



2011年7月25日

煤炭

研究部

蔡宏宇* CFA CAIA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210060008
caihy@cicc.com.cn

维持推荐

中国神华(601088.SH+01088.HK)

电力扩张加快; 中长期增长可期

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	107,133	121,312	152,063	189,306	214,187
(+/-%)	30%	13%	25%	24%	13%
主营业务利润	48,138	54,513	65,214	76,566	84,759
(+/-%)	22%	13%	20%	17%	11%
营业利润	36,601	44,189	53,634	63,776	70,801
(+/-%)	18%	21%	21%	19%	11%
净利润	25,959	30,276	37,187	43,923	48,515
(+/-%)	27%	17%	23%	18%	10%
每股盈利(元)	1.31	1.52	1.87	2.21	2.44
(+/-%)	27%	17%	23%	18%	10%
每股股利(元)	0.46	0.53	0.75	0.77	0.85
市盈率(X)	23.0	19.7	16.0	13.6	12.3
每股净资产(元)	7.4	8.5	9.9	11.3	12.9
市净率(X)	4.1	3.5	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA(X)	16.5	13.8	11.4	9.6	8.5
资产收益率	9.4%	9.8%	11.0%	11.9%	11.7%
净资产收益率	15.1%	15.4%	16.3%	16.7%	16.1%
ROCE	17.4%	18.1%	20.0%	20.6%	20.2%
分红收益率	1.1%	1.3%	1.9%	1.9%	2.1%
每股经营现金流(元)	2.2	2.8	3.0	2.9	3.7
股价/每股经营现金流(X)	13.5	10.7	10.0	10.4	8.0

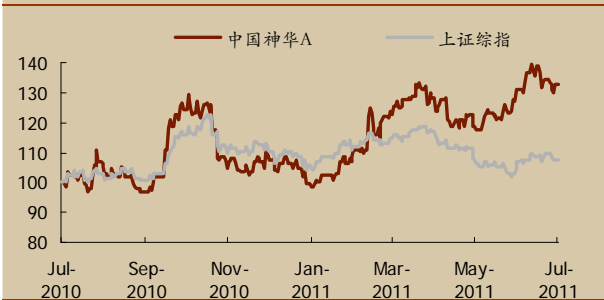
股票信息

中国神华	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1088.HK	601088.CH
当前股价	40.00	29.98
日成交量(百万股)	20.20	21.06
52周最高价/最低价	40/27.8	32.48/22.32
发行股数(百万股)	3,399	16,491
其中: 流通股(百万股)	3,399	1,800
主要股东(持股比例)		神华集团(72.96%)

最近估值走势

涨跌幅(%)	1周	1个月	3个月	年初至今
[601088.CH]	(1.38)	1.18	0.77	21.33
[上证指数]	(1.75)	0.90	(6.55)	(1.33)

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

08/27/2011 2011年半年报发布

*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

公司近况:

我们参加了中国神华反向路演, 参观了宁海电厂并听取了公司管理层汇报。公司电力业务布局显著加快, 长期将受益于电价改革和电力景气回升。同时, 公司整体经营战略清晰、经营效益显著。

评论:

经营战略清晰且充满吸引力。1) 在电力行业低迷时期加快电力扩张和布局, 一方面为煤炭销售提供保障, 另一方面可受益于未来电价改革。2) 持续巩固煤电路港航一体化优势, 打造煤炭“沃尔玛”, 最大程度地获取产业链条的价值。3) 积极实施“走出去”战略, 大力推进在蒙古、俄罗斯、印尼和澳大利亚的项目。4) 加快整体上市进程, 将适时启动集团煤化工资产的注入。

扩张加快、效益显著, 体现了卓越的执行能力。煤电业务快速增长, 有望超额完成年初指引。2) 成本控制良好, 预计上半年同比涨幅控制在 10%以内。3) 现货比例稳步提高, 预计上半年约 50%。4) 内外扩张稳步推进。这些体现了公司卓越的执行能力。

中长期增长有较强保障。2012 年煤炭业务增长来自: 黄玉川煤矿 (产能 1000 万吨), 李家壕煤矿 (产能 600 万吨), 印尼南苏煤矿 (产能 300 万吨), 以及锦界、神宝和胜利等在产煤矿产能提升。预计上述项目将推动产量增长 8-10%。长期来看, 公司则有新街项目 (远期产能 1 亿吨)、澳洲沃特马克项目 (1000 万吨) 等。公司已基本被确定为 TT 项目 (1500 万吨) 开发的主导者, 但矿权价款、持股比例等仍在谈判中, 预计最终结果需要等到 9 月份蒙古议会秋季会议的召开。

资产注入值得期待。集团 60 万吨煤制烯烃项目已实现长周期稳定运行, 盈利理想 (一季度净利润 5.4 亿元), 目前已较为成熟; 108 万吨直接法煤制油基本稳定并已实现盈利 (一季度净利润超过 1 亿元), 但成熟度不如煤制烯烃。我们预计上述业务将逐步注入到上市公司。

估值与建议:

维持 A/H 股“推荐”评级。公司 1H11 产量增速远高于指引, 全年盈利具有上调空间, 我们将在半年报后进行调整。目前股价对应的 2011 年 A/H 股 P/E 分别为 13.6x 和 14.8x, A 股估值具有明显优势, H 股估值尚有一定上升空间。考虑到中报业绩良好、中期煤价上涨以及未来资产注入等催化剂, 维持对 A/H 股的推荐。

风险:

资产注入进度低于预期; TT 项目仍具有一定不确定性。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：中国神华。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED