



2013年8月29日
公司报告
评级：买入
目标价：29.66 港元

H 股价格 (港元)	23.50
预测股价回报率	26.23%
预测股息收益率	5.15%
预测总回报率	31.38%

前报告评级及目标价 买入/29.66 港元
前报告日期 2013年8月27日

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

主要数据

52 周高/低 (港元)	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)	79,867
A-股(百万港元)	283,976
3 个月平日成交额(百万港元)	485.4
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

2013 年上半年业务分部经营收益分布情况 (%)

煤炭业务	57
电力业务	22
运输	21

来源：公司，农银国际证券

经营收益(亏损)主要是指经营收入扣除经营成本、销售、一般及管理费用及资产减值损失。

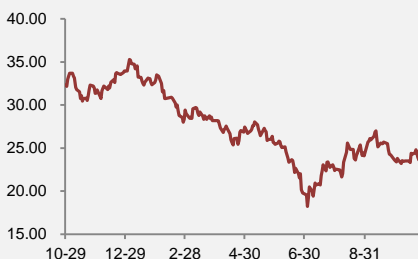
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(2.29)	(0.04)
3 个月	1.95	(4.45)
6 个月	(12.48)	(7.59)

*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

中国神华 (1088 HK)

第 3 季业绩符合市场预期;维持“买入”评级

- 中国神华 2013 年第 3 季度实现净利润 342.99 亿元 (人民币, 下同), 同比下滑 11.53%, 但符合市场预期, 达到市场对其全年预测纯利值 447.8 亿的 77%。
- 神华近日公告, 调整 2013 年的全年经营目标, 其中经营收入下调 5.4%; 不过销售、一般管理费用及财务成本净额合计也同时下调了 33.1%。根据上述调整, 我们相应调整 2014 年的预测纯利, 由原先的 492.92 亿调低至 492.78 亿 (假设公司明年实际有效税率为 21.5%)。
- 近期中国政府下调火电上网价, 不过我们认为该事件对神华负面影响有限: 第 4 季度为用煤高峰期, 动力煤价需均会稳中有升, 将抵消上网电价下调的冲击。
- 报告前收盘价对应 7.53 倍 2014 年预测市盈率; 考虑到公司 2014 年盈利将恢复增长, 我们维持“买入”评级及目标价 29.66 港元不变, 该目标价对应 9.5 倍 2014 年预测市盈率, 1.23 倍预测市净率。

现有股价基本反映前 3 季业绩因素。中国神华宣布今年前 3 季度业绩, 收入 1974.67 亿, 同比增长 10.71%, 主要原因是煤炭及电力销售均见增长; 股东纯利 342.99 亿, 虽然同比下跌 11.53%, 但仍达到市场全年预测值 447.8 亿的 76.59%。公司前 9 个月经营收入的毛利率为 29.78%, 略低于我们原先预期的 31.8% 全年毛利率水平。

神华下调今年经营收入目标, 并下调销售、一般管理费及财务成本目标, 降幅分别为 5.4% 及 33.1%。为此, 我们相应调整了预测参数, 并假设今明两年实际税率为 19.3%/21.5%, 综合调整后的 2013 年纯利为 438.99 亿 (比前值 469.8 亿低 6.5%), 调整后的 2014 年预测纯利值为 492.92 亿元, 与前值 492.78 亿元基本持平。相对应的今明两年每股预测盈利值分别为 2.21 元/2.48 元 (前期预测值为 2.36 元/2.48 元)。

下调上网电价的冲击有限。神华于 9 月 23 日公告称, 国家下调火电上网电价, 预计将导致利润下跌约 6.1 亿元 (占市场全年预测的 1.36%)。但我们也看到, 现货煤价格已出现触底迹象, 并在近期从 531 元/吨反弹至 533 元/吨, 显示第 4 季度用煤高峰期的煤炭需求回升; 我们预计, 未来数周内, 动力煤现货价将保持稳中有升的态势。有鉴于此, 我们认为动力煤价格的复苏将对冲上网电价下调对神华的负面影响。

维持“买入”评级及目标价 29.66 港元。报告前收盘价对应 7.53 倍明年预测 P/E 值。考虑到公司来年的盈利增长潜力, 以及动力煤价格在 4 季可望进一步上扬, 我们认为神华当前股价仍属被低估之列。我们维持“买入”评级及目标价 29.66 港元, 对应 9.5 倍 FY14 预测 P/E (历史均值约为 12 倍), 及 1.23 倍 FY14 预测 P/B (历史均值约为 2.2 倍)。

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) 成本不断上升。

业绩和估值

截至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(人民币百万元)	209,225	250,260	258,899	286,124	309,162
收入同比变化 (%)	32.70	19.61	3.45	10.52	8.05
净利润 (人民币百万元)	45,846	48,858	43,899	49,292	54,831
净利润同比变化 (%)	18.06	6.57	(10.15)	12.28	11.2
每股盈利 (人民币元)	2.31	2.46	2.21	2.48	2.76
每股盈利同比变化 (%)	18.08	6.55	(10.13)	12.28	11.24
每股净资产 (人民币元)	11.47	12.90	14.62	16.54	18.68
每股净资产同比 (%)	11.26	12.44	13.29	13.17	12.95
市盈率(倍)		7.59	8.45	7.53	6.8
市净率(倍)		1.45	1.28	1.13	1.0
每股派息(人民币元)	0.90	0.96	0.86	0.97	1.08
股息收益率 (%)		5.15	4.62	5.19	5.78
净资产回报率 (%)	21.16	20.16	16.04	15.91	15.65
总资产回报率 (%)	11.78	11.31	9.36	9.81	10.05

来源：公司、彭博、农银国际证券预测



神华 2013 年前 3 季度业绩摘要

截止9月30日止数据	9M12	9M13	YoY, %
基本每股盈利	1.949	1.724	(11.54)
每股经营活动所得的现金净额 本期间 (人民币百万元)	2.91	1.77	(39.18)
经营收入	178,367	197,467	10.71
未计所得税的利润 (人民币百万元)	53,122	52,098	(1.93)
本公司股东应占利润	38,767	34,299	(11.53)
经营活动所得的现金净额	57,844	35,171	(39.20)
资产合计 (人民币百万元)	457,367	496,584	8.57
负债合计 (人民币百万元)	150,810	169,496	12.39
权益合计 (人民币百万元)	306,557	327,088	6.70
其中: 本公司股东应占权益 (人民币百万元)	256,589	271,097	5.65
每股股东权益 (人民币元 / 股)	12.9	13.63	5.66

来源: 公司

神华 2013 年前 3 季度经营数据摘要

截止9月30日止数据	9M12	9M13	YoY, %
商品煤产量(百万吨)	230.9	236.8	2.56
煤炭销售量(百万吨)	329.9	366.3	11.03
其中: 出口量(百万吨)	2.8	1.9	(32.14)
进口量(百万吨)	5.7	7.4	29.82
自有铁路的周转量 (10 亿吨公里)	129.5	155.2	19.85
海运煤(百万吨)	147	161.4	9.80
黄骅港下水煤量(百万吨)	67.2	92.4	37.50
神华天津煤码头下水煤量(百万吨)	20.2	22.8	12.87
航运货运量(百万吨)	73.6	83.4	13.32
航运周转量 (10 亿吨海里)	62.3	81.7	31.14
总发电量 (10 亿千瓦时)	155.63	169.49	8.91
总售电量 (10 亿千瓦时)	144.8	158.01	9.12

来源: 公司



公司损益表 (2011A-2015E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	209,225	250,260	258,899	286,124	309,162
煤炭	138,263	165,989	164,958	177,473	192,033
电力	61,204	71,096	80,310	93,588	100,854
其他收入	9,758	13,175	13,630	15,063	16,276
销售成本	(128,638)	(167,754)	(181,799)	(200,287)	(216,414)
毛利	80,587	82,506	77,100	85,837	92,749
销售、一般及管理费用	(11,056)	(12,950)	(11,907)	(10,948)	(10,067)
其他经营收益 / (费用), 净额	(825)	48	48	48	48
经营利润	68,706	69,604	65,241	74,937	82,730
其他税费及亏损	(1,857)	(1,593)	(1,726)	(1,659)	(1,692)
税前利润	66,849	68,011	63,515	73,278	81,038
所得税费用	(14,041)	(10,965)	(12,258)	(15,725)	(17,018)
本年利润	52,808	57,046	51,256	57,552	64,020
利润分配:					
非控制性权益	6,962	8,188	7,357	8,261	9,189
本公司股东应占利润	45,846	48,858	43,899	49,292	54,831
每股盈率 (基本), 人民币元	2.31	2.46	2.21	2.48	2.76
每股派息, 人民币元	0.90	0.96	0.86	0.97	1.08

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

公司资产负债表 (2011A-2015E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
物业、厂房及设备	223,329	236,048	271,455	307,405	342,782
在建工程	34,384	61,142	64,199	67,409	70,780
无形资产	3,610	3,781	3,781	3,781	3,781
其他非流动资产	36,658	45,036	46,801	48,885	50,958
非流动资产	297,981	346,007	386,236	427,480	468,301
存货	12,939	15,171	15,077	16,221	17,551
应收账款及应收票据	13,618	20,028	19,904	21,414	23,170
预付账款及其他应收款	12,694	14,480	14,480	14,480	14,480
现金及现金等价物	61,652	51,627	34,640	34,624	32,824
其他流动资产	7,623	10,054	10,054	10,054	10,054
流动资产	108,526	111,360	94,155	96,793	98,080
总资产	406,507	457,367	480,391	524,273	566,381
短期贷款及一年内到期的长期贷款	16,489	28,093	16,093	14,726	6,828
应付账款及应付票据	23,763	31,072	27,418	29,245	28,331
预提费用及其他应付款	39,286	41,423	40,355	40,889	40,622
一年内到期的长期应付款	271	283	277	280	279
应付所得税	7,940	4,686	6,313	5,500	5,906
流动负债	87,749	105,557	90,455	90,639	81,965
长期贷款, 扣除一年内到期的部份	45,443	39,624	42,534	41,079	41,806
长期应付款, 扣除一年内到期的部份	2,346	2,558	2,452	2,505	2,479
其他非流动负债	2,855	3,071	2,963	3,017	2,990
长期负债	50,644	45,253	47,949	46,601	47,275
总负债	138,393	150,810	138,404	137,240	129,240
总权益	268,114	306,557	341,987	387,033	437,141
非控制性权益	39,915	49,968	51,298	58,055	65,571
本公司股东应占权益	228,199	256,589	290,689	328,978	371,570
每股净资产, 人民币元	11.47	12.90	14.62	16.54	18.68

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



现金流量表 (2011A-2015E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税前利润	66,849	68,011	63,515	73,278	81,038
存货(增加)/减少	(714)	(2,232)	94	(1,144)	(1,331)
应收票据贸易应收款项(增加)减少	(953)	(6,410)	124	(1,510)	(1,757)
已收利息	978	750	1,175	1,217	1,196
已付利息	(3,300)	(3,554)	(3,313)	(3,321)	(3,317)
已付所得税	(11,830)	(14,689)	(12,258)	(15,725)	(17,018)
其他调整项	19,919	27,179	16,535	25,716	24,394
经营活动所得的现金净额	70,949	69,055	65,872	78,511	83,206
资本开支	(45,082)	(52,256)	(54,869)	(57,612)	(60,493)
与收购子公司相关的现金净流出	(1,666)	(1,072)	(1,369)	(1,221)	(1,295)
其他投资活动流出	(8,507)	(8,602)	611	1,156	1,961
投资活动所用的现金净额	(55,255)	(61,930)	(55,627)	(57,677)	(59,827)
来自贷款的款项	4,691	36,099	20,395	28,247	24,321
偿还贷款	(21,184)	(34,534)	(27,859)	(31,197)	(29,528)
其他融资活动所得资金	(14,840)	(18,718)	(19,771)	(17,903)	(19,976)
融资活动所获现金净额	(31,333)	(17,153)	(27,235)	(20,853)	(25,182)
现金及现金等价物减少净额	(15,639)	(10,028)	(16,990)	(19)	(1,803)
年初的现金及现金等价物	77,302	61,652	51,627	34,640	34,624
汇率变动的影响	(11)	3	3	3	3
年末的现金及现金等价物	61,652	51,627	34,640	34,624	32,824

来源：公司、彭博、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