

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC: S0190511030007

强烈推荐 (维持)

中国神华 (601088)

主要数据均符合预期 维持“强烈推荐”评级

2012年1月30日

投资要点

事件:

中国神华公布 2011 年主要经营数据。

点评:

从数据来看,中国神华披露的主要经营指标符合预期,我们继续维持“强烈推荐”评级。

- **煤炭产销量符合预期。**我们预计中国神华自产原煤 2.83 亿吨,实际原煤产量 2.82 亿吨,同比增长 25%,完全吻合。销量方面,我们预计 3.83 亿吨,实际煤炭销量 3.87 亿吨,同比增长 32%,主要是新收购矿井贡献增量约 30%,其余部分主要来自于新投产矿井和老矿井挖潜。
- **发电量/售电量符合预期。**我们预计中国神华 2011 年发电量为 1488 亿千瓦时,实际发电量 1800 亿千瓦时;预计售电量 1384 亿千瓦时,实际售电量 1676 亿千瓦时。整体来看,发电量和售电量均增长 20%左右,主要原因得益于新投产机组(南苏煤电 2*15 万千瓦,孟津 2*60 万千瓦,郭家湾 2*30 万千瓦)和机组利用率高于预期。
- **业绩驱动因素分析:**分析中国神华 2011 年业绩增长动力,主要在于:1、煤价上涨;2、产销量增长。但是,我们认为上述因素于 2012 年增长屈指可数,预计综合煤价上涨约 2%,自产煤炭增长约 6%;相比之下,收入和利润占比为 20%的电力业务在加权平均售电价格提高 6.4%后,其业绩增幅将超过煤炭业务利润增幅。
- **维持评级:强烈推荐。**预计中国神华 2011-2013 年 EPS 分别为 2.34 元、2.50 元和 2.88 元,目前 PE 分别为 11.4 倍、10.7 倍和 9.3 倍。基于中国神华“煤、电、路、港”等一体化优势,管理层战略眼光独具,未来产能扩张较快,且仍将收购集团资产,我们认为中国神华将继续作为 A 股市场兼具成长性和安全性的稀缺性投资标的之一,故继续维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**煤价波幅超预期;产销量低于预期。

附表：中国神华煤炭业务预测数据

煤炭销量	2006 百万吨	2007 百万吨	2008 百万吨	2009 百万吨	2010 百万吨	2011E 百万吨	2012 百万吨	2013E 百万吨
国内销售	147	185	212	241	282	377	407	441
长协合同销售	119	148	164	172	155	177	191	207
坑口	2	0	10	14	6	10	12	15
直达（沿铁路线）	37	55	58	56	61	74	80	87
下水（港口 FOB）	80	92	96	102	87	103	111	120
现货销售	28	38	48	69	128	215	216	234
坑口	6	13	12	8	24	40	33	36
直达（沿铁路线）	9	11	13	18	32	40	65	70
下水（港口 FOB）	13	14	23	43	72	135	118	128
出口销售	24	24	21	14	10	6	7	8
销售量合计	171	209	233	254	293	383	414	449
其中：								
对内部发电分部煤炭销售	22	31	41	41	59	70	75	80
对外部交易煤炭销售	149	179	192	213	234	313	339	369

数据来源：兴业证券研究所

煤炭售价	2006 元/吨	2007 元/吨	2008 元/吨	2009 元/吨	2010 元/吨	2011E 元/吨	2012 元/吨	2013E 元/吨
国内销售	296	302	359	379	422	471	483	497
长协合同销售	296	311	336	362	385	340	401	418
坑口	132	0	79	105	163	150	185	195
直达（沿铁路线）	220	229	261	278	298	250	270	285
下水（港口 FOB）	335	360	409	441	462	450	475	490
现货销售	297	265	438	421	466	518	556	567
坑口	110	102	163	178	131	172	195	200
直达（沿铁路线）	286	289	387	401	433	512	550	560
下水（港口 FOB）	381	399	614	473	589	622	660	675
出口销售	382	398	577	552	567	700	735	750
合计	308	313	379	388	427	475	487	502
其中：								
对内部发电分部煤炭价格	302	316	329	339	370	390	405	420
对外部交易煤炭价格	309	312	389	397	441	494	505	519

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	103995	147242	213793	295331
货币资金	75366	110917	174158	252053
交易性金融资产	480	300	300	300
应收账款	8591	15219	16487	18039
其他应收款	2148	2613	2831	3098
存货	11167	14639	16124	17591
非流动资产	235273	235638	233706	226993
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	4210	4275	4275	4275
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	160635	174854	179578	177626
在建工程	29603	18552	12426	8213
油气资产	0	0	0	0
无形资产	28097	27697	27197	26647
资产总计	339268	382880	447499	522324
流动负债	58900	58763	62529	67272
短期借款	8201	14000	15000	16000
应付票据	0	1162	1280	1396
应付账款	18264	20913	23035	25130
其他	32435	22689	23214	24747
非流动负债	52399	58550	63880	69550
长期借款	48730	53230	58230	63730
其他	3669	5320	5650	5820
负债合计	111299	117313	126409	136822
股本	19890	19890	19890	19890
资本公积	88302	88302	88302	88302
未分配利润	73633	100609	144080	194600
少数股东权益	31052	37702	44791	52963
股东权益合计	227969	265566	321090	385502
负债及权益合计	339268	382880	447499	522324

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	37187	46548	49628	57203
折旧和摊销	14138	14133	15919	17208
资产减值准备	-67	1195	250	212
无形资产摊销	1284	770	750	730
公允价值变动损失	149	0	0	0
财务费用	2462	2003	1354	131
投资损失	-630	-400	-450	-650
少数股东损益	5319	6650	7090	8172
营运资金的变动	1391	7233	120	-495
经营活动产生现金流量	55626	64634	73679	82709
投资活动产生现金流量	-15552	-16599	-13600	-9830
融资活动产生现金流量	-24226	-12484	3163	5016
现金净变动	15848	35551	63241	77895
现金的期初余额	73467	75366	110917	174158
现金的期末余额	89315	110917	174158	252053

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	152063	204972	222050	242954
营业成本	81712	116182	127972	139610
营业税金及附加	3734	4919	5329	5102
销售费用	836	1127	1221	1215
管理费用	10134	13733	14877	15428
财务费用	2462	2003	1354	131
资产减值损失	330	0	0	0
公允价值变动	149	0	0	0
投资收益	630	400	450	650
营业利润	53634	67407	71747	82118
营业外收入	398	270	350	600
营业外支出	728	1180	1200	1000
利润总额	53304	66497	70897	81718
所得税	10798	13299	14179	16344
净利润	42506	53198	56718	65375
少数股东损益	5319	6650	7090	8172
归属母公司净利润	37187	46548	49628	57203
EPS（元）	1.87	2.34	2.50	2.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.3%	34.8%	8.3%	9.4%
营业利润增长率	21.4%	25.7%	6.4%	14.5%
净利润增长率	22.8%	25.2%	6.6%	15.3%
盈利能力(%)				
毛利率	46.3%	43.3%	42.4%	42.5%
净利率	24.5%	22.7%	22.3%	23.5%
ROE	18.9%	20.4%	18.0%	17.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	32.8%	30.6%	28.2%	26.2%
流动比率	1.77	2.51	3.42	4.39
速动比率	1.56	2.23	3.13	4.10
营运能力(次)				
资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
应收帐款周转率	18.7	17.1	13.9	13.9
每股资料（元）				
每股收益	1.87	2.34	2.50	2.88
每股经营现金	2.99	3.25	3.70	4.16
每股净资产	9.90	11.46	13.89	16.72
估值比率（倍）				
PE	14.3	11.4	10.7	9.3
PB	2.7	2.3	1.9	1.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。