



主要数据

股价 (HK\$)	34.2
目标价(HK\$)	38.9
上行空间 (%)	13.7
52 周高/低(HK\$)	36.45/24.15
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)	116,232
- A 股(Rmb 百万)	418,048
3 个月平均日成交额 (HK\$ 百万)	461
审计师	毕马威
大股东(%)	
神华集团	72.96

2011 财年收入组成 (%)

煤炭	68.5
能源	28.3
铁路	1.3
船运	1.4
港口	0.1
其他	0.4

来源: 公司

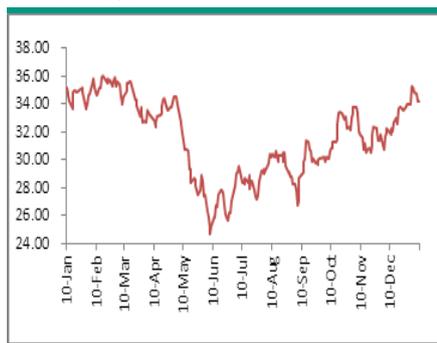
股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	7.21	(0.28)
3 个月	10.86	(6.83)
6 个月	20.63	(5.26)

来源: 彭博

\* 相对于恒生中国企业指数

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员:

陈宜旻  
电话: (852) 2147 8819  
电邮: markchen@abci.com.hk

相关报告

日期: 2012 年 12 月 14 日  
评级: 买入

## 中国神华 (1088 HK) – 买入 动力煤行业

### 电煤改革, 大型煤炭供应商受益

发改委决定, 自今年起取消电煤价格双轨制; 煤电企业根据实际需要, 自主衔接运输安排。我们认为, 行业改革使大型煤炭供应商有更大上行空间。尽管近期环渤海动力煤价格偏软, 但我们预计在季节性需求推动和电企增加库存的驱动下, 煤价将受到支持。

**中国启动电煤市场化改革:** 国家发改委日前针对电煤改革公布几条重要举措: 1、取消重点合同, 取消电煤价格双轨制; 2、煤电企业根据实际需要自行解决铁路运输问题; 3、完善煤电价格联动机制, 当电煤价格波动幅度超过 5% 时, 以年度为周期, 相应调整上网电价; 4、将电力企业消纳煤价波动的比例由 30% 调整为 10%。在电煤价格出现非正常波动时, 依据价格法有关规定采取临时干预措施。

#### 对行业的潜在影响:

**1. 大型煤炭供应商将进一步引领行业。** 煤炭生产商反馈, 类似神华这样的大型生产商的长期合同价将变得更为重要, 不少中小煤炭企业将参照其定价作为各自与客户长期合同价的基准。我们认为这将增强神华在行业的领导地位, 提升其竞争力。

**2. 拥有铁路运输能力的煤炭供应商将进一步受惠于行业改革。** 最新的改革显示, 国家发改委不再过多干预运力, 这给那些自己拥有铁路运输资源的煤炭供应商留下更多的发展空间。这对于类似神华这样的企业更有利。

**估值分析:** 截止报告日, 神华 H 股股价收于 HK\$34.2, 即 9.8x FY2013 PER 和 1.8x FY2013 PB, 但仍低于我们的目标价 13.7%。我们维持买入评级。

**风险因素:** 1、逊于预期的经济增长; 2、进口煤的流入或会抑制本土煤炭价格; 3、资源税改革或中国环保政策的变化可能影响行业。

#### 公司业绩和估值情况

财年截至 31/12	2010A	2011A	2012F	2013F
收入(Rmb 百万)	157,662	208,197	237,392	272,070
净利润 (Rmb 百万)	38,834	45,677	42,398	55,918
同比变化 (%)	28.3	17.6	-7.2	14.3
EPS (Rmb)	1.95	2.30	2.13	2.81
同比变化 (%)	28.3	17.6	-7.2	14.3
P/E (x)	-	12.0	11.2	9.8
P/B (x)	-	2.4	2.1	1.8
股息收益率 (%)	-	3.3	3.5	4.0
ROAE (%)	20.7	21.2	20.0	19.7

来源: 公司, 彭博, 农银国际(假设 Rmb1.0=HK\$1.25)



## 权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，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作的观点，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及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司或向本报告提及的某些公司寻求业务往来。

### 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

基准指数指恒生指数

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。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 2012 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