



# 志存高远，与中国经济共成长

## 中国神华 (601088)

### 优化销售结构，积极提高利润增长

近几年来公司通过增加现货销售比例，提升外购煤数量等措施优化内部销售结构，使得公司盈利水平实现连续增长。2011 年上半年公司现货销售比例进一步提升达到 53.51%，比 2010 年同期的 40.93% 提升约 12.58 个百分点，预计全年现货煤销售比例将在 53.7% 左右。2011 年公司综合销售价格达到 445 元/吨，比 2010 年同期上升约 3.5%。

### 产量稳中有升，有效释放内生产能

公司积极推进技改和扩建工作，现有主力煤矿产量稳步增长，近年内的多座千万吨级技改煤矿即将投产。新增资产包头矿业，神宝集团与柴家沟矿业贡献增量明显，11 年预计贡献产量为 2800 万吨，2015 年末产量 5000 万吨。公司在境外的资源收购项目也在紧密安排中，澳大利亚沃特马克项目和印尼南苏门答腊煤电一体化项目按计划推进；蒙古 TT 矿方案前景仍不明确。

### 推进物流建设，成功打造煤炭沃尔玛

中国神华提出打造大销售，大物流的发展战略，计划打造完善物流运输产业链，确立公司在煤炭销售市场的龙头地位。2010 年公司完成对神华航运公司的组建，将公司煤炭运输业务拓展到陆，港，航三位一体的全面结构，将公司整体经营覆盖规模提升到新的高度。在“十二五”期间，随着铁路在建项目的完工后，将形成以神东矿区为中心的辐射网络，五横三纵的整体布局，神华公司整体铁路运能将接近 10 亿吨左右。

### 2012 年稳定增长，电力与贸易业务将成为新亮点

2011 年公司煤炭增量主要增长来自年初收购包头矿业，神宝公司与柴家沟下属煤矿，以及准格尔矿区与锦界矿的扩产放量，预计实现煤炭业务内部抵消后收入在 1416 亿元左右。电力业务供应有望进一步提升，全年电力内部抵消后收入预计在 615.35 亿元左右。受益于国家对西部地区的鼓励税率，预计公司全年整体有效税率在 20.6% 左右，我们估算公司 11 年实际归属母公司净利润为 447.56 亿元，对应实际 EPS 为 2.25 元左右。2012 年公司煤炭业务将进入高增长后的平稳期，全年商品煤产量会有小幅提升，整体趋稳；未来随着公司铁路线路的开通运营，预计到 2013 年后公司产量会再次大幅提升。公司近期提出“生产与贸易并重”的新规划，从 2012 年起计划大力发展煤炭贸易业务，大幅提升外购煤数量以满足电厂的耗煤需求，但由于贸易行业利润水平较低，短期对公司收入规模提升效果远高于对利润的贡献，因此我们预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 2.46，2.66 与 2.85，给予公司为买入评级，目标价 30 元。

维持

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

发布日期：2012 年 2 月 13 日

当前股价：27.45 元

目标价格 6 个月：30 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	4.25/0.92	1.48/6.68	17.84/34.66
12 月最高/最低价 (元)			32.48/23.58
总股本 (万股)			1988962.05
流通 A 股 (万股)			1631103.80
总市值 (亿元)			5459.70
流通市值 (亿元)			4477.38
近 3 月日均成交量 (万)			1303.93
主要股东			
神华集团有限责任公司			72.96%

### 股价表现



### 相关研究报告

11.08.29	2011 中报点评：优化销售，增加现货煤提升售价；整合资源，技改矿放量产销齐长
----------	---

## 目录

行业龙头，均衡发展 .....	1
公司煤炭资源储备丰富，煤炭产量有望稳步增长.....	2
原有煤矿稳中有升，12年小幅增加500万吨产量.....	2
最大的神东矿区产量稳定 .....	2
准格尔矿区扩能改建进展顺利，十二五产量翻番.....	3
胜利矿区技改完成，12年达产产量升至2000万吨.....	3
新购矿井11年贡献2800万吨，12年李家壕达产再加300万吨产量.....	3
新街台格庙提供产量长期支撑 .....	4
海外资产稳步扩张，在建项目如期投产 .....	4
一波三折，蒙古项目再生变数 .....	5
集团资产积极整备，整体上市长期可期 .....	7
优化销售结构：盈利，市场双线提升 .....	8
增加外购数量，提升市场占有率 .....	10
推进物流建设，成功打造“煤炭沃尔玛” .....	12
不断完善的路、港、航一体化模式 .....	12
十二五铁路网贯通东西运输 .....	13
黄骅天津港口扩能顺利，十二五末下水煤 .....	14
发展航运业务，增强一体化优势 .....	14
电力业务：依托一体化优势，扩大业务规模 .....	15
盈利预测评级 .....	17

## 图表目录

图 1：公司营业收入（百万元）（分部间业务抵消前） .....	1
图 2：公司营业收入（百万元）（分部间业务抵消后） .....	1
图 3：2010年各项业务经营收益占比 .....	1
图 4：2010年各项业务收入占比（内部抵消后） .....	1
图 5：神华公司国内商品煤产量预计（百万吨） .....	4
图 6：TT项目对神华煤炭资源量影响 .....	6
图 7：国内炼焦煤与动力煤平均价格 .....	6
图 8：国内炼焦煤与动力煤价格环比增速 .....	6
图 9：神华国内现货煤销售比例 .....	9
图 10：神华国内长约合同与现货煤售价 .....	9
图 11：神华煤炭综合销售价格（元/吨） .....	10
图 12：神华煤炭销售数量（百万吨） .....	10
图 13：神华外购煤数量（百万吨） .....	10
图 14：神华外购煤数量占总销量比例 .....	10
图 15：神华出口煤数量（百万吨） .....	11
图 16：神华出口煤数量占总销量比例 .....	11



图 17: 神华煤炭运输单位成本 (元/吨) .....	12
图 18: 神华煤炭运输量 (百万吨) .....	12
图 19: 中国神华铁路运输图 .....	13
图 20: 神华电力总装机容量与环比增速 (兆瓦, %) .....	15
图 21: 神华发电量与环比增速 (亿千瓦, %) .....	15
图 22: 公司售电量 (亿千瓦时) .....	16
图 23: 神华电力业务收入 (内部抵消后) (百万元) .....	16
表 1: 各矿区煤炭资源量 (亿吨) .....	2
表 2: 神华在产矿区煤种 .....	6
表 3: 神华公司商品煤产量预计 (百万吨) .....	7
表 4: 神华公司商品煤产量预计 (百万吨) .....	8
表 5: 神华国内销售 (百万吨) .....	9
表 6: 神华对外部客户和内部发电分部的销售 .....	9
表 7: 中国神华煤炭销售预测 .....	11
表 8: 2011 年上半年中国神华发电业务明细 .....	16
表 9: 中国神华地区上网电价 (含增值税) 提价标准 (元/兆瓦时) .....	17
表 10: 中国神华盈利预测 .....	18

## 行业龙头，均衡发展

中国神华是国内最大的煤炭生产销售企业，也是世界领先的综合能源公司，主营业务涵盖煤炭，电力，铁路，港口，航运五大板块。公司以煤炭业务为核心，注重业务均衡发展，专注打造煤电路港航一体产业链，其独有的神华“沃尔玛”模式，以及庞大业务规模使中国神华在国内煤炭行业处于龙头地位。

2011年中国神华公司实现营业收入1520.63亿元，同比增长25.3%；营业利润536.34亿元，同比增长21.4%；净利润425.06亿元，同比增加22.3%。完成商品煤产量2.248亿吨，煤炭销售量达到2.926亿吨，同比分别增加6.9%与15.1%。分业务来看，抵消分布间业务后，煤炭业务收入1027.91亿元，同比提升21.5%；电力业务收入447.33亿元，同比提升34.9%；运输业务收入31.36亿元，同比提升56%。

图 1：公司营业收入（百万元）（分部间业务抵消前）

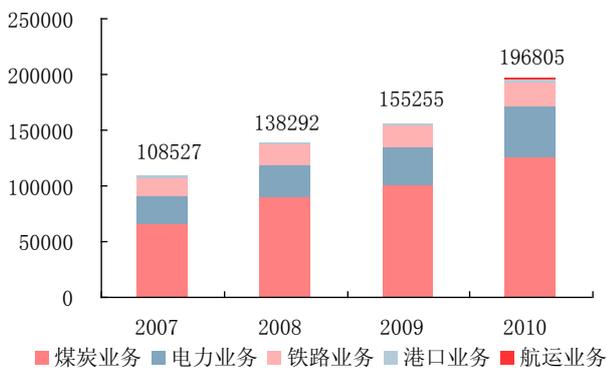
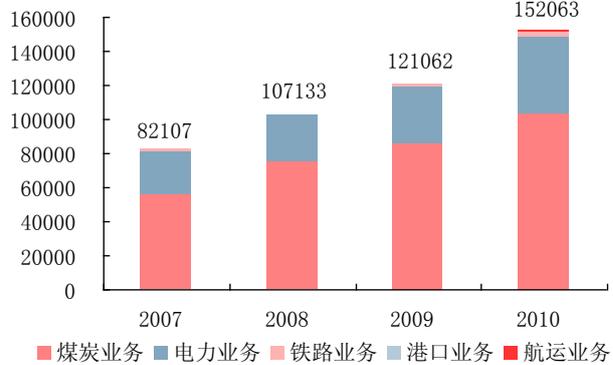


图 2：公司营业收入（百万元）（分部间业务抵消后）



资料来源：中信建投证券研究发展部

如果从各项业务经营收益上看，根据2010年经营数据，公司煤炭业务经营收益为446.89亿元，占总经营收益的63.5%；铁路经营收益占比达18.4%，位居第二；电力、港口与航运业务经营收益依次占总经营收益的16.5%，1.4%与0.3%。铁路、港口与煤炭业务毛利水平最高，分别为60.7%，36.6%与35.5%。但公司是以煤炭业务为核心，铁路、港口与航运运输业务大部分是为内部煤炭业务提供服务，因此内部抵消后，整体运输部分收入占比仅为3%，煤炭业务收入占比为67.6%，电力业务收入占比为29.4%。

图 3：2010年各项业务经营收益占比

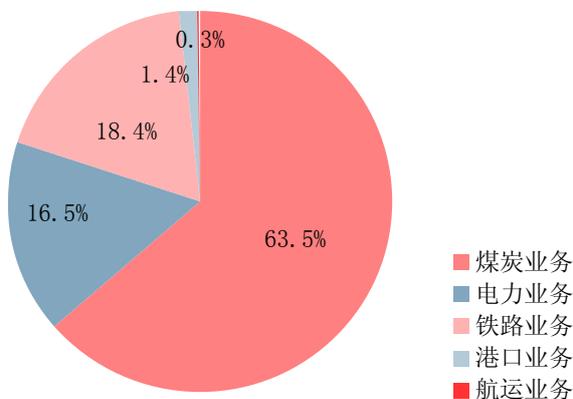
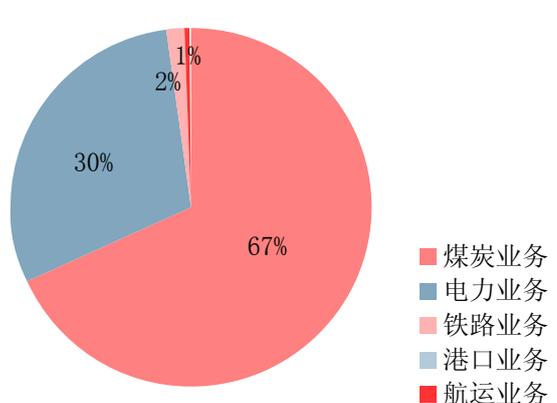


图 4：2010年各项业务收入占比（内部抵消后）



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 公司煤炭资源储备丰富，煤炭产量有望稳步增长

2010 年公司煤炭产量 2.25 亿吨，同比增长 6.9%。现有矿区的技改和扩建工作积极推进，公司规划未来将建成数座千万级甚至亿级煤矿，保障公司煤炭产能稳步增长。截至到 2011 年 6 月 31 日，神华中国标准下的煤炭可采储量由年初的 114.73 亿吨增加至 153.68 亿吨，增幅为 33.95%；JORC 标准下的煤炭可售储量由 72.82 亿吨增加至 94.89 亿吨，增幅为 30.3%。未来随着神华集团整体上市进程的推进，更多煤炭资产有望进一步注入公司。预计到 2015 年公司煤炭产量将超过 3.6 亿吨。

截至到 2011 年 6 月，神华公司国内煤矿遍布在神东矿区，准格尔矿区，胜利矿区，宝日希勒矿区，包头矿区以及铜川矿区。包括 2011 年初收购的煤炭公司，目前在产煤炭开采公司一共 8 个，分别为神东煤炭集团、准格尔能源公司、哈尔乌素分公司、北电胜利能源分公司，锦界能源公司，神华宝日希勒能源公司（神宝公司），包头矿业公司以及柴家沟矿业公司。

表 1：各矿区煤炭资源量（亿吨）

	煤炭可采储量（中国标准）	煤炭可售储量（JORC 标准）	煤炭资源量（亿吨）
神东矿区	83.68	47.39	144.95
准格尔矿区	34.99	22.11	43.39
胜利矿区	14.61	8.16	20.78
宝日希勒矿区	13.5	14.06	15.65
包头矿区	6.84	3.14	16.51
铜川矿区	0.06	0.03	0.1
合计	153.68	94.89	241.38

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 原有煤矿稳中有升，12 年小幅增加 500 万吨产量

### 最大的神东矿区产量稳定

神东矿区是中国神华目前最大的矿区，公司在矿区最主要的煤炭企业是神华神东煤炭集团公司，从 1998 年开始，神东煤炭公司煤炭产量每年以千万吨速度递增，2005 年率先建成全国第一个亿吨煤炭生产基地。2009 年 5 月，在神东矿区四公司的基础上进一步整合成立了现在的神东煤炭集团，地跨陕、蒙、晋三省区，拥有 17 个煤矿。到 2010 年，原煤生产连续 6 年过亿吨。神东煤炭集团是目前公司的核心煤炭生产企业，2010 年完成商品煤产量 1.514 亿吨，占公司煤炭总产量的 67.5%，约占全国总产量的 5%，相比 2009 年的 1.499 亿吨增长 1%。神华在神东矿区的另一家煤炭企业是锦界能源公司，目前公司下属的锦界煤矿 2011 年在进行改扩建工程，进展十分顺利，目前已经基本建成完工，煤矿核定产能将达到 2000 万吨水平，比 2010 年增加 500 万吨产量。

2012 年神东集团下属的大柳塔矿，万利一矿与保德矿前期扩产工程将结束，预计会有 300 万吨的增量释放；此外，锦界能源煤矿将达到扩建后的 2000 万吨产能，比 2011 年提升约 200 万吨产量。整体来看，公司对神东矿区主力矿井多采取保障产量稳定措施，因此我们预计按照目前矿区产量增速，到 2015 年矿区整体商品煤产量将达到 1.7 亿吨左右。



## 准格尔矿区扩能改建进展顺利，十二五产量翻番

准格尔矿区地处晋、陕、蒙交界处的准格尔煤田，是国内著名的 4 大露天煤矿之一，也是我国西部特大型综合性能源基地。中国神华在矿区拥有准格尔能源公司与哈尔乌素两家煤炭企业，并分别拥有黑岱沟煤矿和哈尔乌素煤矿。矿区煤炭 2010 年产量为 44.6 百万吨，比 2009 年同期增加 740 万吨，同比增长 19.9%。

黑岱沟露天煤矿位于准格尔煤田中部，拥有可采原煤储量约为 14.98 亿吨。2006 年 6 月，经过扩能改造后的黑岱沟露天煤矿年原煤年产能达 2500 万吨，成为中国第一大露天煤矿，2010 年产量 2530 万吨，同比增长 9.5%。哈尔乌素露天煤矿坐落在内蒙古准格尔旗境内，拥有可采原煤储量为 17.3 亿吨，煤种为长焰优质动力煤，设计产能 2000 万吨，2008 年正式建设，并实行边建设边生产。2010 年产量 1930 万吨，同比增长 36.9%。

目前黑岱沟露天矿与哈尔乌素露天矿正在进行扩能改造工程，根据公司介绍项目进展十分顺利，2011 年上半年实现商品煤产量达 26.7 百万吨，比 2010 年同期增长 27%。长期来看，神华规划将准格尔矿区建设成为亿吨级矿区，产能提升潜力巨大，但短期主要是受运输能力的限制，黑岱沟与哈尔乌素产量释放有限。随着神华公司铁路巴准线，准池线与甘泉线的建成，准格尔矿区销售脉络将彻底打通，届时黑岱沟与哈尔乌素矿产量将实现大幅飞跃，预计到 2015 年矿区产量将比 2010 年增加至少 3000 万吨。

## 胜利矿区技改完成，12 年达产产量升至 2000 万吨

胜利矿区位于内蒙古自治区锡林浩特市以北 2-5 公里处，矿区整体保有储量 222 亿吨，已开发占用 52.8 亿吨，其中最先进行开发的胜利西一号露天矿由神华北电胜利能源有限公司开发，2010 年北电胜利能源实现商品煤产量 1430 万吨，同比增长 36.2%。2011 年胜利一号露天煤矿正在进行二期扩建工程，提升煤炭产能至 2000 万吨，比 2010 年提升 600 万吨，目前工程已经基本结束，2012 年将实现达产。

## 新购矿井 11 年贡献 2800 万吨，12 年李家壕达产再加 300 万吨产量

2011 年 2 月，公司完成了对包头矿业公司，神华集团宝日希勒能源公司，以及陕西集华柴家沟矿业有限公司的收购。截止到 2011 年 6 月，新收购煤矿上半年合计贡献商品煤产量约 14.1 百万吨，全年预计贡献新增产量为 2800 万吨左右。2012 年包头矿业下属李家壕矿将实现达产，贡献增量 300 万吨左右。

包头矿业下拥有李家壕煤矿、阿刀亥煤矿和水泉露天煤矿三座煤矿，产能超过 800 万吨。李家壕位于内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区，至 2010 年 6 月 30 日，拥有中国标准下可采储量为 6.2 亿吨，JORC 标准下的可售储量为 2.9 亿吨，设计生产能力为 600 万吨/年，为综合机械化开采的井工矿，并配套同规模的选煤厂，主要产品为不粘煤和长焰煤，可做动力煤和化工用煤，距中国神华所属包神铁路的装车站 2 公里。李家壕矿已于 2011 年 2 季度投产运营，预计 2011 年可实现产量 300 万吨。阿刀亥矿现核定生产能力为 90 万吨/年。主要产品为焦煤。矿井保有地质储量 5098.60 万吨，可采储量 2427.56 万吨，按产量 90 万吨计，剩余开采年限 19.27 年，预计 2011 年可实现产量 90 万吨。水泉露天矿主要产品为弱粘煤，煤炭地质储量 5858.21 万吨，可采储量 3497.78 万吨。其中，露天矿开采服务年限 13.51 年，后续拟采取井工矿开采，井工矿服务年限 10.57 年，矿井合计服务年限 10.2 年。煤矿从 2006 年 4 月开始筹建，2007 年 8 月开工建设，于 2008 年 3 月底正式投产，矿井设计生产能力 120 万吨/年，预计 2011 年实现产量 120 万吨。

神华公司对宝日希勒能源公司收购一共有四处采矿权，包括露天矿采矿权，露天矿接续区采矿权，宝雁采矿权，以及第三煤矿露天接续区采矿权。煤矿位于宝日希勒矿区，煤种为优质褐煤。宝雁煤矿由于生产工艺落

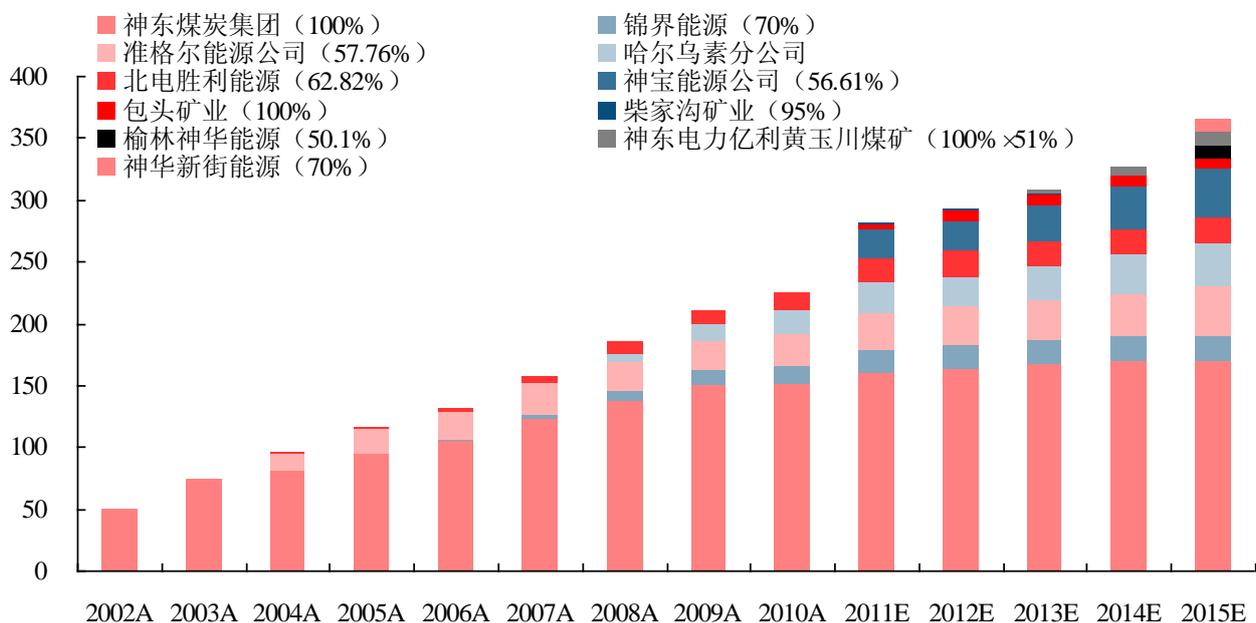
后，采煤方法不符合《煤矿安全规程》规定，已于 2006 年关停。根据神宝公司的《资源调整报告》，保雁矿与露天矿接续区正在进行整合露天开采，第三煤矿接续区正处于行政审批阶段，因此目前只有露天煤矿在产。2010 年神宝公司实现煤炭产量 1700 万吨，2011 年上半年实现商品煤产量 1250 万吨，预计在 2011 年产量进一步提升至 2200 万吨，预计 2015 年产能将增至 4000 万吨。

柴家沟煤矿 1993 年 10 月正式开工建设，设计最初生产能力为 30 万吨/年。2004 年 3 月技改项目开始实施，设计生产能力为 60 万吨/年。矿井目前核定的生产能力核定为 100 万吨/年。柴家沟煤矿柴家沟煤矿煤种为长焰煤，该矿中块煤可作为回转窑水泥生产的燃料与原料；大块与中块煤均可作为煤炭气化的原料；混煤及块煤均可作为动力燃料，用于发电、供热、烧窑、机车蒸汽锅炉等。近 5 年柴家沟实际产量均在 90 万吨左右，预计 2011 年可继续实现产量 100 万吨水平。

### 新街台格庙提供产量长期支撑

2011 年 3 月，神华集团公司决定由中国神华能源公司开发新街台格庙矿区。由控股子公司神华新街能源公司按有关规定申请办理新街台格庙矿区的探矿权并开展矿区总体规划前期工作。新街台格庙矿区位于内蒙古自治区鄂尔多斯市境内，是神东矿区周边尚未开发的大型整装煤田，拥有煤炭资源储量 130 亿吨，新增资源储量相当于“再造神华”。神华规划将新街台格庙矿建成亿吨级矿区，成为公司未来煤炭产量增长的重要支撑点。目前探矿权证尚未办理完毕，预计矿区在“十二五”期间将有 1 座煤矿投产，释放约 1000 万吨产量。

图 5：神华公司国内商品煤产量预计（百万吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

### 海外资产稳步扩张，在建项目如期投产

作为中国最大的煤炭企业，神华公司近年来在海外积极拓展资源，开发以煤炭为核心的能源投资业务。目前，公司对外披露的主要海外项目包括在澳大利亚沃特马克项目，印尼南苏门答腊煤电一体化项目以及在洽谈



中的蒙古国塔本陶勒盖煤矿项目。

印尼项目是由中国神华下属的国华电力公司全面负责印尼项目的建设、管理和运营。中国神华与印尼 PT.Energi Musi Makmur 公司的股权比例为 7:3，总投资额 3.31 亿美元。南苏煤电项目是国华公司在印尼的第一项工程，也是印尼在建的第一个煤矿坑口电站，上网电量约 16 亿千瓦时，届时可供应南苏省三分之一的电力。该项目计划建设 1 座年产煤炭 150 万吨的露天煤矿和 2 台单机容量为 150 兆瓦的燃煤发电机组。该项目配套煤田储量约 4 亿吨，其中已经完成地质储量勘探的面积约 500 公顷，可采储量约 6000 万吨，可满足电厂 30 年用煤需要。根据中国神华与印度尼西亚国家电网公司签署的《购售电合同》有关条款规定：印度尼西亚国家电网公司在南苏煤电项目发电机组投产起 30 年内，按每年 7000 小时的发电利用小时数和约定电价购买该项目售电量，约定电价不低于当地同等机组的上网电价。2011 年印尼投建的煤矿项目已经完成，所建设 2×150 兆瓦煤电一体化项目的发电机组已经于 7 月与 11 月分别投产。

早在 2008 年中国神华全资子公司神华沃特马克煤矿有限公司就从澳大利亚新南威尔士州政府竞得沃特马克勘探区的探矿许可。根据澳洲当地政府介绍，沃特马克勘探区域面积总计约 190 平方公里，预计含有高质量的内销和出口动力煤的浅煤层资源，资源量预计超过 10 亿吨。交通方面，勘探区域位于距离纽卡斯尔港约 270 公里处，一条铁路支线从该勘探区域东北边穿过，并连接到一条铁路主线延伸到纽卡斯尔港，运输相对便利。目前公司在澳大利亚的沃特马克煤矿项目基本已经完成露天矿勘探及可行性研究报告，勘探工作结束后公司仍需取得开采权并进行开采，公司争取在 2015 年之前实现投产。

## 一波三折，蒙古项目再生变数

Tavan Tolgoi 煤矿位于蒙古国西南部的南戈壁省会达楞扎德图市东 100 公里，是目前全球最大的未开采煤田。该矿区煤炭储藏面积 400 平方公里以上，在南戈壁省现已探明煤储量 530 亿吨中 TT 矿目储量达 64 亿吨。该煤矿属优质炼焦用煤，储量中主焦煤 18.8 亿吨，煤层厚度 190 米，共 16 层，原煤出焦率 60% 以上，其余 46 亿吨储量为动力煤。TT 煤田 Tsankhi 矿区西区块煤种主要是焦煤，1/3 焦煤和肥煤，埋藏深度较浅，200 米以上的资源储量有 12 亿吨。

早在 2010 年 7 月蒙古国就确定对 Tavan Tolgoi 的开发计划，并同时启动对 Tavan Tolgoi 煤矿相关的铁路连接工程招标工作。在 2011 年初，蒙方声称 6 家投标商入围 Tavan Tolgoi 煤矿开采的争夺，其中包括中国神华与日本三井物产 (Mitsui & Co) 组成联合竞标体，安赛乐米塔尔 (ArcelorMittal)、淡水河谷 (Vale SA)、皮博迪能源 (Peabody Energy Corp.)，斯特拉塔公司 (Xstrata)，以及俄罗斯铁路股份公司 (OAO Russian Railways) 领衔的俄日韩联合体。2011 年 7 月 5 日蒙古国政府发表声明，中国神华集团获得了该项目 40% 的股权，而一个由俄罗斯企业和蒙古当地企业组成的财团，将获得该项目 36% 的股权，美国博地能源则将获得另外 24% 股权，TT 矿招标的项目似乎已经确定。但随后在日本与韩国先后向蒙古政府施压，并多次公开质疑 TT 矿煤矿的竞标过程公平性后，蒙古国总统于 8 月 20 日又宣称由于缺少国民支持，表示将对 TT 矿方案进行重审，意味着原定的开发方案将出现变化，项目开发方案再次石沉大海。

我们认为 TT 项目靴子迟迟未落其主要原因是蒙古方推进动力不强。首先，蒙古国地广人稀，矿产资源富饶，短期来看，仅依靠国家每年出售的有色金属矿就已经足够支撑利益集团的整体需求，国家并没有短期集资的迫切需要；其次，随着整个能源资源的减少，国际煤炭价格近年来是水涨船高，自 2009 年起亚太地区煤价涨幅在 30% 以上，长期来看，TT 矿价值进一步上升的潜力巨大，蒙古也并不急于出手；此外，蒙古煤矿资源成为下一个澳大利亚也早已成为行业的共识，亚太地区各国家为保住未来能源供给，都纷纷向蒙古政府慷慨解囊大

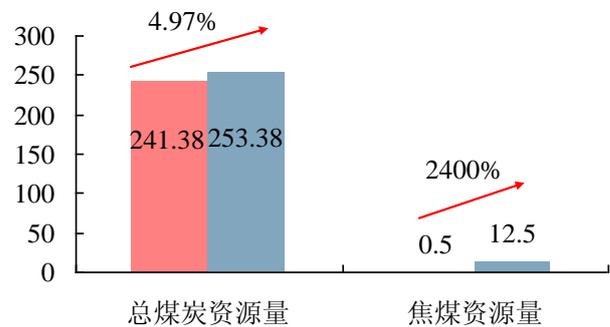
幅投资，蒙古国也有意保住这张王牌以谋取更多的利益。

对于中国神华而言，TT项目的成功与否对公司更多是产品销售结构上的调整，对业绩影响相对有限。中国神华现有的煤炭资源量241亿吨，而TT项目中用于招标部分的资源量为12亿吨，从总煤炭资源量上看，即使将本次招标TT资源全部划给神华，占公司煤炭业务中的比例仅约为5%，对公司煤炭总资源量影响很小。但是目前神华在产煤矿中除包头矿业中阿刀亥矿90万吨产量为焦煤，其余大部分多为动力煤资源；而TT矿的主要煤种为焦煤，因此TT项目将使公司焦煤资源量上升约2400%，这对于公司煤炭产品种类的完善，更好的满足其客户全面产品需求，并巩固市场地位都有比较重要的意义。

表 2：神华在产矿区煤种

矿区	主要煤种
神东矿区	长焰煤/不黏煤
准格尔矿区	长焰煤/不黏煤
胜利矿区	褐煤
宝日希勒矿区	褐煤
包头矿区	长焰煤/不黏煤/焦煤
铜川矿区	长焰煤

图 6：TT项目对神华煤炭资源量影响



资料来源：中信建投证券研究发展部

近几年炼焦煤价格也得到不断提升，根据资源网统计数据，国内炼焦煤平均价格已有2010年初的1171元/吨提升至2011年8月末的1546元/吨，上涨约32%；同期国内动力煤平均价格由638元/吨上涨至759元/吨，涨幅约为19%。2010年1月至2011年8月，国内炼焦煤价格每月平均环比涨幅为0.32%，而动力煤价格每月平均环比涨幅为0.2%。我们认为未来炼焦煤的稀缺性将会进一步显现，而表现出的最直接效果是其对应价格会继续快速攀升。因此，炼焦煤资源的扩大对于神华公司的煤炭平均销售价格水平，以及远期稀缺资源控制战略都有较大推动。目前TT矿的谈判还在进行中，中国神华公司表示便捷的运输通道，成熟的销售市场和丰富的煤矿一体化开发经验将是公司在该项目竞标中的核心竞争力。

图 7：国内炼焦煤与动力煤平均价格

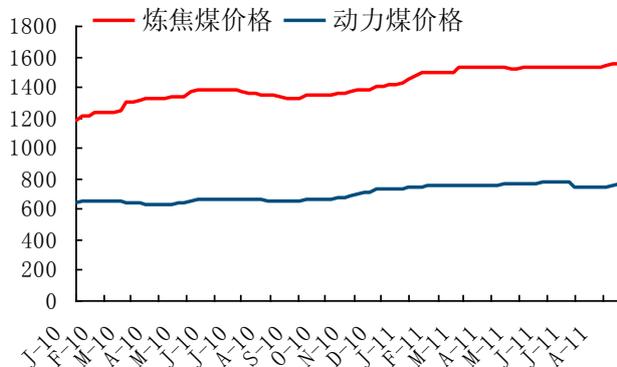
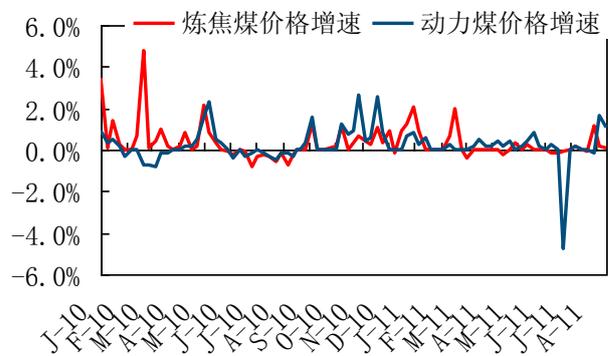


图 8：国内炼焦煤与动力煤价格环比增速



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

表 3：神华公司商品煤产量预计（百万吨）

煤炭业务分部	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
神东煤炭集团（100%）	94.9	105.1	122.4	137.8	149.9	151.4	160	163	167	169	170
补连塔	16.5	20.0	18.4	20.4	22.5	24.3	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
大柳塔-活鸡兔	19.6	18.1	18.7	20.0	19.8	21.1	22.0	23.0	24.0	25.0	25.0
榆家梁	15.5	16.1	16.5	16.9	16.9	17.1	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
上湾	11.5	12.1	12.1	12.5	13.0	13.8	14.0	14.0	15.0	15.0	15.0
哈拉沟	12.3	12.1	12.1	11.5	12.5	12.9	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
保德（康家滩）	8.0	10.3	11.6	12.0	11.9	9.5	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0
石圪台	0.2	5.8	8.7	9.4	9.9	11.1	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
乌兰木伦	4.4	4.4	5.0	5.0	6.4	6.6	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
布尔台矿			0.7	5.3	9.4	9.2	12.0	12.0	13.0	13.0	13.0
万利一矿（昌汉沟）			5.8	9.2	9.8	9.6	11.0	12.0	12.0	12.0	12.0
柳塔矿			3.8	4.7	5.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
寸草塔一矿			1.6	2.1	2.9	3.4	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
寸草塔二矿			1.9	3.2	3.0	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
唐公沟矿			1.7	3.1	4.7	2.2					
其他	6.9	6.2	3.8	2.5	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
锦界能源（70%）		0.4	3.7	7.7	12.7	14.5	18.0	20.0	20.0	20.0	20.0
准格尔能源公司（57.76%）	19.8	23.5	25.2	22.7	23.1	25.3	30.0	30.0	32.0	35.0	40.0
哈尔乌素分公司				6.6	14.1	19.3	25.0	25.0	27.0	32.0	35.0
北电胜利能源（62.82%）	1.6	2.8	6.2	10.9	10.5	14.3	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
神宝能源公司（56.61%）							22.0	25.0	30.0	35.0	40.0
包头矿业（100%）							5.1	8.1	8.1	8.1	8.1
柴家沟矿业（95%）							1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
榆林神华能源（50.1%）											10.0
神东电力亿利黄玉川煤矿									3.0	6.0	10.0
神华新街能源（70%）											10.0
印尼南苏煤电（70%）							0.8	1.0	1.5	1.5	1.5
澳洲沃特马克煤矿（100%）											
蒙古 Tavan Tolgoi											
煤炭产量合计	116.3	131.8	157.5	185.7	210.3	224.8	281.9	293.1	309.6	327.6	365.6

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 集团资产积极整备，整体上市长期可期

在上市公司收购包头矿业、神宝公司和柴家沟煤矿后，神华集团剩余煤炭资产主要包括自神华宁煤集团、神华新疆能源公司，神华乌海能源公司等，产能大概在 1.07 亿吨左右。神华集团积极整备下属煤炭资产，为未来向上市公司注入做准备，2011 年 5 月公司发布公告对部分董事会成员及高管进行了调整，神华集团多位重要高管进入上市公司任职。目前注入希望最大的宁煤和乌海公司在产煤矿生产能力合计约为 7380 万吨，但是短期内均存在一定注入难度，其中宁煤集团注入涉及到神华集团与宁夏政府的协商确认，注入形式仍无法确定，而乌海公司受前期骆驼山矿难影响，注入时间将会适当延后。



表 4：神华公司商品煤产量预计（百万吨）

	煤种	生产能力
宁煤集团	动力煤/焦煤/无烟煤	6000 万吨
乌海煤业	焦煤/1/3 焦煤/肥煤/ 无烟煤/贫煤	1380 万吨

资料来源：中信建投证券研究发展部

神华宁煤集团是神华集团的控股子公司，注册资本 101 亿元人民币，其中神华集团占 51%，宁夏政府占 49%。神华宁煤集团主营煤炭开采及洗选，煤化工，电力，建筑，机械制造等，其中煤炭、煤化工、煤炭深加工及综合利用等业务收入占全部营业总收入的 80% 以上。

宁煤集团现有煤炭生产矿井 14 对、洗煤厂 2 个，以及煤化工、电力、建筑等 55 个生产经营单位，现有煤炭生产能力 6000 万吨。集团下属的宁东煤田是国家批准建设的 13 个亿吨级大型煤炭基地之一，并列为国家规划建设的 6 个大型煤电基地和 7 个煤化工基地之一。神华宁煤集团除已经基本建成的灵武矿区和正在进行矿井技术改造的石炭山矿区、石嘴山矿区外，在宁东还正在规划和建设鸳鸯湖矿区、横城矿区、马家滩矿区和积家井矿区，并承担了宁东能源化工基地内大部分煤化工项目建设任务及基地内铁路建设任务。规划到 2020 年，煤炭生产规模达到 1.5 亿吨，煤化工产品规模达到 1500 万吨，电厂装机规模达到 387 万千瓦。

神华乌海能源公司的主导产品包括精煤、混煤、焦炭、甲醇等；主要业务有煤炭，煤炭洗选，焦化，电力，煤化工及其他项目。共有矿井 11 座，包括生产矿井 9 座，总设计生产能力 1380 万吨/年；在建矿井 2 座，设计能力 450~600 万吨/年。生产的主要煤种有焦煤、1/3 焦煤、肥煤、无烟煤和贫煤。现有洗煤厂 13 座，总设计生产能力 1615 万吨/年，主要生产炼焦精煤、无烟精煤、洗混煤和矸石等 4 类产品。焦化厂 5 座，总生产能力 295 万吨/年。煤焦油加工厂 1 座，年加工能力 15 万吨/年。

乌海能源即将投产及正在规划建设的煤化工项目有：西来峰煤焦油加工厂二期，设计能力为 15 万吨/年；蒙西 10 万吨/年甲醇项目；西来峰 30 万吨/年甲醇项目；西来峰 8 万吨/年苯加氢项目；西来峰 22 万吨/年硝铵项目；100 万吨/年水泥项目。公司现拥有焦煤资源可采储量 16.3 亿吨。产品主要为焦煤、1/3 焦煤、高热混、二级冶金焦及煤焦油等。公司的规划是到 2015 年煤炭产量达到 5000 万吨。

## 优化销售结构：盈利，市场双线提升

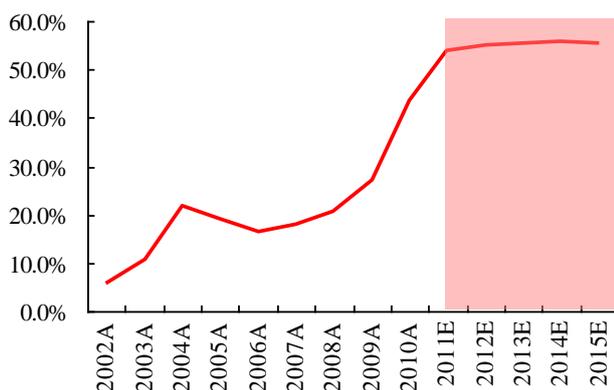
销售方面，公司持续推进销售结构调整，2010 年公司国内现货煤炭销量达到 127.8 百万吨，比 2009 年上升了 84.9%，占国内煤炭销售总量的 45.27%。而在 2011 年上半年公司现货销售比例进一步提升达到 53.51%，比 2010 年同期的 40.93% 提升约 12.58 个百分点。国内长协煤销售量 87.4 百万吨，比去年增加 4.7 百万吨，提升 5.7%，国内现货煤销量为 100.6 百万吨，同比增加 43.3 百万吨，提升 75.6%。此外，2011 年上半年公司国内销售中港口下水煤量为 99.5 百万吨，同期全国港口内贸煤炭中转量为 3.25 亿吨，依次估计中国神华在沿海市场的占有率大约有 30.6%。

表 5：神华国内销售（百万吨）

	2009	2010H	2010	2011H
长约合同销量	171.6	82.7	154.5	87.4
销量增速	4.7%	2.1%	-10.0%	5.7%
坑口	13.5	3.4	6.2	4.7
直达沿海铁路	55.8	36.0	61.1	41.0
下水煤	102.3	43.3	87.2	41.7
现货市场销量	69.1	57.3	127.8	100.6
销量增速	45.2%	59.2%	84.9%	75.6%
坑口	7.7	11.1	23.7	18.9
直达沿海铁路	18.1	14.8	31.7	23.9
下水煤	43.3	31.4	72.4	57.8

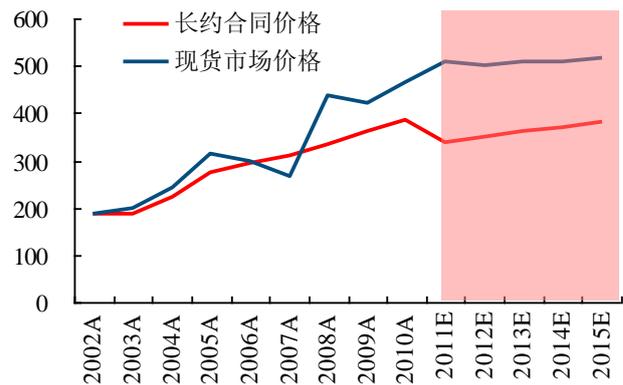
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 9：神华国内现货煤销售比例



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

图 10：神华国内长约合同与现货煤售价



近年来受国内行业整体供需状况与协议价格政策限制影响，市场现货煤与协议煤价格价差进一步加大。公司通过提高调整销售结构，提升现货销售比例以增加综合售价水平。从 2008 年开始，神华国内煤炭长约与现货市场销售价格差异逐步扩大，2011 上半年长协价格为 333.3 元/吨，同比下降 7.9%；现货煤价格为 503.8 元/吨，同比上升 9.5%，而长约与现货价差也达到历史最高点，由 2010 年同期的 98.2 元/吨上升至 170.5 元/吨。公司 2011 年上半年新建立以环渤海动力煤指数为参考的现货煤定价机制，进一步加强对市场的管控能力。我们认为在市场市场供需结构将进一步推高煤价的大背景下，公司会进一步提升现货煤的销售比例以提高煤炭业务的盈利水平。

表 6：神华对外部客户和内部发电分部的销售

	2011 年 1~6 月			2010 年 1~6 月		
	销售量（百万吨）	占比	价格（元/吨）	销售量（百万吨）	占比	价格（元/吨）
对外客户销量	157.4	82.3	436.9	116	79.6	414.3
对内发电分部销量	33.8	17.7	390.3	29.8	20.4	375.5

资料来源：中信建投证券研究发展部

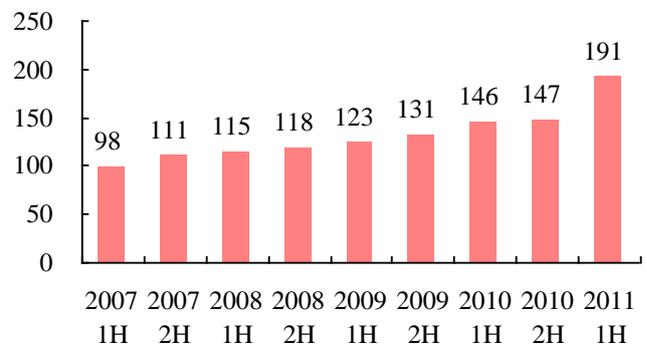
从客户群体划分，2011年上半年公司对外部客户煤炭销售量为157.4百万吨，同比上升35.7%；对外部客户煤炭销售价格为436.9元/吨同比增长5.5%。2011年上半年，公司对前五大外部煤炭客户销售量为22.4百万吨，占总销量的11.7%。对神华内部发电分部的煤炭销量为33.8百万吨，同比增加13.4%，占总销量的17.7%，比2010年同期下降2.7个百分点；销售价格390.3元/吨，同比增加3.9%。

在整体销售结构调整下，中国神华公司煤炭业务整体盈利水平得到大幅提升，2010年商品煤平均销售价格达430元/吨，同比增长10.8%。2011年上半年，神华国内煤炭销售价格为424.5元/吨，综合销售价格达到441元/吨，比2010年同期上升近5%。成本方面，2011年上半年自产煤单位生产成本为108.8元/吨，同比增长9.9%，其中受环保支出，矿务工程费增加的影响，‘其他成本’单位成本达55.9元/吨，同比增加约20.5%。运输方面，由于新收购矿的坑口直达销量上升，以及港口采购的外购煤比销量提升，煤炭单位运输成本下降至89.3元/吨。

图 11：神华煤炭综合销售价格（元/吨）



图 12：神华煤炭销售数量（百万吨）



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

## 增加外购数量，提升市场占有率

为提升煤炭销售数量，树立煤炭供应优势，加大市场占有率，神华公司除提升自身煤炭产量外，近年来一直加大外购煤的数量以满足市场需求。2010年之前，公司主要的外购煤来自坑口与铁路沿线；2010年公司增资扩股以51%的比例控股神华航运公司使得港口外购煤数量也得到长足的提升。

图 13：神华外购煤数量（百万吨）

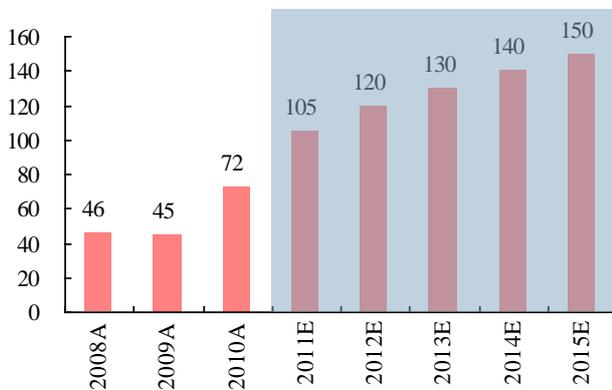
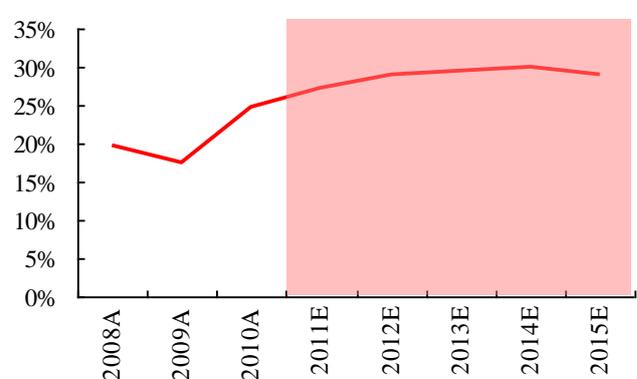


图 14：神华外购煤数量占总销量比例



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

2011年上半年，在稳定坑口与铁路沿线的煤炭外购量的同时，为增加公司效益和满足配煤需要，公司加大了在港口的的外购煤量，商品煤销售量达 191.2 百万吨，其中外购煤销售量达 48.3 百万吨，同比增长 63.2%，外购煤占煤炭总销量的比例达 25.26%。我们预计到 2015 年公司商品煤销量达 5.12 亿吨，外购煤炭比例将接近 30%，达到 1.5 亿吨。

神华公司出口煤炭销量近年来持续下降，2011 年上半年，出口售价为 668.6 元/吨，同比提升 30.1%，但是出口煤炭量仅为 320 万吨，比 2010 年同期下降 260 万吨，同比降低约 45%，仅占销售总量的 1.7%。我们预计到 2015 年公司出口数量将 600 万吨左右。

图 15：神华出口煤数量（百万吨）

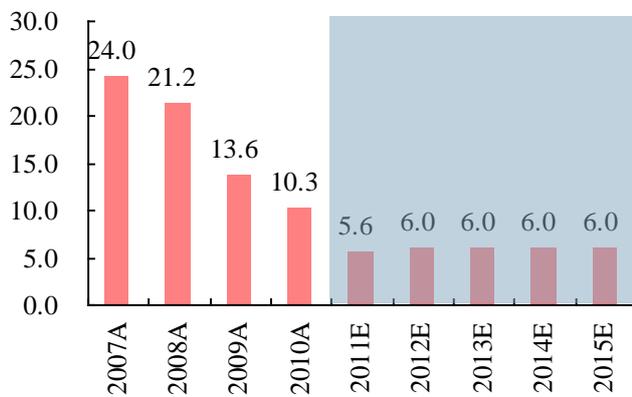
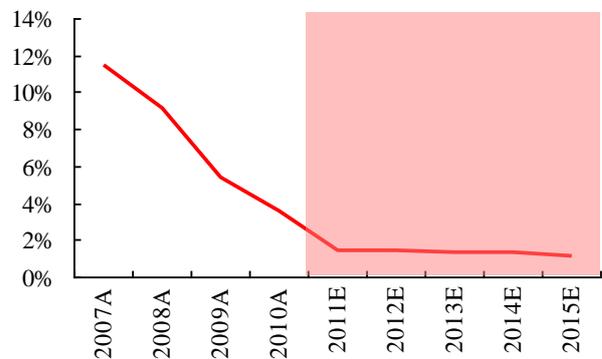


图 16：神华出口煤数量占总销量比例



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

表 7：中国神华煤炭销售预测

煤炭销量细分 (百万吨)	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
长约合同销量	155	87	173.2	180.1	190.2	201.3	224.6
现货市场销量	128	101	207.8	227.0	243.4	260.3	285.0
出口	10	3	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0
<b>合计销量</b>	<b>293</b>	<b>191</b>	<b>387</b>	<b>413</b>	<b>440</b>	<b>468</b>	<b>516</b>
价格—销售方式-元/吨							
长约合同价格	385	333	337.0	350.5	360.0	370.0	380.0
现货市场价格	466	504	510.0	500.0	510.0	510.0	515.0
出口	567	669	680.0	680.0	700.0	700.0	720.0
<b>销量综合均价</b>	<b>430</b>	<b>441</b>	<b>445</b>	<b>447</b>	<b>457</b>	<b>461</b>	<b>466</b>
销售收入细分 (百万元)	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
长约合同销售收入	59529	29130	58364	63110	68473	74467	85351
现货市场销售收入	59516	50682	105963	113516	124132	132772	146771
出口收入	5835	2140	3808	4080	4200	4200	4320

资料来源：中信建投证券研究发展部



## 推进物流建设，成功打造“煤炭沃尔玛”

中国神华一直推进“大销售、大物流”的发展战略，努力打造中国煤炭行业的“沃尔玛”，以确立公司在煤炭销售市场的龙头地位。2010年公司完成对神华航运公司的组建，将公司煤炭运输业务拓展到陆、港、航三位一体的全面结构，将公司整体经营覆盖规模提升到新的高度。一体化的运输网络，为公司煤炭销售提供稳定保障，降低了运输成本，同时扩大了目标客户的整体规模。

### 不断完善的路、港、航一体化模式

中国神华提出打造“大销售、大物流”的发展战略，计划打造“煤炭沃尔玛”，确立公司在煤炭销售市场的龙头地位。

公司2010年自有铁路运输周转量150.3亿吨公里，较2009年138.2亿吨公里增加12.1亿吨公里，增幅8.8%。公司2010年资本支出288.48万元，其中在运输业务上的支出达到64.06万元，占10年公司资本支出总额的22.2%，而2011年公司资本支出将达到362万元，其中运输业上的资本支出将大幅提高至159万元，较10年增长148%，占总支出的44%。2011年公司在运输业务上的支出将首次超过煤炭业务资本支出，标志着公司经营战略从以生产型企业向全功能，一体化的综合煤炭贸易商的转变。

事实上，我们认为就目前市场而言效果其发展战略的转变成为公司经营的一大亮点：首先，在目前全国铁路运输运力短缺的情况下，铁路网的建设不仅能够解决现有产能的运输问题，同时为将来产能的增长的顺利运输与销售提供有力保障，根据前面的分析，公司到“十二五”末，产能至少达到4亿吨以上，届时贸易量也将大幅提升，有鉴于此，公司的营收的大幅增长将没有物流瓶颈；第二，铁路网络和港口的建设能够使神华加大对铁路沿线中小企业坑口及港口现货煤炭的采购，加大这些企业对公司的依赖程度；第三，完善的铁路运输网络不仅能够有效降低公司内部的运输成本，富余出来的运力还可以赚取煤炭物流运输环节的利润，为公司的业绩提升提供新的利润增长点；第四，完善的物流网络能够帮助公司大幅提高外购煤炭货量，巩固公司在国内煤炭贸易的龙头地位，同时下游电厂等客户对公司的依赖将进一步得到增强，使得公司在和上下游的议价中取得有利地位，提升公司业绩。

图 17：神华煤炭运输单位成本（元/吨）

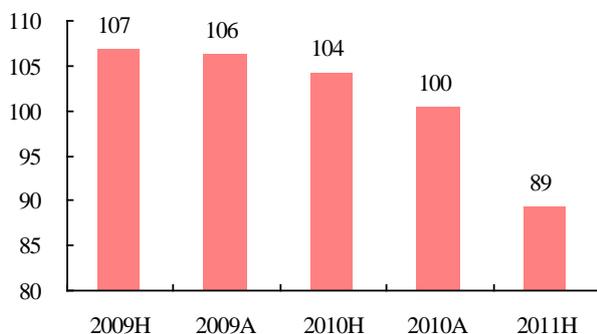
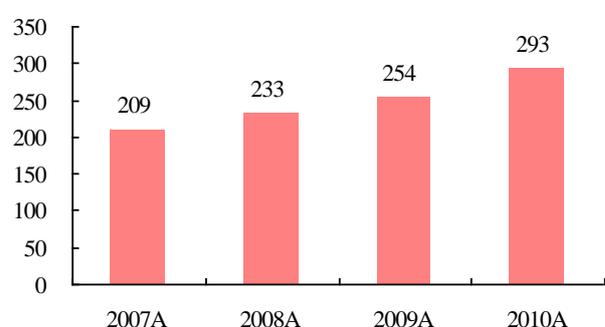


图 18：神华煤炭运输量（百万吨）



资料来源：煤炭资源网，中信建投证券研究发展部

经过十年经营大造得路-港-航的物流运输网络已经在运输、仓储、配送等环节效果显著，在未来 5 年内，根据公司的经营战略，我们估计公司将在继续完善现有物流网络的情况下加强各环节的高效管理，扩大煤炭贸易量，大幅提高营收水平，提升市场占有率，增强市场影响力，逐步成为国内煤炭行业的领跑者。

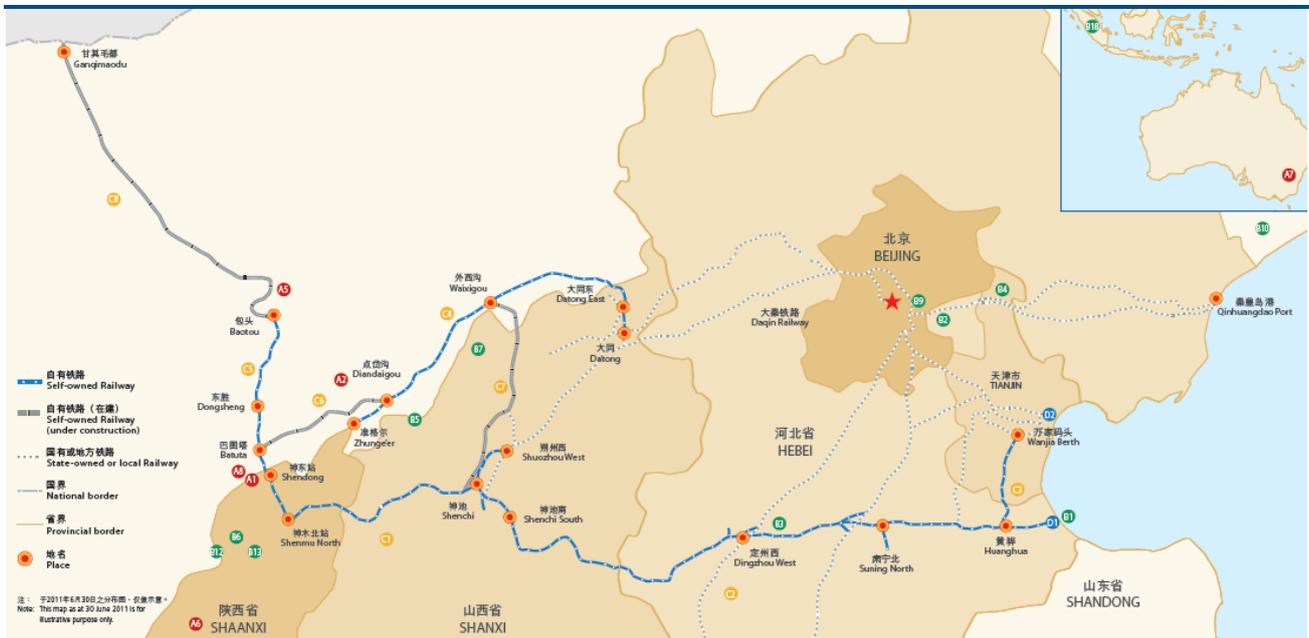
2011 年上半年，公司自有铁路运输周转量为 80.7 十亿吨公里，比 2010 年同期增长 7 十亿吨公里，同比提升 9.5%。自有铁路运输周转量占总周转量的 76.9%，比 2010 年上半年的 78.5% 下降 1.6 个百分点。

## 十二五铁路网贯通东西运输

神华公司一直非常重视自有煤炭运输基础设施建设，这在国内煤行业来说是非常独到经营策略，铁路网络的大力建设不仅能够有效解决目前由于资源分布不均导致的生产地和消费地之间的物流运输问题，同时能够明显降低公司的运输成本。

公司目前拥有包神，神朔，朔黄，大准，黄万 5 条自有铁路，合计长度 1367 公里，运输能力约为 4.45 亿吨。“十一五”期间，公司对铁路及港口的总投入达到 228 亿，公司计划在十二五期间继续完善铁路网，计划把大同道准格尔的单线铁路改为复线铁路，另外铺设新线连接大准线和包神线。新的线路铺设完成后，公司将形成蒙西、陕北煤炭集运的区域网络向东借入西煤东运三大干线，煤炭运达天津、黄骅、秦皇岛三大港口时，再通过航运运往南部消费地。

图 19：中国神华铁路运输图



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

目前在建的巴准铁路，准池铁路以及甘泉铁路工程进展十分顺利，前期准备工作和建设工作已经按计划稳步推进，甘泉铁路部分路段预计 2012 年开通运营，巴准线预计 2013 年初开通运营，准池线预计 2013 年底开通运营。



在建的准池铁路北起大准铁路外西沟站，向南接入朔黄铁路的神池南站，全长 182.3 公里。设计建设为国铁 I 级双线电力牵引线路。建成后的准池铁路设计年运输能力为 2 亿吨级，成为朔黄铁路上游第二条煤源集运通路。

在建的甘泉铁路南起神华包神铁路万水泉南站，经包头市，巴彦淖尔市的乌拉特前旗、乌拉特中旗，至中蒙边境中方口岸甘其毛都，线路全长 367 公里，为国家 I 级单线电气化铁路，设计运力 6000 万吨。其中：包头市境内 56 公里，巴彦淖尔市境内 311 公里。建成后的甘泉铁路与既有的包神、神朔、朔黄铁路、黄骅港互联互通，将形成神华路港联网联运的新格局。

在建的巴准线位于内蒙古自治区鄂尔多斯市伊金霍洛旗和准格尔旗境内，线路自包神铁路巴图塔站引出，沿公涅尔盖沟，经准格尔召、四道柳、暖水、纳林、西五色浪沟、十里长川、黑岱沟，接入大准铁路点岱沟站，正线全长 128.102 公里，疏解线 6.395 公里，总计 134.497 公里，项目总投资初步设计概算为 104.49 亿元。全线已于 2010 年 12 月 25 日开工，预计 2012 年底铺通；力争 2013 年 6 月建成并开通运营。建成后的巴准铁路设计年运输能力为 2 亿吨级，将连接包神铁路和大准铁路，使神东、准格尔等公司主力矿区形成运输网络。预计巴准线接入大准线后，每年将有 1.9 亿运量进入大准线。

此外，朔黄铁路扩能工程正在稳步推进，完工后通过能力将突破 2 亿吨；大准铁路五站应急改造已与 2010 年末完成；包神铁路巴图塔至万水泉电气化站改完成，增加超过千万吨的通过能力。在建项目完工后将形成以神东矿区为中心的辐射网络，南北走向的干线有包神线，准池线（在建），甘泉线（在建），东西走向的干线有神朔线，朔黄线，黄万线，大准线，巴准线（在建）的区域。在“十二五”期间，神华公司整体铁路运能将接近 10 亿吨左右。

## 黄骅天津港口扩能顺利，十二五末下水煤

2010 年公司下水煤量 1.69 亿吨，占商品煤销量的 58%，同比增长 6.7%。其中，自有港口下水煤 1.091 亿吨，占公司下水煤量的 65%。2011 年上半年，下水煤量达 102.7 百万吨，占商品煤销量的 53.7%，自有港口黄骅港与天津港共完成下水煤量 60.4 百万吨，比 2010 年同期增加 600 万吨，占公司总下水量的 58.8%。

在国内北煤南运三大主要港口中神华拥有黄骅港，天津煤码头两大港口。黄骅港二期扩容完善工程已建成，具备 1 亿吨下水能力；目前三期工程项目已全面启动，本期项目设计能力 5000 万吨/年，首次在港口采用封闭堆场，布置 24 座直径 40m、高 43m 的储煤筒仓，单个仓容 3 万吨。项目建成后，黄骅港将形成 1.5 亿吨下水能力。

神华天津港煤炭码头项目配套工程主要为年通过能力 3500 万吨的 3 个煤炭专用泊位，提供铁路、铁路车场及道路用地。2009 年公司投资 38 亿元进行配套设施扩建工作，截至 2010 年末天津码头核准工作正在有序推进，预计完工后天津港年吞吐能力将新增 5800 万吨。

随着自有港口扩能建设的完成，神华煤炭港口运输能力将接近 2.5 亿吨。

## 发展航运业务，增强一体化优势

2010 年中国神华携手中海发展控股新世纪航运股权，其中中国神华控股 51%。公司现自有船舶 11 艘，总运力 49 万载重吨。在造 4.6-4.77 万吨散货船 30 艘，2011 年末至 2013 年将陆续下水。公司目前主要承担着神华

国华台山、宁海、绥中、徐州、太仓、惠州等电厂煤炭运输任务，同时经营东南沿海部分市场的煤炭运输业务。2010年，公司货运量 5050 万吨，成为国内第三大沿海散货运输公司。

2011 年上半年，公司完成航运货运量 37.5 百万吨，航运周转量达 32.7 十亿吨海里，实现营业收入（内部抵消前）22.86 亿元；其中，为内部提供航运产生收入 8.92 亿元煤占航运总收入的 39%。

## 电力业务：依托一体化优势，扩大业务规模

2011 年 3 月公司收购神华集团公司下内蒙古国华呼伦贝尔发电公司 80% 股权；并于 4 月公告收购华阳投资（香港）有限公司子公司华阳（洛阳）电业 51% 股权。

内蒙古国华呼伦贝尔发电公司（国华呼电）于 2008 年组建成立，电厂位于呼伦贝尔市陈巴尔虎旗宝日希勒镇。电厂总规划建设六台 600MW 超临界直接空冷机组，首期工程建设为两台 600MW 机组，并于 2010 年底投产发电，年初收购完成国华呼电一共增加神华电力总装机容量 1200 兆瓦。

洛阳电业（神华收购后更名为“国华孟津发电”）是国家商务部批准设立的外商独资经营企业。经营范围包括孟津电厂的建设、电力生产与销售及电力相关的粉煤灰、石膏的经营和综合利用。孟津电厂一期工程建设 2×600 兆瓦超临界燃煤发电机组，其中 1 号机组于 2011 年 2 月投产，2 号机组 2011 年 9 月 1 日投产，运营的总装机容量达到 1,200 兆瓦；二期工程拟建设 2×1000 兆瓦燃煤机组，目前正在开展前期准备工作。

2011 年上半年公司新投产 2 台燃煤机组，净增装机容量 1227 兆瓦，截至到 2011 年 6 月 31 日，公司控制并运营的总装机容量达到 29860 兆瓦，控制并运营的燃煤机组 66 台，平均单机容量达到 440 兆瓦。上半年公司燃煤机组总发电量为 83.79 十亿千瓦时，同比增加 15.78 十亿千瓦时，同比增加 23.2%。

图 20：神华电力总装机容量与环比增速（兆瓦，%）

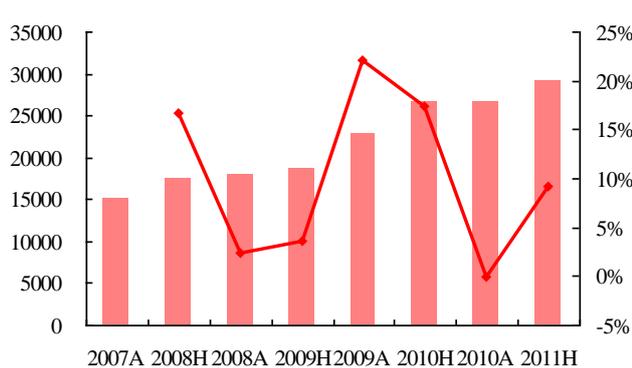
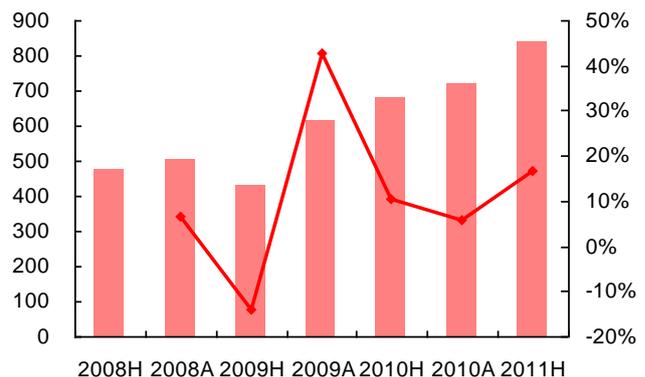


图 21：神华发电量与环比增速（亿千瓦时，%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

此外，2011 年 7 月 8 日中国神华与安徽省能源集团有限公司签署合资协议，在安徽省合资设立神皖能源有限责任公司，神华以 2550 万元的出资取得 51% 股权。神皖能源将主要负责五方面业务，1. 电力及附属产品的开发，生产，销售和服务；2. 煤炭的储运与销售；3. 港口，码头的开发，仓储与运营；4. 临港铁路的建设与运营；5. 能源技术开发与研究。

2011 年上半年的电荒再次凸显南方地区电力供需缺口的严重问题，在我国“北煤南运”交通运输瓶颈短期无法解决的背景下，神华布局华中地区，利用长江黄金水道优势扩大当地电力业务，这对于公司赢取市场具有深远战略意义。

图 22：公司售电量（亿千瓦时）

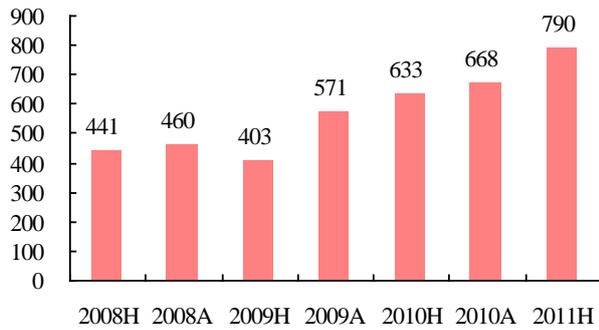
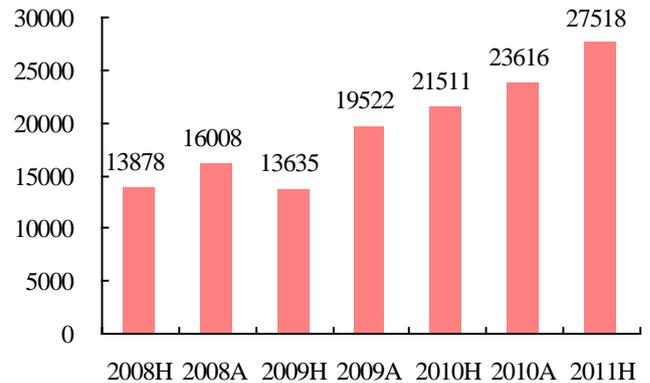


图 23：神华电力业务收入（内部抵消后）（百万元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

2011 年上半年公司总售电量为 789.7 亿千瓦时，同比增加 156.5 亿千瓦时，同比提升 24.3%；其中燃煤电厂总售电量为 779.9 亿千瓦时。内部抵消后电力业务收入为 275.18 亿元，同比提升 6007 亿元，上升 28%。收入增加的主要来源于售电量增加以及部分电厂上网电价提升。

表 8：2011 年上半年中国神华发电业务明细

	地理位置	总售电量（亿千瓦时）	售电电价（元/兆瓦时）
黄骅电力	河北	80.9	329
三河电力	河北	33.2	346
定洲电力	河北	69.1	317
盘山电力	天津	26.9	382
准能电力	内蒙古	9.1	203
神东电力	内蒙古	71.4	250
国华准格尔	内蒙古	32.2	240
国华呼电	内蒙古	21.7	235
北京热电	北京	10.3	403
绥中电力	辽宁	88.4	337
宁海电力	浙江	132.1	394
锦界能源	陕西	75.6	270
神木电力	陕西	6.5	304
台山电力	广东	103.1	427
惠州热电	广东	19.4	428
燃煤电厂合计/加权平均		779.9	346

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2011年6月，根据国家发展和改革委员会发出的《关于适当调整电价有关问题的通知》，中国神华能源股份有限公司对发电业务所在地区的电网统调燃煤机组电价作出调整。

**表 9：中国神华地区上网电价（含增值税）提价标准（元/兆瓦时）**

	2010/01/01 起	2011/04/10 起	合计
天津	1.8 -		1.8
河北北网	1.9	13	14.9
河北南网	2.2	12.7	14.9
山西	1.9	29	30.9
内蒙古西部	3 -		3
内蒙古东部	1.9 -		1.9
辽宁	2.2 -		2.2
陕西	2.1	23.1	25.2
广东	1.8 -		1.8
陕西送河北南网	2.2	12.7	14.9
冀北送京津唐	1.9	6.1	8

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 盈利预测评级

2011年公司主力矿区产量稳定，额外增量主要增长来自年初收购包头矿业，神宝公司与柴家沟下属煤矿，以及准格尔矿区与锦界矿的扩产放量。全年商品煤产量将达到 2.81 亿吨左右，实现煤炭业务内部抵消后收入在 1416 亿元左右。电力业务供应有望进一步提升，全年电力内部抵消后收入预计在 615.35 亿元左右，整体业务将实现快速提升。此外，财政部、海关总署、国税总局日前联合下发通知自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税，预计公司全年整体有效税率约为 20.6%，我们估算公司全年实际归属母公司净利润为 447.56 亿元，对应实际 EPS 为 2.25 元左右。2012 年公司煤炭业务将进入高增长后的平稳期，全年商品煤产量会有小幅提升，整体趋稳；未来随着公司铁路线路的开通运营，预计到 2013 年后公司产量会再次大幅提升。公司近期提出“生产与贸易并重”的新规划，从 2012 年起计划大力发展煤炭贸易业务，大幅提升外购煤数量以满足电厂的耗煤需求，但由于贸易行业利润水平较低，短期对公司收入规模提升效果远高于对利润的贡献，因此我们预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 2.46，2.66 与 2.85，给予公司为买入评级，目标价 30 元。

表 10：中国神华盈利预测

煤炭销量	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
长约合同销量	154.5	173.2	180.1	190.2	201.3	224.6
现货市场销量	127.8	207.8	227.0	243.4	260.3	285.0
出口	10.3	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0
合计销量(百万吨)	293	387	413	440	468	516
长约合同销量占比	52.8%	44.8%	43.6%	43.3%	43.0%	43.6%
现货市场销量占比	43.7%	53.7%	55.0%	55.4%	55.7%	55.3%
出口占比	3.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
价格	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
长约合同价格	385.3	337.0	350.5	360.0	370.0	380.0
现货市场价格	465.7	510.0	500.0	510.0	510.0	515.0
出口	566.5	680.0	680.0	700.0	700.0	720.0
销量综合均价(元/吨)	430	445	447	457	461	466
销售收入(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
长约合同销售收入	59529	58364	63110	68473	74467	85351
现货市场销售收入	59516	105963	113516	124132	132772	146771
出口收入	5835	3808	4080	4200	4200	4320
其他收入	995	4000	4000	4000	4000	4000
煤炭收入(内部抵消前)	125875	172134	184706	200805	215439	240442
内部抵消	22296	30490	32717	35568	38160	42589
内部抵消占比	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
煤炭分部收入(内部抵消后)	103579	141644	151990	165237	177279	197853
生产成本	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
外购煤采购成本(百万元)	26498	46200	52920	57590	62300	66750
数量(百万吨)	72	105	120	130	140	150
外购煤占总销量比重	24.7%	27.1%	29.0%	29.6%	29.9%	29.1%
外购煤单位成本(元/吨)	366	440	441	443	445	445
自产煤生产成本	24444	31855	34879	38700	41278	46431
数量(百万吨)	220	282	293	310	328	366
自产煤单位成本(元/吨)	111	113	119	125	126	127
运输成本	29337	34821	39245	43520	48163	54138
数量(百万吨)	293	387	413	440	468	516
单位运输成本(元/吨)	100	90	95	99	103	105
其他成本	907	1200	1400	1600	1600	1600
煤炭分部成本(内部抵消前)	81186	114076	128443	141410	153340	168919
毛利率	35.5%	33.7%	30.5%	29.6%	28.8%	29.7%
<b>电力业务分部</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
总发电量(亿千瓦时)	1412	1800	2124	2442	2735	3009
简单平均电价(元/兆瓦时)	346	370	375	375	380	385
总售电量(亿千瓦时)	1314	1675	1977	2274	2546	2801
收入合计(内部抵消前)	45463	61993	74140	85261	96765	107842
内部抵消	336	458	548	630	715	797
占比	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
收入合计(内部抵消后)	45127	61535	73592	84631	96050	107045
成本(内部抵消前)	33885	45999	54864	62667	70639	78725
毛利率	25.5%	25.8%	26.0%	26.5%	27.0%	27.0%
<b>铁路业务分部</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
收入(百万元,内部抵消前)	21306	23330	25663	28229	30770	33539
同比增速	8.9%	9.5%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%



内部抵消	19003	20808	22889	25178	27444	29914
占收入比重	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%
收入(百万元, 内部抵消后)	2303	2522	2774	3051	3326	3625
成本(百万元, 内部抵消前)	8374	9099	10009	11009	12000	13080
毛利率	60.7%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%

港口业务分部	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
合计(百万吨)	170	210	230	250	280	300
收入(百万元, 内部抵消前)	2600	2990	3289	3618	3944	4298
同比增速	29.5%	15.0%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%
内部抵消	2448	2815	3097	3406	3713	4047
占收入比重	94.2%	94.2%	94.2%	94.2%	94.2%	94.2%
收入(百万元, 内部抵消后)	152	175	192	212	231	251
成本(百万元, 内部抵消前)	1649	1749	1924	2116	2307	2515
毛利率	36.6%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%

航运业务分部	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
收入(百万元, 内部抵消前)	1561	4600	5000	6000	7000	8000
内部抵消	659	1795	1951	2341	2731	3122
收入(百万元, 内部抵消后)	902	2805	3049	3659	4269	4878
成本(百万元, 内部抵消前)	1337	2411	2621	3145	3669	4193
毛利率	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

利润表预测	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入(内部抵消前)	196805	260447	287798	317914	346918	386122
内部抵消数及其他	44742	54571	59250	64783	70033	77347
营业收入(内部抵消后)	152063	205876	228548	253131	276886	308775
同比增长	25.3%	35.4%	11.0%	10.8%	9.4%	11.5%
营业成本(内部抵消前)	126431	170922	195240	217203	238286	263239
内部抵消数及其他	44719	57300	62213	68022	73534	81215
营业成本(内部抵消后)	81712	119202	133027	149181	164752	182025
毛利率	46.3%	42.1%	41.8%	41.1%	40.5%	41.0%
销售税金及附加	3734	4529	5028	5569	6091	6793
销售费用	836	1132	1256	1392	1522	1698
管理费用	10134	13382	15313	16960	18551	20688
财务费用	2462	2214	2458	2722	2977	3320
资产减值损失	330	23	25	28	31	34
公允价值变动收益	149	28	0	0	0	0
投资收益	630	393	436	483	528	589
营业外收入	398	289	321	356	389	434
营业外支出	728	1081	1201	1330	1454	1622
利润总额	53304	65023	70998	76788	82423	93619
所得税	10798	13395	14626	15818	16979	19285
净利润	42506	51628	56372	60970	65444	74333
归属母公司净利润	37187	44756	48868	52854	56732	64438
少数股东损益	5319	6872	7504	8116	8712	9895
股本	19890	19890	19890	19890	19890	19890
EPS	1.87	2.25	2.46	2.66	2.85	3.24

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部



## 分析师介绍

**李俊松**：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011 年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

## 报告贡献人

**张恒维** 010-85156383 zhanghengwei@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

### 机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部  
中国 北京 100010  
朝内大街 188 号 4 楼  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部  
中国 上海 200120  
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室  
电话：(8621) 6880-5588  
传真：(8621) 6880-5010