

煤炭开采Ⅲ



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

开滦股份 (600997)

焦化景气回升 估值理应提高

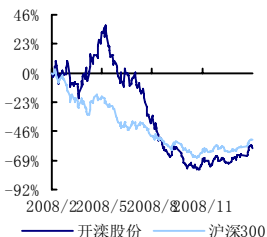
-开滦股份调研简报

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-2-12
收盘价(元)	16.38
52周最高/最低(元)	55.27/9.54
总股本(百万股)	617.32
流通股本(百万股)	330.22
总市值(百万元)	10111.70
流通市值(百万元)	5409.00
每股净资产(元)	5.37

股价走势



相关报告

投资要点

- **主营业务：煤炭和焦化业务。**开滦煤炭和焦炭收入占比分别为 30% 和 70%，并且随中润二期、甲醇二期、30 万吨煤焦油和 10 万吨苯加氢等项目投产，焦化收入占比还将提高。收益方面，煤炭和焦化各占 50%，但因焦化业务周期性导致其盈利能力的波动性更胜于煤炭业务，我们认为应以开滦股份煤炭业务为核心，焦化为辅助业务进行考察更合理。
- **煤炭业务：略有增长。**开滦下属范各庄矿（450 万吨，100%）和吕家坨矿（300 万吨，100%），合计可采储量 41842 万吨，产能 750 万吨，可采年限分别为 44 年和 73 年。因其肥煤洗出率低，年精煤产量在 260 万吨左右，主要客户是宝钢、鞍钢及控股子公司-中润。

产、销量：受核定产能限制，范各庄矿和吕家坨矿无法扩产，原煤和肥精煤产量基本保持 750 万吨和 260 万吨的水平；2009 年煤炭增量主要来自于介源煤炭（41%）旗下的金山坡煤矿，主要煤种为焦煤，地质储量 5720 万吨，改扩建后产能为 90 万吨，将于 2009 年 5-6 月投产，可贡献权益产量约 40 万吨。

煤炭价格：目前开滦肥精煤不含税价格是 1050 元/吨，我们预计这一价格能够保持相当一段时间。原因在于唐山地区小钢厂吨钢税前利润在 400 元左右，近期产能明显有所恢复，已经带动焦炭价格上扬，进而将对冶金煤价格形成有力支撑。

- **焦化业务：**开滦旗下中化（220 万吨，49.68%）和中润（165 万吨，94.08%）均从事焦炭业务，同时，中润拥有 10 万吨甲醇产能。目前焦炭业务基本无库存，产能利用率达 100%，基本处于盈亏平衡阶段。

产、销量：目前开滦焦炭年产能 385 万吨，中润二期（2 号焦炉）55 万吨下半年投产，预计 2009 年焦炭产销量 370 万吨，2010 年将完全达产。

焦炭价格：目前焦炭含税价为 1780 元/吨，远低于 3180 元/吨的最高价，但在 2008 年下半年炼焦煤降价后，焦炭业务能够维持盈亏平衡。

新增业务：10 万吨苯加氢、考伯斯 30 万吨煤焦油和 10 万吨甲醇二期工程将于 3 月开始试生产，预计 2009 年苯、煤焦油和甲醇产量分别为 2.5 万吨、23 万吨和 15 万吨。

- **财务问题：1、高成本焦炭库存已完全消化。**由于配煤和焦炭价格倒挂，开滦四季度焦炭业务出现亏损，库存焦炭 8 万吨左右，计提减值准备约 9000 万元。但是，开滦目前焦炭库存极低意味着在 1 月份已经消化掉高价库存，轻装上阵；**2、安全费和维简费略有正面影响。**开滦目前仍执行原有会计核算方式，即使采用新方式，但因开滦按 15 元/吨计提安全费用，但因多属费用性开支，提升业绩的力度有限。
- **集团积极考虑资产注入。**开滦集团目前原煤产能约 3400 万吨，主要煤种 1/3 焦煤和动力煤。开滦集团已经形成河北、内蒙、新疆和山西等四大矿区，规划“十一五”末煤炭产能达到 5000 万吨/年以上、年营业收入达到 500 亿元以上。此外，开滦集团也在加拿大盖林煤田进行勘探。据了解，受冀中能源组建影响，集团目前正在积极考虑整体上市，但具体进程和方式尚不明确。我们认为，开滦集团整体上市必须解决一系列企业办社会问题，如人员过多、补贴力度大等。
- **投资评级：推荐。**预计开滦股份 2008-2010 年 EPS 分别为 1.45 元、1.35 元和 1.18 元。就开滦而言，我们认为其煤炭+焦化的业务特征值得重新认识，给予煤炭业务 10-15 倍 PE 估值水平，煤炭业务合理价值为 13.5-20.25 元；给予焦炭业务 1.5 倍 PB 估值，合理价值为 2.4 元。因此，开滦股份合理估值水平为 15.9-22.46 元。基于开滦股份具有区域位置、集约经营、一体化等优势，其焦炭业务或有周期性波动，但其长期的生命力和竞争力无疑可打消投资顾虑，炼焦煤+焦化的业务格局令其具有稳定性+进攻性的特征，我们继续给予“推荐”评级。

附表：开滦股份主要经营数据

表 1 开滦股份主要经营数据					
主要数据	2004	2005	2006	2007	08H1
原煤产量（万吨）	688	692	746	751	386
精煤产量（万吨）	222	226	264	258	135
焦炭产量（万吨）	0	80	118	304	164
精煤价格（元/吨）	527	640	666	679	976
焦炭价格（元/吨）	0	869	812	1020	1776
折合原煤成本（元/吨）	129	139	145	172	201
焦炭成本（元/吨）	0	887	810	923	1336

数据来源：兴业证券研发中心

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2536	4782	5123	5289
货币资金	1123	1900	2050	2150
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	49	431	480	492
其他应收款	3	9	10	10
存货	304	759	742	704
非流动资产	4706	5542	5910	6086
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4169	5273	5813	6126
在建工程	199	99	50	25
油气资产	0	0	0	0
无形资产	239	233	227	221
资产总计	7242	10324	11033	11375
流动负债	2302	3974	4075	3910
短期借款	916	1041	764	446
应付票据	211	316	371	391
应付账款	754	1582	1855	1957
其他	631	1352	1456	1507
非流动负债	1624	1656	1666	1676
长期借款	1616	1616	1616	1616
其他	7	40	50	60
负债合计	3925	5630	5741	5586
股本	561	617	617	617
资本公积	956	1526	1526	1526
未分配利润	1476	2089	2566	2963
少数股东权益	324	462	583	683
股东权益合计	2993	4232	4709	5106
负债及权益合计	7242	10324	11033	11375

现金流量表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	650	1031	956	831
折旧和摊销	287	201	236	258
资产减值准备	0	-90	0	0
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	113	117	103	84
投资损失	-3	0	0	0
少数股东损益	324	462	583	683
营运资金的变动	-29	106	186	86
经营活动产生现金流量	1019	1507	1479	1255
投资活动产生现金流量	-1188	-1093	-602	-429
融资活动产生现金流量	276	362	-727	-726
现金净变动	235	777	150	100
现金的期初余额	1017	1123	1900	2050
现金的期末余额	1251	1900	2050	2150

利润表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5475	8623	9590	9834
营业成本	4065	6326	7419	7828
营业税金及附加	73	112	125	128
销售费用	107	172	192	197
管理费用	310	431	480	492
财务费用	113	117	103	84
资产减值损失	-0	90	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	811	1374	1272	1106
营业外收入	1	2	4	6
营业外支出	10	1	2	4
利润总额	802	1375	1274	1108
所得税	152	344	319	277
净利润	650	1031	956	831
少数股东损益	31	137	121	100
归属母公司净利润	619	893	835	731
EPS（元）	1.10	1.45	1.35	1.18

主要财务比率

	2007	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	72.7	57.5	11.2	2.5
营业利润增长率	31.2	69.3	-7.4	-13.1
净利润增长率	26.7	44.5	-6.6	-12.4

盈利能力(%)

毛利率	25.8	26.6	22.6	20.4
净利率	11.3	10.4	8.7	7.4
ROE	20.7	21.1	17.7	14.3

偿债能力(%)

资产负债率	54.2	54.5	52.0	49.1
流动比率	1.10	1.20	1.26	1.35
速动比率	0.97	1.01	1.08	1.17

营运能力(次)

资产周转率	0.84	0.98	0.90	0.88
应收帐款周转率	92	36	21	20

每股资料（元）

每股收益	1.00	1.45	1.35	1.18
每股经营现金	1.65	2.44	2.40	2.03
每股净资产	4.85	6.85	7.63	8.27

估值比率（倍）

PE	14.9	11.3	12.1	13.8
PB	3.1	2.4	2.1	2.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。