



2015年2月3日  
公司研報  
評級: 持有  
目標價: 20.58 港元

H 股價格 (港元)	21.15
預測股價回報率	-2.70%
預測股息收益率	3.91%
預測總回報率	1.2%

前報告評級及目標價 買入, 24.5 港元  
前報告日期 2014年10月27日

分析員: 陳宜羈  
電話: (852) 2147 8819  
電郵: markybchen@abci.com.hk

主要資料

52 周高/低 (港元)	24.4/19.12
發行股數 (百萬)	19,890
H-股 (百萬)	3,399
A-股 (百萬)	16,491
市值	
H-股 (百萬港元)	71,039
A-股 (百萬港元)	305,743
3 個月平日成交額 (百萬港元)	408
主要股東 (持股占比%):	
神華集團	73.01

來源: 公司、彭博、農銀國際證券

主要經營分部占收入%情況 1H14 (%)

煤炭收入	64
電力收入	28
運輸業務收入	2
煤化工收入	2
其他收入	3

來源: 公司、農銀國際證券

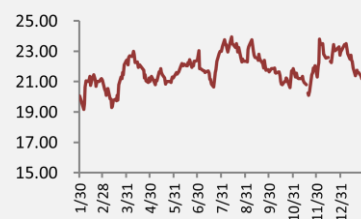
股價表現 (%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	(8.64)	(3.19)
3 個月	(1.86)	(9.78)
6 個月	(9.81)	(15.26)

\*相比恒生國企指數

來源: 彭博、農銀國際證券

1 年期股價表現 (單位: 港元)



來源: 彭博、農銀國際證券

## 中國神華 (1088 HK)

### 煤價低迷及成本上升將拖累公司業績，降至“持有”

- 中國的煤電談判遲遲未達成協議，隨著冬季高峰期的流逝，以及春節淡季的來臨，煤電談判或朝不利於煤炭生產商的方向發展
- 目前各地的煤炭資源稅率初定在 6~7% 左右，然而大部分地方政府還沒有就稅基做出明確說明。因此我們認為實施資源稅對煤炭企業的最終財務影響效果還有待觀察
- 我們預計煤炭現貨價仍然疲弱，而且市場競爭依舊激烈，這對神華的成本會有負面影響，令其利潤率受壓，我們因此調低公司 2014 及 2015 年預測每股盈利值
- 目前 H 股價格基本上已反映不利因素。儘管公司估值處於偏低水準，但是我們認為近期缺乏有力的向上誘因促進神華的估值上行。綜上所述，我們調降公司評級至“持有”，目標價降至 20.58 港元，對應 FY15E 市盈率 9.7 倍，市淨率 1.03 倍

中國的製造業 PMI 已跌至 49.8，這預示中國電力需求仍然處於疲弱狀態。迄今為止，煤電雙方尚未就今年的長協價達成全面一致。神華與中國華能簽署了戰略協議，但主要是框架性而缺少具體的細節。隨著用煤高峰期逐漸結束，以及春節期間下游需求可能疲弱，煤炭生產商的籌碼越來越少，我們認為今年電煤價格壓力重重。

各地政府將資源稅率普遍設定於 6%-7%，但是對於稅基遲遲未有定論。儘管表面上看起來這個稅率影響中性，但是稅基的規定或會造成較大波動影響。目前各地仍然就稅基問題與煤炭生產商進行磋商，總體來說，我們預計此次資源稅改革的影響屬於中性。

供過於求以及激烈的市場競爭所導致的價格疲軟將會持續。根據中國煤炭工業協會的統計，近七成的煤炭生產商在去年出現虧損，該會認為中國的供過於求局面仍一時難以改變，並會令煤價持續低迷。另一方面，國際市場煤炭需求也在驟減，加上美元升值導致的商品價格壓力，均意味著國際市場煤價將在未來一段時間保持弱勢，我們預計這將抑制中國煤價。

下調 2014 及 2015 年每股盈利預測；降級至“持有”。我們認為，2014 年下半年的煤價暴跌及激烈的競爭，均會驅升神華的噸煤銷售成本。此外，中國宏觀經濟放緩引發的需求削減，也會對神華毛利率形成壓力。有鑑於此，我們調低該公司 2014/15 年毛利率預測，從 29.5%/29% 降至 26.6%/24%。相應地降低其每股盈利至 1.81/1.71 人民幣，下調幅度為 12.6%/21.5%。目前該股價格對應 10 倍 2015 年預測市盈率。儘管該價格已經基本反映負面因素，但我們認為近期內其估值難以大幅度提升。為此我們下調該股評級為“持有”，目標價降至 20.58 港元，對應 9.7 倍 2015 年預測市盈率及 1.03 倍 2015 年預測市淨率。

風險因素：1) 煤炭價格風險；2) 供給與需求之間的不平衡；3) 下游產業的商業週期改變；4) 成本上升；5) 2014 年的股息回報率或會下滑；6) AH 股差價擴大令波動風險上升。

業績和估值

截至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(人民幣百萬)	254,575	283,797	249,995	255,958	265,814
同比變化 (%)	21.68	11.48	(11.91)	2.39	3.85
淨利潤(人民幣百萬)	49,708	45,079	36,072	33,926	37,827
同比變化 (%)	8.42	(9.31)	(19.98)	(5.95)	11.50
每股盈利(人民幣元)	2.50	2.27	1.81	1.71	1.90
同比變化 (%)	8.42	(9.32)	(19.96)	(5.95)	11.50
每股淨資產(人民幣元)	13.23	13.92	15.07	16.15	17.35
同比變化 (%)	15.33	5.21	8.24	7.16	7.45
市盈率(倍)	—	7.42	9.28	9.86	8.84
市淨率(倍)	—	1.21	1.12	1.04	0.97
股息(人民幣元)	0.96	0.96	0.67	0.63	0.70
股息收益率 (%)	—	5.71	3.96	3.73	4.16
平均淨資產回報率 (%)	20.23	16.69	12.51	10.93	11.35
平均總資產回報率 (%)	11.32	9.15	6.80	6.01	6.28

來源: 公司、彭博、農銀國際證券預測



**公司利潤表 (2012A-2016E)**

財年截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	254,575	283,797	249,995	255,958	265,814
煤炭	165,989	167,399	132,130	133,224	137,284
電力	71,096	77,423	72,877	73,294	76,959
運輸業務	5,403	6,078	6,382	6,829	7,307
煤化工業務	4,084	5,463	6,362	7,960	9,614
其他收入	8,003	27,434	32,244	34,651	34,651
銷售成本	(174,677)	(202,431)	(183,496)	(194,528)	(199,361)
毛利	<b>79,898</b>	<b>81,366</b>	<b>66,499</b>	<b>61,430</b>	<b>66,454</b>
銷售、一般及管理費用	(9,160)	(10,118)	(8,317)	(6,837)	(5,620)
其他經營收益 / (費用), 淨額	70,746	70,528	58,259	54,593	60,833
經營利潤	(1,874)	(1,600)	(2,322)	(1,983)	(2,175)
稅前利潤	68,872	68,928	55,936	52,609	58,658
所得稅費用	(10,976)	(13,704)	(11,747)	(11,048)	(12,318)
總利潤	<b>57,896</b>	<b>55,224</b>	<b>44,190</b>	<b>41,561</b>	<b>46,340</b>
利潤分配：					
非控制性權益	8,188	10,145	8,118	7,635	8,513
本公司股東應占利潤	<b>49,708</b>	<b>45,079</b>	<b>36,072</b>	<b>33,926</b>	<b>37,827</b>
EPS (基本), 人民幣元	<b>2.50</b>	<b>2.27</b>	<b>1.81</b>	<b>1.71</b>	<b>1.90</b>
每股派息, 人民幣元	<b>0.96</b>	<b>0.96</b>	<b>0.67</b>	<b>0.63</b>	<b>0.70</b>

來源：公司、農銀國際證券預測

**資產負債表 (2012A-2016E)**

財年截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物業、廠房及設備	247,031	262,116	301,433	327,822	353,567
在建工程	61,737	76,065	79,868	83,862	88,055
無形資產	982	1,446	1,446	1,446	1,446
其他非流動資產	49,057	52,263	51,823	54,203	56,463
非流動資產	<b>358,807</b>	<b>391,890</b>	<b>434,571</b>	<b>467,333</b>	<b>499,530</b>
存貨	15,722	17,641	13,924	14,040	14,467
應收賬款及應收票據	20,000	27,221	21,486	21,664	22,324
預付帳款及其他應收款	15,817	30,274	30,274	30,274	30,274
現金及現金等價物	51,637	38,332	39,017	41,260	47,535
其他流動資產	10,102	7,940	7,940	7,940	7,940
流動資產	<b>113,278</b>	<b>121,408</b>	<b>112,642</b>	<b>115,177</b>	<b>122,541</b>
總資產	<b>472,085</b>	<b>513,298</b>	<b>547,212</b>	<b>582,510</b>	<b>622,071</b>
短期貸款及一年內到期的長期貸款	(28,103)	(38,503)	(25,936)	(23,638)	(14,869)
應付帳款及應付票據	(31,632)	(37,800)	(34,716)	(36,258)	(35,487)
預提費用及其他應付款	(41,825)	(42,692)	(42,259)	(42,475)	(42,367)
一年內到期的長期應付款	(824)	(311)	(568)	(439)	(503)
應付所得稅	(4,697)	(2,221)	(3,459)	(2,840)	(3,150)
流動負債	<b>(107,081)</b>	<b>(121,527)</b>	<b>(106,937)</b>	<b>(105,650)</b>	<b>(96,376)</b>
長期貸款, 扣除一年內到期的部份	(39,624)	(37,084)	(38,354)	(37,719)	(38,037)
長期應付款, 扣除一年內到期的部份	(9,158)	(1,867)	(5,513)	(3,690)	(4,601)
其他非流動負債	(3,071)	(8,196)	(3,155)	(12,421)	(12,379)
長期負債	<b>(51,853)</b>	<b>(47,147)</b>	<b>(47,021)</b>	<b>(53,830)</b>	<b>(55,016)</b>
總負債	<b>(158,934)</b>	<b>(168,674)</b>	<b>(153,958)</b>	<b>(159,480)</b>	<b>(151,392)</b>
總權益	313,151	334,642	393,254	423,030	470,679
非控制性權益	49,968	57,739	93,536	101,855	125,578
本公司股東應占權益	<b>263,183</b>	<b>276,903</b>	<b>299,718</b>	<b>321,176</b>	<b>345,101</b>
每股淨資產, 人民幣元	<b>13.23</b>	<b>13.92</b>	<b>15.07</b>	<b>16.15</b>	<b>17.35</b>

來源：公司、農銀國際證券預測



**現金流量表(2012A-2016E)**

財年截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>稅前利潤</b>	<b>68,872</b>	<b>68,928</b>	<b>55,936</b>	<b>52,609</b>	<b>58,658</b>
存貨增加	(1,891)	(1,992)	3,717	(115)	(428)
應收票據貿易應收款項(增加)減少	(5,380)	(7,218)	5,735	(178)	(660)
已付所得稅	(14,700)	(17,753)	(11,747)	(11,048)	(12,318)
其他調整項	27,710	12,323	17,290	24,396	24,150
<b>經營活動所得的現金淨額</b>	<b>74,611</b>	<b>54,288</b>	<b>70,931</b>	<b>65,664</b>	<b>69,402</b>
固定資產投入	(53,516)	(51,148)	(52,332)	(51,740)	(52,036)
與收購子公司相關的現金淨流出	(1,113)	(517)	(815)	(666)	(741)
其他投資活動流出	(3,211)	3,892	4,403	4,442	4,422
<b>投資活動所用的現金淨額</b>	<b>(57,840)</b>	<b>(47,773)</b>	<b>(48,744)</b>	<b>(47,964)</b>	<b>(48,354)</b>
來自貸款的款項	36,109	53,681	44,895	49,288	47,092
償還貸款	(36,075)	(51,439)	(43,757)	(47,598)	(45,678)
其他融資活動所得資金	(26,903)	(22,038)	(22,616)	(17,124)	(16,163)
<b>融資活動所獲現金淨額</b>	<b>(26,869)</b>	<b>(19,796)</b>	<b>(21,478)</b>	<b>(15,434)</b>	<b>(14,749)</b>
<b>現金及現金等價物減少淨額</b>	<b>(10,098)</b>	<b>(13,281)</b>	<b>709</b>	<b>2,267</b>	<b>6,299</b>
年初的現金及現金等價物	61,732	51,637	38,332	39,017	41,260
匯率變動的影響	3	(24)	(24)	(24)	(24)
<b>年末的現金及現金等價物</b>	<b>51,637</b>	<b>38,332</b>	<b>39,017</b>	<b>41,260</b>	<b>47,535</b>

來源：公司、農銀國際證券預測

**財務指標統計 (2012A-2016E)**

財年截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利指標(%)</b>					
毛利率	31.38	28.67	26.60	24.00	25.00
稅前利潤率	27.05	24.54	22.34	20.55	22.07
淨利率	19.52	16.14	14.40	13.25	14.23
總資產報酬率	11.32	9.15	6.80	6.01	6.28
淨資產報酬率	20.23	16.69	12.51	10.93	11.35
<b>成本指標(%)</b>					
行政費/銷售額	3.60	3.57	3.33	2.67	2.11
實際稅率	15.94	19.68	21.03	21.00	21.00
<b>杠杆指標(%)</b>					
流動比率	1.06	1.00	1.05	1.09	1.27
速動比率	0.91	0.85	0.92	0.96	1.12
現金資產比率	0.48	0.32	0.36	0.39	0.49
總債/總權益	50.75	50.40	39.15	37.70	32.16
總債/總資產	33.67	32.86	28.13	27.38	24.34
<b>營運資料及指標</b>					
存貨周轉率	12.19	12.14	11.63	13.91	13.99
應收賬款周轉率	15.15	12.02	10.27	11.86	12.09
應付帳款周轉率	6.41	5.89	4.96	5.48	5.57
存貨持有天數	29.94	30.08	31.39	26.23	26.10
應收賬款平均在外天數	24.10	30.37	35.56	30.77	30.20
平均付款週期	56.97	62.01	73.61	66.55	65.54
現金迴圈週期	(2.92)	(1.56)	(6.66)	(9.55)	(9.24)

來源：公司、農銀國際證券預測

## 權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報
持有	市場回報 - 6% $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率  
市場回報是 2010-2014 年市場平均回報率

### 股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 1.5$
低	$180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 1.0$

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。 $180$  天的價格波動率等於最近的  $180$  個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

### 免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2015 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183