

## 煤炭行业

肖汉平 资深分析师

010-66276937

xiaohanping@cjis.cn

## 开滦股份

600997

强烈推荐

### 被严重低估的煤焦化一体化能源化工龙头

开滦股份是目前上市公司中最大的煤焦化一体化能源化工公司。本简报是在对公司进行实地调研基础上完成。在调研中，与公司董事会秘书侯树忠副总经理、主管焦化业务副总经理房承宣、焦化事业部部长、总会计师助理张嘉颖等高层管理人员进行广泛交流，随后，将对公司进行深度分析。

6-12 个月目标价： 25.97 元

当前股价： 16.23 元

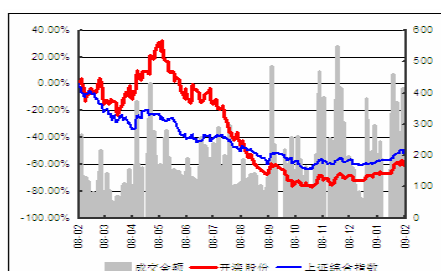
评级调整： 维持

## 基本资料

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万)   | 617.32 |
| 流通股本(百万)  | 330.22 |
| 流通市值(亿)   | 53.59  |
| EPS (TTM) | 2.11   |
| 每股净资产(元)  | 7.3    |
| 资产负债率     | 54.4   |

## 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M     |
|--------|-------|-------|--------|
| 600997 | 15.17 | 35.71 | -29.35 |
| 上证指数   | 11.88 | 17.07 | -4.0   |



## 相关报告

行业年度策略《“过度悲观预期”导致估值严重偏低》2008/12/16

行业月报《行业回暖提升煤炭股估值水平》2009/2/2

焦化行业策略《二季度行业或将进入景气上升通道》2009 年 2 月 16

## 投资要点:

- **2008 年业绩预计增长 30%。**四季度公司焦化业务处于严重亏损，预计全年实际增长在 30% 左右水平，全面摊薄每股收益在 1.31 元左右。
- **2009 年煤炭业务将平稳运行。**目前公司炼焦精煤价格 1226 元/吨，不含增值税 1017.58 元/吨，2008 年上半年公司肥精煤销售均价为 975.49 元，目前价格较 08 年上半年高 42 元/吨。从目前市场炼焦煤供给情况看，上半年炼焦煤价格将趋于稳定。
- **价涨量增，焦化业务开始盈利。**公司 2009 年 1-2 份焦炭销售价格 1780 元/吨，2 月份公司没有提高焦炭销售价格，低山西焦炭在唐山的 1900 元/吨。在目前价格水平下，公司焦炭生产已经满负荷运行，并处于赢利状态。
- **化工业务下半年正式投入运营。**随着公司募集资金项目在 2009 年 3 月中旬进行试生产，下半年正式生产，预计 09 年甲醇产量 16 万吨、精苯 3.56 万吨，沥青 7-8 万吨左右，公司化工业务将成为 09 年公司下半年新的利润增长点。
- **未来公司业绩增长存在多重驱动。**新项目投资和集团资产注入将为公司未来业绩增长提供强有力的支撑。
- **业绩预测和估值。**基于保守业绩预测，2009 年 EPS1.44 元，2010 年 EPS2.19 元，对应动态 PE 分别为 11.27 倍、7.41 倍。基于煤炭资源价值计算和焦化可比估值，我们测算公司当前合理价值为 25.97 元，相对当前股价折价率为 37.5%。
- **投资评级。**从公司估值和当前股价看，目前公司股价严重低股，预计未来 6-12 月公司股价 25.97 元，给予公司“强烈推荐”评级。

## 主要财务指标

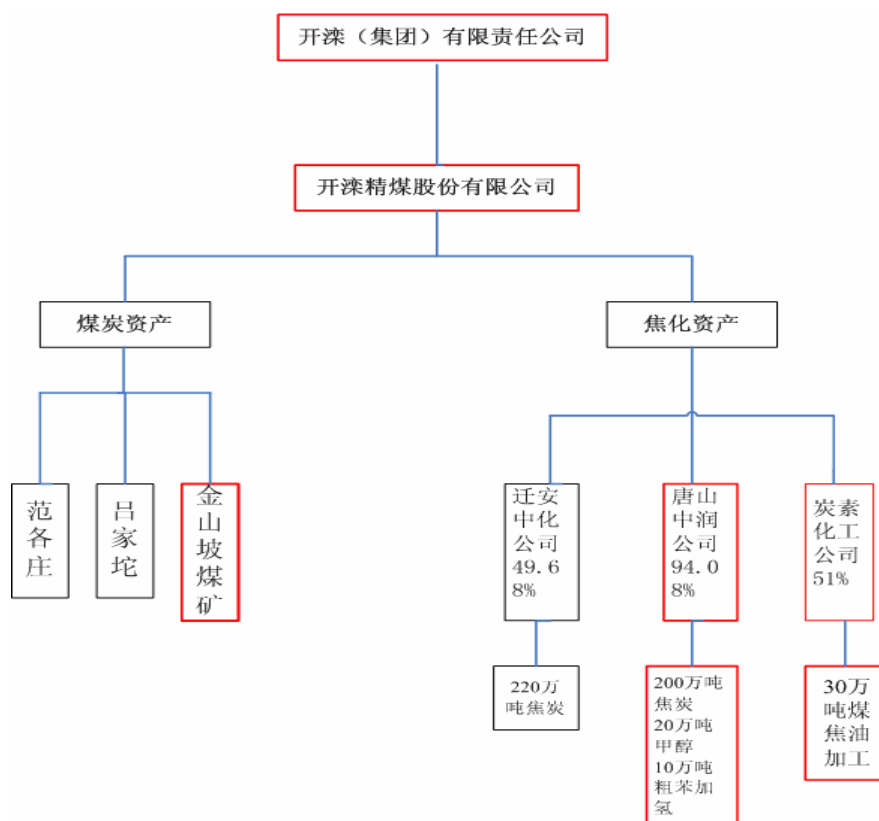
| 单位: 百万元       | 2007 年  | 2008 年  | 2009 年  | 2010 年   |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 5475.21 | 8,600.1 | 9,600.0 | 11,476.1 |
| 同比(%)         | 72.7    | 57.07   | 11.63   | 19.54    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 618.5   | 808.8   | 856.6   | 1424.3   |
| 同比(%)         | 26.7    | 30.9    | 9.5     | 52.4     |
| 毛利率(%)        | 25.8    | 26.2    | 25.2    | 28.9     |
| ROE(%)        | 20.67   | 17.95   | 17.82   | 23.83    |
| 每股收益(元)       | 1.10    | 1.31    | 1.44    | 2.19     |
| P/E           | 15.07   | 11.27   | 7.41    | 7.41     |
| P/B           | 3.04    | 2.22    | 2.01    | 1.77     |

资料来源：中投证券研究所

## 1、“煤焦”并举向“煤焦化”一体化转型

开滦股份原是一家以煤炭开采、洗选和销售为主的公司，主要产品为炼焦精煤。上市以后，公司利用募集资金和非募集资金不断提高原有煤矿生产规模，并通过与下游行业公司合资设立焦化企业，目前已经形成煤焦化一体化的能源公司。

图 1：开滦股份业务结构



资料来源：中投证券研究所

2008年12月31日，唐山中润煤化工有限公司二期工程1号焦炉烘炉点火仪式在京唐港煤化工园区隆重举行。以1号焦炉点火为标志，唐山中润公司焦化二期、甲醇二期、苯加氢三个项目全面进入投产倒计时阶段。这些项目有望在3月16日投入试生产，5-6月份正式投产，届时，公司将形成完整炼焦煤、焦炭和化工产业链，从而大大提供公司焦化业务的抗风险能力，降低公司焦化业务的盈利水平的波动率。

作为一家煤焦化一体化公司，公司产品包括：肥精煤、焦炭、甲醇、煤焦油和粗苯等产品。其中，肥精煤、焦炭和甲醇是公司收入和利润主要来源，煤焦油和粗苯深加工产品是公司未来主要利润增长点。

目前公司收入和利润主要来自煤炭和焦炭业务，化工业务还处于起步阶段，2009年下半年公司化工项目将陆续投产，预计2010年化工业务将成为公司重要收入和利润增长点。

## 2、2008 年业绩预计增长 30%左右

2008 年前三季度公司业绩大幅度增长，每股收益达到 1.8 元，由于受成本与价格到挂影响，加上 5 万吨焦炭存货跌价减值的影响，四季度公司焦化业务处于严重亏损，为此，公司业绩预增由前期预计增长幅度为 50%-100%，下调净利润同比增长小于 50%，预计实际增长在 30%左右水平，预计全面摊薄在 1.25-1.31 元左右。

## 3、2009 年煤炭业务预计平稳运行

公司煤炭业务主要由三个煤矿组成，其中整合山西的金山坡煤矿投产推迟到 09 年下半年，预计 09 年煤炭产量 30 万吨左右，2009 年公司原煤产量 780 万吨左右，产量略有增加。

图 2：开滦地区煤炭价格

| 开滦煤炭市场交易价格(090116) |         |      |          |       |        |             |        |        |            |      |
|--------------------|---------|------|----------|-------|--------|-------------|--------|--------|------------|------|
| 煤炭种类               | 交易类型    | 发热量  | 干基       | 干基    | 全水分    | 干基          | 胶质层    | 粘结指数   | 价格类型       | 价格   |
| /品种                | (重点/交易) |      | 全硫       | 挥发分   | Mt (%) | 灰分          | 厚度     | GR·I   | (车板/平舱/坑口) |      |
|                    |         |      | St,d (%) | Vd(%) |        | Ad (%)      | Y (mm) |        |            |      |
| 肥煤                 | 交易      |      | ≤1.00    | 21—24 | ≤13    | 10.51-11.00 | 18—24  | 90—100 | 出厂不含税      | 1067 |
| 焦煤                 | 交易      |      | ≤1.00    | 21—25 | ≤13    | 10.51-11.00 | 18—24  | 90—101 | 出厂不含税      | 1067 |
| 1/3焦               | 交易      |      | ≤1.00    | 29—32 | ≤13    | 5.51—10.5   | 18—24  | 85—94  | 出厂不含税      | 1067 |
| 动力煤                | 交易      | 4300 | ≤1.00    |       | ≤10    |             |        |        | 出厂不含税      | 404  |
| 动力煤                | 交易      | 4600 | ≤1.00    |       | ≤10    |             |        |        | 出厂不含税      | 432  |
| 动力煤                | 交易      | 4300 | ≤1.00    |       | ≤10    |             |        |        | 平舱含税       | 430  |
| 动力煤                | 交易      | 4600 | ≤1.00    |       | ≤10    |             |        |        | 平舱含税       | 460  |

资料来源：CCTD 中投证券研究所

目前公司炼焦精煤价格 1226 元/吨，不含增值税 1017.58 元/吨，2008 年上半年公司肥精煤销售均价为 975.49 元，目前价格较 08 年上半年高 42 元/吨。从目前市场炼焦煤供给情况看，上半年炼焦煤价格将趋于稳定。

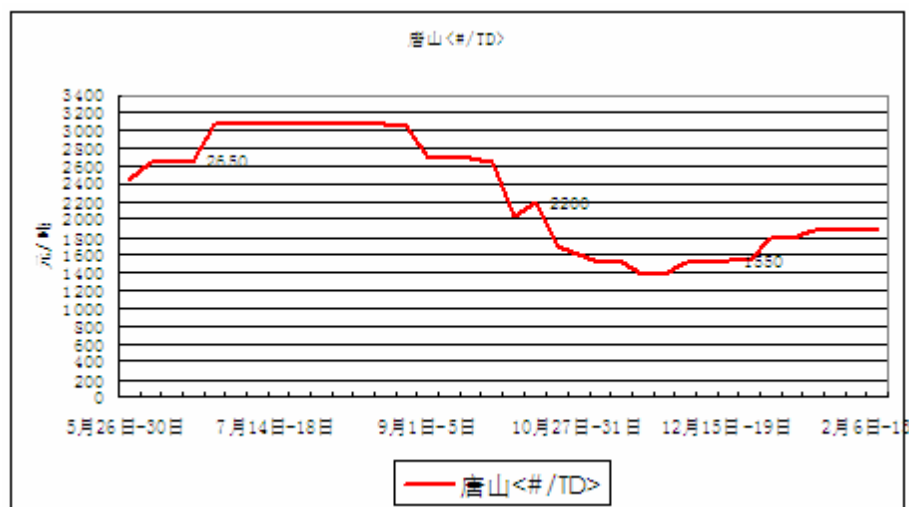
## 4、价涨和量增，焦炭业务已开始盈利

2008 年公司焦炭产量 305 万吨，销量 300 万吨。目前公司焦炭生产能力已经达到 420 万吨，其中，320 万吨原有生产能力中的 220 万吨迁安中化是首钢配套项目，100 万吨中润主要供应唐钢和韶钢，原有生产能力目前已经恢复正常生产，满负荷运行，无库存，而且，据了解，由于近期钢铁企业产能利用率上升，目前唐山地区焦煤和焦炭资源供给偏紧。

新建中润二期 100 万吨下半年正式投产，预计产量在 50-60 万吨左右，合计 2009 年焦炭产量预计 370-380 万吨。

公司 2009 年 1-2 份焦炭销售价格 1780 元/吨，2 月份公司没有提高焦炭销售价格，低山西焦炭在唐山的 1900 元/吨。在目前价格水平下，公司焦炭生产已经满负荷运行，并处于赢利状态。

图 3: 产地太原焦炭在唐山地区销售价格



资料来源: 中国钢铁交易网 中投证券研究所

随着公司干熄焦项目建成和后续化工项目投产, 公司京唐港焦化工业园将成为河北省循环经济典范, 并且, 具有低成本、低污染的优势, 为公司焦炭业务可持续发展和市场竞争优势创造有利条件。

## 5、化工业务下半年进入正式投产运营

公司化工业务是以炼焦过程中的副产品煤焦油、粗苯和焦炉煤气为原料生产甲醇、中温、硬质沥青、精苯等产品。从 2004 年以来, 公司利用募集资金进入炼焦行业, 与首钢合资建设组建迁安中化煤化工有限公司, 投资建设 220 万吨/年焦化项目, 该项目 2006 年底全部建设完成, 之后, 公司又在京唐港与唐钢股份合资组建唐山中润煤化工有限公司, 投资建设年产 200 万吨焦化项目, 与唐钢、考伯斯合资组建唐山考伯斯开滦炭素有限公司。

表 1 公司焦化业务资产情况一览表

|       | 合资方     | 股权比例   | 产品或项目  | 工程 | 产能 (万吨) | 投产日期        |
|-------|---------|--------|--------|----|---------|-------------|
| 迁安中化  | 首钢等     | 49.68% | 焦炭     | 一期 | 110     | 收购前已投产      |
|       |         |        |        | 二期 | 110     | 2007 年 6 月  |
| 中润化工  | 唐钢、港兴实业 | 94.08% | 焦炭     | 一期 | 100     | 2007 年 3 月  |
|       |         |        |        | 二期 | 100     | 2009 年 5 月  |
|       |         |        | 甲醇     | 一期 | 10      | 2007 年 11 月 |
|       |         |        |        | 二期 | 10      | 2009 年 5 月  |
| 股份公司  |         | 100%   | 粗苯加氢   |    | 10      | 2008 年 5 月  |
| 唐山考伯斯 | 唐钢、考伯斯  | 51%    | 煤焦油深加工 |    | 30      | 2009 年 5 月  |

资料来源: 公司招募说明书 中投证券研究所

随着公司募集资金项目在 2009 年 3 月中旬进行试生产, 下半年正式生产, 预计 09 年甲醇产量 16 万吨、精苯 3.56 万吨, 沥青 7-8 万吨左右, 公司化工业务将成为 09 年公司下半年新的利润增长点。

## 6、煤化业务增长前景值得期待

为了确保公司可持续增长，公司目前正在上游煤炭业务和下游化工业务领域进行项目前期准备工作。

——煤炭业务进军加拿大，获得低价煤炭资源

为了扩大公司煤炭业务，公司目前正在加拿大进行煤炭资源勘探工作，并成立开滦德华公司，对盖森煤田进行勘探，盖森煤田全部资产包括228km<sup>2</sup>共22个区块的矿业权及其他相关资产，勘探完成后将在BD区投资建设年产精煤200万吨矿井，然后再开发盖森煤田其它区域和加拿大其他省份的煤炭资源，以形成千万吨级的生产能力和规模。依据美国Norwest公司出具的《BD区地质报告》，该区煤炭储量为2.84亿吨，其中：已验证储量为1.41亿吨（为测定储量与推算储量之和），另外还有1.43亿吨的推断储量。预计该项目将在下半年会有实质性进展。

——化工业务与首钢进行战略合作，扩大煤焦油加工规模

在下游化工业务领域，公司拟依托京唐钢铁焦化厂的煤焦油资源，共同投资组建合资公司在曹妃甸区域建设煤焦油加工项目。拟建项目包括60万吨/年煤焦油初加工项目和年加工能力在80万吨以上规模的深加工项目。项目拟分两期建设，一期建设30万吨/年煤焦油初加工项目；二期建设30万吨/年煤焦油初加工年加工能力在80万吨以上规模的深加工项目。

## 7、集团资产注入值得期待

开滦集团是河北省两大煤炭集团之一。公司拥有煤田总面积890平方公里，已探明储量71亿吨。肥煤、焦煤是主要煤种，其余为1/3焦煤和气煤，是冶炼、化工、动力的首选用煤。

开滦集团（含股份公司）现有15对生产矿井，核定原煤生产能力为2,978万吨/年，现有选煤厂6座，核定原煤选煤能力为1,715万吨/年。2005年至2007年，实际生产原煤分别为2,782万吨、2,847万吨、2,883万吨，已经在河北、内蒙古、新疆和山西、加拿大等地进行煤炭资源开采和勘探，规划“十一五”末煤炭产能达到5000万吨。

目前公司煤炭业务处于相对稳定状态，煤化工业务处于快速扩张状态，但未来集团资产注入将为公司煤炭业务扩张提供有力的支持。

## 8、公司估值与投资评级

公司是国内主要炼焦煤生产企业之一，而且公司所在地是国内重要的钢铁生产基地。公司为了充分利用资源和区位优势，通过与区内钢铁企业合资形式，发展焦化业务，在扩大焦炭产品规模的同时，通过对炼焦产生的副产品，如，焦炉煤气、粗苯和煤焦油资源进行深加工，延伸焦化产业链，提高焦化业务产品的附加值。

为了便于进行公司估值，我们将分别对煤炭业务和焦化业务进行估值，其

中煤炭业务估值采用资源价值法进行估值，焦化业务我们选择可比估值，选择参考公司为山西焦化。选择山西焦化是因为公司焦化业务规模和结构与山西焦化相当。

### 8.1 煤炭业务价值

根据国土资源部国土资认储字[2002]213号《矿产资源储量认定书》，截至2000年10月31日，开滦股份所属两矿探明经济基础储量70,020.7万吨，根据实际测算的可采储量47,893.1万吨，按核定可采能力可采60年左右。扣除已开采储量4787.98万吨，剩余43,105.12万吨。

此外，金山坡煤矿现有地质资源量5720万吨，其中，探明的经济基础储量(111b)91万吨，控制的经济基础储量(122b)445万吨，(111b+122b)储量占总资源量的9.4%。推断的内蕴经济资源量(333)5184万吨。公司占41%股权，相当于权益经济资源储量2125.44万吨。

现有三个煤矿合计剩余可采储量45230.56万吨。基于资源价值计算公司资源价值为84.8062亿元，公司净有形资产价值64亿元，其中包含16.259亿元焦化资产。

按照当前公司煤炭资源价值计算，公司煤炭业务价值为132.54亿元，折合每股价值21.48元。

### 8.2 焦化业务价值

目前公司拥有权益焦炭能力297.45万吨、15万吨煤焦油加工资产、10万吨粗苯加氢精制、18.81万吨甲醇资产。同类公司山西焦化拥有310万吨，30万吨煤焦油加工、20万吨甲醇产能。业务结构和规模相当，具有可比性。2009年2月19日山西焦化PB值为1.71倍，按照山西焦化估值，公司焦化业务资产价值为27.78亿元，折合公司每股价值4.50元。

### 8.3 公司价值

开滦股份公司价值=煤炭业务价值+焦化业务价值=132.54+27.78=160.32亿元。相当于公司每股价值25.97元。目前公司股价为16.23元，折价率37.5%。

### 8.4 业绩预测与投资评级

基于保守业绩预测，公司2008年EPS1.31元、2009年EPS1.44元，2010年EPS2.19元，对应动态PE分别为12.39倍、11.27倍、7.41倍。

基于煤炭资源价值计算和焦化可比估值，我们测算公司当前合理价值为25.97元，相对当前股价折价率为37.5%。

从公司估值和当前股价看，我们认为开滦股份目前股价严重低估，目前折价率高到37.5%，给予公司“强烈推荐”评级。

表 2 开滦股份业绩预测表

| 单位：百万元    | 2007 年  | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年  |
|-----------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入      | 5475.21 | 8600.1 | 9600.0 | 11476.1 |
| 营业成本      | 4065.33 | 6348.0 | 7178.7 | 8163.9  |
| 营业税金及附加   | 72.69   | 117.5  | 124.8  | 149.2   |
| 销售费用      | 106.82  | 172.4  | 196.6  | 269.0   |
| 管理费用      | 309.61  | 495.7  | 535.7  | 665.7   |
| 财务费用      | 113.11  | 192.3  | 186.5  | 203.4   |
| 营业利润      | 811.35  | 1254.8 | 1404.8 | 2051.8  |
| 利润总额      | 802.13  | 1253.9 | 1404.8 | 2051.8  |
| 所得税       | 152.37  | 313.5  | 351.2  | 513.0   |
| 净利润       | 649.76  | 940.5  | 1053.6 | 1538.9  |
| 少数股东损益    | 31.26   | 130.9  | 167.0  | 188.0   |
| 归属所有者的净利润 | 618.5   | 809.5  | 886.6  | 1350.9  |
| 基本每股收益(元) | 1.10    | 1.31   | 1.44   | 2.19    |
| 总股本(百万)   | 561.2   | 617.3  | 617.3  | 617.3   |

资料来源：中投证券研究所

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

**肖汉平:** 中投证券研究所煤炭行业资深分析师, 理学学士、经济学硕士、经济学博士, 4 年煤炭行业研究经历, 12 年证券行业从业经验。此前先后在嘉实基金管理有限公司、中国银河证券股份有限公司从事石油化工、煤炭行业研究。2008 年初加入中投证券研究所从事煤炭行业研究。

主要研究覆盖公司: 中国神华、中煤能源、西山煤电、开滦股份、金牛能源、大同煤业、潞安环能、国投新集、恒源煤电、平煤天安。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434