



公司报告

中国神华(1088 HK)

动力煤行业

2013年3月25日

评级: 买入
目标价: HK\$33

2012年业绩略低预期, 今年将维持缓和增长

中国神华披露的2012年业绩比我们预测略低。公司计划今年商品煤增产5%，电力销售增加6%，同时严控成本；但考虑到疲弱的动力煤市场及公司成本压力，我们下调公司今年每股盈利增长率至1.5%（每股2.49元人民币），并相应下调其目标价（从38.9港元降至33港元）。鉴于公司基本素质仍然良好，即便以调整后的EPS来看，其估值仍吸引，因此我们维持“买入”评级。

主要数据

H-股股价(HKS)	28.30
潜在升幅 (%)	16.6
52周高/低(HKS)	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(HKS百万)	96,180
- A股(Rmb百万)	363,792
3个月平均成交额 (HKS百万)	556
大股东(%)	
中国神华集团	73.01%

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012年全年收入构成(%)

煤炭业务	66.3
电力业务	28.4
其他	5.3
总计:	100.00

来源: 公司

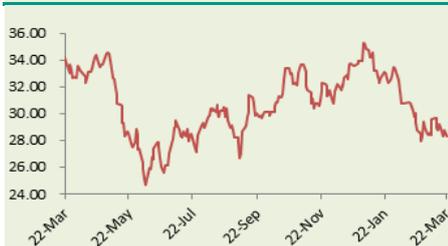
股价表现(%)

	绝对	相对*
1个月	(0.88)	2.98
3个月	(15.65)	(12.33)
6个月	(5.19)	(17.00)

* 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3月26日

陈宜懿

相关报告: 2013年3月7日

电话: (852) 2147 8819

电邮 markchen@abci.com.hk

2012年业绩略低于预期, 但业务优势仍存。 神华煤炭销售量同比增长7.8%至3.04亿吨, 去年全年收入劲增19.6%至2502.6亿元(人民币, 下同), 公司实现净利润4885.8亿元, 同比上升6.6%。尽管上述两项指标值分别比我们此前的预测(2503.75亿和5213.6亿元)略低0.1%和6.3%, 但考虑到去年动力煤价格全年下跌了106元/吨, 公司上述经营业绩显示该公司仍然保持较好的经营素质。

具体来看, 神华在以下几个方面仍然有行业领先优势: 1) 煤炭单位生产成本; 2) 煤电一体化联营; 3) 自营拥有铁路运煤专线, 不受国家铁路运费调整冲击; 4) 西部公司享受15%(全国: 25%)的优惠税率。

2013年销售目标维持平稳。 1、公司2013年销售目标维持2012年商品煤实际销量4.646亿的目标; 2、商品煤产量计划增长5%; 3、今年售电量提升6%; 4、经营成本增长控制在10.4%以内。

维持“买入”评级, 但调降目标价至33港元。 神华基本素质仍然良好, 但考虑到中国动力煤行业整体环境仍然疲弱, 以及公司的成本压力, 我们调降公司全年盈利, 并相应调降2013年公司目标价至33港元, 对应预测P/E 9.1x, 预测P/B 1.5x。即便考虑到此次盈利调整, 该股目前的估值仍然吸引, 因此我们仍然维持该股“买入”评级。

风险因素: 1) 产能过剩风险; 2) 宏观经济风险; 3) 煤炭价格风险; 4) 进口煤影响; 5) 监管和政策风险; 6) 资源税改革可能影响行业。

业绩和估值

财年截至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(人民币百万)	209,225	250,260	270,300	298,447
同比变化 (%)	32.7	19.6	8.0	10.4
净利润(人民币百万)	45,846	48,858	49,582	51,993
同比变化 (%)	18.1	6.57	1.5	4.9
EPS(人民币)	2.31	2.46	2.49	2.61
同比变化 (%)	18.1	6.55	1.5	4.9
BVPS(人民币)	11.5	12.9	14.8	16.9
同比变化 (%)	11.3	12.4	15.0	13.7
P/E(x)	—	9.2	9.1	8.7
P/B(x)	—	1.8	1.5	1.3
股息	0.90	0.96	0.97	1.02
股息收益率 (%)	—	4.5	4.8	5.3
ROAE (%)	21.16	20.16	17.97	16.49
ROAA (%)	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



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国神华能源股份有限公司

目 录

(一) 中国神华 2012 年全年业绩符合预期.....	3
(二) 神华吨煤生产成本上升, 但竞争优势仍明显	3
(三) 神华今年增长或放缓, 调整盈利预测.....	5
(四) 神华估值与评级.....	6
(五) 影响我们对神华全年盈利预测及评级的因素分析	7
1、利好因素:	7
2、风险因素:	7
(五) 公司财务报表及预测.....	8
表: 公司损益表及预测	8
表: 公司资产负债表及预测	8
表: 公司现金流量表及预测	9
权益披露.....	10
免责声明.....	10



(一) 中国神华 2012 年全年业绩符合预期

2012 年各业务分部收入情况 (%)

业务类型	权重 (%)
煤炭业务	71.22
发电业务	26.63
铁路	1.14
港口	0.05
航运	0.97
合计	100

来源: 公司, 农银国际证券

中国神华披露的 2012 年业绩基本符合我们此前的预期:

- 1、经营收入: 2502.60 亿元, 同比增长 19.6%;
- 2、全年纯利为 488.58 亿元 (FY11: 458.46 亿元), 同比增长 6.6%;
- 3、全年 EPS 为 2.456 元 (FY11: 2.31); 同比增长 6.6%。

虽然公司收入增长近 20%, 但净利润仅同比增长 6.6%, 主要原因是:

1) 受煤价低迷冲击 (环渤海动力煤指数全年下跌 106 元/吨), 神华去年现货煤销售均价跌至 474 元/吨 (2011: 558 元/吨), 同比下行 7.3%;

2) 经营成本上升, 从 2011 年 (重述) 的 1284 亿劲升 30.4% 至 1678 亿元, 毛利率下跌了 5 个百分点至 33%

表: 中国神华 2012 年业绩与 ABCI 预测对比

	2012A	2012E	预测差距
收入(人民币百万元)	250,260	250,375	-0.05%
同比变化 (%)	19.61	20.3	-0.65pct.
毛利率	33.0%	36%	-3pct.
净利润 (人民币百万)	48,858	52,136	-6.29%
同比变化 (%)	7.0	14.1	(7.57)
EPS (人民币)	2.46	2.62	-6.30%
每股净资产 (人民币)	13	13.3	-3.30%
ROAE (%)	20	21.23	-1.23 pct.
ROAA (%)	11	12.07	-1.07pct.
国内商品煤销量	460.8	461.1	-0.07%
主营业务收入	250,260	250,375	-0.05%
其中: 煤炭收入	165,989	172,216	-3.62%
其中: 电力收入	71,096	70,709	0.55%

来源: 公司, 农银国际

(二) 神华吨煤生产成本上升, 但竞争优势仍明显

和目前在香港上市的另外两家大型国有煤炭公司相比, 神华主要在煤炭生产成本和实际有效税率方面仍然占有较大优势:

1、单位生产成本低于同行

神华披露去年自产商品煤单位生产成本 130.2 元/吨 (FY11: 118.7 元/吨), 同比上升 9.7%, 显示公司面临成本控制压力。不过综合目前已经披露 2012 年度业绩的三家动力煤 H 股公司的情况来看, 神华的吨煤销售成本仍然保持着绝对的优势 (见下表)。

表: 中国神华、中煤能源及兖州煤业 2012 年吨煤销售成本对比

成本分类, 元/吨	中国神华 1088		中煤能源 1898		兖州煤业 1171	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
吨煤销售成本	NA	NA	342.81	332.82	288.53	314.4
吨煤生产成本	118.7	130.2	NA	NA	NA	NA

来源: 公司, 农银国际

上述三家主要的动力煤公司中, 神华未有披露吨煤销售成本数据 (由于神华自有铁路周转量占比较高, 因此销售成本与吨煤生产成本相差不大)。不过即便加上近 100 元/吨运费 (中煤披露 FY12 年运费为 98.23 元



吨)，神华的销售成本仍然要低于中煤能源和兖州煤业。

神华的销售成本低廉得益于其优质的煤炭储备资源和良好的自有铁路系统——去年其自有铁路运输周转量占总周转量的比例为 77.9%，比 2011 年的 76.5%（重述）上升 1.4 个百分点。

2012 年神华自有铁路扩能改造进展顺利，朔黄铁路扩能改造工程基本完工，增加了新型大功率重载机车运行数量，而且首列 2 万吨重载列车试车成功，这将有助于公司实现 3.5 亿吨运能的目标。此外，今年其旗下大准铁路增二线预计有望通车，新建甘泉铁路、新建巴准、准池铁路施工进度顺利，也有望于下半年将建成，这些铁路资源将进一步提升其煤炭销售的效率，增强其成本优势。

今年 2 月，原中国铁道部宣布了煤炭铁路运输的调价方案，除大秦线等个别线路外，煤炭运费将上调 13%。我们认为，此举将对拥有自有运煤专线、并且有富余铁路运力资源的神华公司有提振盈利的作用。

2、实际税率低于同行

神华去年的实际税率为 16.1%（FY11：21%），相比之下，中煤能源和兖州煤业在中国境内的平均税率分别为 25%（FY11：24%）和 25%（FY11：25%）

根据中国国家及地方税务局在 2011 年和 2012 年发出的相关文件，神华于中国西部经营的部份分公司及子公司可在 2011 年至 2020 年继续享受以前授予的 15% 优惠税率。而公司其他享受优惠税率的子公司从 2008 年开始适用于过渡性税率安排——该安排之下，在 2008 年、2009 年、2010 年、2011 年、2012 年及其后分别为 18%、20%、22%、24% 及 25%。

相比中煤及兖州煤，神华煤炭储备更多位于中国西部地区，我们认为，在未来一段时间内，神华将继续受惠于上述税率优惠政策。



(三) 神华今年增长或放缓，调整盈利预测

根据中国神华管理层制订的 2013 年目标，今年煤炭销售量将与 2012 年实际销售量持平，电力销售目标增长 6%；此外，公司将增加自有商品煤的产量，计划年增 3.6%（详见下表）。

表：中国神华 2013 年经营目标

相关经营指标	2013 年目标	2012 年	同比变动 (%)
商品煤产量 (百万吨)	315	304	3.6
煤炭销售量 (百万吨)	464.6	464.6	—
售电量 (10 亿千瓦时)	205.0	193.46	6.0
经营收入 (亿元)	2714	2502.6	8.4
经营成本 (亿元)	1852	1677.54	10.4
销售、一般及管理费用 及财务成本净额合计 (亿元)	178	150.21	18.5

来源：公司

我们根据上述目标对神华今年的盈利预测进行了重新调整。主要参考因素是电煤双轨制取消之后，神华与其长期客户签定的合同价新机制安排。

根据神华披露的情况，自 2013 年起，国家取消重点电煤合同、实施电煤价格并轨的政策。神华据此调整了 2013 年度煤炭销售方案：

- 1、跨省区销售的合同，现货销售价的销量和中长期协议价的销量按 3:7 的比例签订。
- 2、现货销售价格参照环渤海动力煤指数价格执行，中长期协议价格在现货价格的基础上优惠 10 元/吨。

对于上述新的变化，我们的判断如下：

- 1、过往国家重点电煤合同价格一直远低于市场价（幅度超过 10 元/吨以上），因此上述调整对于神华的长期合同煤销售属于利好因素；此外，上述合约没有对省区内的销售合同量和价格作出限制，因此**当市场煤价格回升时，对于神华盈利的向上拉升作用将较往年更为明显。**
- 2、考虑到中国的宏观经济已经出现稳定的信号，我们认为近期动力煤现货价探底情况很快将会结束，煤价有望在第二季度持稳，并有望在第三、四季度出现反弹。
- 3、不过，自去年下半年以来，中国动力煤市场一直处于疲弱状态，环渤海动力煤价格指数去年全年下跌了 106 元/吨，而该指数近期仍然不断创出新低，这将令全年的动力煤价格均价低于去年；同时，中国的电力生产商正加大从外国进口煤炭的力度，除非海外动力煤价格出现较大反弹，否则中国动力煤价格难以出现较大的突破性上扬。

结合上述分析，再从神华管理层制订的目标来看，公司今年主营收入增速或将放缓，而公司成本压力将令盈利难以出现较大增幅。

有鉴于此，我们重新调整了神华的 2013 年公司全年预测收入增长和盈利增长。调整之后的 2013 年全年经营收入和每股盈利分别为 2,703 亿元及 2.49 元，对应同比增长为 8%和约 2%（更多的财务预测值请详见第六部分的财务预测表）。



(四) 神华估值与评级

我们认为，神华的基本素质仍然良好，这使得它在去年疲弱的煤炭市场中仍然取得相对较好的业绩。展望今年，中国动力煤行业整体环境仍然疲弱，公司仍然面临成本上升的压力，而且从公司管理层披露的全年经营发展目标来看，神华未来一年的增长将以维持稳定发展为主。

综合考虑上述因素，以及我们重新调整之后的公司全年盈利之后，我们决定调降神华 2013 年目标价，从此前 38.9 港元调低至 33 港元，以反应上述市场情况及公司盈利情况。

新的目标价对应 2013 年预测 P/E 9.1x，预测 P/B 1.5x。即便考虑到此次盈利调整，上述估值水平仍然较吸引，因此我们维持对于该股的“买入”评级。



（五）影响我们对神华全年盈利预测及评级的因素分析

1、利好因素：

尽管我们下调了神华的盈利预测，但以下因素的存在，有可能会令我们需要向上修正其盈利：

- 1) 中国宏观经济稳健增长，特别是基建、建筑及冶金行业出现增长，令动力煤价格受捧；
- 2) 国家“限产令”进一步升级。中国正持续进行煤炭行业的整治工作，政策将更多向大型国有煤矿倾斜；今明两年“打非治违”工作将继续，煤矿安全监察力度将会不断扩大，将会有更多主产区的煤炭生产受到影响。
- 3) 政府提升火电上网价，将同时利好神华的电力业务及其煤炭业务；
- 4) 公司煤制油项目出现进展，例如国际油价大幅度上扬或是煤制油技术出现突破性进展，均可令神华煤制油项目提前进入大规模的生产状态。
- 5) 母公司神华集团加速注资。

2、风险因素：

以下因素有可能对于我们的盈利预测形成下行风险：

- 1) 产能过剩风险。过往煤炭行业的固定资产投资、新建矿井及老矿井的扩产改造逐渐转化为产能，在今明两年有望得到较大释放，部分主产煤区的煤矿整合工作逐步完成，产能将会继续增加。
- 2) 宏观经济风险。主要是中国的宏观经济增长受到外围因素及内部需求不足影响而出现停滞。
- 3) 煤炭价格风险。主要是受行业产能过度扩张、宏观经济复苏乏力及外来进口煤影响，国内动力煤价格可能出现阶段性下滑。
- 4) 进口煤影响。去年全年，澳大利亚煤炭出口共 3.16 亿吨，同比增长 12.4%，印尼煤炭出口 3.42 亿吨，同比增长 5.8%；美国出口 0.48 亿吨，同比增长 54.8%；预计上述国家今年仍然会保持较高的煤炭出口增长速度。
- 5) 监管和政策风险。
- 6) 中国出台可能影响整个动力煤行业前景的资源税或是环保改革政策，例如大幅度加大对新能源的利用，或大大提升对于风电及太阳能发电的国家补贴。



(五) 公司财务报表及预测

表：公司损益表及预测

截止 12 月 31 日 (人民币, 百万元)	2010A	2011R	2012A	2013E	2014E
收入	157,662	209,225	250,260	270,300	298,447
煤炭, 百万	106,080	138,263	165,989	175,760	189,147
电力, 百万	44,800	61,204	71,096	80,310	93,588
其他收入, 百万	6,782	9,758	13,175	14,230	15,712
销售成本, 百万	(90,142)	(128,638)	(167,754)	(184,453)	(205,929)
毛利	67,520	80,587	82,506	85,847	92,519
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	70,727	74,800
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	69,001	73,141
所得税费用	(11,473)	(14,041)	(10,965)	(11,109)	(12,434)
本年利润	44,469	52,808	57,046	57,892	60,707
非控制性权益	5,635	6,962	8,188	8,309	8,713
本公司股东应占利润	38,834	45,846	48,858	49,582	51,993
EPS (基本), 人民币元	1.95	2.31	2.46	2.49	2.61
每股派息, 元	0.75	0.90	0.96	0.97	1.02

资料来源: 公司年报, ABCI 预测

表：公司资产负债表及预测

截止 12 月 31 日 (人民币, 百万元)	2010A	2011R	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
非流动资产	252,670	297,981	346,007	386,236	427,480
存货	11,574	12,939	15,171	16,064	17,288
应收账款及应收票据	11,424	13,618	20,028	21,207	22,822
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	38,985	39,718
其他流动资产	4,301	7,623	10,054	10,054	10,054
流动资产	119,461	108,526	111,360	100,790	104,361
总资产	372,131	406,507	457,367	487,026	531,842
短期贷款及一年内到期的长期贷款	(15,317)	(16,489)	(28,093)	(19,644)	(23,869)
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)
流动负债	(76,926)	(87,749)	(105,557)	(94,006)	(99,782)
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)
长期负债	(57,778)	(50,644)	(45,253)	(47,949)	(46,601)
总负债	(134,704)	(138,393)	(150,810)	(141,955)	(146,382)
总权益	237,427	268,114	306,557	345,072	385,459
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	295,104	335,491
每股净资产, 人民币元	10.31	11.47	12.90	14.84	16.87

资料来源: 公司年报, ABCI 预测



表：公司现金流量表及预测

截止 12 月 31 日 (人民币, 百万元)	2010A	2011R	2012A	2013E	2014E
税前利润	55,942	66,849	68,011	69,001	73,141
存货增加	(3,129)	(714)	(2,232)	(893)	(1,224)
应收票据贸易应收款项 (增加) 减少	(1,947)	(953)	(6,410)	(1,179)	(1,615)
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)	(11,109)	(12,434)
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	70,217	81,480
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)	(20,124)
融资活动所获现金净额	(22,548)	(31,333)	(17,153)	(27,235)	(23,074)
现金及现金等价物减少净额	4,893	(15,639)	(10,028)	(12,645)	730
年初的现金及现金等价物	72,321	77,302	61,652	51,627	38,985
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	38,985	39,718

资料来源：公司年报，ABC 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