

开滦股份(600997.sh)

焦化项目投产，但对业绩提升需静待转机

谢军 电力行业 研究员
电话: 020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 煤炭行业 研究助理
电话: 020-87555888-407
eMail: lhl10@gf.com.cn

煤炭产能不大。公司现有范各庄、吕家坨煤矿合计可采储量 43679.8 万吨，核定产能 800 万吨。孙公司金山坡煤矿到年底会达到 90 万吨的产能。公司位于加拿大的 BD 区煤炭储备量为 2.84 亿吨，但目前处于勘探阶段。

集团煤炭资产注入空间大。开滦集团（含股份公司）现有 15 对生产矿井，2008 年生产原煤 3400 万吨左右，预计到今年年底集团产能达到 4000 万吨，到 2010 年达到 5000 万吨。若煤炭资产注入的话，公司的煤炭资源储量及产能将得到迅速提升。

煤化工业务将不断壮大。公司目前有迁安中化 220 万吨焦化项目和中润 200 万吨焦化一期及 20 万吨焦炉煤气制甲醇一期项目。中润二期各项目目前已建成试生产。年内焦炭产量将达到 380 万吨、甲醇产量达到 16 万吨，此外一系列焦化副产品的生产将有效摊薄公司焦化业务成本。

盈利预测及投资建议。2009—2011 年 EPS 分别为 1.03 元、1.35 元和 1.49 元。22 倍左右的市盈率相对于煤炭行业估值较高，给予持有评级。

风险提示。下游钢厂经营恶化会影响公司产品价格；若资源税改革会增加公司政策性成本；国际资源价格波动会影响公司股价走势。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5,475.21	9,401.43	10224	12026	12836
EBITDA(百万元)	921.04	1,334.38	1385	1841	2044
净利润(百万元)	618.50	828.03	634	836	917
净利润增长率	35.78%	33.88%	-23.49%	31.94%	9.66%
每股收益(元)	1.100	1.460	1.03	1.35	1.49
市盈率	39.91	7.91	21.69	16.59	14.99
市净率	8.24	1.65	2.86	2.49	2.18
EV/EBITDA	31.34	6.37	11.36	8.95	8.30
每股红利(元)	0.50	0.45	0.20	0.20	0.20
股息率(%)	1.14	2.20	0.99	0.99	0.99

来源: 开滦能源化工股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	21.58
目标价格(元)	25.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	36.32%	61.89%	-35.38%
上证综指	10.34%	24.91%	-29.79%

股票数据

总股本(万股)	61,732.00
流通 A 股(万股)	33,021.95
主要股东:	

开滦(集团)有限责任公司	
主要股东持股比例	56.73%
流通 A 股比例	53.49%

财务比率

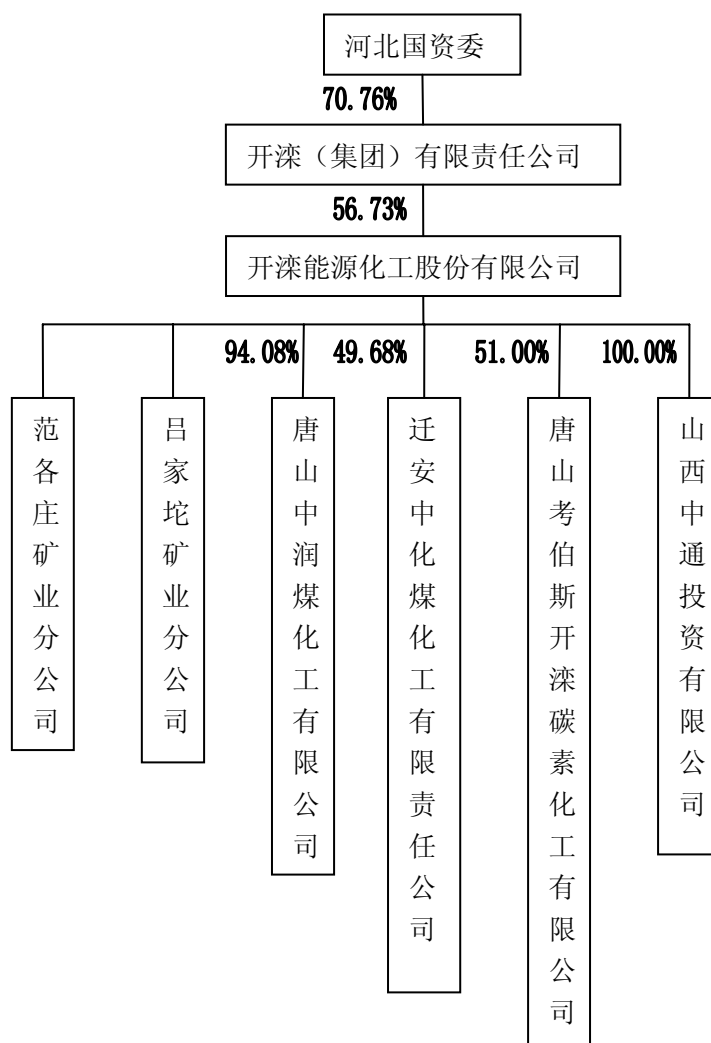
ROE	19.20%
ROA	7.06%
资产负债率	57.30%
每股净资产(元)	6.99

2008 年报数据.

公司背景

开滦股份位于我国京津唐环渤海经济圈腹地，主营煤炭的开采及洗选、炼焦等煤化工业务。近年来随着公司焦化业务的发展，公司逐渐发展成为一个上下游一体的煤化工企业。随着公司煤化工工业园二期项目的投产，公司煤化工业务占收入的比重将继续上升。

图1: 公司的股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司分行业收入及成本结构

	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入			
炼焦业(百万元)	1,226.39	3,826.73	6,668.83
煤炭采选业(百万元)	2,165.26	2,286.45	3,449.39
营业成本			
炼焦业(百万元)	1,180.67	3,417.04	6,022.05
煤炭采选业(百万元)	1,080.91	1,290.26	1,802.96
毛利			

炼焦业(百万元)	45.72	409.69	646.78
煤炭采选业(百万元)	1,084.35	996.19	1,646.43
毛利率			
炼焦业(%)	3.73	10.71	9.1
煤炭采选业(%)	50.08	43.57	45.75
收入构成			
炼焦业(%)	38.81	69.89	70.93
煤炭采选业(%)	68.53	41.76	36.69

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

近年煤炭资产增长来自外部注入

公司目前产能较小

公司在唐山地区辖有范各庄、吕家坨两个矿业分公司（两对生产矿井）。均生产优质肥煤。截至2008年12月31日，公司所属两矿探明经济储量63440.8万吨，可采储量43679.8万吨，按核定可采能力还可开采50多年。目前两矿由于随着开采加深和范围的扩大，公司煤层断层增多，开采面积减小，瓦斯突出加重，安全隐患增多。但公司通过采掘设备的优化改造使得两矿产能在将来保持稳定。

2007年公司全资子公司中通投资成立介休倡源煤炭有限责任公司，中通投资占其41%的股份。该公司经营介休市金山坡煤矿。该矿地质资源量5720万吨，煤种为焦煤。金山坡煤矿现有原煤产能9万吨，其90万吨/年的改扩建项目预计于2009年底投产，届时将增加公司37万吨/年的焦煤权益产能。

此外，公司积极开拓海外煤炭资源，2008年9月公司投资设立加拿大开滦德华矿业有限公司，公司占51%的权益。由开滦德华公司对加拿大盖森煤田进行勘探。盖森煤田煤种以炼焦煤为主，位于加拿大哥伦比亚省东北部，总面积228平方公里。煤田共划分为四个矿区，其中Bri-Dowling区（简称BD区）面积43.84平方公里，煤炭储备量为2.84亿吨，其中已验证储量为1.41亿吨，另外还有1.43亿吨的推断储量。公司拟在该区投资建设年产精煤200万吨矿井，然后再开发盖森煤田其他区域和加拿大其他省份的煤炭资源，以形成千万吨级的产能和规模。目前仍处勘探阶段。

表2：公司煤矿简况

	权益 (%)	地质储量 (万吨)	可采量储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	煤种	产量预测（万吨）		
						2009年	2010年	2011年
范各庄	100	63440.8	43679.8	451	肥煤	450	450	450
吕家坨	100			350	肥煤	350	350	350
金山坡	41	5720	5184	90	焦煤	10	90	90
盖森煤田	51	28400	14100	200	焦煤			

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：金山坡煤矿可采储量以内蕴经济资源量替代；盖森煤田目前仍处于探矿阶段，在本公司盈利预测中暂未考虑。

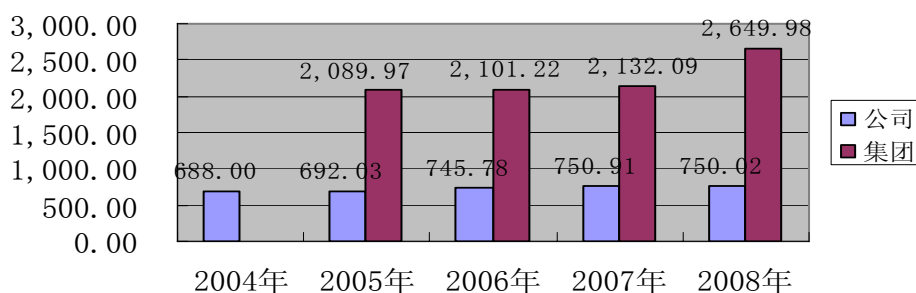
总之，盖森煤田开发仍有较大不确定性，公司目前权益地质储量合计为6.5亿吨，权益可采储量为4.58亿吨，权益核定产能837万吨/年。从资源量和产能来看，规模较小。

公司商品煤洗出率为66—67%，2008年生产原煤750.02万吨，商品煤约为500万吨，其中精煤产量249.21万吨，洗混块产量40—50万吨。2008年公司精煤销量184.65万吨，客户主要是首钢、唐钢、宝钢等大型钢铁公司；公司洗混块主要用作电煤，热值约为4500—5000大卡左右，客户较为分散，为当地电厂及民用。

集团煤炭资产庞大，注入空间大

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，除股份公司外煤种均为焦煤和1/3焦，现有选煤厂6座，核定原煤选煤能力为1,715万吨/年。2005年至2008年，实际生产原煤分别为2,782万吨、2,847万吨、2,883万吨、3400万吨（其中股份公司实际生产原煤分别为692.03万吨、745.78万吨、750.91万吨、750.2万吨）。

图2：公司及集团历年原煤产量比较（万吨）



数据来源：聚源数据、广发证券发展研究中心

集团预计2009年底煤炭产能达到4000万吨，2010年计划5000万吨，假若煤炭资产注入的话，公司的煤炭资源储量及产能将得到迅速提升。

煤化工，公司发展的新方向

目前公司的煤化工业务

目前公司煤化工项目主要是迁安中化煤化工有限责任公司的220万吨焦化项目和唐山中润煤化工有限公司200万吨/年焦化一期100万吨的焦化项目和20万吨/年焦炉煤气制甲醇一期项目。其中甲醇项目原料—焦炉煤气来自于中润煤化工焦化项目。

2008年公司焦炭生产、销售量分别为305.07万吨、303.3万吨；甲醇产销量分别为6.08万吨和6.2万吨。2009年一季度焦化业务基本盈亏平衡。

未来煤化工业务发展迅速

目前公司京唐港煤化工园区煤化工项目均已全面进入试生产前的调试阶段。具体项目如下：

1、200万吨/年焦化一期工程干熄焦节能改造项目。对一期项目的改造，可使入炉焦比降低2%，并使高炉生产能力提高1%。

2、200万吨/年焦化项目二期工程。中润煤化工运营，该项目按年产焦炭100万吨规模设计，在一期工程的基础上预留建设2座JN60-6焦炉等系统的位置。二期达产后，年产冶金焦炭902552吨，焦丁24262吨，焦末65727吨，焦油45990吨，粗苯13140吨，硫铵11169吨，外供焦炉煤气 234372×103 立方米，外供电 78996×103 度。

3、20万吨/年焦炉煤气制甲醇二期工程。中润煤化工运营，该项目主要产品为甲醇，副产品为杂醇油、硫磺；建设规模为10万吨/年，年操作8000小时。原料为开滦精煤股份公司京唐港焦化二期副产的焦炉煤气。

4、10万吨/年粗苯加氢精制项目。中润煤化工运营，该项目产品有纯苯、甲苯、二甲苯、非芳烃、重苯及残油（C9+），其中最主要产品是高纯度的苯、甲苯。拟建设的粗苯加氢精制项目规模为年加工精制粗苯10万吨。原料为焦化粗苯，年用量为10万吨，公司子公司唐山中润煤化工有限公司和迁安中化煤化工有限责任公司的两个焦化粗苯产量共计4.84万吨/年，其余从开滦供煤的唐山地区其他焦化厂外购。

5、30万吨/年煤焦油加工工程。唐山考伯斯开滦碳素化工有限公司运营，年处理无水焦油30万吨/年。无水焦油由中润公司200万吨/年焦化项目和迁安中化220万吨/年焦化项目投产后，每年可供20万吨，其余当地采购。

此外，2008年底，公司与首钢京唐钢铁联合有限责任公司签订曹妃甸焦油加工项目合作意向书，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。拟总投资25亿人民币建设项目包括 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。

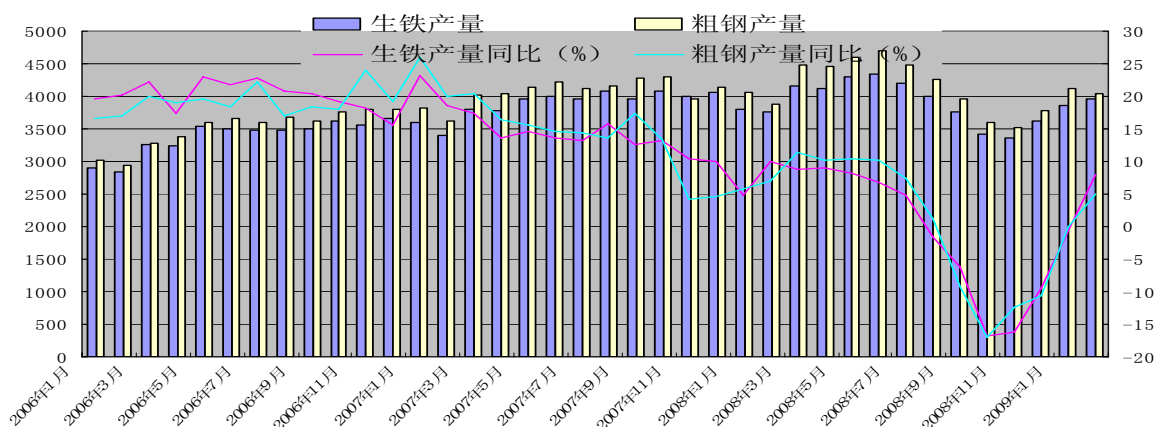
综上所述项目均于2009年上半年投产，预计全年公司焦炭产量达到380万吨、甲醇16万吨。此外一系列的焦化副产品的生产销售将有效摊薄公司焦化业务的成本。但虽然焦化各产品产量有所增加，但我们认为仍不足以抵消价格下降的影响，煤化工业务对公司2009年利润贡献同比仍将减少。

焦炭行业仍然低迷

我国焦炭消费的85—90%用于钢铁行业。而钢铁行业发展高度依赖宏观经济快速发展。目前宏观经济低迷，钢铁行业供需矛盾明显，保守估计目前生铁产能过剩8000万吨，粗钢产能过剩7000万吨。钢材价格低迷使行业盈利能力大幅下降，基本面依然严峻。

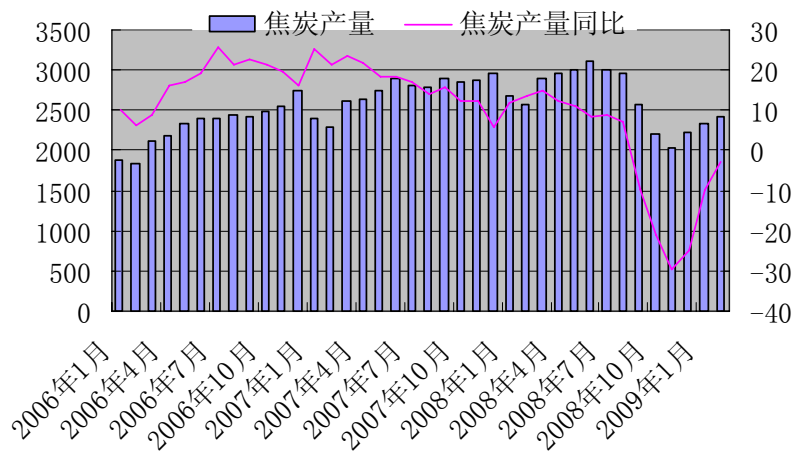
2008年下半年钢铁产量明显下滑，生铁、钢材8月份开始同比负增长，粗钢9月份开始负增长，全年粗钢产量约5亿吨，同比仅增长2.25%。虽然2009年2月份粗钢产量同比增长8%和5%，相比于1月份产量同比-0.5%和0.04%的增速，有所改善。但我们认为在需求并未出现好转的大环境下，产量萎缩难以避免，预计2009年粗钢产量4.75亿吨，同比减少5%左右，相比2008年，2009年的焦炭需求会明显下降。

图3: 我国生铁及粗钢产量及同比 (万吨、%)



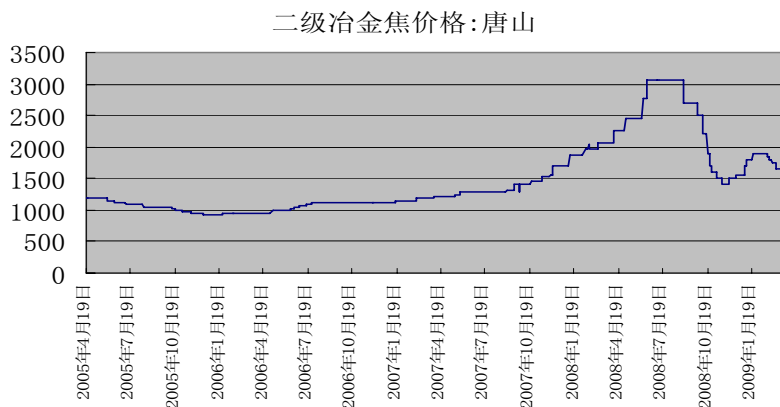
数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图4: 各月份焦炭产量及增速 (万吨、%)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图5: 唐山地区二级焦价格 (元/吨)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

由于受上游炼焦煤价格高企及下游钢铁企业需求减弱双重影响的挤

压下，占我国焦炭产量大多数的独立焦化企业普遍亏损，在各地焦化行业协会的指导下纷纷限产保价。4月份，山西焦化企业联盟在下调指导价的基础上提议全行业严格执行限产措施，限产幅度至少维持在60—70%。

目前公司所在地唐山二级冶金焦经过年初以来的上涨后从2月中旬又开始小幅下跌，在大量焦炭产能闲置的情况下预计价格年内难有大幅上涨。但我们判断随着二季度钢铁消费旺季的来临、钢铁产量的回升及各地限产的情况下，焦炭价格下跌空间不大。

盈利预测及投资建议

预测假设

1、煤炭销量、价格及成本假设

公司2009年计划生产肥精煤273万吨，假定2009—2011年公司原煤产量分别为805万吨、836万吨和836万吨。商品煤销量470.33万吨、491.7万吨和491.7万吨。

目前公司肥精煤出厂含税价格为1250元/吨，假设全年均价1200元/吨左右，2010—2011年价格照此计算。

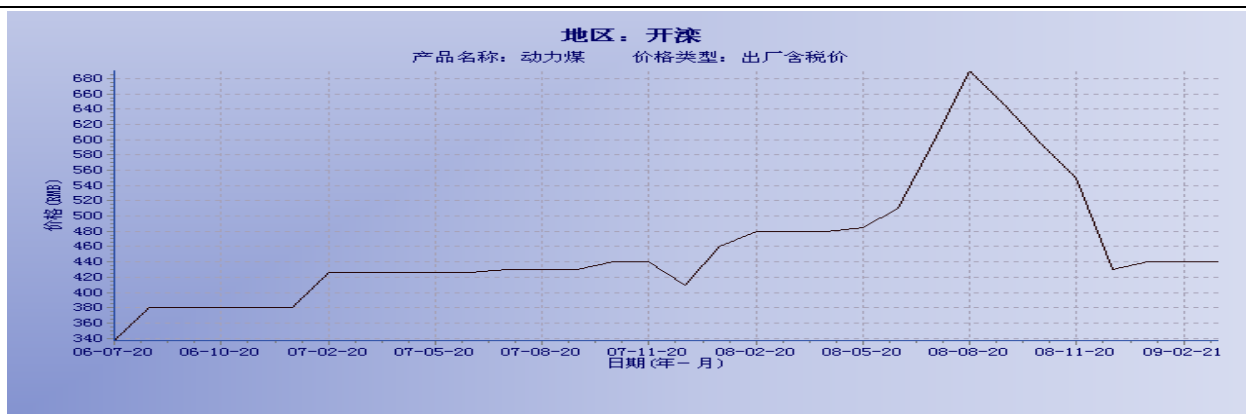
目前公司煤炭生产成本约200元/吨，2008年成本上涨主要因为人工成本同比增长了30%和原材料价格上涨，2009年公司计划人工成本减少15%，加上原材料价格的回落，我们预计吨煤成本降幅在10%左右。

图6：开滦肥精煤价格走势



数据来源：中国煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图7：开滦动力煤价格走势（发热量4600大卡）



数据来源：中国煤炭资源网、广发证券发展研究中心

图8: 唐山地区电煤价格(发热量5000大卡)

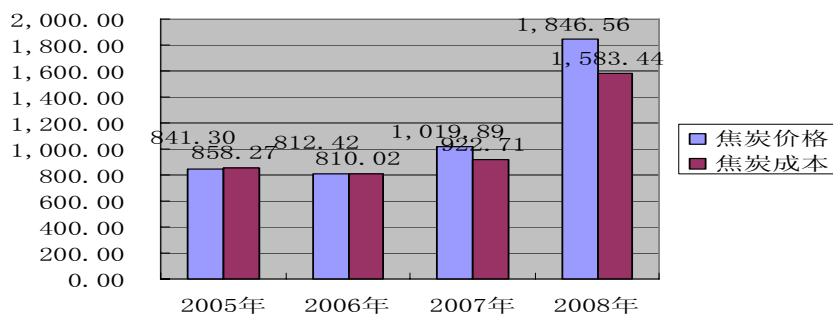


数据来源: 中国煤炭资源网、广发证券发展研究中心

2、焦炭销量、价格及成本

公司计划2009年生产焦炭380万吨, 预计随着焦化二期项目的投产, 2009、2010年为420万吨。2008年焦炭单位成本为1583.44元/吨, 假设随着炼焦煤价格回落, 2009年成本为1450元/吨。焦炭价格由2008年的1846.56元/吨回落至1650元/吨。

图9: 公司历年焦炭价格及成本情况(单位: 元/吨)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图10: 公司历年焦炭产销量及预测(单位: 万吨)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测及评级

预计公司2009—2011年EPS分别为1.03元、1.35元和1.49元。对应2009—2011年动态市盈率分别为21.69倍、16.59倍和14.99倍。与煤炭行业整体估值水平比较相对较高，给予持有评级。我们看好焦炭行业转暖后公司巨大的业绩提升，值得长期关注。

图11：开滦股份PE-Bands

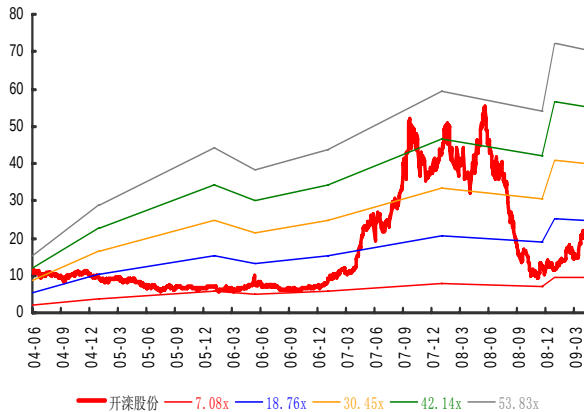
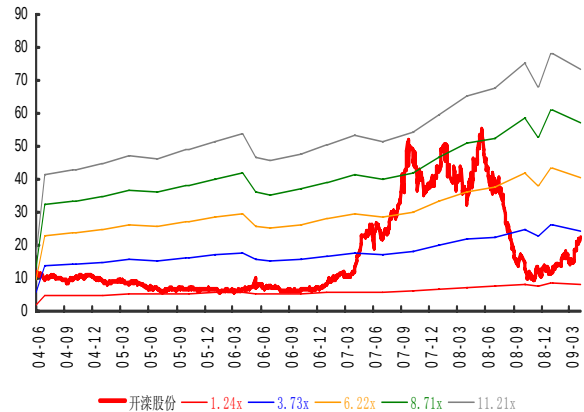


图12：开滦股份PB-Bands



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

1、2008年公司焦化业务收入占当年总收入的71%，随着京唐港煤化工工业园的建成这一比重将继续提高。公司业绩受焦炭价格影响越来越大，若下游钢铁行业景气度继续恶化，焦炭价格可能继续下跌，届时公司业绩可能低于预期。

表3：公司2009年EPS相对于焦炭价格敏感性分析（元/吨、元/股）

焦炭价格	1550	1600	1650	1700	1750	1900	2100	2500	2700
2009年EPS	0.63	0.83	1.03	1.23	1.42	2.02	2.82	4.41	5.21

数据来源：广发证券发展研究中心

- 2、2009年煤炭资源税改革，将提高公司的政策性成本。
- 3、国际能源价格波动会影响公司股价走势。

损益表 (百万)					资产负债表 (百万)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	9,401	10,224	12,026	12,836	货币资金	2,670	1,100	1,000	967
营业成本	-7,131	-8,416	-9,760	-10,334	应收款项	1,357	951	1,112	1,191
毛利	2,271	1,808	2,266	2,501	存货	381	352	421	450
%销售收入	24.2%	17.7%	18.8%	19.5%	流动资产	5,233	3,331	3,609	3,747
营业税金及附加	-108	-128	-150	-156	长期投资	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	固定资产	5,985	7,409	9,215	10,524
营业费用	-143	-153	-180	-193	无形资产	450	459	469	478
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	非流动资产	6,499	7,871	9,686	11,005
管理费用	-584	-613	-722	-809	资产总计	11,732	11,201	13,295	14,752
%销售收入	6.2%	6.0%	6.0%	6.3%	短期借款	2,110	1,160	1,799	2,264
财务费用	-193	-20	-41	-54	应付款项	2,505	2,222	2,851	3,014
%销售收入	2.1%	0.2%	0.3%	0.4%	流动负债	4,802	3,762	5,098	5,710
资产减值损失	-107	0	0	0	长期贷款	1,882	1,882	1,882	1,883
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他长期负债	37	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	负债	6,722	5,644	6,980	7,593
营业利润	1,136	895	1,175	1,291	普通股股东权益	4,312	4,822	5,535	6,328
营业外收支	-1	-1	-1	-1	少数股东权益	698	735	780	831
税前利润	1,135	894	1,174	1,291	负债股东权益合计	11,732	11,201	13,295	14,752
所得税	-277	-224	-294	-323	比率分析				
净利润	858	671	881	968		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东损益	30	37	45	51	每股指标				
归属于母公司的净利润	828	634	836	917	每股收益	1.475	1.026	1.354	1.485
现金流量表 (百万)					每股净资产	6.985	7.811	8.965	10.250
	2008	2009E	2010E	2011E	每股经营现金净流	2.645	2.179	3.057	2.782
净利润	858	671	881	968	回报率				
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	19.20%	13.14%	15.10%	14.49%
非现金支出	457	471	626	700	总资产收益率	7.06%	5.66%	6.29%	6.21%
非经营收益	223	84	62	74	增长率				
营运资金变动	95	119	319	-25	营业总收入增长率	71.71%	8.75%	17.62%	6.73%
经营活动现金净流	1,633	1,345	1,887	1,717	净利润增长率	32.71%	-23.49%	31.94%	9.66%
资本开支	1,947	1,907	2,442	2,020	资产管理能力				
投资	1	-1	0	0	应收账款周转天数	14.7	8.8	8.7	8.8
投资活动现金净流	-1,946	-1,907	-2,440	-2,019	存货周转天数	17.5	15.3	15.8	15.9
股权募资	910	0	0	0	应付账款周转天数	67.5	65.4	71.8	73.7
债权募资	1,399	-950	639	466	偿债能力				
其他	-448	-59	-186	-198	净负债/股东权益	26.37%	34.94%	42.45%	44.42%
筹资活动现金净流	1,861	-1,009	453	268	EBIT 利息保障倍数	7.4	45.8	29.9	24.9
现金净流量	1,548	-1,570	-100	-33	资产负债率	57.30%	50.39%	52.50%	51.47%

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

开滦股份(600997)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。