份%
神华特低灰煤	6000	0.4	5	14	1200	26.0-33.0
神华选精煤	5900	0.4	8	14	1200	26.0-33.0
神华优混	5,800-5,900	0.5	9	15	1150	26.0-33.0
神华混煤	5,600-5,800	0.6	10	16	1150	24.0-33.0
石炭优混	5600	0.6	22	10	1450	24.0-33.0
石炭混煤	5100	1.0	28	10	1450	24.0-33.0
神华块煤	5600	0.6	8	14	1150	24.0-33.0
神华原煤	5700	0.6	10	15	1150	24.0-33.0
动力配煤(1)	5,400-5,900	-	10.0-18.0	10.0-14.0	1,200- 1,400	24.0-33.0
准混 5100	5100	0.6	22	9	1450	24.0-33.0
准混 5000	5000	0.5	23	9	1450	24.0-33.0

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表格 17：各煤矿煤质特征

商品煤产量（百万吨）	产能（万吨）	一级煤种	明细煤种	煤质	低位发热量
神东煤炭集团					5500
补连塔	2000	动力煤	不粘煤、长焰煤	特低灰、特低硫、特低磷、中高发热量	5750
大柳塔—活鸡兔	2500	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、低硫、低磷、中高发热量	
榆家梁	1630	动力煤	长焰不粘煤	特低灰、特低硫、特低磷、高挥发分、中高发热量	6200
上湾	1300	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、特低硫、特低磷、中高发热量	5700
哈拉沟	1250	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、低硫、高发热量	5950
保德（康家滩）	1400	动力煤	不粘煤、长焰煤	中低灰、特低硫、特低磷、中挥发分、中高发热量	5550

石圪台	1000	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、特低硫、特低磷、中高发热量	5900
乌兰木伦	500	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、特低硫、特低磷、中高发热量	5600
布尔台	2000	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、特低硫、特低磷、中高发热量	
万利一矿（昌汉沟）	1000	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、特低硫、特低磷、中高发热量	5500
柳塔矿	300	动力煤	不粘煤	低灰、低硫、中高发热量	
寸草塔一矿	240	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、低硫、低磷、中高发热量	
寸草塔二矿	270	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、低硫、低磷、中高发热量	
唐公沟矿	400	动力煤	不粘煤、长焰煤	低灰、低硫、低磷、中高发热量	
其它					
准格尔能源公司		动力煤			5000
黑岱沟	2500 扩至 5000	动力煤	长焰煤	中灰、低硫、低磷、高灰熔点	5050
哈尔乌素	2000 扩至 5000	动力煤	长焰煤	中灰、低硫、特低磷、较高挥发分、中高发热量、高灰熔点	5000
神华宝日希勒	5000	动力煤	褐煤	特低至低硫分、低磷分、低至中灰分、高热值	4000
露天煤矿	1000	动力煤	褐煤	特低至低硫分、低磷分、低至中灰分、高热值	4000
露天煤矿接续区	1000	动力煤	褐煤	特低至低硫分、低磷分、低至中灰分、高热值	4000
宝雁煤矿	1000	动力煤	褐煤	特低至低硫分、低磷分、低至中灰分、高热值	4000
第三煤矿接续区	1000	动力煤	褐煤、长焰煤	特低至低硫分、低磷分、低至中灰分、高热值	4000
北电胜利	1000 扩至 2000	动力煤	褐煤		4500
锦界能源	600 扩至 2000	动力煤			6000
包头矿业	810				
阿刀亥煤矿	90	炼焦煤	焦煤	低硫分、低磷分、中灰分、低挥发分、特高热值	
水泉露天煤矿	120	动力煤	弱粘煤	低硫分、低磷分、中灰分、中高热值	
李家壕煤矿	600	动力煤	不粘煤、长焰煤	中水分、低硫分、特低磷分、特低至低灰分、高热值	
柴家沟煤矿	100	动力煤	长焰煤	中高硫分、低磷分、低至中灰分、高热值	
准格尔-黄玉川	1000	动力煤			5500
新街-台格庙	2000	动力煤			
榆神-郭家湾、青龙寺	1100	动力煤			
澳大利亚-沃特马克	1000	动力煤			
印尼南苏煤电	200	动力煤			

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

合同现货并重销售策略清晰 大客户依赖度低议价能力强

中国神华确立的基本销售策略是：长期来看合同与现货并重，各占 50%，短期可以根据市场情况略有波动；提高利润率最高的下水煤的比例。

合同与现货并重销售策略清晰

对于中国神华这样体量庞大的公司，合同煤的比例必须得到保证，这部分是盈利的基本保障，而现货的 50%则是可以贡献超预期利润的部分，这种策略也符合国际上能源大宗商品销售普遍采用的模式。

2010 年中国神华现货煤占比从 2009 年的 30% 提升至 45%，2011 年前三季度煤炭现货比例继续提升至 55%，对十二五期间现货比例进行保守预测，自产煤现货比例稳定在 30% 左右，贸易煤全部为现货，合计现货比例稳定在 50% 左右。

发改委 2011 年 11 月 30 日发出通知 2012 年度合同电煤价格涨幅不得超过上年合同价格的 5%，中国神华此类合同煤比例较高公司将受益，鉴于目前合同煤和现货煤价差依然较大，未来如果电价持续上调，公司自产煤、煤炭贸易毛利率都有望提高，公司作为动力煤行业龙头将持续受益。

表格 18： 合同现货销量占比

销量占比	2010	2011E	2012E	2013E
合同	55%	50%	50%	50%
现货	45%	50%	50%	50%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

提高利润率最高的下水煤的比例

公司煤炭销售按运输方式及流向主要分为三类：坑口，主要销售给坑口电厂；直达，沿铁路销售给沿线用煤企业，地区集中于华北、东北、华中；下水，先通过铁路运输至港口再航运至东南沿海地区。其中毛利率最高的是下水煤，其次是直达，而坑口最低。公司将在合理范围内尽量提高利润率最高的下水煤的比例，2011 年前三季度现货下水煤比例已由 2010 年的 25% 提升至 33%。

表格 19： 按运输方式三类销售模式吨煤毛利

(元/吨)	2010 吨煤价格	铁路运输费	港杂费	吨毛利
内销	421.6			
长约合同	385.2			
坑口	162.9			51.9
直达（沿铁路）	297.6	60		126.6
下水（港口 FOB）	462.4	100	20	231.4
现货	465.6			
坑口	130.9			19.9
直达（沿铁路）	433.4	60		262.4
下水（港口 FOB）	589.3	100	20	358.3

资料来源：华泰联合证券研究所测算

大客户依赖度低 议价能力强

公司客户结构优质稳定，主要客户以重点电厂为主，即使按照省级采购单位为统计口径，中国神华前五大客户营业收入占合并报表收入比重也仅为 24%，在所有煤炭上市公司中位居第 8，而中国神华母公司前五大客户营业收入占合并报表收入比重仅为 9%。公司对大客户依赖度低，议价能力强。

表格 20：国内煤炭上市公司前五大客户营业收入占比排序

名称	2010 上市公司前五大客户营业收入占合并报表收入比重	2010 上市公司前五大客户营业收入占母公司收入比重
中煤能源	15%	41%
神火股份-铝	17%	
兰花科创	18%	18%
国阳新能	18%	53%
平庄能源	22%	22%
山煤国际	22%	32%
潞安环能	22%	25%
中国神华	24%	9%
兖州煤业	25%	31%
西山煤电	30%	33%
恒源煤电	32%	32%
上海能源	33%	36%
平煤股份	33%	31%
冀中能源	37%	41%
国投新集	40%	66%
神火股份-煤	43%	96%
昊华能源	49%	54%
露天煤业	51%	52%
煤气化	52%	52%
盘江股份	54%	54%
开滦股份	55%	57%
大同煤业	71%	33%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 21：中国神华 2010 年前五大客户营业收入占比

	收入占比
浙江省电力	7%
广东电网	6%
河北省电力	5%
广东省电力燃料	3%
辽宁省电力	3%
合计	24%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 22：中国神华母公司 2010 年前五大客户营业收入占比

	收入占比
1. 广东省电力工业燃料有限公司	4%
2. 国电燃料有限公司	2%
3. 深圳能源集团股份有限公司	1%
4. 华电煤业集团有限公司	1%

5. 广州珠江电力燃料有限公司	1%
合计	9%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

打造中国煤炭销售“沃尔玛” 积极开展煤炭外购贸易

推进大销售战略 组建神华销售集团

中国神华 2009 年提出“大销售、大物流”发展战略，2010 年更明确提出打造“中国煤炭沃尔玛”，公司着力打造中国煤炭销售的“沃尔玛”，建立涵盖煤源体系、贸易体系、物流体系、市场体系的销售格局，积极推进大销售战略，除完成自产煤的销售外，扩大外购煤贸易，采取买断、代理、进口等方式，增加对煤炭资源的控制力，扩大市场占有率，提高市场控制力。在稳定原有大宗交易的基础上，也开始关注零售贸易的盈利机会。公司开展煤炭外购贸易同时也是为了抢占下游客户资源，提高市场占有率，掌握现货煤定价权，预占国铁运力，为日后自有产能释放做客户及运力储备。

实际上公司早已涉足外购煤炭贸易领域，并在坑口、铁路沿线及港口设立运销公司，在销售自产煤的同时兼做煤炭贸易。十二五伊始公司更是加速推进大销售战略，2011 年 4 月 29 日通过《关于设立神华销售有限责任公司的议案》，批准独资设立神华销售有限责任公司，采用股权转让或增资等形式，将公司目前在上海神华煤炭运销有限公司、北京神华昌运高技术配煤有限公司以及北京神华恒运能源科技有限公司持有的股权注入神华销售公司，并对相关业务进行整合，组建以神华销售公司为核心的神华销售集团。张喜武董事、张玉卓董事、凌文董事和韩建国董事组成的董事小组具体负责，足见管理层对该项工作的重视。2011 年神华还对销售业务进行了整合，组建神华销售集团，按西北、华北、华东、华南、香港分区销售。

坑口外购贡献盈利 港口外购意在提升市场占有率

目前公司外购贸易主要有两种形式：

第一种是坑口外购，然后运至港口下水或铁路直达客户所在地，这种贸易形式可以赚取从坑口到用户之间各环节的溢价增值，以 2010 年均价计算毛利率达到 30%。这部分贸易量的约束条件一是外购煤源，二是铁路运力，坑口外购煤来源有充足保证，预计十二五末坑口外购量将达到 1.5 亿吨。

坑口收购价格根据供应商情况主要分三种：

- 1、没有运输能力及销售管理能力的小煤矿，有充分的积极性在坑口销售给神华，这种模式一般是签定年度合同价格，价格较低，这部分量占约 50%。
- 2、有一定铁路运力的大型地方煤炭企业，有足够运力的部分通过内部运输渠道销售，没有足够运力的部分卖给神华，价格随行就市因而较高，这部分量占约 20%。
- 3、神华体系内部或地方企业扶持煤炭企业没有运输条件，使用神华的集运站，价格介于前两者的中间价，这部分量占约 30%。

第二种是港口外购，然后屯放于公司在港口的仓储站，再航运至东南沿海用户，这种贸易形式主要赚取港杂费及代理费，以 2010 年均价计算毛利率仅 2%，公司从事此项贸易主要是为了提高煤炭贸易市场占有率，在现货煤定价方面获得更大的话语权；这部分贸易量的约束条件主要是港口吞吐量，预计十二五末港口外购量将达到 0.35 亿吨。

外购煤销售主要有两种模式：1、采购后直接通过神华运输通道送至客户；2、采购后掺配自产煤后通过神华运输通道送至客户。外购煤量及销售方式是根据市场形势的变化进行相应调节。

坑口外购可以赚取从坑口到用户之间各环节的溢价增值，有效提高公司盈利；港口外购主要赚取港杂费及代理费，利润率较低，意在提高煤炭贸易市场占有率，使公司在现货煤定价方面获得更大的话语权，向煤炭市场领导者迈进。以 2010 年均价计算两种贸易形式的毛利率分别可以达到 30%、2%，虽然相比于自产下水煤毛利率较低，但对盈利的贡献也不容小视。

表格 23：坑口港口外购煤、自产下水煤毛利率比较

	外购价格	铁路运输费	港杂费	销售价格	吨煤毛利	毛利率
坑口外购	295	100	20	589.3	174.3	30%
港口外购	579.3			589.3	10	2%
	生产成本	铁路运输费	港杂费	销售价格	吨煤毛利	毛利率
自产下水	111	100	20	589.3	358.3	61%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

2011 年前三季度公司外购煤炭约 7650 万吨，同比上升 60%以上，并呈现逐季上升态势，公司在稳定坑口及沿线外购量的同时也加大港口外购量。2012 年全国西煤东运的铁路运力可能比 2011 年更紧张，因为大秦线几乎没有增量，增量主要来自于朔黄线，也只有 3000 万吨左右，公司“三西”坑口采购贸易煤比例有望进一步提升，贸易煤业务利润有望大幅增长。

市场控制力加强 向煤炭市场领导者迈进

铁路运力是坑口外运量的约束条件，港口吞吐量是下水煤量的约束条件，同时考虑自产煤产量的增长，我们对公司自产煤和坑口港口外购煤销量的预测如下表所示。通过运量和运力支持的比较，可以看到铁路港口运力基本能够满足我们假设的销量增长。

根据下表的预测，十二五公司煤炭销量将从 2.9 亿吨上升到 5.7 亿吨，增长 95%，CAGR14%；自产商品煤从 2.2 亿吨上升到 3.8 亿吨，增长 73%，CAGR12%；外购煤从 0.72 亿吨上升到 1.9 亿吨，增长 161%，CAGR21%。

表格 24：十二五自产及外购煤销量预测

销量（百万吨）	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
销量总计	292.6	377	412	462	509	569
坑口	29.9	45	74	83	86	89
直达（沿铁路）	92.8	120.65	82.3	93.3	107.3	134.3
下水（港口 FOB）	159.6	194	244	274	304	334
自产商品煤	220.2	276	290	318	345	380
外购商品煤	72	101	122	144	164	189
坑口外购	54	74	94	114	134	154
港口外购	18	27	28	30	30	35

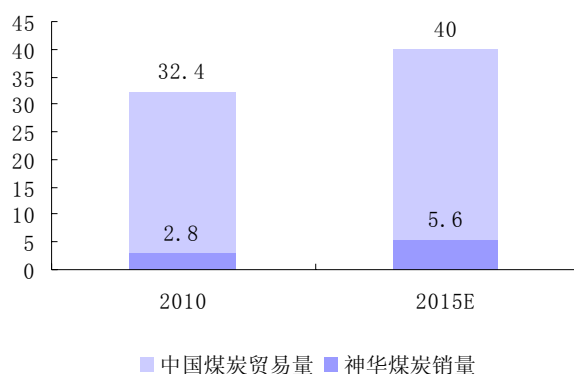
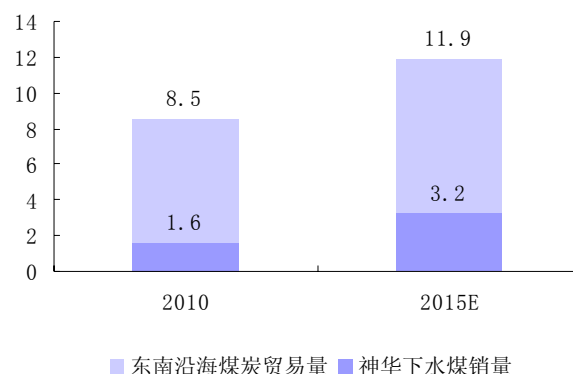
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

表格 25：煤炭销量假设下十二五铁路港口运力支持情况

运量与运力支持（百万吨）	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
铁路						
坑口外运量	234	288	298	337	381	433
铁路运能	210	268	326	394	462	530
运力富余	(24)	(19)	28	57	81	97
港口						
下水煤量	160	194	244	274	304	334
港口吞吐能力	170	204	228	252	276	300
运力富余	10	10	(16)	(22)	(28)	(34)

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

十一五末，中国煤炭贸易量 32.4 亿吨，神华煤炭销量 2.8 亿吨，占比 9%；东南沿海煤炭贸易量 8.5 亿吨，神华下水煤销量 1.6 亿吨，占比 19%。预计到十二五末，中国煤炭贸易量达到 40 亿吨，神华煤炭销量 5.6 亿吨，占比提高至 14%；东南沿海煤炭贸易量 11.9 亿吨，神华下水煤贸易量 3.2 亿吨，占比提高至 27%。可以预见十二五神华市场控制力将逐步加强，向煤炭市场领导者迈进，在现货煤定价方面可以获得更大的话语权，进而转化为实际盈利。

图 22： 2010 和 2015 年神华在全国煤炭贸易占比

图 23： 2010 和 2015 年神华在东南沿海煤炭贸易占比


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

煤炭运输“护城河”长期保证行业龙头地位

十年打通中国煤运大动脉 铁路业务“护城河”难以被复制

公司十年经营打通中国煤运大动脉朔黄铁路，建立了“路-港-航”运输网，实现高效运输、仓储、配送，使下游电厂对神华的依赖度不断提高。十二五期间，公司物流链将形成以下格局：在蒙西、陕北通过区域铁路网完成煤炭集运，向东接入西煤东运三大干线，沿铁路运达三大港口，再航运至东南沿海地区。中国神华是煤炭企业中唯一能够打通煤路港航整个物流链的煤炭公司，公司的“护城河”——西煤东运主干线朔黄铁路，是其他任何一家煤炭公司所无法企及的。公司在区域铁路运输网、西煤东运三大干线、北煤南运三大港口、航运各个环节都占有重要地位，这为中国神华成为巨型煤炭贸易商打下了良好的基础，也保证了公司在煤炭行业长期处于龙头地位。

图 24： 神华物流链全景图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

编织蒙陕区域铁路网 煤炭集运能力将达 6 亿吨

蒙西、陕北、山西北部区域铁路网是在煤炭主产地三西地区实现煤源集运的主要网络，再向东接入西煤东运三大干线，或向南运至中南地区。十二五期间将形成以神东矿区为中心的辐射网络，南北走向的干线有包神线、新包神线、包西线、准池线（在建），东西走向的干线有大准线、准东线、准朔线、巴准线（在建）。

其中神华自有线路是包神线、准池线、大准线、巴准线，根据公司公告的铁路建设计划，并综合考虑各线路运行关系，预计中国神华到十二五末区域铁路集运运能将达到

6 亿吨。无论从运输里程还是运能来看，中国神华在区域铁路运输网中都占有绝对优势，这为开展坑口外购提供了得天独厚的条件。

图 25： 投运及在建的蒙陕区域铁路



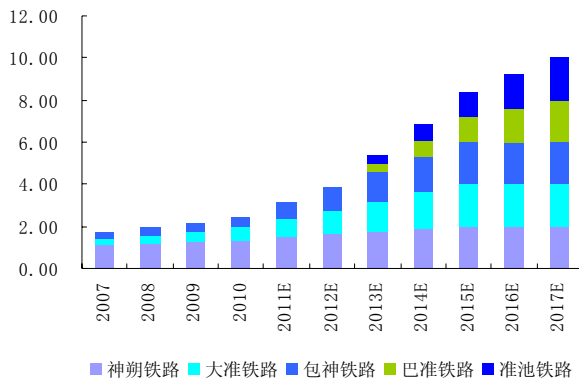
资料来源：公司公告

表格 26：投运及在建的蒙陕区域铁路详情

	里程 (公里)	十二五末运能 (亿吨)	功能	服务矿区	起迄点	投运时间
自有铁路						
投入运营						
神朔铁路	270	2	蒙陕区域集运	神东矿区	神东-朔州	
大准铁路	264	2	蒙陕区域集运	准格尔矿区	准格尔-大同	
包神铁路	172	2	蒙陕区域集运	神东矿区	包头-神东	
在建						
巴准铁路	134.89	2	蒙陕区域集运	神东矿区	巴图塔-点岱沟（东胜-准格尔）	2012 年底
准池铁路	182.3	2	山西北部集运 大准-朔黄联络线	山西北部	外西沟-神池南（大准-朔黄）	2012 年
甘泉铁路	341.86	0.6	蒙古国煤炭入华	蒙古国	甘其毛都-万水泉（中蒙边境-包头）	2012 年 5 月
蒙陕区域集运运力		6				

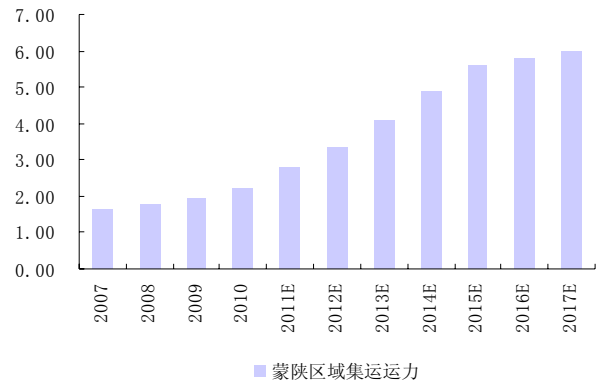
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

图 26： 蒙陕区域铁路网运力逐年释放



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

图 27： 蒙陕区域铁路网集运运力稳步上升



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

表格 27： 蒙陕区域煤炭集运运力假设

	运能 （亿吨）										
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
自有铁路											
投入运营											
神朔铁路	1.09	1.16	1.24	1.37	1.50	1.62	1.75	1.87	2.00	2.00	2.00
大准铁路	0.37	0.44	0.51	0.61	0.89	1.17	1.45	1.72	2.00	2.00	2.00
包神铁路	0.28	0.34	0.41	0.48	0.78	1.09	1.39	1.70	2.00	2.00	2.00
在建											
巴准铁路							0.40	0.80	1.20	1.60	2.00
准池铁路							0.40	0.80	1.20	1.60	2.00
甘泉铁路							0.12	0.24	0.36	0.48	0.60
蒙陕区域集运运力	1.60	1.77	1.95	2.23	2.78	3.34	4.09	4.85	5.60	5.80	6.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

贯通朔黄铁路 西煤东运能力将达 6 亿吨

中国西煤东运三大干线为大秦线、朔黄线、京包线+京包复线，其中神华自有线路是朔黄线，其他两条为国有铁路。大秦线主要负责三西地区煤炭东运，2010 年运量 4 亿吨，十二五末有望达到 5 亿吨；朔黄线主要负责蒙西鄂尔多斯、陕北榆林、山西北部地区煤炭东运，2010 年运量近 1.4 亿吨，预计十二五末达到 2.5 亿吨；京包线+京包复线主要负责三西地区煤炭东运，目前运量 6000 万吨，十二五末有望达到 1 亿吨。这三条运线到十二五末总运能将达到 8.5 亿吨，这也决定了十二五末东南沿海煤炭贸易量的大致水平。

中国神华除自有的神朔黄线，还充分利用自有铁路大准线、包神线对接国有铁路大秦线（十二五末神华可用运力 1 亿吨）、京包线+京包复线（十二五末神华可用运力 5000

万吨左右), 预计十二五末神华可利用自有及国铁线路实现西煤东运能力达 4 亿吨左右。

图 28: 自有及国有西煤东运铁路



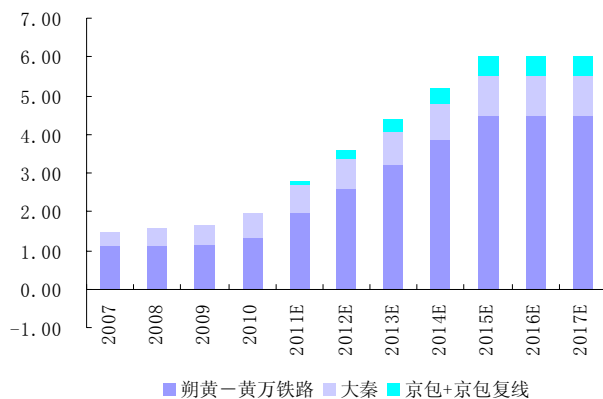
资料来源: 公司公告

表格 28: 自有及国有西煤东运铁路详情

	里程 (公里)	十二五末运能 (亿吨)	功能	服务矿区	起迄点
自有铁路					
朔黄—黄万铁路	662	4.5	西煤东运	神东矿区	朔州-黄骅-天津
国有铁路(神华可用)					
大秦	653	1	西煤东运	三西	大同-秦皇岛
京包/京包复线	808	0.5	西煤东运	三西	包头-北京-秦皇岛
西煤东运运力		6			

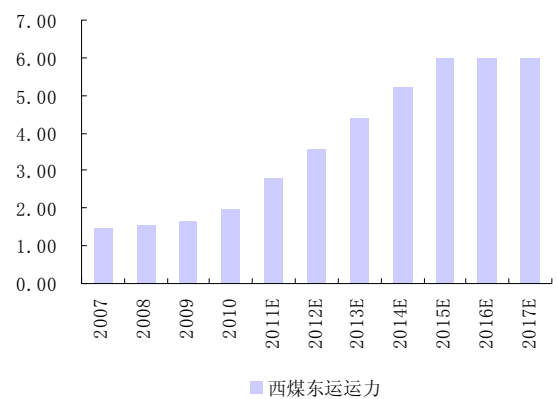
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理预测

图 29: 自有及国有西煤东运铁路运力逐年释放



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理预测

图 30: 西煤东运运力稳步上升



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理预测

表格 29：西煤东运铁路运力假设

	运能 (亿吨)								
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
自有铁路									
朔黄—黄万铁路	1.10	1.12	1.15	1.34	1.97	2.60	3.24	3.87	4.50
国有铁路（神华可用）	0.38	0.43	0.48	0.64	0.81	0.98	1.16	1.33	1.50
大秦	0.37	0.44	0.51	0.61	0.69	0.77	0.85	0.92	1.00
京包+京包复线				0.03	0.12	0.22	0.31	0.41	0.50
西煤东运运力	1.48	1.55	1.63	1.98	2.79	3.59	4.39	5.20	6.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

建成黄骅天津两大港口 北煤南运能力将达 3 亿吨

中国北煤南运三大港口为秦皇岛港、黄骅港、天津港+天津煤码头，其中神华自有港口是黄骅港、天津煤码头。秦皇岛港目前已步入稳定发展阶段，2010 年完成煤炭吞吐量 2.1 亿吨，预计十二五期间保持稳中略升，2015 年达到 2.2 亿吨。

黄骅港现有专业化煤炭泊位 8 个，煤炭年通过能力 1 亿吨，煤炭堆存容量：正常生产 220 万吨，设计容量 420 万吨；神华天津煤炭码头现有专业化煤炭泊位 3 个，煤炭年通过能力 4500 万吨，煤炭堆存容量：正常生产 80 万吨，设计容量 144 万吨。

神华自有港口则处于快速扩张发展阶段，黄骅港二期扩容完善工程已建成，具备 1 亿吨下水能力；目前三期工程项目已全面启动，建成后将形成 1.5 亿吨下水能力。神华天津煤码头一期工程年吞吐能力为 3500 万吨，目前二期工程核准工作正有序推进，拟再增加 3500 万吨吞吐能力，加上即将投产的第四条卸车线工程，预计十二五末总吞吐能力将达 8000 万吨。

随着自有港口扩能建设的完成，加上可以利用的第三方港口，十二五末神华煤炭北煤南运能力将达到 3 亿吨。也就是说，神华下水煤量有望从 2010 年的 1.7 亿吨增至 3 亿吨，而下水销售正是公司煤炭利润最高的部分。

图 31： 自有及第三方北煤南运港口



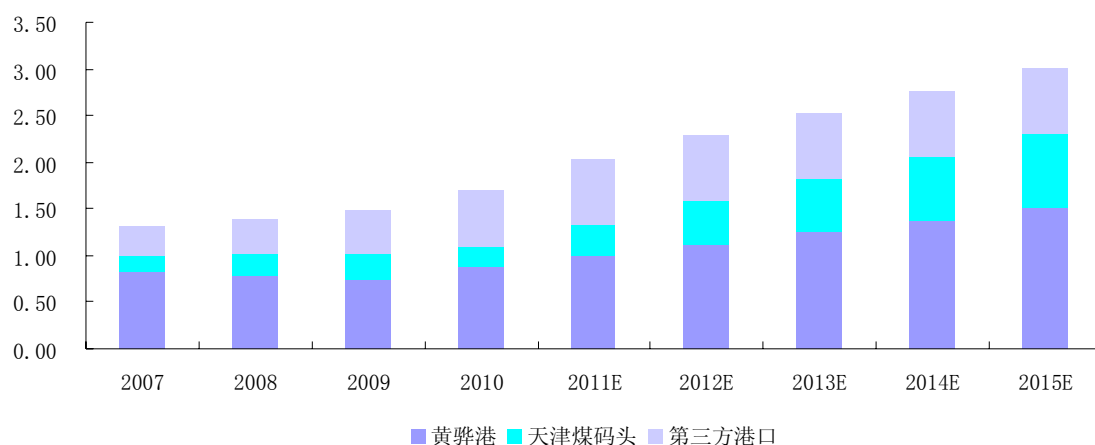
资料来源：公司公告

表格 30：自有及第三方北煤南运港口吞吐量详情

	目前吞吐量 (亿吨)	十二五末吞吐量 (亿吨)	十二五末吞吐量 (亿吨) (神华可用)
自有港口			
黄骅港	1	1.5	1.5
天津煤码头	0.3	0.8	0.8
第三方港口			
秦皇岛港	2.1	2.2	0.39
天津港	0.7	0.7	0.10
其它	0.57	0.84	0.22
唐山港	0.27	0.54	
日照港	0.3	0.3	
合计	4.67	6.04	3.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

图 32：自有及第三方北煤南运港口吞吐量稳步上升



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

表格 31：自有及第三方港口吞吐量假设

	下水煤量 (亿吨)								
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
自有港口	1.00	1.01	1.02	1.10	1.34	1.58	1.82	2.06	2.30
黄骅港	0.81	0.78	0.75	0.87	1.00	1.12	1.25	1.37	1.50
天津煤码头	0.19	0.23	0.27	0.23	0.34	0.46	0.57	0.69	0.80
第三方港口	0.30	0.38	0.47	0.60	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
秦皇岛港	0.18	0.23	0.29	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39

天津港	0.11	0.14	0.18	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
其它	0.01	0.01	0.00	0.12	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
合计	1.30	1.39	1.49	1.70	2.04	2.28	2.52	2.76	3.00

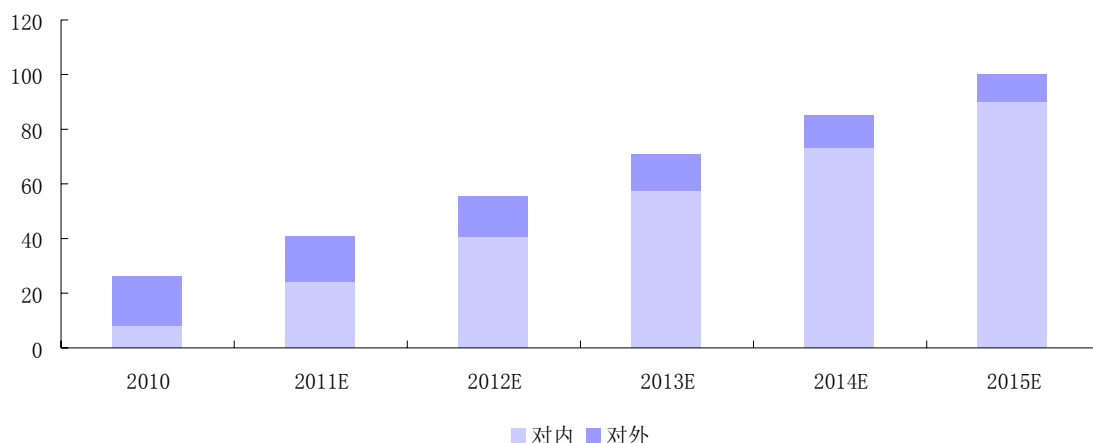
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

控股新世纪航运 海运运力将达 1 亿吨

在港口运能提升同时，公司积极建立自有船队，2010 年收购新世纪航运 51% 股权，现拥有船舶 11 艘，总运力 49 万吨。在建 4.6 万吨散货船 24 艘，7.6 万吨散货船 2 艘，运力 139 多万吨，两年内将陆续下水。预计 2015 年运力达到 175 万吨，年运力近 1 亿吨（目前年运量为 5000 万吨/年）。

在“有港有船”的前提下，公司成功实现“送货到家”的销售构想。目前，航运公司凭借两大股东神华和中海集团在能源和沿海运输的规模优势，已经能将沿海煤炭运达国华台山、宁海、绥中、徐州、太仓、惠州等地电厂。

图 33：北煤南运航运运力稳步上升



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

表格 32：北煤南运航运运力假设

	十二五航运能力 （百万吨）	航运货运量 （百万吨）					
		2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
对内	90	7.8	24.24	40.68	57.12	73.56	90.00
对外	10	18.1	16.48	14.86	13.24	11.62	10.00
合计	100	25.9	40.72	55.54	70.36	85.18	100.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理预测

加快国际化进程 稳步推进海外项目

设立海外开发投资公司 五大海外项目稳步推进

公司战略愿景是建设具有国际竞争力的世界一流煤炭综合能源企业，这也包括海外业务拓展，2011 年公司独资设立中国神华海外开发投资公司，专门负责开发海外项目，张喜武董事、张玉卓董事和凌文董事组成的董事小组办理设立公司的相关事宜，足见公司对海外拓展的重视。目前公司已投运项目包括印尼南苏煤电项目，正在筹建的项目包括：澳大利亚沃特马克项目、俄罗斯项目、蒙古国项目、非洲项目，预计澳大利亚项目和俄罗斯项目 2015 年建成，蒙古项目、非洲项目到十二五末有实质性进展。

印尼南苏煤电项目已进入生产运营期

南苏煤电项目由国华（印尼）南苏发电有限公司（PT. GH EMM INDONESIA）进行建设和经营，神华持有国华（印尼）南苏发电有限公司 70% 股权。位于印度尼西亚的南苏门答腊省，采取坑口煤电联营模式，包括 2×150 兆瓦发电机组和 2 百万吨/年的露天煤矿。项目配套煤田储量约 4 亿吨，可采储量约 6,000 万吨，可满足电厂 30 年用煤需要。项目 09 年开建，煤矿已于 2011 年 3 月份开始采煤，1 号机组已于 2011 年 6 月份通过试运行，2 号机组已于 2011 年 11 月顺利通过试运行并投产发电，目前南苏煤电项目已进入生产运营期。

澳大利亚沃特马克项目预计 2014-2015 年出煤

目前沃特马克项目土地使用、勘探工作进展顺利，正在进行可行性研究报告申报过程（即环评报告）。勘探区预计含有高质量动力煤浅煤层资源，资源量超过 10 亿吨。勘探区位于距离纽卡斯尔（Newcastle）港约 270 公里，一条铁路支线从该勘探区域东北边穿过，并连接到一条铁路主线，一直延伸到纽卡斯尔港。规划煤矿设计产能 1000 万吨，预计 2014-2015 年出煤，产品销售方案是部分运回中国，部分供给新南威尔士电厂。

俄罗斯项目进展顺利

中俄签定煤炭资源合作框架协议，国家能源局指定中国神华作为执行主体。神华在俄罗斯靠近中国东北的远东省的两个州阿莫尔和楚科奇与俄罗斯工业燃料公司成立了合资公司，同时参与开发白令海峡边上的白令戈煤田露天煤矿，项目进展顺利。为了提前布局运输销售网络，公司现在已经自 2011 年 9 月开始从俄罗斯进口煤炭，全年进口量预计超过 100 万吨。

蒙古国项目竞标获胜可能性很大

2011 年 3 月，中国神华曾公告，中国神华与另一公司共同组成的联合体已进入蒙古 Tsankhi 矿区西区块全球公开招标的六家公/联合体短名单，蒙古国政府邀请这些公司/联合体进一步谈判。蒙古国特有的复杂政治体制使得项目还未到最后决策阶段，但神

华在销售市场、铁路运输、资金实力、政府支持等多方面有绝对优势，竞标获胜的可能性很大。

公开资料显示，Tavan Tolgoi 是目前世界上最大的未开采焦煤矿之一，煤炭储量为 64 亿吨，其中 25% 是高等级炼焦煤（一说 40% 是高等级炼焦煤），剩余部分是高热值动力煤。矿区属于露天开采或开采深度在 200 米以内的浅层开采，200 米以上的资源量为约 12 亿公吨，主要煤种为焦煤、1/3 焦煤和肥煤。上述区块所在的 Tavan Tolgoi 煤田位于蒙古南戈壁省省会达楞扎德盖图市以东约 100 公里，南至中国甘其毛都口岸直线距离约 180 公里。项目一期开发规模预计为 1500 万吨/年。由于蒙古国的电力、铁路、公路等基础设施较为落后，而该项目规模巨大并由多国联合开发，投产时间不确定性较大。

非洲项目方兴未艾

非洲煤炭供应对亚太市场的影响呈现上升趋势，尤其是印度市场，公司正在寻找非洲煤炭项目。

盈利预测及投资建议

关键假设

表格 33： 关键假设

销量（百万吨）	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
销量总计	292.6	377	412	462	509	569
坑口	29.9	45	74	83	86	89
直达（沿铁路）	92.8	120.65	82.3	93.3	107.3	134.3
下水（港口 FOB）	159.6	194	244	274	304	334
自产商品煤	220.2	276	290	318	345	380
内销	282.3	371.3	400	450	497	557
长约合同	154.5	186	200	225	224	223
坑口	6.2	10	30	30	30	30
直达（沿铁路）	61	80	56	66	50	34
下水（港口 FOB）	87.2	84	114	129	144	159
现货	127.8	185.7	200.2	225.2	273.5	334.4
坑口	23.7	35.0	44.0	53.0	56.0	59.0
直达（沿铁路）	31.7	40.7	26.2	27.2	57.5	100.4
下水（港口 FOB）	72.4	110.0	130.0	145.0	160.0	175.0
出口	10.3	6.0	12.0	12.0	12.0	12.0
外购商品煤	72	101	122	144	164	189
坑口外购	54	74	94	114	134	154
港口外购	18	27	28	30	30	35

吨煤价格（元/吨）	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
内销	422	425	449	460	497	536
长约合同	385	339	383	400	425	452
坑口	163	156	164	167	171	174
直达（沿铁路）	298	286	300	309	318	328
下水（港口 FOB）	462	458	481	500	515	530
现货	466	511	516	520	555	592
坑口	131	170	174	177	184	191
直达（沿铁路）	433	511	522	532	564	598
下水（港口 FOB）	589	619	631	644	682	723
出口	567	708	744	781	820	861
综合销售价格	441	438	468	476	514	553

吨煤成本	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
自产煤生产成本	111.0	113.0	127.4	132.4	133.1	137.1
原料燃料及动力	23.0	21.0	23.1	25.4	28.0	30.7
人工成本	14.1	15.0	17.3	19.0	16.0	16.0
折旧摊销	24.6	20.0	21.0	22.1	23.2	24.3
其他	49.3	57.0	66.0	66.0	66.0	66.0

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

盈利预测及投资建议

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.20、2.60、2.95 元/股，对应 2011-2013 年 PE 分别为 12.2 倍、10.3 倍、9.1 倍，已接近 2008 年估值底部（08 年股价谷底 16.08 元，当时 08 年 PE12 倍，09 年 PE10.6 倍），同时中国神华是目前中资 A-H 煤炭股中唯一 A 股估值低于 H 股的公司。大股东神华集团 9 日斥资近 3 亿元增持上市公司 1080 万股印证了目前股价已具备长期投资价值，建议投资者择机买入。公司盈利确定性强、估值低、管理层对股价重视度高，预计随着现货比例提高、外购煤盈利贡献增加、上网电价持续上调、集团整体上市步伐加快，估值将逐渐回归合理水平。

催化剂

合同现货煤价上涨，上网电价上调，资产注入加速。

风险提示

合同现货煤价下跌，资产注入慢于预期，资源税改革。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10399	11779	14544	18036	营业收入	15206	19366	22385	25271
现金	75366	81353	10409	13398	营业成本	81712	11045	12622	14360
应收账款	8591	10941	12647	14277	营业税金及附加	3734	4756	5497	6206
其他应收款	2148	2736	3162	3570	营业费用	836	1065	1455	1643
预付账款	1086	1468	1678	1909	管理费用	10134	12907	15669	17690
存货	11167	15095	17251	19626	财务费用	2462	1569	485	-1087
其他流动资产	5637	6199	6607	6997	资产减值损失	330	330	330	330
非流动资产	23527	25897	27663	29168	公允价值变动收	149	149	149	149
长期投资	4210	4210	4210	4210	投资净收益	630	630	630	630
固定资产	16063	18132	19865	21305	营业利润	53634	63367	74965	85106
无形资产	28097	29489	30832	32129	营业外收入	398	0	0	0
其他非流动资产	42331	43958	42937	42290	营业外支出	728	0	0	0
资产总计	33926	37677	42207	47205	利润总额	53304	63367	74965	85106
流动负债	58900	66387	68744	72441	所得税	10798	13383	15833	17974
短期借款	8201	7000	6000	5000	净利润	42506	49984	59132	67131
应付账款	18264	24688	28214	32098	少数股东损益	5319	6323	7480	8492
其他流动负债	32435	34699	34530	35342	归属母公司净利	37187	43661	51652	58639
非流动负债	52399	47198	41997	36796	EBITDA	70234	79895	93056	10423
长期借款	48730	43529	38328	33127	EPS(元)	1.87	2.20	2.60	2.95
其他非流动负	3669	3669	3669	3669					
负债合计	11129	11358	11074	10923	主要财务比率				
少数股东权益	31052	37375	44856	53348	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	19890	19890	19890	19890	成长能力				
资本公积	88302	88302	88302	88302	营业收入	25.3%	27.4%	15.6%	12.9%
留存收益	85066	11678	15730	20014	营业利润	21.4%	18.1%	18.3%	13.5%
归属母公司股	19691	22581	26648	30946	归属母公司净利	22.8%	17.4%	18.3%	13.5%
负债和股东权	33926	37677	42207	47205	获利能力				
					毛利率(%)	46.3%	43.0%	43.6%	43.2%
					净利率(%)	24.5%	22.5%	23.1%	23.2%
					ROE(%)	18.9%	19.3%	19.4%	18.9%
					ROIC(%)	21.6%	22.3%	24.0%	25.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.8%	30.1%	26.2%	23.1%
					净负债比率(%)	58.42	51.61	47.33	42.31
					流动比率	1.77	1.77	2.12	2.49
					速动比率	1.58	1.55	1.86	2.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.54	0.56	0.57
					应收账款周转率	19	20	19	19
					应付账款周转率	5.16	5.14	4.77	4.76
					每股指标(元)				
					每股收益(最新	1.87	2.20	2.60	2.95
					每股经营现金流	2.99	3.38	3.79	4.31
					每股净资产(最	9.90	11.35	13.40	15.56
					估值比率				
					P/E	14.31	12.19	10.30	9.08
					P/B	2.70	2.36	2.00	1.72
					EV/EBITDA	8	7	6	5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	59377	67180	75466	85708
净利润	42506	49984	59132	67131
折旧摊销	14138	14958	17607	20211
财务费用	2462	1569	485	-1087
投资损失	-630	-630	-630	-630
营运资金变动	27	1084	-1324	-112
其他经营现金	874	214	196	194
投资活动现金	-23204	-38304	-34904	-34904
资本支出	27534	36208	32808	32808
长期投资	-3347	0	0	0
其他投资现金	983	-2096	-2096	-2096
筹资活动现金	-28770	-22889	-17816	-20915
短期借款	-7946	-1201	-1000	-1000
长期借款	-5201	-5201	-5201	-5201
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	121	0	0	0
其他筹资现金	-15744	-16487	-11615	-14714
现金净增加额	7401	5987	22746	29890

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司
