



# 公司报告

## 中国神华 (1088 HK) – 买入

中国动力煤行业  
2013年5月15日

**评级: 买入**  
**目标价: 33 港元**

### 主要数据

H-股股价(HK\$)	27.2
上行空间 (%)	21.3
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)	92,441
- A 股(Rmb 百万)	338,231
3 个月平均日成交额 (HK\$ 百万)	559
大股东 (%)	
神华集团	73.01%

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

### 2012 年收入组成 (%)

煤炭业务	66.3
电力业务	28.4
其他	5.3
总计	100.00

来源: 公司, 农银国际证券

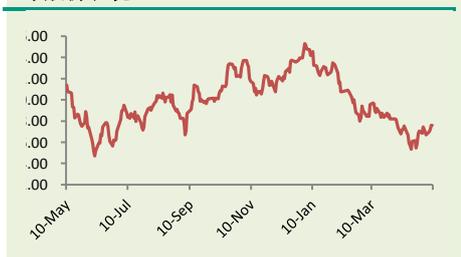
### 股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	2.06	(3.61)
3 个月	(11.69)	(4.83)
6 个月	(10.67)	(18.84)

\* 相对于恒生中国企业指数

来源: 彭博, 农银国际证券

### 1 年股价表现



来源: 彭博, 农银国际证券

### 分析员

报告日期: 2013 年 5 月 15 日

陈宜飏

相关报告: 2013 年 4 月 22 日

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

## 中国神华: 成本及一体化优势领先竞争对手

中国神华具有较低的吨煤生产成本以及行内最具竞争力的运输及物流能力, 我们认为在煤价逐步止跌情况下, 用电高峰期的到来有助于对中国神华的股价表现起到正面拉升的作用。此外, 该公司的火电业务近年来增长迅速, 于 2012 年占收入比重达到 28%, 令公司成为同行之中最具防守性的一只股票。我们对该公司的“买入”评级以及目标价格维持不变。

**煤炭价格低迷但趋于平稳:** 环渤海动力煤价格指数 5 月 8 日止跌, 同期秦皇岛港的煤炭存货量下跌至自 2011 年 10 月 29 日以来的最低值, 显示疲弱的煤炭价格将会在短期内出现支持。煤价平稳加上公司的生产成本继续下行, 将有助于公司实现在 2013 年的盈利目标。我们预期公司全年盈利增长率仍保持正数(约 1.5%)。该公司的煤炭首季平均售价下降幅度(同比)为 7.8%, 较环渤海动力煤价格指数在首季末的同比 22% 跌幅要低。

**良好的成本控制和平稳的运营数据:** 在今年第一季度, 中国神华的煤单位生产成本为 121.4 元/吨(人民币, 下同), 同比上升 3.2%, 但是相比于 2012 财年的平均吨煤生产成本下降了 0.6%。其今年首季的毛利率为 32.2%, 与 2012 年的表现持平, 但是比我们的预测高 1.2 个百分点。其净利率在首季同比微跌 1.2% 至 11,625 元, 该值达到 2013 市场和我们的预测值的 24% 和 23%。

该公司的管理层早前在业绩分析会议上介绍, 今年将会严格控制成本。我们认为到目前为止管理层兑现了该承诺。

**估值:** 考虑到较低的吨煤生产成本, 电力业务在营收中的较高比重, 以及 2012 和 2013E 的净资产回报率处于高双位数, 我们维持神华的“买入”评级和目标价不变, 该价对应 10.5 倍 2013 年预测盈利。

**风险因素:** 1) 煤炭价格风险; 2) 供求的不平衡; 3) 下游行业的周期影响

### 业绩和估值

截至 12 月 31 日	2011A	2012A	2013E	2014E
收入(Rmb 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 (Rmb 百万)	45,846	48,858	49,582	51,993
同比变化 (%)	18.1	6.57	1.5	4.9
EPS (Rmb)	2.31	2.46	2.49	2.61
同比变化 (%)	18.1	6.55	1.5	4.9
每股净资产 (Rmb)	11.5	12.9	14.8	16.9
同比变化 (%)	11.3	12.4	15.0	13.7
P/E (x)		8.8	8.6	8.2
P/B (x)		1.7	1.5	1.3
股息	0.90	0.96	0.97	1.02
股息收益率 (%)		4.8	5.1	5.6
ROAE (%)	21.16	20.16	17.97	16.49
ROAA (%)	11.78	11.31	10.50	10.21

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券预测 (假设 1 人民币=1.26 港元)



公司损益表

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	1Q13	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
收入	<b>60,039</b>	157,662	209,225	250,260	270,300	298,447
煤炭		106,080	138,263	165,989	175,760	189,147
电力		44,800	61,204	71,096	80,310	93,588
其他收入		6,782	9,758	13,175	14,230	15,712
销售成本		(90,142)	(128,638)	(167,754)	(184,453)	(205,929)
毛利		<b>67,520</b>	<b>80,587</b>	<b>82,506</b>	<b>85,847</b>	<b>92,519</b>
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		<b>57,525</b>	<b>68,706</b>	<b>69,604</b>	<b>70,727</b>	<b>74,800</b>
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	<b>11,625</b>	<b>38,834</b>	<b>45,846</b>	<b>48,858</b>	<b>49,582</b>	<b>51,993</b>
EPS (基本), 人民币元	<b>0.584</b>	<b>1.95</b>	<b>2.31</b>	<b>2.46</b>	<b>2.49</b>	<b>2.61</b>
每股派息, 元		<b>0.75</b>	<b>0.90</b>	<b>0.96</b>	<b>0.97</b>	<b>1.02</b>

来源: 公司, 农银国际证券预测



公司资产负债表

截至 12 月 31 日财年 (人民币百万元)	2010A	2011RS	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	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
<b>流动资产</b>	<b>119,461</b>	<b>108,526</b>	<b>111,360</b>	<b>100,790</b>	<b>104,361</b>
<b>总资产</b>	<b>372,131</b>	<b>406,507</b>	<b>457,367</b>	<b>487,026</b>	<b>531,842</b>
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)
<b>应付所得税</b>	<b>(4,558)</b>	<b>(7,940)</b>	<b>(4,686)</b>	<b>(6,313)</b>	<b>(5,500)</b>
<b>流动负债</b>	<b>(76,926)</b>	<b>(87,749)</b>	<b>(105,557)</b>	<b>(94,006)</b>	<b>(99,782)</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>(141,955)</b>	<b>(146,382)</b>
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
<b>本公司股东应占权益</b>	<b>205,113</b>	<b>228,199</b>	<b>256,589</b>	<b>295,104</b>	<b>335,491</b>
<b>每股净资产，人民币元</b>	<b>10.31</b>	<b>11.47</b>	<b>12.90</b>	<b>14.84</b>	<b>16.87</b>

来源：公司，农银国际证券预测



表：现金流量表

财年截至 31/12 (人民币百万元)	2010A	2011RS	2012A	2013E	2014E
<b>税前利润</b>	<b>55,942</b>	<b>66,849</b>	<b>68,011</b>	<b>69,001</b>	<b>73,141</b>
摊销与折旧	0	0	0	0	0
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
<b>经营活动所得的现金净额</b>	<b>58,573</b>	<b>70,949</b>	<b>69,055</b>	<b>70,217</b>	<b>81,480</b>
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
<b>投资活动所用的现金净额</b>	<b>(31,132)</b>	<b>(55,255)</b>	<b>(61,930)</b>	<b>(55,627)</b>	<b>(57,677)</b>
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)
<b>融资活动所获现金净额</b>	<b>(22,548)</b>	<b>(31,333)</b>	<b>(17,153)</b>	<b>(27,235)</b>	<b>(23,074)</b>
<b>现金及现金等价物减少净额</b>	<b>4,893</b>	<b>(15,639)</b>	<b>(10,028)</b>	<b>(12,645)</b>	<b>730</b>
年初的现金及现金等价物	72,321	77,302	61,652	51,627	38,985
汇率变动的的影响	(2)	(11)	3	3	3
<b>年末的现金及现金等价物</b>	<b>77,212</b>	<b>61,652</b>	<b>51,627</b>	<b>38,985</b>	<b>39,718</b>

来源：公司，农银国际证券预测



## 权益披露

分析员，陈宜旻，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