

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年3月7日

开滦股份(600997.SH)/15.83 元

远低于重置成本的煤化工企业

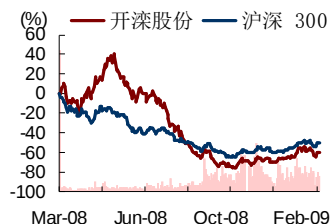
投资评级: 审慎推荐-B
评级调整: 维持
目标估值:

基础数据

总股本(万股)	61732
流通股本(万股)	33022
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	52
52周股价	9.5-55.3 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-4	-60
相对表现	-2	-10	-10



相关报告

- 1、《未来两年业绩将保持较高增长 2008/2/29/29/2008》
- 2、《收入 4 年增长 3 倍，14 年增长 13 倍——开滦股份调研简报》 2007/5/13
- 3、《关注资产注入和企业转型两类机会——07 年中期策略报》 2007/6/11
- 4、《焦炭价格的上升推动炼焦业从亏损走向盈利》 2007/8/15

公司是煤化工产业链一体化公司，公司着手大力发展下游化工产业。化工产业目前盈利欠佳，但其长期资产价值可观。煤炭仍然是公司主要的利润来源。目前公司股价低估，维持审慎推荐的投资评级。

q 公司煤炭产量维持稳定: 本部煤炭产量维持在 750 万吨左右，金山坡煤矿（股权 41%）10 年正式投产增加产量 90 万吨，加拿大煤矿正在勘探，短期无产量贡献。

公司下辖范各庄和吕家坨两个煤矿，核定产能分别为 451 万吨和 350 万吨，合计 801 万吨，实际产量大约 750 万吨。煤种为肥煤。

在山西，公司出资设立中通投资公司（100%），下辖倡源煤炭公司（41%），整合了金山坡煤矿，正在技改成 90 万吨，预计 09 年底建成。煤种为主焦煤。

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（51%），对盖森煤田进行勘探。预计 6 月份勘探结束，然后决定建设相应规模的矿井，建设期大约 2-3 年。煤种为主焦煤。

q 煤炭业务盈利较强

公司煤炭洗出率大约 65%，商品煤产量大约 490 万吨。其中肥精煤和其他洗煤的产量分别大约为 260 万吨和 230 万吨，分别占产量的 54%和 46%。

目前公司肥精煤含税销售价格大约 1200 元/吨，其他洗煤的含税价格大约 300 元/吨。综合售价大约 690 元/吨（税后）。

公司原煤开采成本大约 210 元/吨（考虑安全费用和维简费用的会计政策调整之后），加上洗选费用折算成销售成本大约 370 元/吨。

我们预计 09 年公司吨煤净利大约 200 元/吨，煤炭业务实现净利润大约 9.6 亿元，折每股收益 1.52 元。

q 焦化业务大力发展，09 年集中投产。

与首钢及迁安市重点项目投资公司合资建设的迁安中化煤化工公司（49.68%）拥有 220 万吨焦炭产能。

与唐钢股份及港兴实业投资公司合资建设的唐山中润煤化工公司(94.08%)已经投产一期 100 万吨焦炭产能，二期 100 万吨焦炭产能 09 年 3 月 16 日正式投产。

公司（51%）与考伯斯毛里求斯（30%）、唐钢股份（19%）共同投资的唐山考伯斯开滦碳素化工公司 30 万吨煤焦油加工项目 09 年 3 月 16 日正式投产。

唐山中润煤化工公司(94.08%)建设的 20 万吨甲醇项目。一期 10 万吨 07 年 11 月份投产。二期 10 万吨 09 年 3 月 16 日正式投产。

q 焦化业务目前盈利欠佳，但长期价值值得期待。

焦炭业务业绩弹性较大：07 年实现摊薄 EPS-0.06 元，08 年中期实现摊薄 EPS0.42 元，但 08 年全年基本上亏损。

目前焦炭含税价格大约 1700 元/吨，在目前高企的炼焦煤价格下，焦化业务基本盈亏平衡。

- Ø 随着 4 万投资拉动下游钢铁行业的盈利逐渐好转，焦炭价格有望走出目前盈亏平衡点。
- Ø 我们预计 09-10 年焦化业务实现 EPS 大约为 0.06 元和 0.21 元。
- q **值得期待的集团资产注入**
 - Ø 河北省组建大的企业集团和上市公司力度较大。河北钢铁集团拟由唐钢股份以换股方式吸收合并邯郸钢铁股份有限公司和承德新新钒钛股份有限公司的工作正在按照计划正常实施中。金牛能源以定向增发形式收购峰峰集团、邯矿集团、张矿集团旗下与煤炭业务相关的优质经营性资产，实现冀中能源的整体上市。
 - Ø 目前集团具有 3000 万吨的煤炭产能，加上未来张家口蔚州的 1000 万吨和内蒙古规划的 1000 万吨，未来集团产能规划达到 5000 万吨。
 - Ø 在河北省政府的推动下和金牛能源整体上市的影响下，公司的整体上市值得期待。
- q **盈利预测：**我们预计公司 08-10 年 EPS 为 1.3 元、1.58 元和 1.81 元，同比增长 30%、22%和 14%。
- q **维持“审慎推荐”投资评级。**
 - Ø 从 PE 角度看，目前股价下 09 年动态 PE10 倍，低于行业均值（由于目前焦炭业务盈利较少，市场可以给该项业务较高的 PE，公司目前的 PE 应该高于煤炭行业均值才比较合理）。
 - Ø 从重置成本的角度看，公司的煤炭重置成本为 13.1 元/股，焦化业务重置成本 5.1 元/股，合计重置成本达 18.2 元。目前股价较重置成本有 15%的上升空间。
 - Ø 股价较低（较低的 PE 和低于重置成本）、焦炭业务较高的业绩弹性和值得期待的集团资产注入，维持审慎推荐的投资评级。
- q **风险因素：**下游需求不旺，煤炭和焦炭价格具有较大的不确定性。

附表 1: 煤矿、资源、产能

	煤种	地质储量 (亿吨)	可开采储量 (亿吨)	核定能力 (万吨)	储采比
本部煤矿					
范各庄	肥煤	3.57	2.35	451	52
吕家沱	肥煤	3.43	2.44	350	70
合计		7.00	4.79	801	60
金山坡煤矿 (41%)	焦煤	0.57	0.57	90	64
加拿大盖森煤田 (51%)	焦煤	2.84	1.41		

注、金山坡 09 年底投产。资料来源：公司数据、招商研发整理

附表 2: 煤炭业务产销量、价格及毛利

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	200806
煤炭产量 (万吨)	606	633	673	688	226	264	258	386
煤炭销量 (万吨)	443	444	446	464	445	472	488	251
精煤产量 (万吨)	147	170	189	222	226	264	258	135
煤炭综合售价 (元/吨)	182	213	235	334	427	436	468	604
精煤价格 (元/吨)	288	321	361	526	633	666	679	976
煤炭销售成本 (元/吨)	115	126	140	191	216	217	264	310
煤炭毛利 (元/吨)	67	86	95	143	211	219	204	295
煤炭毛利率	37%	41%	40%	43%	49%	50%	44%	49%

资料来源：公司数据、招商研发整理

附表 3: 焦化业务及投产和预期利润情况

	设计产能 (万吨)	增发公告预期净利 (万元)	备注
焦炭业务			
迁安中化煤化工公司 (49.68%)	220		
唐山中润煤化工公司一期(94.08%)	100		
唐山中润煤化工公司二期(94.09%)	100	14319	09 年 3 月投产
甲醇业务			
20 万吨甲醇一期 (94.08%)	10		
20 万吨甲醇二期 (94.08%)	10	2697.65	09 年 3 月投产
煤焦油加工			
30 万吨/年煤焦油加工工程 (51%)	30	8967.24	09 年 3 月投产
粗苯加氢精制项目			
10 万吨/年粗苯加氢精制项目	10	13613.86	09 年 3 月投产

资料来源：公司数据、招商研发整理

附表 4: 焦炭产销量、价格、成本情况

	2005	2006	2007	200806
焦炭产量 (万吨)	80	118	304	164
焦炭销量 (万吨)	83	119	300	164
焦炭价格 (元/吨)	999	812	1020	1776
焦炭成本 (元/吨)	1042	810	923	1336
焦炭毛利率	-4.3%	0.3%	9.5%	24.8%

资料来源：公司数据、招商研发整理

附表 5: 煤炭估值比较

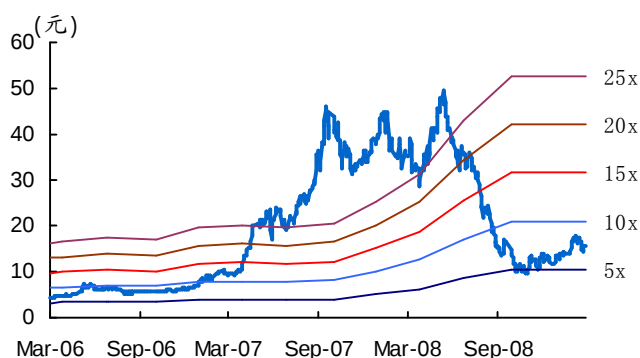
	股价 (元)	EPS (元)			PE (×)			每股净 资产 (元)	PB(×)
		07	08E	09E	07	08E	09E		
A 股									
炼焦煤类									
金牛能源	19.07	0.88	2.49	1.97	21.5	7.6	9.6	7.14	2.6
西山煤电	14.39	0.43	1.50	0.92	29.7	8.5	13.9	3.1	4.1
平煤股份	17.12	1.02	2.07	1.51	15.4	7.6	10.4	6.3	2.5
盘江股份	13.47	0.16	1.11	1.60	78.7	11.3	7.9	3.1	4.1
喷吹煤类									
国阳新能	13.90	0.52	1.46	1.18	24.6	8.7	10.7	4.2	3.0
潞安环能	16.55	0.85	2.48	1.98	19.4	6.7	8.4	5.3	3.1
动力煤类									
中国神华	19.14	0.99	1.52	1.65	18.9	12.4	11.4	7.4	2.5
恒源煤电	17.84	1.07	1.29	1.82	13.9	11.5	8.1	8.0	1.9
中煤能源	7.76	0.39	0.60	0.71	18.9	12.3	10.4	4.7	1.6
兖州煤业	10.63	0.55	1.61	1.12	18.1	6.2	8.9	5.0	2.0
大同煤业	14.94	0.55	1.83	1.01	25.0	7.5	13.6	5.8	2.4
转型类									
神火股份	18.86	1.64	2.46	1.48	10.7	7.1	11.9	5.6	3.2
兰花科创	18.20	1.01	2.17	2.00	16.0	7.4	8.1	6.5	2.5
开滦股份	15.83	1.10	1.25	1.30	13.4	11.8	11.3	7.3	2.0
A 股平均	15.55	0.79	1.66	1.40	23.3	9.1	10.5	0.0	2.7
美国									
BTU	23.67	2.56	3.22	3.60	9.2	7.4	6.6	10.8	2.2
ANR	18.40	2.55	2.83	5.84	7.2	6.5	3.2	10.5	1.8
CNX	27.25	1.48	2.11	5.08	18.4	12.9	5.4	7.9	3.4
FCL	16.08	(0.46)	1.00	2.88	(35.0)	16.1	5.6	6.4	2.5
ACI	13.90	2.58	2.43	4.82	5.4	5.7	2.9	12.3	1.1
MEE	11.55	0.10	3.27	4.27	115.5	3.5	2.7	12.5	0.9
YZC	5.68	1.75	2.35	2.06	3.2	2.4	2.8	6.6	0.9
美国平均	16.65	1.51	2.46	4.08	26.5	7.8	4.1	9.6	1.8
H 股									
中国神华	15.40	1.03	1.54	1.70	15.0	10.0	9.1	6.7	2.3
中煤能源	4.81	0.45	0.70	0.86	10.7	6.9	5.6	4.5	1.1
兖州煤业	4.48	0.66	1.66	1.20	6.8	2.7	3.7	4.6	1.0
H 股平均	8.23	0.71	1.30	1.25	10.8	6.5	6.1	5.3	1.6

数据来源: 招商证券研发整理

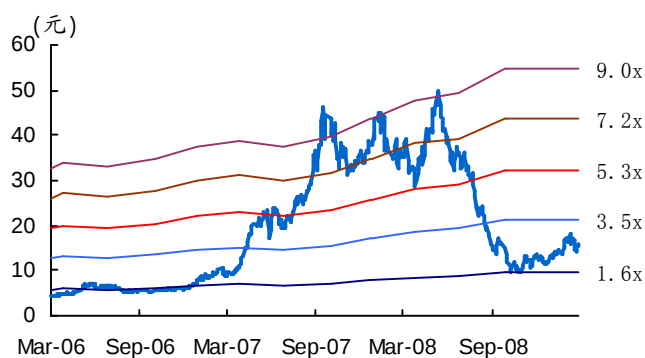
附表 6：主要煤炭上市公司股价与重置成本比较

单位：元/股	重置建矿成本	重置采矿权成本	非煤业务重置成本	公司重置成本合计	股价	股价低于重置成本比例
国阳新能	7.9	7.6	0.0	15.6	13.9	12%
潞安环能	8.9	9.9	0.2	19.0	16.55	15%
西山煤电	3.5	7.4	1.2	12.1	14.39	-16%
平煤股份	10.6	3.1	0.0	13.7	17.12	-20%
大同煤业	8.1	3.2	0.0	11.3	14.94	-24%
金牛能源	6.4	4.2	0.0	10.5	19.07	-45%
盘江股份	6.5	6.7	0.0	13.2	13.47	-2%
开滦股份	5.97	7.07	5.14	18.2	15.83	15%
兰花科创	6.1	8.6	3.3	18.0	18.2	-1%
神火股份	9.0	6.6	4.0	19.7	18.86	4%
恒源煤电	10.4	3.2	0.0	13.6	17.84	-24%
国投新集	5.1	3.2	0.0	8.3	9.26	-10%
上海能源	5.6	4.3	2.0	11.9	11.67	2%

数据来源：招商证券研发整理

图 1：开滦股份历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：开滦股份历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	1591	2536	3061	3531	3786
现金	1017	1123	1117	1081	1003
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	283	677	967	1200	1363
应收款项	64	49	109	118	140
其它应收款	3	3	6	535	597
存货	151	304	500	591	676
其他	74	380	363	6	7
非流动资产	4132	4706	5363	5342	5795
长期股权投资	11	0	4	2	3
固定资产	2675	4169	4825	4833	5303
无形资产	86	239	215	194	174
其他	1361	298	319	312	314
资产总计	5723	7242	8424	8873	9581
流动负债	2225	2302	2917	3180	3558
短期借款	1093	916	100	100	100
应付账款	632	754	1526	1690	1976
预收账款	51	92	158	184	211
其他	449	539	1133	1206	1270
长期负债	787	1624	1123	623	123
长期借款	782	1616	1116	616	116
其他	5	7	7	7	7
负债合计	3012	3925	4039	3803	3681
股本	561	561	617	617	617
资本公积金	956	956	1531	1531	1531
留存收益	1001	1476	2038	2722	3503
少数股东权益	193	324	199	200	249
母公司所有者权益	2518	2993	4186	4870	5651
负债及权益合计	5723	7242	8424	8873	9581

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	748	1019	1999	1533	2000
净利润			803	977	1116
折旧摊销			569	613	640
财务费用			164	193	183
投资收益			0	0	(46)
营运资金变动			459	(242)	44
其它			2	(9)	62
投资活动现金流	(1409)	(1188)	(1354)	(582)	(1106)
资本支出			(1300)	(600)	(1100)
其他投资			(54)	18	(6)
筹资活动现金流	727	276	(651)	(986)	(972)
借款变动			(876)	(500)	(500)
普通股增加			56	0	0
资本公积增加			575	0	0
股利分配			(241)	(293)	(335)
其他			(165)	(193)	(137)
现金净增加额	66	107	(6)	(35)	(79)

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3171	5475	8616	10343	11878
营业成本	2034	4065	6713	7921	9066
营业税金及附加	41	73	108	129	148
营业费用	101	107	142	230	311
管理费用	334	310	441	561	671
财务费用	45	113	164	193	183
资产减值损失	(1)	0	61	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	0	0	46
营业利润	619	811	987	1309	1543
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	10	1	1	1
利润总额	619	802	986	1308	1542
所得税	141	152	308	330	377
净利润	478	649	678	978	1165
少数股东损益	(10)	31	(126)	1	49
母公司所有者净利润	488	618	803	977	1116
EPS (元)	0.87	1.10	1.30	1.58	1.81

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	22%	73%	57%	20%	15%
营业利润	41%	31%	22%	33%	18%
净利润	25%	27%	30%	22%	14%
获利能力					
毛利率	35.9%	25.8%	22.1%	23.4%	23.7%
净利率	15.4%	11.3%	9.3%	9.4%	9.4%
ROE	19.4%	20.7%	19.2%	20.1%	19.8%
ROIC	11.1%	12.7%	13.0%	17.9%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	52.6%	54.2%	48.0%	42.9%	38.4%
净负债比率	33.5%	35.8%	20.4%	13.7%	7.5%
流动比率	0.7	1.1	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2
存货周转率	22.5	24.1	21.4	19.0	18.8
应收帐款周转率	46.3	97.3	109.3	91.2	92.0
应付帐款周转率	3.6	5.9	5.9	4.9	4.9
每股资料(元)					
每股收益	0.87	1.10	1.30	1.58	1.81
每股经营现金	1.33	1.82	3.24	2.48	3.24
每股净资产	4.49	5.33	6.78	7.89	9.15
每股股利	0.18	0.14	0.39	0.47	0.54
估值比率					
PE	18.2	14.4	12.2	10.0	8.8
PB	3.5	3.0	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	17.8	12.6	8.9	7.2	6.4

资料来源：公司报表、招商证券

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。