

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

2009年3月29日

开滦股份(600997.SH)/20.84元

煤炭业务仍是利润的主要来源

能源·煤炭

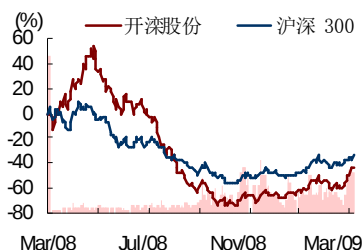
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2362
总股本(万股)	61732
已上市流通股(万股)	33022
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	69
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	34.6
资产负债率	57.6%
主要股东	开滦(集团)有限公司
主要股东持股比例	51.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	26	-42
相对表现	12	16	-6



相关报告

- 1、《开滦股份—远低于重置成本的煤化工企业》2008/3/7
- 2、《未来两年业绩将保持较高增 2008/2/29
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《焦炭价格的上升推动炼焦业务从亏损走向盈利》2007/8/15

公司08年度实现收入和营业利润分别为94亿元和11.4亿元，同比增长72%和40%，每股收益为1.34元，其中，08Q4EPS亏损0.31元，公司拟10股派现金2元和公积金10转增10股，维持“审慎推荐”投资评级。

- q 08年度公司盈利增幅33%，公司给出了优厚的分配方案，拟10股派现金2元和公积金10转增10股。08年公司实现营业收入94亿元，同比增长72%；归属母公司净利润8.28亿元，同比增长33%，合每股收益1.34元，基本符合预期。受焦炭价格下跌影响，08Q4EPS亏损0.31元。公司给出了优厚的分配方案，拟10股派现金2元和公积金10转增10股。
- q 炼焦收入远超煤炭，但煤炭仍然是公司利润的主要来源。煤炭和炼焦收入分别为34.5亿元和66.7亿元，占比分别为34%和66%。煤炭实现的毛利为16.5亿元，占比达到72%。
- q 煤炭业务部分实现净利润7.8亿元，盈利增长28%，主要在于煤价大幅度上涨：08年公司煤炭业务实现净利润7.8亿元（合每股收益1.26元），同比增长28%，煤炭业务利润的增长主要在于价格的上升，但煤炭成本和费用的大幅度上升抵消了利润的增速。08年公司煤炭产量为750万吨，与去年持平（精煤产量249万吨，较去年的258万吨下降4%）。公司综合煤价708元/吨，同比增长239元/吨（+51%）（其中精煤销售价格1211元/吨，同比增长533元/吨，增幅78%）。08年煤炭成本370元/吨，同比增长105元/吨（+53%），吨煤毛利338元/吨，增长134元/吨（+65%）。另外公司的吨煤费用增加40元/吨至79元/吨（+102%）。吨煤净利为104元/吨，增长23元/吨（+29%）。
- q 煤化工业务净利润大幅增长，但盈利能力仍然较低；08年，公司煤化工业务实现净利润0.8亿元，同比增长61%，按权益计算计算为0.5亿元（合每股收益0.08元）。煤化工的盈利能力较低，毛利率仅为9.7%，主要是受到焦炭价格大幅度下跌的影响。
- q 盈利预测及投资评级：预计公司09-10年EPS为1.17元（煤炭0.97元，焦化0.2元）和1.38元，同比分别增长-34%和16%。目前动态PE17倍，且炼焦煤价格有下跌压力，维持审慎推荐的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5475	9401	10140	11675	11675
同比增长	73%	72%	8%	15%	0%
营业利润(百万元)	811	1136	974	1196	1238
同比增长	31%	40%	-14%	23%	4%
净利润(百万元)	619	828	724	854	881
同比增长	27%	34%	-13%	18%	3%
每股收益(元)	1.10	1.34	1.17	1.38	1.43
PE	18.4	15.1	17.3	14.7	14.2
PB	3.8	2.9	2.5	2.2	2.0

资料来源：招商证券

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: 分行业收入利润

单位: 万元	2004	2005	2006	2007	2008	08 年增长
主营业务收入						
煤炭	155152	190070	205482	228645	344939	51%
炼焦		82558	122639	382673	666883	74%
主营业务利润						
煤炭	66512	94025	103267	99618	164643	65%
炼焦		-3580	4572	40969	64678	58%
毛利率						百分点增减
煤炭	43%	49%	50%	44%	48%	4
炼焦		-4%	4%	11%	10%	-1

资料来源：公司数据、招商研发整理

附表 3: 煤炭业务产销量、价格及毛利

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
煤炭产量 (万吨)	606	633	673	688	226	264	258	750
煤炭销量 (万吨)	443	444	446	464	445	472	488	488
精煤产量 (万吨)	147	170	189	222	226	264	258	249
煤炭综合售价 (元/吨)	182	213	235	334	427	436	468	708
精煤价格 (元/吨)	288	321	361	526	633	666	679	1211
煤炭销售成本 (元/吨)	115	126	140	191	216	217	264	370
煤炭毛利 (元/吨)	67	86	95	143	211	219	204	338
煤炭毛利率	37%	41%	40%	43%	49%	50%	44%	48%

资料来源：公司数据、招商研发整理

附表 4: 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 5: 焦炭产销量、价格、成本情况

	2005	2006	2007	2008
焦炭产量 (万吨)	80	118	304	305
焦炭销量 (万吨)	83	119	300	303
焦炭价格 (元/吨)	999	812	1020	1847
焦炭成本 (元/吨)	1042	810	923	1583
焦炭毛利率	-4.3%	0.3%	9.5%	14.2%

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 6: 公司季度盈利情况

单位: 万元	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QOQ	YOY(Q)	07A	08A	YOY
主营业务收入	99609	13166	14578	17046	20935	26186	28335	18556	-35%	9%	54752	94014	72%
税金及附加	1371	5	6	0	3	7	9	4	-48%	-30%	1	3	49%
主营业务成本	74760	10173	10368	12635	14387	17935	20814	18167	-13%	44%	40652	71305	75%
主营业务利润	23478	2	1	3	7	5	8	1	-97%	-95%	13372	21624	62%
营业费用	1949	28281	40279	41687	62738	79371	71940	2197	64%	40%	5	5	34%
管理费用	5334	2338	2622	3774	2904	2920	3216	5268	98%	261%	10682	14307	89%
财务费用	1989	5384	13362	6881	9862	11138	12541	24872	-5%	31%	30961	58414	71%
资产减值损失	587	2571	3030	3721	4514	4792	5112	4867	372%	-1053%	11311	19286	100%
投资收益	45	-62	355	-916	1152	-1023	1851	8736	-99%	-100%	-36	10716	-91%
营业利润	14206	55	88	147	9	14	6	0	-184%	-246%	335	30	40%
营业外收入	1	17564	20997	28373	44314	61557	49226	-4154	29%	175%	81140	11355	428%
营业外支出	56	1	2	55	10	32	118	152	640%	-84%	59	312	-62%
利润总额	14609	52	84	788	49	186	17	123	-184%	-250%	981	374	41%
所得税	3779	17107	20861	27641	44275	61404	49327	7	-190%	527%	11349	0	88%
净利润	10830	5676	6940	-1696	11135	15422	11757	-1063	-182%	-205%	14698	27680	31%
少数股东损益	276	11432	13921	29337	33140	45982	37571	4	-1278%	-2826%	65520	85810	-4%
归属所有者净利润	10554	1047	1359	443	6757	7308	1026	5	-151%	-165%	3126	3007	33%
总股本	61732	10385	12563	28893	26384	38674	36544	8			62395	82803	
每股收益 (元)	0.17	61732	61732	61732	61732	61732	61732	61732	-151%	-165%	1.01	1.34	33%
毛利率 (%)	24.9%	0.17	0.20	0.47	0.43	0.63	0.59	-0.30	-5.0%	-2.3%	25.8%	24.2%	-1.6%
税金及附加率	1.4%	22.7%	28.9%	25.9%	31.3%	31.5%	26.5%	2.1%	0.0%	-0.1%	1.3%	1.2%	-0.2%
营业费用率	2.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	0.9%	0.0%	-0.7%	2.0%	1.5%	0.6%
管理费用率	5.4%	1.8%	1.8%	2.2%	1.4%	1.1%	1.1%	2.8%	0.2%	-4.7%	5.7%	6.2%	0.1%
费用率	9.3%	7.8%	13.0%	8.4%	8.3%	7.2%	7.4%	18.9%	0.2%	-5.7%	9.7%	9.8%	-2.7%
营业利润率	14.3%	13.3%	14.4%	16.6%	21.2%	23.5%	17.4%	%	-6.1%	3.0%	14.8%	12.1%	6.1%
所得税率	25.9%	33.2%	33.3%	-6.1%	25.1%	25.1%	23.8%	25.6%	-1.3%	-9.4%	18.3%	24.4%	-2.8%
净利率	10.9%	8.7%	9.5%	17.2%	15.8%	17.6%	13.3%	%	-4.3%	3.7%	12.0%	9.1%	%

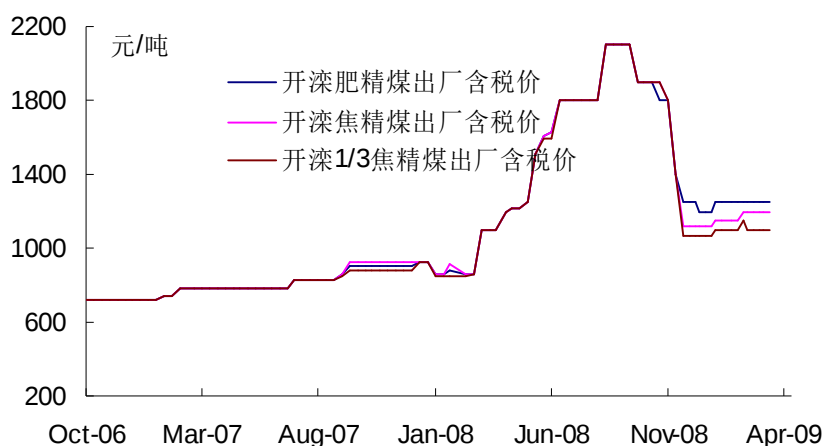
数据来源: 招商证券研发整理

附表 7: 煤炭估值比较

	股价 (元)	EPS (元)				PE (×)				每股净 资产 (元)	PB (×)
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E		
炼焦煤类											
金牛能源	21.34	0.73	2.49	1.39	1.52	29.2	8.6	15.4	14.0	6.3	3.4
西山煤电	17.20	0.43	1.52	0.92	1.28	40.0	11.3	18.7	13.4	3.1	5.6
平煤股份	19.97	1.02	2.07	1.51	2.00	19.6	9.6	13.2	10.0	6.3	3.2
盘江股份	16.57	0.16	1.11	1.51	1.63	103.6	14.9	11.0	10.2	3.1	5.4
喷吹煤类											
国阳新能	19.17	0.52	1.46	1.18	1.22	37.2	13.1	16.2	15.7	4.2	4.6
潞安环能	23.85	0.85	2.48	1.98	2.18	28.0	9.6	12.0	15.7	5.3	4.5
动力煤类											
中国神华	20.69	0.99	1.34	1.41	1.45	20.8	15.4	14.7	14.3	7.4	2.8
国投新集	11.21	0.22	0.64	0.81	1.04	51.0	17.5	13.8	10.8	3.0	3.7
恒源煤电	21.81	1.07	1.24	1.44	1.85	20.4	17.6	15.1	11.8	8.0	2.7
中煤能源	8.78	0.39	0.52	0.59	0.65	22.5	16.9	14.9	13.5	4.7	1.9
兖州煤业	12.71	0.55	1.16	1.12	1.25	23.1	11.0	11.4	10.2	5.0	2.5
大同煤业	17.59	0.55	1.83	1.01	1.04	31.9	9.6	17.4	16.9	5.8	3.0
转型类											
神火股份	25.10	1.64	2.46	1.48	2.05	15.3	10.2	17.0	12.3	5.6	4.5
兰花科创	22.63	1.01	2.45	2.01	2.06	22.5	9.2	11.3	11.0	7.7	2.9
开滦股份	20.28	1.10	1.34	1.17	1.38	18.4	15.1	17.3	14.7	7.3	2.8
A 股平均	18.59	0.75	1.61	1.30	1.51	32.2	12.7	14.6	12.3	5.5	3.6

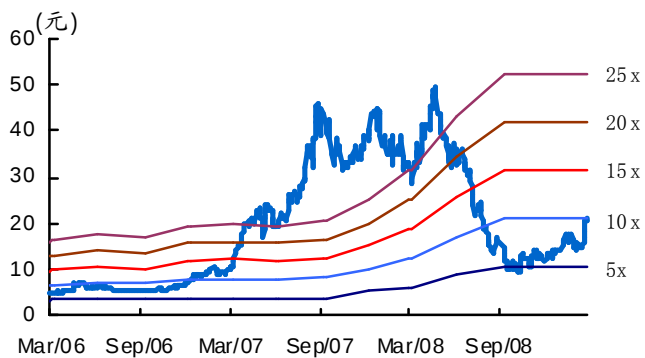
数据来源: 招商证券研发整理

附图 1: 开滦股份所在地煤价走势



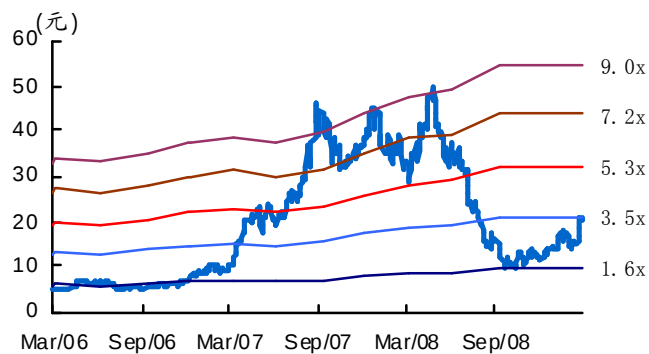
数据来源: 招商证券研发整理

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2536	5233	3508	4070	4269
现金	1123	2670	857	1008	1215
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	677	642	880	941	965
应收款项	49	711	541	710	681
其它应收款	3	5	748	880	869
存货	304	381	477	526	533
其他	380	825	5	6	6
非流动资产	4706	6499	6858	7181	6963
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4169	4204	5503	6267	6455
无形资产	239	439	395	356	320
其他	298	1855	960	558	188
资产总计	7242	11732	10367	11251	11232
流动负债	2302	4802	3129	4034	3712
短期借款	916	1461	100	100	100
应付账款	754	1883	1874	2231	2204
预收账款	92	79	118	124	128
其他	539	1380	1038	1580	1280
长期负债	1624	1919	1609	813	312
长期借款	1616	1882	1582	782	282
其他	7	37	27	31	30
负债合计	3925	6722	4738	4847	4023
股本	561	617	617	617	617
资本公积金	956	1576	1576	1576	1576
留存收益	1476	2118	2734	3460	4209
少数股东权益	324	698	701	751	806
母公司所有者权益	2993	4312	4928	5654	6402
负债及权益合计	7242	11732	10367	11251	11232

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1019	1633	1623	1836	1852
净利润		828	724	854	881
折旧摊销		0	633	760	814
财务费用		0	223	193	151
投资收益		0	0	(38)	(38)
营运资金变动		0	(52)	(6)	(14)
其它		805	95	73	57
投资活动现金流	(1188)	(1946)	(1097)	(1101)	(600)
资本支出		0	(1100)	(1100)	(600)
其他投资		(1946)	3	(1)	0
筹资活动现金流	276	1862	(2339)	(585)	(1045)
借款变动		0	(2010)	(300)	(800)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(109)	(128)	(132)
其他		1862	(221)	(156)	(113)
现金净增加额	107	1548	(1813)	151	207

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5475	9401	10140	11675	11675
营业成本	4065	7131	7878	9047	9047
营业税金及附加	73	108	137	156	156
营业费用	107	143	225	306	306
管理费用	310	584	702	813	813
财务费用	113	193	223	193	151
资产减值损失	(0)	107	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	38	38
营业利润	811	1136	974	1196	1238
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	10	4	1	1	1
利润总额	802	1135	973	1195	1237
所得税	152	277	246	291	302
净利润	650	858	727	905	936
少数股东损益	31	30	3	50	55
母公司所有者净利润	619	828	724	854	881
EPS (元)	1.10	1.34	1.17	1.38	1.43

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	73%	72%	8%	15%	0%
营业利润	31%	40%	-14%	23%	4%
净利润	27%	34%	-13%	18%	3%
获利能力					
毛利率	25.8%	24.2%	22.3%	22.5%	22.5%
净利率	11.3%	8.8%	7.1%	7.3%	7.5%
ROE	20.7%	19.2%	14.7%	15.1%	13.8%
ROIC	12.7%	11.2%	11.8%	13.0%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	54.2%	57.3%	45.7%	43.1%	35.8%
净负债比率	35.8%	34.0%	19.1%	14.9%	7.9%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
存货周转率	24.1	27.5	23.6	23.3	22.0
应收帐款周转率	97.3	24.8	16.2	18.7	16.8
应付帐款周转率	5.9	5.4	4.2	4.4	4.1
每股资料(元)					
每股收益	1.10	1.34	1.17	1.38	1.43
每股经营现金	1.82	2.64	2.63	2.97	3.00
每股净资产	5.33	6.99	7.98	9.16	10.37
每股股利	0.14	0.20	0.18	0.21	0.21
估值比率					
PE	18.4	15.1	17.3	14.7	14.2
PB	3.8	2.9	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.4	11.1	10.2	8.7	8.4

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，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。