

2014年10月27日  
公司研报  
评级：买入  
目标价：24.5 港元

H 股价格 (港元) 21  
预测股价回报率 17.09%  
预测股息收益率 4.60%  
预测总回报率 21.69%

前报告评级及目标价 买入, 30 港元  
前报告日期 2013年12月19日

分析员：陈宜鹰  
电话：(852) 2147 8819  
电邮：markyichen@abci.com.hk

**主要数据**

52 周高/低 (港元)	27/19.12
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)	71,379
A-股 (百万港元)	240,109
3 个月平日成交额 (百万港元)	358
主要股东 (持股占比%):	
神华集团	73.01

来源：公司、彭博、农银国际证券

**主要经营分部占收入%情况 1H14 (%)**

煤炭收入	64
电力收入	28
运输业务收入	2
煤化工收入	2
其他收入	3

来源：公司、农银国际证券

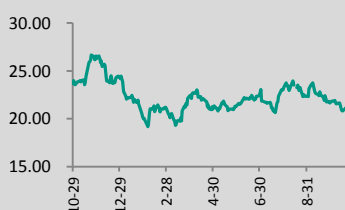
**股价表现 (%)**

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(3.45)	(1.63)
3 个月	(8.70)	(2.13)
6 个月	0.00	(6.26)

\*相比恒生国企指数

来源：彭博、农银国际证券

**1 年期股价表现 (单位：港元)**



来源：彭博、农银国际证券

**中国神华 (1088 HK)**

**前三季度业绩好于预期，但行业前景未稳；维持“买入”评级，调降目标价**

- 尽管整个动力煤板块仍然处于探底过程，但中国神华公布的 2014 年前 3 季业绩表现好于市场预期
- 煤炭行业继续受制于中国经济放缓，但预测在 2015 年中期行业供求大致稳定
- 凭借其强大的议价能力，较高比重的电力业务及较高增长潜力的煤化工业务，公司目前 1.0 倍 FY15E 市净率属相当吸引。我们维持“买入”评级。尽管如此，考虑该行业前景仍有不确定性，加之神华的 A 股估值偏低，我们调整目标价降至 24.5 港元，对应 FY15E 市盈率 8.9 倍及 FY15E 市净率 1.17 倍

**公司前三季度业绩优于彭博预期。**神华刚刚披露的 2014 年前 3 季营业收入/净利润分别为 1904.42 亿元 (人民币，下同) / 314.23 亿元，同比下跌 4.64%/9.26%；前 9 个月每股盈利达 1.58 元，是彭博 2014 全年每股盈利的 79%。神华 7-9 月的产量同比上升 0.6%，但其国内的销量却下跌 13.7%，显示下游电力企业的需求仍然疲弱。但值得关注的是，彭博披露的市场预测值显示，公司第四季度净利润将按季环比暴跌约 20%。我们认为此举属于误判。第四季度为传统旺季，将持续至 2015 年 2 月左右，未来数月煤炭可能出现价量齐升局面。据我们渠道反馈，由于其高品质的煤炭储备和强大的运输网，神华在市场上仍享有较高的议价能力。为此，我们提出与彭博预测不同的观点，认为其第四季度盈利应该保持增长而非下跌。此外，我们认为现有的煤价水平及中国行业政策将会把很多中小规模竞争对手彻底排除出市场，神华的销量在未来几年将持续增长。

**电力业务将继续对冲煤价风险。**神华 2014 年前 3 季的电力销售单价为 358.1 元/兆瓦时，同比微跌 2.4%，但受惠于电煤采购成本下跌，其平均售电成本却同比劲降 6.8% 至 247.9 元/兆瓦时。我们认为，该公司的电力业务将会继续在疲弱的煤市中成为集团的强大业务缓冲器。另外，近期发改委要求从 9 月 1 日起下调上网电价，预测将会令公司全年利润减少约 6.10 亿元，但我们预计这不会对集团的整体业绩造成重大影响；另外煤化工业务也有望在未来几年继续为公司盈利作出贡献。

**维持“买入”，但目标价削减至 24.5 港元。**我们的目标价对应 FY15E 市盈率 8.9 倍，这主要是反映该集团在物流网络和销售成本方面仍然比同行拥有强劲的优势：前 9 个月吨煤销售成本为 128.6 元/吨，低于中煤能源 (1898 HK) 的 191.6 元/吨。此外，环渤海动力煤价格指数在维持 6 周持平后，近期反弹至 490 元，并于 10 月 22 日上升至 497 元，说明动力煤价格在旺季上涨的可能性。随着越来越多冗余产能被淘汰，加上中国政府鼓励地方清理不合理的按销量计缴的杂费，改以统一从价计征的资源税，将对销售量较大的大型煤炭企业更为有利。我们预计 2015 年中期煤炭市场有望出现一定程度的供求平衡。有鉴于此，尽管我们预测神华 FY14E 的盈利将续跌 8.65%，但认为它在 FY15E 将出现盈增拐点。考虑到公司当前的估值非常有吸引力 (约对应 FY15E 市盈率 7.6 倍及 FY15E 市净率 1.0 倍)，以及其长期两位数的净资产收益率，我们维持神华的“买入”评级，但目标价下调至 24.5 港元。

**风险因素：**1) 煤炭价格风险；2) 供给与需求之间的不平衡；3) 下游产业的商业周期改变；4) 成本上升；5) 2013 年股息回报率或会下滑；6) AH 股差价扩大令波动风险上升。

**业绩和估值**

截至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (人民币百万元)	254,575	283,797	252,215	262,192	269,449
收入同比变化 (%)	21.68	11.48	(11.13)	3.96	2.77
净利润 (人民币百万元)	49,708	45,079	41,169	43,360	45,385
净利润同比变化 (%)	8.42	(9.31)	(8.67)	5.32	4.67
每股盈利 (人民币元)	2.50	2.27	2.07	2.18	2.28
每股盈利同比变化 (%)	8.42	(9.32)	(8.65)	5.32	4.67
每股净资产 (人民币元)	13.23	13.92	15.23	16.61	18.05
每股净资产同比 (%)	15.33	5.21	9.40	9.05	8.69
市盈率 (倍)	6.62	7.30	8.00	7.59	7.12
市净率 (倍)	1.25	1.19	1.09	1.00	0.90
每股派息 (人民币元)	0.96	0.96	0.76	0.80	0.84
股息收益率 (%)	5.80	5.80	4.60	4.84	5.16
净资产回报率 (%)	20.23	16.69	14.20	13.69	13.17
总资产回报率 (%)	11.32	9.15	7.72	7.53	7.31

来源：公司、彭博、农银国际证券预测



主要营运数据	9M14	9M13	YoY Chg,%
<b>一 煤炭</b>			
商品煤产量(百万吨)	234	236.8	(1.18)
煤炭销售量(百万吨)	341.3	366.3	(6.83)
其中: 出口量(百万吨)	1.2	1.9	(36.84)
进口量(百万吨)	5.6	7.4	(24.32)
<b>二 发电</b>			
总发电量 (10 亿千瓦时)	160.45	169.49	(5.33)
总售电量 (10 亿千瓦时)	149.34	158.01	(5.49)
<b>三 煤化工</b>			
聚乙烯销售量 (千吨)	220.4	196.7	12.05
聚丙烯销售量 (千吨)	222.4	205	8.49
<b>四 运输</b>			
1.自有铁路的周转量 (10 亿吨公里)	167.2	155.2	7.73
2. 港口下水煤(百万吨)	177.7	161.4	10.10
黄骅港下水煤量(百万吨)	99.3	92.4	7.47
神华天津煤码头下水煤量(百万吨)	26.4	22.8	15.79
3. 航运货运量(百万吨)	66.9	83.4	(19.78)
4. 航运周转量(10 亿吨海里)	55.5	81.7	(32.07)

来源: 公司、农银国际证券预测

财务指标统计 (2012A-2016E)

财年截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利指标(%)</b>					
毛利率	31.38	28.67	29.50	29.00	29.00
税前利润率	27.05	24.54	25.28	25.64	26.12
净利率	19.52	16.14	16.29	16.54	16.84
总资产报酬率	11.32	9.15	7.72	7.53	7.31
净资产报酬率	20.23	16.69	14.20	13.69	13.17
<b>成本指标(%)</b>					
行政费/销售额	3.60	3.57	3.30	2.61	2.09
实际税率	15.94	19.68	21.03	21.00	21.00
<b>杠杆指标(%)</b>					
流动比率	1.06	1.00	1.11	1.24	1.50
速动比率	0.91	0.85	0.98	1.09	1.34
现金资产比率	0.48	0.32	0.42	0.51	0.69
总债/总权益	50.75	50.40	38.54	33.53	28.35
总债/总资产	33.67	32.86	27.82	25.11	22.09
<b>营运数据及指标</b>					
存货周转率	12.19	12.14	11.19	12.57	12.33
应收账款周转率	15.15	12.02	10.29	11.48	11.25
应付账款周转率	6.41	5.89	4.81	5.28	5.34
存货持有天数	29.94	30.08	32.62	29.03	29.61
应收账款平均在外天数	24.10	30.37	35.48	31.81	32.44
平均付款周期	56.97	62.01	75.92	69.08	68.41
现金循环周期	(2.92)	(1.56)	(7.82)	(8.24)	(6.37)

来源: 公司、农银国际证券预测



公司利润表 (2012A-2016E)

财年截止至12月31日(单位: 百万人民币)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	254,575	283,797	252,215	262,192	269,449
煤炭	165,989	167,399	134,163	146,860	147,650
电力	71,096	77,423	72,760	68,102	71,708
运输业务	5,403	6,078	6,686	7,354	8,090
煤化工业务	4,084	5,463	6,362	7,632	9,112
其他收入	8,003	27,434	32,244	32,244	32,889
销售成本	(174,677)	(202,431)	(177,811)	(186,157)	(191,309)
毛利	79,898	81,366	74,403	76,036	78,140
销售、一般及管理费用	(9,160)	(10,118)	(8,317)	(6,837)	(5,620)
其他经营收益 / (费用), 净额	8	(720)	77	0	0
经营利润	70,746	70,528	66,163	69,199	72,520
其他税费及亏损	(1,874)	(1,600)	(2,322)	(1,961)	(2,142)
税前利润	68,872	68,928	63,841	67,238	70,378
所得税费用	(10,976)	(13,704)	(13,407)	(14,120)	(14,779)
总利润	57,896	55,224	50,435	53,118	55,599
利润分配:					
非控制性权益	8,188	10,145	9,265	9,758	10,214
本公司股东应占利润	49,708	45,079	41,169	43,360	45,385
EPS (基本), 人民币元	2.50	2.27	2.07	2.18	2.28
每股派息, 人民币元	0.96	0.96	0.76	0.80	0.84

来源: 公司、农银国际证券预测

资产负债表 (2012A-2016E)

财年截止至12月31日(单位: 百万人民币)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物业、厂房及设备	247,031	262,116	301,433	327,822	353,567
在建工程	61,737	76,065	79,868	83,862	88,055
无形资产	982	1,446	1,446	1,446	1,446
其他非流动资产	49,057	52,263	51,823	54,203	56,463
非流动资产	358,807	391,890	434,571	467,333	499,530
存货	15,722	17,641	14,139	15,477	15,560
应收账款及应收票据	20,000	27,221	21,817	23,881	24,010
预付账款及其他应收款	15,817	30,274	30,274	30,274	30,274
现金及现金等价物	51,637	38,332	97,049	157,605	66,477
其他流动资产	10,102	7,940	7,940	7,940	7,940
流动资产	113,278	121,408	171,218	235,177	144,260
总资产	472,085	513,298	605,789	702,510	643,790
短期贷款及一年内到期的长期贷款	(28,103)	(38,503)	(25,936)	(23,638)	(14,869)
应付账款及应付票据	(31,632)	(37,800)	(34,716)	(36,258)	(35,487)
预提费用及其他应付款	(41,825)	(42,692)	(42,259)	(42,475)	(42,367)
一年内到期的长期应付款	(824)	(311)	(568)	(439)	(503)
应付所得税	(4,697)	(2,221)	(3,459)	(2,840)	(3,150)
流动负债	(107,081)	(121,527)	(106,937)	(105,650)	(96,376)
长期贷款, 扣除一年内到期的部份	(39,624)	(37,084)	(38,354)	(37,719)	(38,037)
长期应付款, 扣除一年内到期的部份	(9,158)	(1,867)	(5,513)	(3,690)	(4,601)
其他非流动负债	(3,071)	(8,196)	(3,155)	(3,196)	(3,175)
长期负债	(51,853)	(47,147)	(47,021)	(44,605)	(45,813)
总负债	(158,934)	(168,674)	(153,958)	(150,255)	(142,189)
总权益	313,151	334,642	451,831	552,255	501,602
非控制性权益	49,968	57,739	148,889	221,889	142,530
本公司股东应占权益	263,183	276,903	302,942	330,366	359,072
每股净资产, 人民币元	13.23	13.92	15.23	16.61	18.05

来源: 公司、农银国际证券预测



**现金流量表(2012A-2016E)**

财年截止至12月31日(单位: 百万人民币)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
税前利润	68,872	68,928	63,841	67,238	70,378
存货增加	(1,891)	(1,992)	3,502	(1,338)	(83)
应收票据贸易应收款项(增加)减少	(5,380)	(7,218)	5,404	(2,065)	(128)
已付所得税	(14,700)	(17,753)	(13,407)	(14,120)	(14,779)
其他调整项	27,710	12,323	17,290	24,396	24,150
<b>经营活动所得的现金净额</b>	<b>74,611</b>	<b>54,288</b>	<b>76,631</b>	<b>74,111</b>	<b>79,537</b>
固定资产投入	(53,516)	(51,148)	(52,332)	(51,740)	(52,036)
与收购子公司相关的现金净流出	(1,113)	(517)	(815)	(666)	(741)
其他投资活动流出	(3,211)	3,892	4,403	4,442	4,422
<b>投资活动所用的现金净额</b>	<b>(57,840)</b>	<b>(47,773)</b>	<b>(48,744)</b>	<b>(47,964)</b>	<b>(48,354)</b>
来自贷款的款项	36,109	53,681	44,895	49,288	47,092
偿还贷款	(36,075)	(51,439)	(43,757)	(47,598)	(45,678)
其他融资活动所得资金	(26,903)	(22,038)	(22,616)	(18,997)	(19,629)
<b>融资活动所获现金净额</b>	<b>(26,869)</b>	<b>(19,796)</b>	<b>(21,478)</b>	<b>(17,307)</b>	<b>(18,215)</b>
<b>现金及现金等价物减少净额</b>	<b>(10,098)</b>	<b>(13,281)</b>	<b>6,409</b>	<b>8,840</b>	<b>12,968</b>
年初的现金及现金等价物	61,732	51,637	38,332	44,717	53,533
汇率变动的影响	3	(24)	(24)	(24)	(24)
<b>年末的现金及现金等价物</b>	<b>51,637</b>	<b>38,332</b>	<b>44,717</b>	<b>53,533</b>	<b>66,477</b>

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 2009-2013 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 2014 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