



公司报告

中国神华(1088 HK)

2013年7月10日

评级: 买入 目标价: 27.0 港元

前期评级/目标价: 买入/33.00 港元
前期报告时间: 2013年5月15日

主要数据

H-股股价(HK\$)	19.42
上行空间 (%)	39.03
52 周高/低(HK\$)	35.45/18.10
发行股数(百万)	19,890
- H 股 (百万)	3,399
- A 股 (百万)	16,491
市值	
- H 股(百万港元)	66,000
- A 股(百万元人民币)	260,723
3 个月日均成交额 (百万港元)	527.1
大股东及持股权重(%)	
神华集团	73.01%

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012 年收入构成 (%)

煤炭业务	66.3
电力业务	28.4
其他	5.3

来源: 公司, 农银国际证券

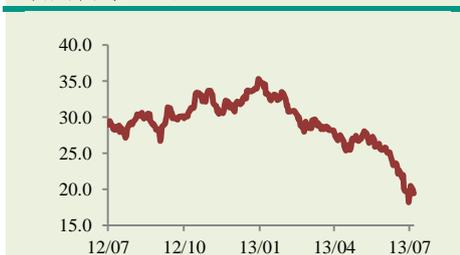
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(22.5)	(18.3)
3 个月	(28.7)	(22.6)
6 个月	(43.2)	(32.7)

* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现 (港元)



来源: 彭博, 农银国际证券

分析员

陈宜颺

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

遭遇价格战, 但防御性强

考虑到近期价格战及政府对于限制劣质进口煤的态度暧昧, 我们调低了神华的每股盈利。该股近期已经骤跌, 股价约跌至我们 2013 预测每股盈利的 6.4 倍。但我们认为, 神华的低成本优势有助于公司在价格战中扩大市场份额, 再加上公司火电业务权重较大, 使得它在动力煤板块中防御性较强。我们维持“买入”评级, 但调低目标价至 27.0 港元, 对应约 9.1 倍 2013 年预测市盈率。

政府对于限制劣质进口煤态度暧昧。 煤炭生产商过去两个月以来极力向政府要求, 限制劣质煤进口, 但另一方面, 电力公司则表达了强硬的反对态度。最近的媒体报道称中国政府不愿向煤炭生产商妥协, 我们估计政府多半会采取不干预态度, 把劣质煤进口的决策权留给市场。即便有可能出台安抚措施, 调控力度也有限。

价格战无赢家, 但神华损失可控。 中国神华近期和中煤能源(1898 HK)掀起价格战(请参考我们6月28日的相关报告), 其现货价格出现下调。但神华成本极具优势, 今年第1季度成本约每吨 121.4 元(人民币, 下同), 而中煤则高达 216.15 元。我们预计价格战令神华会有所损耗但却会扩大市场占有率。我们调低其现货价格 10.0% 左右, 并相应调低今年预测每股盈利 5.2%, 从 2.49 调降至 2.36 元人民币。

维持“买入”评级。 我们认为价格战有损整个行业的估值。不过考虑到神华的低成本优势, 在电力市场上的较大曝光, 以及高达两位数的净资产回报率(ROE)增长率(2012年实际值及2013年预测值), 我们维持“买入”评级, 但调降目标价至 27.0 港元, 对应 9.1 倍 2013 预测市盈率(前期值为 10.5 倍)。

风险因素: 1) 煤炭价格风险; 2) 供求的不平衡; 3) 下游行业的周期影响。

业绩及估值

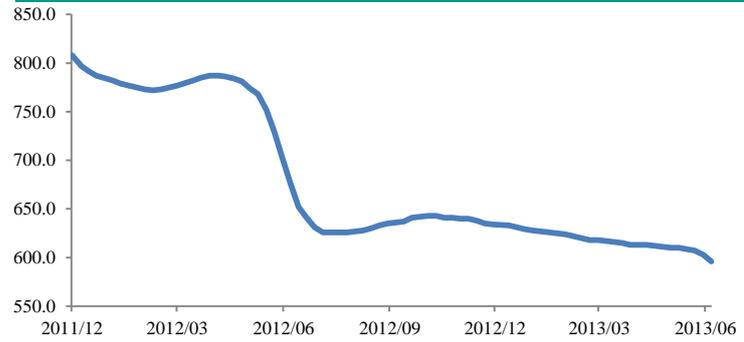
截至 12 月 31 日	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(人民币百万元)	209,225	250,260	258,899	286,124
同比变化 (%)	32.7	19.6	3.5	10.5
净利润(人民币百万元)	45,846	48,858	46,980	49,278
同比变化 (%)	18.1	6.6	(3.8)	4.9
每股盈利(人民币元)	2.31	2.46	2.36	2.48
同比变化 (%)	18.1	6.6	(3.8)	4.9
每股净资产(人民币元)	11.5	12.9	14.7	16.7
同比变化 (%)	11.3	12.4	14.2	13.1
市盈率(倍)	-	6.3	6.53	6.22
市净率(倍)	-	1.2	1.05	0.93
股息(人民币元)	0.90	0.96	0.92	0.97
股息收益率 (%)	-	6.7	6.73	7.38
净资产回报率(%)	21.2	20.16	17.09	15.78
资产回报率(%)	11.8	11.31	9.98	9.75

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券预测 (1 人民币=1.26 港元)



在大型煤炭企业掀起价格战之后，环渤海动力煤价格指数跌至每吨596元的低位。

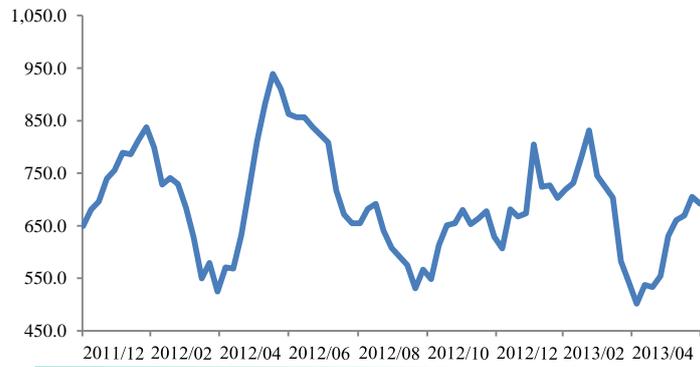
环渤海动力煤价格指数 (元/吨, 截止 2013 年 7 月 8 日)



来源: Wind, 农银国际证券

2013 年 6 月 29 日, 秦皇岛港的煤炭库存量已经从低位反弹至 692 万吨。

秦皇岛港煤炭库存 (万吨, 截止 2013 年 6 月 29 日)



来源: Wind, 农银国际证券



公司损益表 (2010A-2014E)

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	1Q13	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
收入	60,039	157,662	209,225	250,260	258,899	286,124
煤炭		106,080	138,263	165,989	164,958	177,473
电力		44,800	61,204	71,096	80,310	93,588
其他收入		6,782	9,758	13,175	13,630	15,063
销售成本		(90,142)	(128,638)	(167,754)	(176,672)	(197,426)
毛利		67,520	80,587	82,506	82,226	88,699
销售、一般及管理费用		(9,219)	(11,056)	(12,950)	(15,168)	(17,767)
其他经营收益 / (费用), 净额		(776)	(825)	48	48	48
经营利润		57,525	68,706	69,604	67,106	70,980
其他税费及亏损		(1,583)	(1,857)	(1,593)	(1,726)	(1,659)
税前利润		55,942	66,849	68,011	65,380	69,321
所得税费用		(11,473)	(14,041)	(10,965)	(10,526)	(11,784)
本年利润		44,469	52,808	57,046	54,854	57,536
利润分配:						
非控制性权益		5,635	6,962	8,188	7,873	8,258
本公司股东应占利润	11,625	38,834	45,846	48,858	46,980	49,278
每股盈率 (基本), 人民币元	0.584	1.95	2.31	2.46	2.36	2.48
每股派息, 人民币元		0.75	0.90	0.96	0.92	0.97

来源: 公司, 农银国际证券预测



公司资产负债表 (2010A-2014E)

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	188,061	223,329	236,048	271,455	307,405
在建工程	33,088	34,384	61,142	64,199	67,409
无形资产	3,248	3,610	3,781	3,781	3,781
其他非流动资产	28,273	36,658	45,036	46,801	48,885
非流动资产	252,670	297,981	346,007	386,236	427,480
存货	11,574	12,939	15,171	15,077	16,221
应收账款及应收票据	11,424	13,618	20,028	19,904	21,414
预付账款及其他应收款	14,250	12,694	14,480	14,480	14,480
现金及现金等价物	77,912	61,652	51,627	38,237	37,001
其他流动资产	4,301	7,623	10,054	10,054	10,054
流动资产	119,461	108,526	111,360	97,752	99,169
总资产	372,131	406,507	457,367	483,988	526,650
短期贷款及一年内到期的长期贷款	(15,317)	(16,489)	(28,093)	(18,627)	(22,808)
应付账款及应付票据	(19,661)	(23,763)	(31,072)	(27,418)	(29,245)
预提费用及其他应付款	(36,893)	(39,286)	(41,423)	(40,355)	(40,889)
一年内到期的长期应付款	(497)	(271)	(283)	(277)	(280)
应付所得税	(4,558)	(7,940)	(4,686)	(6,313)	(5,500)
流动负债	(76,926)	(87,749)	(105,557)	(92,989)	(98,721)
长期贷款，扣除一年内到期的部份	(52,311)	(45,443)	(39,624)	(42,534)	(41,079)
长期应付款，扣除一年内到期的部份	(2,133)	(2,346)	(2,558)	(2,452)	(2,505)
其他非流动负债	(3,334)	(2,855)	(3,071)	(2,963)	(3,017)
长期负债	(57,778)	(50,644)	(45,253)	(47,949)	(46,601)
总负债	(134,704)	(138,393)	(150,810)	(140,938)	(145,322)
总权益	237,427	268,114	306,557	343,050	381,328
非控制性权益	32,314	39,915	49,968	49,968	49,968
本公司股东应占权益	205,113	228,199	256,589	293,082	331,360
每股净资产，人民币元	10.31	11.47	12.90	14.74	16.66

来源：公司，农银国际证券预测



现金流量表 (2010A-2014E)

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
税前利润	55,942	66,849	68,011	65,380	69,321
存货 (增加)/减少	(3,129)	(714)	(2,232)	94	(1,144)
应收票据贸易应收款项 (增加) 减少	(1,947)	(953)	(6,410)	124	(1,510)
已收利息	1,248	978	750	1,175	1,217
已付利息	(3,760)	(3,300)	(3,554)	(3,313)	(3,321)
已付所得税	(9,767)	(11,830)	(14,689)	(10,526)	(11,784)
其他调整项	19,986	19,919	27,179	16,535	25,716
经营活动所得的现金净额	58,573	70,949	69,055	69,469	78,494
资本开支	(30,538)	(45,082)	(52,256)	(54,869)	(57,612)
与收购子公司相关的现金净流出	473	(1,666)	(1,072)	(1,369)	(1,221)
其他投资活动流出	(1,067)	(8,507)	(8,602)	611	1,156
投资活动所用的现金净额	(31,132)	(55,255)	(61,930)	(55,627)	(57,677)
来自贷款的款项	31,548	4,691	36,099	20,395	28,247
偿还贷款	(42,225)	(21,184)	(34,534)	(27,859)	(31,197)
其他融资活动所得资金	(11,871)	(14,840)	(18,718)	(19,771)	(19,107)
融资活动所获现金净额	(22,548)	(31,333)	(17,153)	(27,235)	(22,057)
现金及现金等价物减少净额	4,893	(15,639)	(10,028)	(13,393)	(1,239)
年初的现金及现金等价物	72,321	77,302	61,652	51,627	38,237
汇率变动的影响	(2)	(11)	3	3	3
年末的现金及现金等价物	77,212	61,652	51,627	38,237	37,001

来源: 公司, 农银国际证券预测



权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数。

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183