



公司评级:

买入

目标价: \$33.0

主要数据

H-股股价(HK\$)	26.1
上行空间 (%)	26.4
52 周高/低(HK\$)	35.45/24.15
发行股数(百万)	19,890
- H 股 (百万)	3,399
- A 股(百万)	16,491
市值	
- H 股(HK\$百万)	88,703
- A 股(Rmb 百万)	344,333
3 个月平均日成交额 (HK\$百万)	575
大股东(%)	
神华集团	73.01

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012 上半年收入组成(%)

煤炭	66.3
能源	28.4
其他	5.3
总计	100.00

来源: 公司

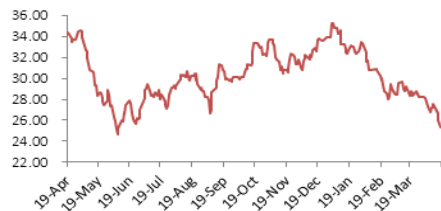
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(11.76)	(6.50)
3 个月	(26.40)	(14.45)
6 个月	(16.67)	(16.18)

* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年4月22日

陈宜熹

相关报告: 2013年3月25日

电话: (852) 2147 8819

电邮 markchen@abci.com.hk

中国神华 (1088 HK)

动力煤行业

首季主要营运数据符合全年目标要求

中国神华首季的营运数据基本符合其 2013 年全年目标的要求, 自产煤同比上升 1.0% 至 7990 万吨, 占全年目标 3.15 亿吨的 25.3%。尽管煤炭现货价格仍然低迷, 但相比去年销量中有大量的重点合同煤, 神华今年基本按现货价销售, 有助于缓解价格低迷的影响。近期股价调整提供较好的买入机会。我们维持对该股的“买入”评级, 目标价不变。

销售进展顺利: 中国神华首季煤炭总销量同比微涨 2.8% 至 1.115 亿吨, 完成全年目标的约 24%。考虑到 2 月是传统淡季, 其首季销售状况算得上令人满意。其发电业务会惹人担忧, 首季售电量为 470.3 亿千瓦时, 完成全年目标的 23%, 但该业务表现与中国首季 (低于预期的) 经济增速一致。

环渤海动力煤价格指数仍然疲弱: 上述指数于 4 月 17 日下跌至历史低位 615 元/吨(人民币, 下同)。尽管煤价低迷, 但我们预期在现价水平上, 生产成本较高的煤炭生产商将会陆续退出市场, 使得煤价在目前的位置继续下跌的空间已经很有限。此外, 去年首季神华销售的重点煤仍占有一定比重, 其合同价格远低于当前的现货价, 因此我们预期神华今年首季的表现不会严重倒退。不过煤价近期也难有大幅回升的预期, 中国首季的经济增长数据显示, 动力煤行业需要更多的催化剂以稳定需求, 因此, 整体上我们维持神华的微幅盈利增长预期。

维持买入评级, 目标价 33.0 港元: 经过近期股价调整后, 该股的估值已经非常有吸引力。鉴于其煤炭生产的成本优势, 较高的发电业务比重和高双位数的 2012 和 2013 年 (预测) 的平均股本回报率, 我们认为神华有向上重估的机会。因此, 我们维持对该股的买入评级。

风险因素: 1) 煤价下行波动带来的风险; 2) 煤炭市场供求失衡导致的风险; 3) 下游行业的周期性风险。

业绩和预测估值

财年截至 31/12	2011A	2012E	2013E	2014E
收入(百万元)	209,225	250,260	270,300	298,447
同比变化 (%)	32.7	19.6	8.0	10.4
净利润 (百万元)	45,846	48,858	49,582	51,993
同比变化 (%)	18.1	6.57	1.5	4.9
每股盈利(元)	2.31	2.46	2.49	2.61
同比变化 (%)	18.1	6.55	1.5	4.9
每股资产净值 (元)	11.5	12.9	14.8	16.9
同比变化 (%)	11.3	12.4	15.0	13.7
市盈率(x)		8.5	8.3	7.9
市账率 (x)		1.6	1.4	1.2
股息(元)	0.90	0.96	0.97	1.02
股息收益率 (%)		4.9	5.3	5.8
平均资产回报率 (%)	21.16	20.16	17.97	16.49
平均股本回报率 (%)	11.78	11.31	10.50	10.21

来源: 公司, 彭博, 农银国际 (假设 1 人民币=1.25 港元)

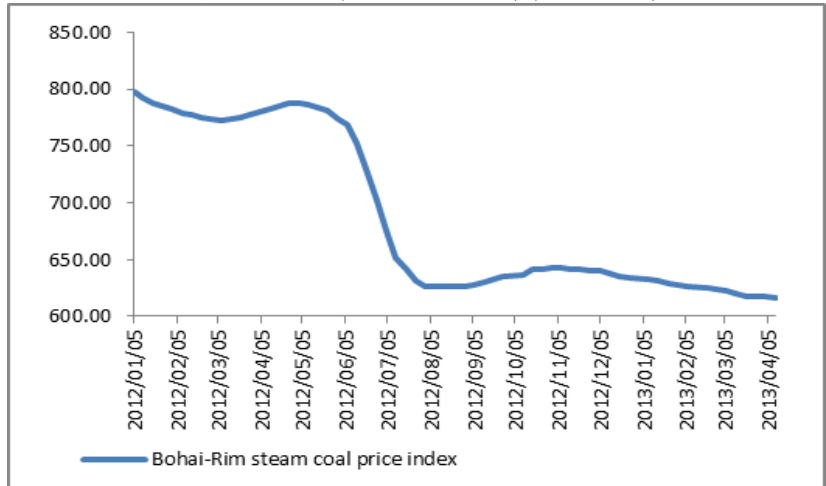


表: 中国神华2013年3月份主要生产经营数据

	2013年		2012年(重述)		同比变化(%)	
	3月	累计	3月	3月	3月	累计
商品煤产量(百万吨)	27.1	79.9	27.6	79.1	-1.8	1.0
煤炭销售量(百万吨)	43.6	111.5	42.2	108.5	3.3	2.8
其中: 出口量(百万吨)	-	0.7	0.3	1.4	-100	-50
进口量(百万吨)	2.2	3.4	-	0.3	不适用	1,033.3
自有铁路的周转量(10亿吨公里)	17.6	50.2	15.6	44.7	12.8	12.3
海运煤(百万吨)	19.4	47.5	不适用	不适用	不适用	不适用
黄骅港下水煤量(百万吨)	9.7	26.3	不适用	不适用	不适用	不适用
神华天津煤码头下水煤量(百万吨)	3.5	7.3	不适用	不适用	不适用	不适用
航运货运量(百万吨)	6.3	18.4	8.3	23.5	-24.1	-21.7
航运周转量(10亿吨海里)	6.4	17.9	6.7	19.5	-4.5	-8.2
总发电量(10亿千瓦时)	17.96	50.43	18.29	48.99	-1.8	2.9
总售电量(10亿千瓦时)	16.76	47.03	17.07	45.72	-1.8	2.9

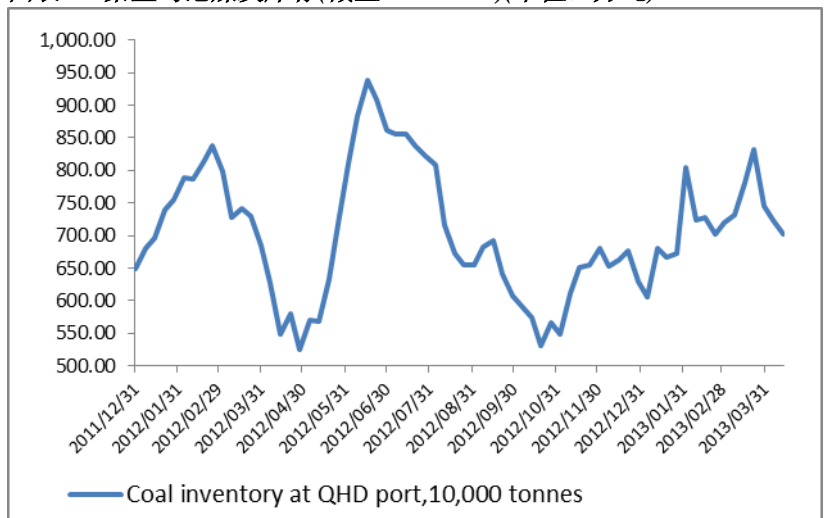
来源: 公司

图: 环渤海动力煤价格指数(截至2013/4/17)(5500大卡)



来源: Wind, 农银国际

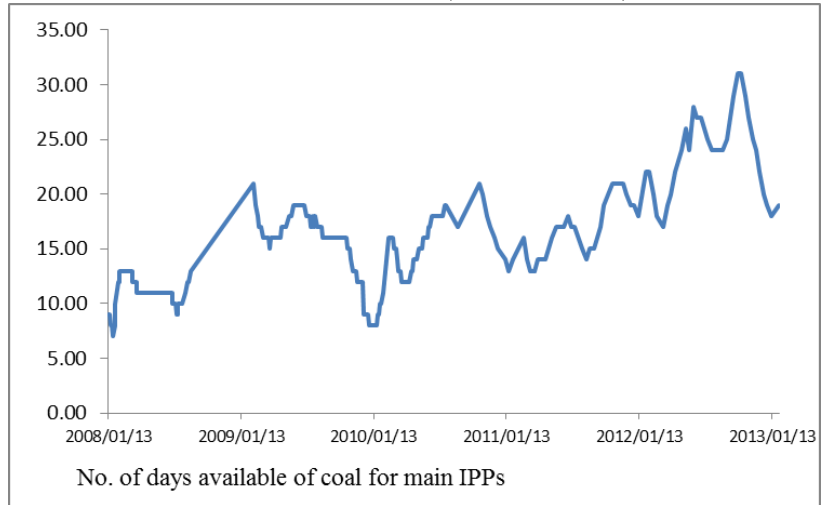
图表2: 秦皇岛港煤炭库存(截至2013/4/13)(单位: 万吨)



来源: Wind, 农银国际



图: 全国重点电厂煤炭库存可用天数 (截止 2013/4/10)



来源: Wind, 农银国际

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，可能向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

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