

煤电研究小组 分析师：潘杭钧
执业证书编号：S0730511030002
panhj@ccnew.com
联系人：王志磊
wangzll@ccnew.com

煤-电-运一体化助力未来增长 ——中国神华（601088）2011 年年报点评

研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2011 年 3 月 26 日

报告关键要素：

中国神华（601088）2011年营业收入大幅增长，业绩提升主要来自于销量及价格提升。公司现货比例继续提升，拉升公司销售业绩。毛利率同比下降5.17个百分点，成本控制面临一定压力。公司海外扩张步伐稳健，目前在澳大利亚沃特马克煤矿矿区总体规划等工作取得阶段性进展，在印度尼西亚南苏门答腊省的煤电一体化项目正式投入运营。公司兼具资产注入预期，但时间不确定。预计2012、2013年公司EPS分布为2.58元、3.04元，按3月23日收盘价25.91元计算，对应市盈率10倍、8倍，低于行业平均14倍市盈率的水平，维持“买入”的投资评级。

事件：

- **中国神华（601088）公布2011年年报。**2011年公司实现营业收入2081.97亿，同比增长36.91%；归属于母公司所有者的净利润448.22亿，同比增长20.53%；基本每股收益2.253元；从第四季度单季情况看，实现营业收入545.66亿元，同比增长29.76%；归属于母公司所有者的净利润106.39亿，同比增长20.46%。公司拟每股派发股息0.90元（含税）。

点评：

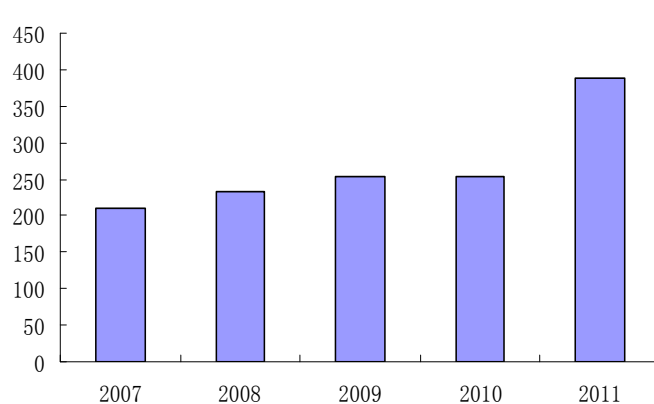
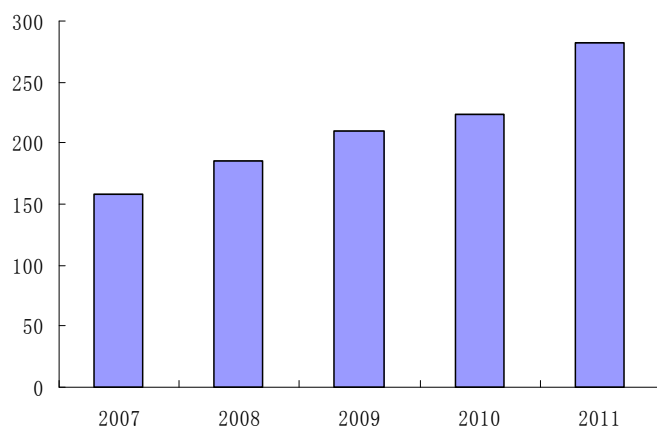
- **量价齐升，现货比例提高。**2011年公司煤炭收入1401亿，同比增加31%；其中商品煤产量达到2.82亿吨，销售量达到3.87亿吨，分别同比增长14.8%和23.7%。公司现货比例继续提高。2011年公司现货销售占总销售量的比例达54.3%，同比提升了11.6个百分点。自2011年4月1日起，公司现货销售价格参照环渤海动力煤价格指数每周定价，而环渤海动力煤价格2011年到达年内高点时涨幅接近10%。量价齐升带动公司营业收入大幅增长。

图表 1：公司商品煤产量

（单位：百万吨）

图表 2：公司销售量

（单位：百万吨）



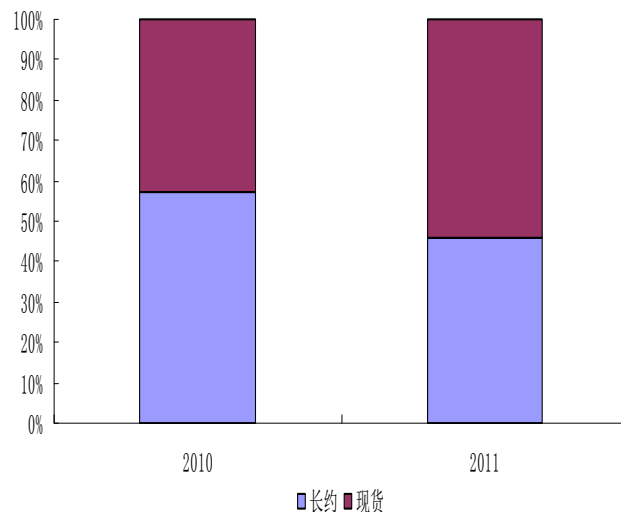
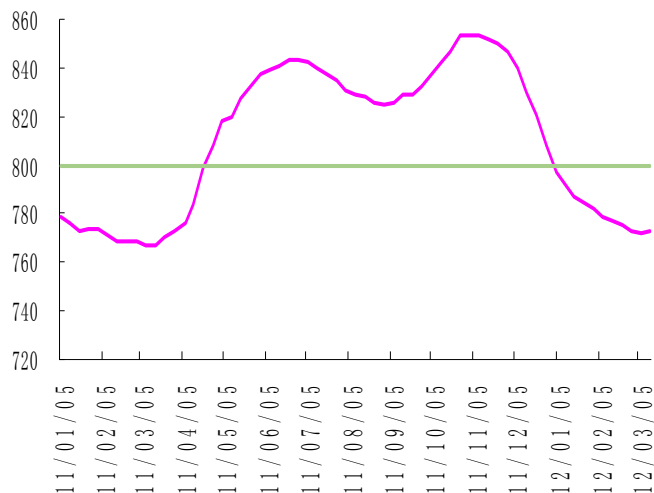
资料来源：中原证券，公司公告

资料来源：中原证券，公司公告

图表 3: 环渤海动力煤价格

(单位: 元/吨)

图表 4: 公司现货比例提升

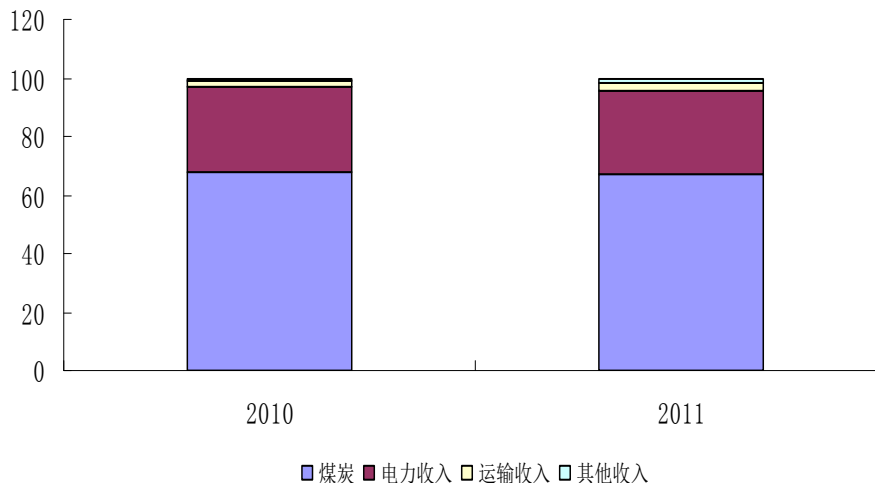


资料来源: 中原证券, 煤炭资源网

资料来源: 中原证券, 公司公告

- **电力业务快速增长。**2011年, 公司电力业务收入583.5亿, 同比增加30%。总售电量达到1676亿千瓦时, 同比增长27.3%; 发电总装机容量达到37153兆瓦, 比年初增长29.8%; 燃煤机组平均利用小时为5914小时, 比全国火电发电设备平均水平高出620小时。

图表 5: 公司分项业务占比 (单位: %)

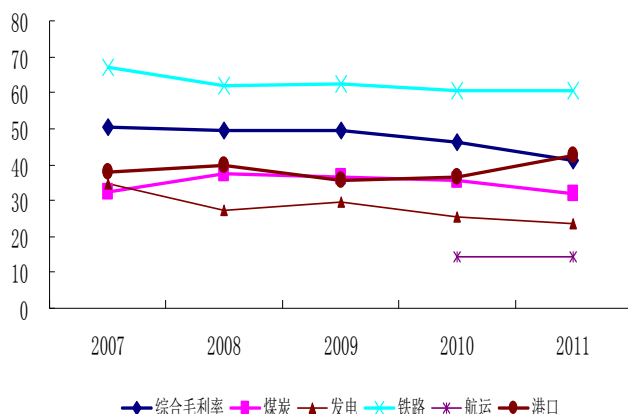


资料来源: 中原证券, 公司公告

- **成本压力加大。**2011年公司毛利率41.09%, 同比下降了5.17个百分点, 主要是外购煤采购成本和运输费用增幅较大导致公司营业成本增加了44.2%。2011年公司外购煤销售量1.05亿吨, 占总销售量的比重由2010年的23.0%增加到2011年的27.1%; 外购煤单位采购成本2011年为435.7元/吨, 同比增加18.7%; 此外由于人工成本上升, 公司自产煤单位生产成本(116.0元/吨)同比增长7.5%。

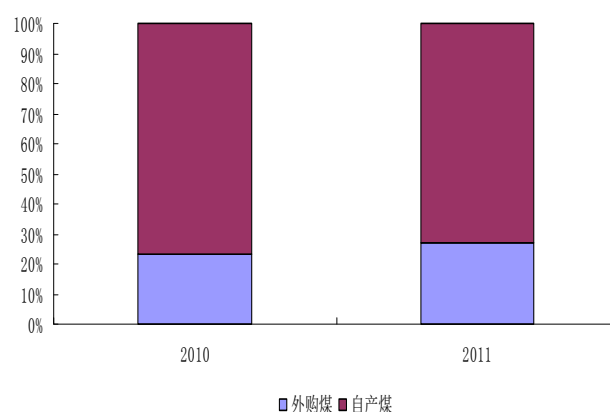
图表 6: 公司历年毛利率

(单位: %)



图表 7: 公司外购及自产煤占比

(单位: %)



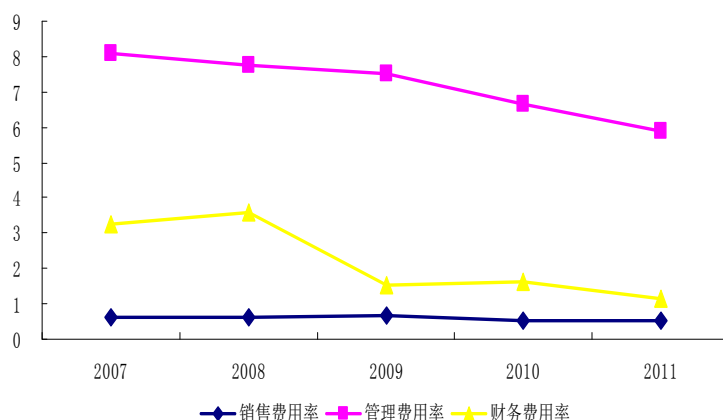
资料来源: 中原证券, 公司公告

资料来源: 中原证券, 公司公告

- **期间费用控制有力。**2011年公司财务费用率1.14%，同比下降了0.48个百分点，主要原因是公司减少了付息债务，从而利息支出减少。公司销售费用率0.54%，同比下降了0.01个百分点。管理费用率5.90%，同比下降了0.77个百分点。公司期间费用控制能力良好。

图表 8: 期间费用率

(单位: %)



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **煤炭运输优势。**公司自有神朔铁路,同时还新建甘泉铁路、巴准铁路、准池铁路。其中,甘泉铁路金泉-甘其毛都口岸段已开通临管运营,大准铁路路增二线点岱沟至二道河段于2012年完工;此外公司还拥有黄骅港和天津煤码头。路港一体化在满足公司自有运输要求的同时也增加公司收入。2011年公司运输收入55.85亿元,同比增加了79%。2011年公司自有铁路运输周转量达到1623亿吨公里,同比增长8.0%,港口下水煤量达到210.1百万吨,同比增长23.2%。
- **煤电一体化优势。**2012年由于发改委限制煤价,公司在煤炭收入上的损失可以内部转化为公司电力业务的利润,无损公司整体盈利能力。
- **资产注入预期与海外扩张。**公司母公司尚有合计资源量600-700亿吨、产能约1.3亿吨的煤炭资产,有望注入上市公司,但具体时间不确定。此外公司积极开拓海外项目,目前在澳大利亚沃特马克煤矿矿区总体规划等工作取得阶段性进展,在印度尼西亚南苏门答腊省的煤电一体化项目正式投入运营。

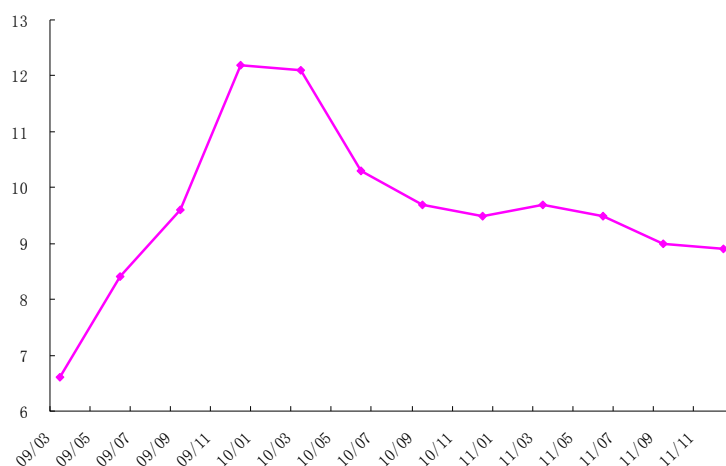
图表 9: 公司煤矿及产能

矿区	权益比例	资源量 (亿吨)	核定产能 (万吨)
神东矿区	100%	126.85	18650
准格尔能源公司	57.8%	27.57	6000
胜利矿区	63.2%	21.26	2000
锦界能源	70%		2000
包头矿业		16.55	1010
神宝公司	56.61%	20.37	3000
柴家沟煤矿	95%	0.12	100
神华新街能源公司	70%	130	5000
澳洲沃特马克煤矿公司	100%	10	1000
国华(印尼)南苏公司	70%	4	230
蒙古塔旺陶勒盖煤矿	40%	12	1500
总计		368.72	40490

资料来源: 中原证券, 公司公告

- **2012煤炭价格难言乐观。**由于国际宏观经济的不确定性, 2012年, 国际环境和我国经济增长存在诸多不确定因素。预计2012年主要用煤行业耗煤需求仍保持增长, 但增速将放缓, 煤炭价格难言乐观。

图表 10: GDP 持续下行 (单位: %)



资料来源: 中原证券, wind

- **维持“买入”评级。**预计2012、2013年公司EPS分布为2.58元、3.04元, 按3月23日收盘价25.91元计算, 对应市盈率10倍、8倍, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济不确定性导致煤炭价格波动风险; 海外扩张的不确定性。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	1520.63	2081.97	2394.27	2782.62
增长率(%)	25.35	36.91	15.00	16.22
净利润(亿元)	371.87	448.22	513.15	599.17
增长率(%)	22.83	20.53	14.48	16.76
基本每股收益(元)	1.87	2.25	2.58	3.04
市盈率(倍)	14	12	10	8

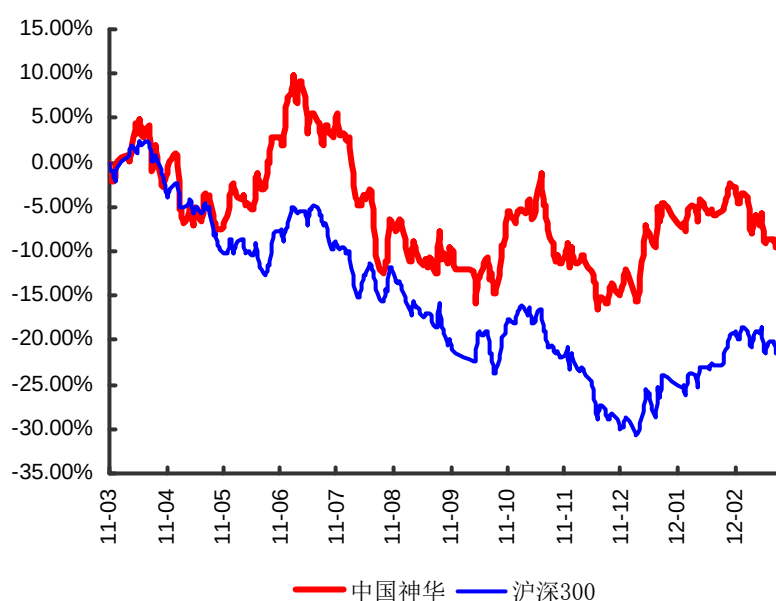
市场数据 (2011年3月23日)

收盘价(元)	25.91 (A) / 33.85 (H)
一年内最高/最低(元)	32.48/23.39
沪深300指数	2552.94
市净率(倍)	2.31
流通市值(亿元)	4226.19

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	11.22
每股经营现金流(元)	3.66
毛利率(%)	41.09
净资产收益率(%)	20.09
资产负债率(%)	34.23
总股本/流通股(万股)	1988962/1970962
B股/H股(万股)	0/339858

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。