

强烈推荐-A (维持)

中国神华 601088.SH

目标估值: 42.00 元

当前股价: 27.29 元

2011年8月18日

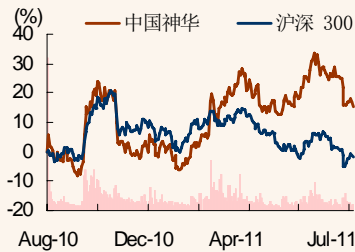
产销量增长及价格上涨推动业绩提升

基础数据

上证综指	2601
总股本(万股)	1988962
已上市流通股(万股)	1631104
总市值(亿元)	5428
流通市值(亿元)	4451
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	19.0
资产负债率	32.4%
主要股东	神华集团公司
主要股东持股比例	73.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	11	17
相对表现	-2	22	19



相关报告

- 1、《中国神华(601088)-内生、外延双驱动,产量增长进入快车道》2011/6/26
- 2、《中国神华(601088)-产能释放、煤价看涨,支持估值提升》2011/3/28

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

公司发布业绩快报,上半年实现每股收益 1.10 元,同比增长 17%。业绩增长主要在于产销量的增长和价格的上涨,预计 11-13 年每股收益为 2.35 元、2.8 元和 2.97 元,目前 12 年动态 P/E 不到 10 倍,维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **上半年实现每股收益 1.1 元,同比增长 17%。**上半年实现销售收入 1007 亿元,营业利润 346 亿元,净利润 255 亿元,同比分别增长 44%、27%、18%。每股收益 1.1 元,同比增长 17%,业绩增长主要在于产销量的增长和价格的上涨。二季度实现每股收益 0.57 元,环比增长 9%。业绩稍低于我们预期(原预期二季度和半年报每股收益分别为 0.59 元和 1.12 元,见《煤炭行业中报业绩前瞻》)。
- **产销量维持较高的增速:**由于 11 年收购了 10 家从事煤炭、电力及相关业务子公司,公司的煤炭产量保持了较高的增长,前 6 月,公司完成商品煤产量 14040 万吨,同比增长 28.6%,煤炭销量 19120 万吨,同比增长 39.2%。销量大于产量主要是外购煤量,大致推断外购煤量约 5080 万吨,同比增长 80%。
- **煤炭价格小幅上涨:**受限价制约,11 年长协煤价(占比 50%)维持不动,煤价上涨主要体现在占比 50%的现货煤价的上涨上,11 年上半年秦皇岛 5500 大卡的山西优混煤价均价为 804 元/吨,较去年同期的 742 元/吨上涨了 62 元/吨,涨幅 8%。预计综合煤价大约上涨 4%(一季度综合煤价上涨 5%)。
- **未来执行所得税优惠政策将增厚半年度每股收益 0.07 元:**7 月 27 日出台的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》规定自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日,对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税,新政策落实后,公司多计提的所得税应该在随后的财务报表冲回,上半年公司的实际所得税率为 25.2%,较去年同期的 20.7% 提高了 4.5 个百分点。按此计算,上半年的每股收益可增厚 0.07 元至 1.17 元。
- **盈利预测及投资评级:**预计 11-13 年每股收益分别为 2.35 元、2.8 元和 2.97 元,同比增长 26%、19%、6%。对应 11-13 年 P/E 12 倍、10 倍和 9 倍,估值较低,按照 12 年 15 倍 P/E 估值,目标价 42 元,维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示:**宏观经济下滑超预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	121312	152063	241092	269546	278543
同比增长	13%	25%	59%	12%	3%
营业利润(百万元)	44189	53634	69702	85122	89237
同比增长	21%	21%	30%	22%	5%
净利润(百万元)	30276	37187	46671	55681	59105
同比增长	17%	23%	26%	19%	6%
每股收益(元)	1.52	1.87	2.35	2.80	2.97
PE	17.9	14.6	11.6	9.7	9.2
PB	3.2	2.8	2.4	2.1	1.8

资料来源:招商证券

表1: 公司煤矿及未来产量预测

商品煤产量	资源量 (亿吨)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
神东矿区 (100%)	126.85	14990	15140	17650	18650	18650	18650	18650
大柳塔-活鸡兔		1980	2110	2350	2350	2350	2350	2350
榆家梁(陕西)		1690	1710	1800	1800	1800	1800	1800
上湾(内蒙)		1300	1380	1500	1500	1500	1500	1500
补连塔(内蒙)		2250	2430	2500	2500	2500	2500	2500
哈拉沟		1250	1290	1500	1500	1500	1500	1500
康家滩(山西忻州)		1190	950	1200	1200	1200	1200	1200
石圪台		990	1110	1200	1200	1200	1200	1200
乌兰木伦		640	660	650	650	650	650	650
黄玉川煤矿 (51%)					1000	1000	1000	1000
布尔台矿		940	920	2000	2000	2000	2000	2000
万利一矿 (昌汉沟)		980	960	1000	1000	1000	1000	1000
柳塔矿		550	640	650	650	650	650	650
寸草塔一矿		290	340	400	400	400	400	400
寸草塔二矿		300	370	400	400	400	400	400
唐公沟矿		470	220	500	500	500	500	500
其他		170	50					
准格尔能源公司 (57.8%)	27.57	3720	4460	5000	6000	6000	6000	6000
黑岱沟		2310	2530	2700	3000	3000	3000	3000
哈尔乌素露天矿	17.3	1410	1930	2300	3000	3000	3000	3000
胜利矿区 (63.2%)	21.26	1050	1430	1600	1800	2000	2000	2000
锦界能源 (70%)		1270	1450	2000	2000	2000	2000	2000
包头矿业	16.5507			510	810	810	1010	1010
阿刀核煤矿				90	90	90	90	90
水泉露天矿				120	120	120	120	120
李家壕煤矿				300	600	600	800	800
神宝公司 (56.61%)	20.3654			250	1000	1000	2000	3000
露天煤矿				250	1000	1000	1000	1500
第三煤矿接续区							1000	1500
柴家沟煤矿 (95%)	0.1201			100	100	100	100	100
神华新街能源公司(70%)	130					500	2000	5000
神华澳洲沃特马克煤矿公司 (100%)	10						500	1000
国华 (印尼) 南苏公司 (PT70%)	4				230	230	230	230
蒙古陶勒盖煤矿 (TT40%)	12						500	1500
总计	371	21030	22480	27110	30590	31290	34990	40490
增速		13.2%	7%	20.6%	12.8%	2.3%	11.8%	15.7%
权益产量	295	18693	19778	24122	25798	26840	29206	32056
权益产量增速		11.9%	6%	22.0%	7%	4.0%	8.8%	9.8%

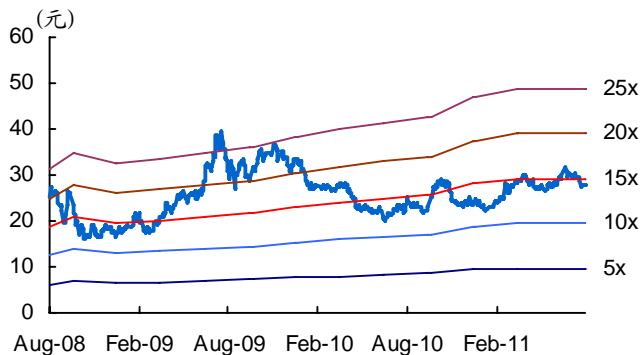
资料来源: 公司公告, 招商研发整理

表2: 估值对比表

	股价 (元)	EPS (元)			P/E (x)			11-14 年复合增速	PEG	每股净资产 (元)	P/B (x)
		10A	11E	12E	10A	11E	12E				
炼焦煤类											
西山煤电	22.05	0.84	1.17	1.51	26.3	18.8	14.6	14%	1.9	4.5	4.9
盘江股份	32.80	1.22	1.50	1.85	26.9	21.9	17.7	22%	1.2	6.2	5.3
冀中能源	28.02	1.04	1.46	1.72	27.1	19.3	16.3	8%	3.5	5.5	5.1
平煤股份	12.40	0.78	0.85	0.86	15.8	14.6	14.5	1%	12.5	4.3	2.9
永泰能源	16.08	0.15	0.28	0.65	107.2	56.7	24.9	94%	1.1	4.5	3.6
平均	22.27	0.81	1.05	1.32	40.6	26.3	17.6	28%	4.0	5.0	4.3
喷吹煤类											
国阳新能	26.59	1.00	1.30	1.34	26.6	20.4	19.8	3%	8.7	4.0	6.7
潞安环能	32.37	1.49	1.80	1.87	21.7	17.9	17.3	12%	1.8	5.8	5.6
平均	29.48	1.25	1.55	1.61	24.1	19.2	18.5	8%	5	4.9	6.1
动力煤类											
中国神华	27.29	1.87	2.35	2.80	14.6	11.6	9.7	11%	1.4	10.3	2.6
国投新集	12.16	0.68	0.78	1.02	17.9	15.5	12.0	15%	1.2	4.0	3.0
恒源煤电	48.75	2.17	2.50	2.54	22.5	19.5	19.2	3%	7.5	13.7	3.6
中煤能源	9.96	0.52	0.71	0.93	19.2	14.1	10.8	22%	0.9	5.8	1.7
兖州煤业	30.88	1.83	2.10	2.21	16.9	14.7	14.0	10%	1.7	8.0	3.8
大同煤业	16.37	0.77	0.81	0.87	21.3	20.3	18.7	19%	1.1	5.8	2.8
山煤国际	30.61	0.76	1.13	2.22	40.3	27.0	13.8	43%	0.9	4.8	6.4
昊华能源	26.43	0.87	1.32	1.47	30.4	20.1	18.0	6%	4.7	5.8	4.6
大有能源	34.31	1.73	2.14	2.30	19.8	16.0	14.9	2%	8.4	10.3	3.3
平均	26.3	1.2	1.5	1.8	22.5	17.6	14.6	16%	3.1	7.6	3.5
一体化公司											
神火股份	16.69	0.63	1.00	1.57	26.5	16.8	10.6	28%	0.9	2.8	5.9
兰花科创	46.52	2.30	3.16	4.53	20.2	14.7	10.3	27%	0.8	12.1	3.8
开滦股份	18.36	0.70	0.76	0.88	26.1	24.3	20.8	11%	2.3	4.9	3.8
煤气化	23.45	0.46	0.35	0.70	51.0	67.1	33.6	66%	0.8	5.8	4.0
平均	26.26	1.02	1.32	1.92	30.9	30.7	13.7	22%	1.3	6.6	4.5
总平均	25.60	1.09	1.37	1.69	23.5	18.6	15.1	21%	3.2	6.4	4.2
中值	26.5	0.9	1.2	1.5	24.3	19.0	15.6	13%	1.5	5.8	3.8

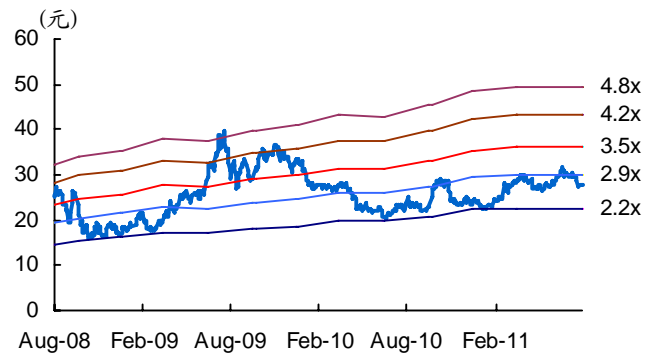
资料来源: 招商证券

图 1: 中国神华历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 中国神华历史 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	92459	103995	96292	82416	82416
现金	73467	75366	66363	52008	52008
交易性投资	331	480	0	0	0
应收票据	1210	2054	2973	3429	3507
应收款项	7571	8591	14096	15583	16164
其它应收款	1031	2148	1350	1409	1461
存货	7727	11167	20080	21710	22165
其他	1122	4189	945	941	941
非流动资产	218055	235273	256103	292541	292541
长期股权投资	4285	4210	4235	4227	4229
固定资产	146362	160635	180405	222778	222778
无形资产	25642	28097	27160	26255	25380
其他	41766	42331	47537	42415	42415
资产总计	310514	339268	352395	374957	374957
流动负债	55684	58900	55891	55736	55736
短期借款	16147	8201	2000	2000	2000
应付账款	13400	18264	33466	35952	36784
预收账款	2579	3518	6444	6924	7084
其他	23558	28917	26569	26391	26391
长期负债	58073	52399	39668	29615	24633
长期借款	53931	48730	35841	25841	20841
其他	4142	3669	3827	3774	3792
负债合计	113757	111299	94281	84179	84179
股本	19890	19890	19890	19890	19890
资本公积金	90406	91278	91278	91278	91278
留存收益	59030	85749	116085	152277	190695
少数股东权益	27431	31052	41129	55203	69082
母公司所有者权益	169326	196917	227253	263445	301863
负债及权益合计	310514	339268	352395	374957	374957

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	55927	59377	63671	65455	65455
净利润	30276	37187	46671	55681	59105
折旧摊销	0	0	17321	18457	18457
财务费用	0	0	2249	2509	2541
投资收益	0	0	(600)	(600)	(600)
营运资金变动	0	0	2500	(1352)	(236)
其它	0	0	6655	6974	6974
投资活动现金流	(37103)	(23204)	(20047)	(54824)	(55059)
资本支出	0	0	(20000)	(55000)	(55000)
其他投资	0	0	(47)	176	(59)
筹资活动现金流	(11985)	(28770)	(24300)	(24821)	(24821)
借款变动	0	0	(10000)	(10000)	(10000)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2262	872	0	0	0
股利分配	0	0	(16335)	(19488)	(20687)
其他	0	0	(1391)	(1862)	(1823)
现金净增加额	6839	7403	19337	(14355)	(14355)

资料来源: 公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	121312	152063	241092	269546	278543
营业成本	61486	81712	150982	161746	165643
营业税金及附加	3786	3734	4598	5181	5423
营业费用	820	836	1305	1490	1520
管理费用	9146	10134	12957	14197	14881
财务费用	1860	2462	2249	2509	2541
资产减值损失	547	330	0	0	0
公允价值变动收益	(178)	149	100	100	100
投资收益	700	630	600	600	600
营业利润	44189	53634	69702	85122	89237
营业外收入	254	398	200	200	200
营业外支出	542	728	330	330	330
利润总额	43901	53304	69572	84992	89107
所得税	9156	10798	12824	15238	16122
净利润	34745	42506	56748	69754	72984
少数股东损益	4469	5319	10077	14073	13880
母公司所有者净利润	30276	37187	46671	55681	59105
EPS (元)	1.52	1.87	2.35	2.80	2.97

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	13%	25%	59%	12%	3%
营业利润	21%	21%	30%	22%	5%
净利润	17%	23%	26%	19%	6%
获利能力					
毛利率	49.3%	46.3%	37.4%	40.0%	40.5%
净利率	25.0%	24.5%	19.4%	20.7%	21.2%
ROE	17.9%	18.9%	20.5%	21.1%	19.6%
ROIC	13.3%	15.3%	15.4%	14.9%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	32.8%	26.8%	22.5%	22.5%
净负债比率	24.6%	19.2%	13.0%	9.6%	9.6%
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.6	1.5	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	15.6	16.1	15.4	12.9	12.7
应收帐款周转率	16.1	18.8	21.3	18.2	17.5
应付帐款周转率	5.3	5.2	5.8	4.7	4.6
每股资料(元)					
每股收益	1.52	1.87	2.35	2.80	2.97
每股经营现金	2.81	2.99	3.20	3.29	3.29
每股净资产	8.51	9.90	11.43	13.25	15.18
每股股利	0.46	1.46	0.82	0.98	1.04
估值比率					
PE	17.9	14.6	11.6	9.7	9.2
PB	3.2	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.4	5.3	4.7	4.4	4.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007至2010年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010年度首届最佳分析师金牛奖。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加入招商证券

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。