

采掘

2010年03月15日

中国神华 (601088)

——09年业绩略低于预期，10年两大转变值得关注，维持增持

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2010年03月12日

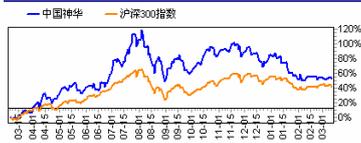
收盘价(元)	28.77
一年内最高/最低(元)	42.15/19.75
上证指数/深证成指	3013/12169
市净率	3.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	51786

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2009年09月30日

每股净资产(元)	8.26
资产负债率%	36.81
总股本/流通A股(百万)	19890/1800
流通B股/H股(百万)	-/3399

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《申万财务模型 2.1 版-中国神华(601088)》 2009/12/31

《中国神华(601088)高管和投资者见面会会议纪要》 2009/12/08

《中国神华(601088)09年三季报点评：量价保持平稳，成本控制有力，维持增持评级》 2009/10/28

分析师

詹凌燕

zhanly@swsresearch.com

联系人

李洁
(8621)63295888x425
lijie@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2008	107133	31	26588	35	1.34	50	17.9	22	7
2009	121312	13.2	30276	13.9	1.52	46.2	14.9	18.9	11.3
2010E	141165	16.4	35738	18.0	1.80	45.8	15.2	16.1	9.7
2011E	160130	13.4	42897	20.0	2.16	47.6	15.8	13.4	8.3
2012E	173140	8.1	47486	10.7	2.39	48.0	15.3	12.1	7.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **2009年每股收益略低于市场预期(1.62元/股)**，主要原因在于市场对**煤炭运输成本列支方式变动认识不足**：2009年公司实现商品煤产销量分别为2.1亿吨和2.54亿吨，同比增长分别达到13%（即2460万吨）、9%，均高于行业09年产销量实际增长水平（低于5%），规模优势继续扩大。报告期内，公司实现合同煤销售1.72亿吨（占总销量比例为67%），该部分销售价格平均涨幅达到8%，大大高于其他企业持平或略降的价格变动水平；该涨幅也抵消了剩余现货及出口煤价格下降带来的负面影响，公司全年实现综合煤价达到397.4元/吨，同比08年上涨3%。在煤炭产销量符合预期的基础上，我们认为2009年公司对煤炭生产成本的控制基本令市场满意，吨煤生产成本自08年90.9元/吨增长至100.8元/吨，增幅为10.9%。然而，由于公司在08年至09年对自产煤运输成本的列支直接放入铁路分部当中，致使市场在分析煤炭销售成本时忽略了对自产煤运输成本的估计，成本列支出现结构性缺失，该因素也是公司业绩低于市场估计的主因。而从其他销售、管理及财务费率观察，公司费用控制能力甚至是超出市场预期的。
- **2009年下半年新增装机大量投放，2010年有望集中发挥效能**：2009年公司装机容量自08年17600兆瓦增至23520兆瓦，增幅达到25.2%。与此同时，公司2009年平均利用小时水平为5465小时，发电量同比增速达到7.5%，以上指标均高于五大发电企业。从燃料成本来看，公司电力业务中90%的煤炭皆采购自公司内部，燃料采购成本较08年下降4%，成本下降幅度少于其他以外购煤为主的单纯电厂。加之受08年底电价上调影响，公司发电分部毛利率已从08年的25%回升至29%。预计2010年公司新建机组的投放规模将降至2000兆瓦以内，新增机组效能有望随经济回升而得到更充分的发挥，该业务盈利继续修复的趋势比较明朗。
- **2010年关注公司开始推行分类营销，销售均价与现货波动的关联程度将显著提高**：针对2010年，我们认为市场对煤炭产销有以下认识：其一是产量增长有所下降。依据公司资本开支及矿井投产计划，2010年公司自产商品煤增量

在 1750 万吨左右（较 09 年 2460 万吨增量有所减少）；其二是公司合同煤涨价幅度低于 2009 年，也低于市场平均水平。2009 年公司合同煤逆势上涨 60 元/吨（含税），给市场留下深刻印象。但是当 2010 年现货及合同价格涨幅整体超过 8%时，公司对电力企业的合同煤价仅上调 30 元/吨，即 5500 大卡商品煤售价为 570 元/吨，与当下现货 705 元/吨的价格水平差距较大。我们提示公司在 2010 年销售策略发生的重大变化，即：2010 年公司对不同行业的煤炭销售采取不同政策。其中对电煤客户进行分级评估，在与电煤客户签订一定比例的年度合同基础上，还将一定比例煤炭按月定价，也就是说 570 元/吨的合约价格电力企业也只能享受部分，其余随行就市；而向冶金、化工、建材行业的销售则全部按月定价。我们认为，此种分类营销模式，将使公司“开口合同”比例大幅提高，综合煤价波动与现货更加紧密；而更贴近现货也使 2010 年煤炭分部的盈利有望高于市场预期。同时，基本面的波动性必将转换为股价波动性的提高——有波动、有弹性恰恰是“好股票”所必须具备的基本素质。我们提示投资者注意，当前 2010 年 1.80 元/股的盈利预测中没有反映销售模式变化带来的业绩增厚，我们将结合公司 1 季度度产销数据做进一步调整。

- **2010 年还须关注资本开支计划从向电力装机倾斜转变为向煤炭生产及运输倾斜，这确保了未来 2-3 年高盈利的煤炭产能将陆续释放，装机释放则趋缓：**除销售模式有很大变革外，我们还关注到公司资本投入方向也有了新的安排。2009 年公司资本开支完成额达到 326 亿元，其中 186 亿均投向建设发电机组，煤炭业务的资本开支仅有 89 亿元；而进入 2010 年，公司对神东矿区改扩建以及对新矿区榆神、新街的资本投入将显著加大，整个资本开支 411 亿元中将有 179 亿元用于煤炭业务，配套铁路及港口资本投入也达到 146 亿，可见资本开支向煤炭运营倾斜的意图已经十分明显。这样的资本投入方式，也让我们更加相信“集团产量 5 年翻番”的宏伟规划已经步入实施建设阶段。依据新矿建设进度，我们认为 2011 年将成为新增产能释放的又一高峰，且本次释放产能将集中在盈利最高的神东矿区，业绩增厚幅度将高于产量增加幅度。
- **维持 2010 年 1.80 元/股盈利预测，并上调 11 年盈利预测至 2.16 元/股（原盈利预测 2.1 元/股，上调幅度 3%），对应动态市盈率分别为 16 倍、13 倍，维持增持评级：**市场对公司“煤、电、路、港”一体化运营的盈利优势已经非常熟悉且认同，但是公司股价表现一直不尽如人意。我们认为最核心的原因在于，公司“一体化”运营优势以及合同煤为主的销售方式，大大降低了基本面“弹性”，而这一特征正是资本市场对周期类品种的重要要求。此次公司推行分类销售模式，既维持了与大型客户的稳定营销关系，又扩展了公司享受现货溢价的空间，对改变公司“股性”起到根本性的作用。我们依然对公司维持“增持”评级，并期待一季度由销售模式改变带来业绩超预期。

表 1：公司分渠道销售价格及预测（单位：元/吨）

吨煤价格（元/吨）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
内销合计/加权平均价格	229	284	296	302	352	379	419	442
长约合同销售/加权平均价格	224	276	296	311	334	362	397	415
坑口	0	132	132	0	98	-	-	-
直达（沿铁路）	0	208	220	229	251	244	259	267
下水（港口 FOB）	0	318	335	360	417	441	487	512
现货市场销售量/加权平均价格	243	314	297	265	442	421	470	505
坑口	0	93	110	102	140	-	-	-
直达（沿铁路）	0	298	286	289	340	334	357	375
下水（港口 FOB）	0	367	381	399	650	473	528	554
内部销售抵消	198	253	301	316	338	339	353	364
出口	305	414	382	398	670	552	554	583
综合销售价格	245	305	308	312	384	397	447	473

资料来源：公司公告 申万研究

表 2：公司分渠道销售量及预测（单位：元/吨）

吨煤销量（百万吨）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
内销合计/加权平均销量	100	121	147	185	215	241	250	273
长约合同销售	73	94	119	148	179	172	174	190
坑口	0	2	2	0	16	-	-	-
直达（沿铁路）	0	32	37	55	59	69	69	75
下水（港口 FOB）	0	59	80	92	104	102	105	115
现货市场销售量	28	28	28	38	36	69	76	82
坑口	0	4	6	13	5	-	-	-
直达（沿铁路）	0	6	9	11	16	26	26	22
下水（港口 FOB）	0	18	13	14	15	43	50	60
内部销售抵消	15	16	22	31	40	41	55	56
出口	27	23	24	24	18	14	18	20
销量总计	127	144	171	209	233	254	268	293
自产商品煤	101	121	137	157	186	210	228	253
外购商品煤	26	23	35	52	47	45	40	40
自产煤比例	80%	84%	80%	75%	80%	83%	85%	86%

资料来源：公司公告 申万研究

表 3：公司发电装机容量及发电量假设

电力生产	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
装机容量假设（万千瓦）	595	656	1263	1509	1760	2352	2500	2600
利用小时数假设	6500	6300	6000	5995	5489	4468	5460	5500
发电量（亿千瓦时）	387	413	576	797	966	1051	1325	1403
售电量（亿千瓦时）	355	364	518	743	900	977	1258	1332

资料来源：公司公告 申万研究

表 4：其他关键假设（单位：元/吨，元/千瓦时）

关键假设	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
煤炭综合售价	245	305	308	312	384	397	447	473
吨煤生产成本	63.59	56.37	65.82	72.12	90.90	100.80	101.60	104.10
外购原煤成本	-	-	191	207	273	317	310	315
上网电价	0.27	0.29	0.31	0.32	0.32	0.34	0.34	0.34
发电成本	0.17	0.19	0.21	0.21	0.25	0.24	0.26	0.27

资料来源：公司公告 申万研究

表 5：利润表及盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	82,107	107,133	121,312	141,165	160,130	173,140	190,454
二、营业总成本	53,069	70,957	77,645	88,986	97,289	103,466	104,577
其中：营业成本	40,716	54,111	61,486	70,798	77,480	83,176	83,176
营业税金及附加	1,832	2,717	3,786	5,647	6,405	6,926	7,618
销售费用	522	673	820	954	1,082	1,170	1,287
管理费用	6,624	8,302	9,146	10,587	11,529	12,120	13,332
财务费用	2,666	3,865	1,860	993	786	70	(842)
资产减值损失	709	1,289	547	7	7	5	6
加：公允价值变动收益	283	472	(178)	0	0	0	0
投资收益	638	853	700	700	700	700	700
三、营业利润	29,959	37,501	44,189	52,878	63,541	70,373	86,577
加：营业外收入	209	271	254	200	200	200	200
减：营业外支出	539	901	542	200	200	200	200
四、利润总额	29,629	36,871	43,901	52,878	63,541	70,373	86,577
减：所得税	6,481	7,056	9,156	10,957	13,197	14,631	18,034
五、净利润	23,148	29,815	34,745	41,921	50,344	55,742	68,543
少数股东损益	3,382	3,227	4,469	6,183	7,447	8,256	10,176
归属于母公司所有者的净利润	19,766	26,588	30,276	35,738	42,897	47,486	58,366
六、基本每股收益	1.07	1.34	1.52	1.80	2.16	2.39	2.93
全面摊薄每股收益	0.99	1.34	1.52	1.80	2.16	2.39	2.93
全面摊薄总股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890

资料来源：公司公告 申万研究

信息披露

分析师承诺

詹凌燕：电力能源。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。