



2013年8月27日  
公司报告  
评级: 买入  
目标价: 29.66 港元

H 股价格 (港元)	25.35
预测股价回报率	17.00%
预测股息收益率	4.59%
预测总回报率	21.59%

前报告评级及目标价 买入/29.66 港元  
前报告日期 2013年7月10日

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

## 中国神华 (1088 HK)

### 上半年业绩强劲,下半年展望正面;维持“买入”评级

- 中国神华 2013 年上半年业绩好于预期。收入同比上升 4.7% (达到市场全年预期 2,588.99 亿元的 49%), 净利润同比仅下跌 7.0% (市场预期全年下跌 7.9%)
- 随着装机容量和运力分别增加, 电力及运输业务板块对集团的利润贡献度上升
- 单位发电成本同比下降 6.5% 至 274.5 元/兆瓦时, (港口) 单位运输成本从去年同期的 12.9 元/吨公里下降至 10.2 元/吨公里。管理层表示, 下半年将继续削减成本。
- 鉴于目前的低估值 (2014 年预测市盈率为 8.12 倍) 和较为强劲的 2013/14 财年预测每股盈利, 我们对该股维持“买入”评级, 并调升目标价至 29.66 港元 (之前为 27.0 港元), 我们的目标价对应的 2014 年预测市盈率为 9.5 倍。

**2013 年上半年业绩好于预期。** 2013 年上半年, 中国神华收入同比上升 4.7% 达到 1,272.26 亿元 (人民币, 下同)。市场预期 2013 年全年中国神华收入为 2,588.99 亿元, 神华上半年收入达到市场全年预期的 49%。上半年, 集团股东应占净利润同比仅下跌 7.0% (市场预期全年下跌 7.9%) 至 248.67 亿元。上半年, 集团电力和运输板块的业务得到改善, 电力业务的毛利率从去年同期的 20.2% 上升至 25.2%, 运输业务的毛利率从去年同期的 41.4% 上升至 47.2%。由于运力增加和母公司未来注入资产的可能, 管理层预期 2014 年业绩会有所改善。

**电力及运输业务板块的贡献增加。** 集团的电力业务及运输系统迅速壮大, 有助于减轻动力煤市场需求疲软。截至今年上半年, 发电机的总装机容量达到 41,798 兆瓦, 比 2009 年初增长 122.4%。上半年, 集团的发电量达到 983.1 亿千瓦时, 同比增长 2.8%; 自有铁路的运输周转量同比增长 16.9% 至 1,017 亿吨公里。

**严格的成本控制。** 上半年, 集团的单位发电成本同比下降 6.5% 至 274.5 元/兆瓦时, (港口) 单位运输成本从去年同期的 12.9 元/吨公里下降至 10.2 元/吨公里。煤炭的单位生产成本为 124.2 元/吨, 同比仅增长 6.6% (公司 2013 年煤炭成本上升的目标幅度是在 10% 以内)。我们相信, 管理层会在下半年继续削减成本。

**维持“买入”评级。** 目前, 该股 2014 年预测市盈率为 8.12 倍。鉴于今年下半年资产注入的可能和 2014 年高每股盈利, 我们认为该股被低估, 因此维持买入评级, 并提升目标价至 29.66 港元, 对应 9.5 倍的 2014 年预测市盈率。

**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。

#### 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)	86,154
A-股 (百万港元)	283,976
3 个月平日成交额 (百万港元)	504.8
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 年业务分部经营收益分布 (%)

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	11.43	8.15
3 个月	(2.69)	3.62
6 个月	(10.58)	(0.99)

\*相比恒生国企业指数

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

#### 业绩和估值

截至12月31日	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入 (人民币百万元)	157,662	209,225	250,260	258,899	286,124
收入同比变化 (%)		32.70	19.61	3.45	10.52
净利润 (人民币百万元)	38,834	45,846	48,858	46,980	49,278
净利润同比变化 (%)		18.06	6.57	(3.84)	4.89
每股盈利 (人民币元)	1.95	2.31	2.46	2.36	2.48
每股盈利同比变化 (%)		22.45	18.08	(3.83)	4.89
每股净资产 (人民币元)	10.31	11.47	12.90	14.74	16.66
每股净资产同比 (%)		11.26	12.44	14.22	13.06
市盈率 (倍)		8.73	8.19	8.52	8.12
市净率 (倍)		1.75	1.56	1.37	1.21
每股派息 (人民币元)	0.75	0.90	0.96	0.92	0.97
股息收益率 (%)		4.47	4.77	4.59	4.81
净资产回报率 (%)	20.67	21.16	20.16	17.09	15.78
总资产回报率 (%)		11.78	11.31	9.98	9.75

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



公司损益表 (2010A-2014E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	157,662	209,225	250,260	258,899	286,124
煤炭	106,080	138,263	165,989	164,958	177,473
电力	44,800	61,204	71,096	80,310	93,588
其他收入	6,782	9,758	13,175	13,630	15,063
销售成本	(90,142)	(128,638)	(167,754)	(176,672)	(197,426)
毛利	67,520	80,587	82,506	82,226	88,699
销售、一般及管理费用	(9,219)	(11,056)	(12,950)	(15,168)	(17,767)
其他经营收益 / (费用), 净额	(776)	(825)	48	48	48
经营利润	57,525	68,706	69,604	67,106	70,980
其他税费及亏损	(1,583)	(1,857)	(1,593)	(1,726)	(1,659)
税前利润	55,942	66,849	68,011	65,380	69,321
所得税费用	(11,473)	(14,041)	(10,965)	(10,526)	(11,784)
本年利润	44,469	52,808	57,046	54,854	57,536
利润分配:					
非控制性权益	5,635	6,962	8,188	7,873	8,258
本公司股东应占利润	38,834	45,846	48,858	46,980	49,278
每股盈率 (基本), 人民币元	1.95	2.31	2.46	2.36	2.48
每股派息, 人民币元	0.75	0.90	0.96	0.92	0.97

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



公司资产负债表 (2010A-2014E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
物业、厂房及设备	188,061	223,329	236,048	271,455	307,405
在建工程	33,088	34,384	61,142	64,199	67,409
无形资产	3,248	3,610	3,781	3,781	3,781
其他非流动资产	28,273	36,658	45,036	46,801	48,885
<b>非流动资产</b>	<b>252,670</b>	<b>297,981</b>	<b>346,007</b>	<b>386,236</b>	<b>427,480</b>
存货	11,574	12,939	15,171	15,077	16,221
应收账款及应收票据	11,424	13,618	20,028	19,904	21,414
预付账款及其他应收款	14,250	12,694	14,480	14,480	14,480
现金及现金等价物	77,912	61,652	51,627	38,237	37,001
其他流动资产	4,301	7,623	10,054	10,054	10,054
<b>流动资产</b>	<b>119,461</b>	<b>108,526</b>	<b>111,360</b>	<b>97,752</b>	<b>99,169</b>
<b>总资产</b>	<b>372,131</b>	<b>406,507</b>	<b>457,367</b>	<b>483,988</b>	<b>526,650</b>
短期贷款及一年内到期的长期贷款	(15,317)	(16,489)	(28,093)	(18,627)	(22,808)
应付账款及应付票据	(19,661)	(23,763)	(31,072)	(27,418)	(29,245)
预提费用及其他应付款	(36,893)	(39,286)	(41,423)	(40,355)	(40,889)
一年内到期的长期应付款	(497)	(271)	(283)	(277)	(280)
应付所得税	(4,558)	(7,940)	(4,686)	(6,313)	(5,500)
<b>流动负债</b>	<b>(76,926)</b>	<b>(87,749)</b>	<b>(105,557)</b>	<b>(92,989)</b>	<b>(98,721)</b>
长期贷款，扣除一年内到期的部份	(52,311)	(45,443)	(39,624)	(42,534)	(41,079)
长期应付款，扣除一年内到期的部份	(2,133)	(2,346)	(2,558)	(2,452)	(2,505)
其他非流动负债	(3,334)	(2,855)	(3,071)	(2,963)	(3,017)
<b>长期负债</b>	<b>(57,778)</b>	<b>(50,644)</b>	<b>(45,253)</b>	<b>(47,949)</b>	<b>(46,601)</b>
<b>总负债</b>	<b>(134,704)</b>	<b>(138,393)</b>	<b>(150,810)</b>	<b>(140,938)</b>	<b>(145,322)</b>
总权益	237,427	268,114	306,557	343,050	381,328
非控制性权益	32,314	39,915	49,968	49,968	49,968
本公司股东应占权益	205,113	228,199	256,589	293,082	331,360
每股净资产，人民币元	10.31	11.47	12.90	14.74	16.66

来源：公司、彭博、农银国际证券预测



现金流量表 (2010A-2014E)

截至12月31日财年 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
税前利润	55,942	66,849	68,011	65,380	69,321
存货 (增加) / 减少	(3,129)	(714)	(2,232)	94	(1,144)
应收票据贸易应收款项 (增加) 减少	(1,947)	(953)	(6,410)	124	(1,510)
已收利息	1,248	978	750	1,175	1,217
已付利息	(3,760)	(3,300)	(3,554)	(3,313)	(3,321)
已付所得税	(9,767)	(11,830)	(14,689)	(10,526)	(11,784)
其他调整项	19,986	19,919	27,179	16,535	25,716
经营活动所得的现金净额	58,573	70,949	69,055	69,469	78,494
资本开支	(30,538)	(45,082)	(52,256)	(54,869)	(57,612)
与收购子公司相关的现金净流出	473	(1,666)	(1,072)	(1,369)	(1,221)
其他投资活动流出	(1,067)	(8,507)	(8,602)	611	1,156
投资活动所用的现金净额	(31,132)	(55,255)	(61,930)	(55,627)	(57,677)
来自贷款的款项	31,548	4,691	36,099	20,395	28,247
偿还贷款	(42,225)	(21,184)	(34,534)	(27,859)	(31,197)
其他融资活动所得资金	(11,871)	(14,840)	(18,718)	(19,771)	(19,107)
融资活动所获现金净额	(22,548)	(31,333)	(17,153)	(27,235)	(22,057)
现金及现金等价物减少净额	4,893	(15,639)	(10,028)	(13,393)	(1,239)
年初的现金及现金等价物	72,321	77,302	61,652	51,627	38,237
汇率变动的影响	(2)	(11)	3	3	3
年末的现金及现金等价物	77,212	61,652	51,627	38,237	37,001

来源：公司、彭博、农银国际证券预测

## 權益披露

分析員，陳宜飈，作為本報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就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報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任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 2007-2011 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偏差計算所得。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发。本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。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，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，為市場信息采集、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信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，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体收入（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其任何附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2013 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復印、影印、复制或以任何其他形式分发

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