



公司评级:

买入

目标价: \$38.9

主要数据

H-股股价(HK\$)	28.60
上行空间 (%)	36.0
52 周高/低(HK\$)	36.25/24.15
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)	97,199
- A 股(Rmb 百万)	365,276
3 个月平均日成交额 (HK\$ 百万)	546
审计师事务所	KPMG
大股东(%)	
神华集团	72.96

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012 上半年收入组成(%)

煤炭	66.8
能源	29.2
其他	4.0
总计	100

来源: 公司

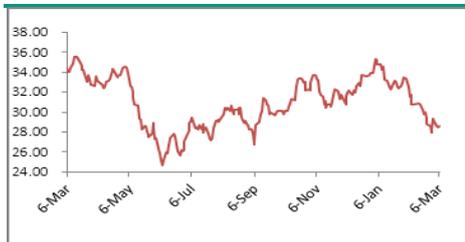
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(6.99)	(4.23)
3 个月	(11.18)	(15.21)
6 个月	(0.35)	(20.83)

\* 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7日

陈宜懿

前报告日: 2013年1月23日

电话: (852) 2147 8819

电邮 markchen@abci.com.hk

中国神华 (1088 HK)

动力煤行业

长期合同价格基本确定, 有助控制收益风险

中国神华与中国前五大电力集团的长期合同谈判收官, 双方就合同价机制达成一致, 2013年合同价初定值预计约人民币620元/吨, 高于2012年水平。我们认为, 神华2013年盈利将由销量驱动而非价格驱动。近期该股受制于盈利下行风险, 股价一直落后大市。但是, 鉴于合同价机制确立, 盈利下行空间可控, 其股票已出现逢低买入的机会。

与五大电力集团的电煤合同谈判尘埃落定。神华与电力集团的谈判结果是不分长协煤和市场煤, 以当周环渤海动力煤价格指数为基准, 每吨下浮10元人民币进行结算。据我们的渠道反馈, 目前的平均价大约在620元/吨左右。我们认为这一结果对于神华股价有利, 因为:

1) 消除最大的不确定因素: 去年12月以来, 电煤谈判一直是煤炭行业最大的不确定因素, 如今这一因素已消除。我们预计, 未来动力煤现货市场价格将更多地反映宏观经济复苏, 而非煤电之间的谈判竞争;

2) 新的定价机制有利神华: 新机制以现货价为基础, 有利于神华。在过去, 神华的合同销售占其总销售约50%, 当时合同价远低于现货价。

秦皇岛煤炭库存再降: 截止3月2日, 秦皇岛煤库存减至约720万吨, 比2月2日的800万吨下跌10%, 显示春节后出现补库存趋势, 这或支持环渤海动力煤价格——该指数日前跌至有史以来的最低位620元/吨, 但仍比神华2012年上半年的下水价高20元。

股价已消化市场负面情绪: 受煤炭市场的前景和电煤谈判不确定性影响, 神华H股显著落后于大市, 但经调整后近期估值已经凸显吸引力。

风险因素: 1) 进口煤或会限制国内电煤价格反弹空间; 2) 宏观经济放缓令电力需求低迷, 或会影响煤炭需求; 3) 资源税改革或影响行业。

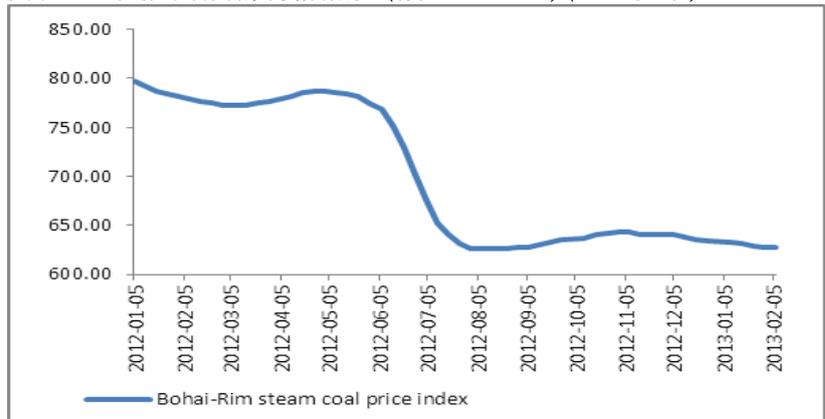
业绩和估值

财年截至 31/12	2011A	2012E	2013E	2014E
收入(Rmb 百万)	208,197	250,375	303,639	370,458
同比变化 (%)	32.1	20.3	21.3	22.0
净利润 (Rmb 百万)	45,677	52,136	63,728	78,593
同比变化 (%)	17.6	14.1	22.2	23.3
EPS (Rmb)	2.30	2.62	3.20	3.95
同比变化 (%)	17.6	14.2	22.2	23.3
每股净资产 (Rmb)	11.4	13.3	15.8	18.8
同比变化 (%)	10.1	17.5	18.2	19.0
P/E (x)	—	8.7	7.2	5.8
P/B (x)	—	1.7	1.5	1.2
股息收益率 (%)	—	4.5	5.5	6.8
ROAE (%)	21.20	21.23	22.01	22.89

来源: 公司, 彭博, 农银国际假设 Rmb1.0=HK\$1.25

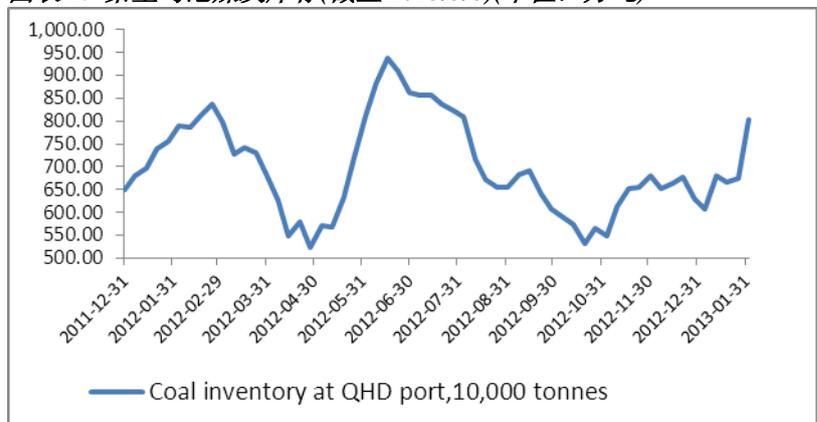


图表1: 环渤海动力煤价格指数 (截至2013/3/6) (5500 大卡)



来源: Wind, 农银国际

图表2: 秦皇岛港煤炭库存(截至2013/3/6)(单位: 万吨)



来源: Wind, 农银国际



## 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某些公司收取财务利益。

### 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