



开滦股份（600997）调研报告

报告日期：2009年12月14日

——焦煤价格上涨 优质煤化工产业链提升公司价值

基础数据

总股本（百万股）	1235
流通A股（百万股）	660
流通B股（百万股）	0
流通A股市值（百万元）	18420

公司评级

所属行业	煤炭采掘业
公司股价	26.77元
投资评级	推荐

公司市场表现



相关报告

报告概要：

- 1、“煤、焦、化”的综合发展战略已定格 公司未来的发展方向是以煤炭生产和炼焦精煤洗选加工为基础，沿着炼焦、煤化工的产业结构方向发展，形成“煤、焦、化”的综合发展的战略格局。通过不断增资扩股和资本运营方式，实现以主业产品为核心的纵向一体化的发展目标，建设成为国内一流的现代化企业。
- 2、焦炭业务是公司近年业绩增长点 2008 年并表焦炭产量 305.07 万吨，如果 2010 年产能完全释放，则多出 224.93 万吨或 73.73%。公司焦炭生产能力在全国已经步入超大型生产企业行列。
- 3、煤化工将成为新的增长点 为满足纵向延长产品链，拓展产品种类，公司拟以自有资金先期出资 15,000 万元，在唐山市海港经济开发区设立全资子公司唐山中浩化工新材料有限公司，由其建设精苯下游 15 万吨/年己二酸项目和甲醇下游 6 万吨/年聚甲醛项目。
- 4、炼焦煤价格蓄势待涨 虽然国内钢价维持震荡整理格局，钢铁上游原材料价格却在暗暗上涨。钢铁业成本压力的不断强化及其释放方式，令市场密切关注。据国内知名钢铁现货交易平台“西本新干线”的监测，随着焦煤价格的上涨和市场需求的好转，国内焦炭市场价格稳中趋涨。

盈利预测综合值一览

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	3,171.10	5,475.21	9,401.43	9,112.46	10,739.07	12,114.46
增长率(%)	22.08	72.66	71.71	-3.07	17.85	12.81
归属母公司股东的净利润(百万元)	488.22	618.50	828.03	920.34	1,200.35	1,424.11
增长率(%)	22.43	26.68	33.88	11.15	30.42	18.64
每股收益-摊薄(元)	0.8700	1.1021	1.3413	0.7454	0.9722	1.1535
市盈率	31.03	24.50	20.13	36.22	27.77	23.41

资料来源：WIND 英大证券

英大证券行业研究员
姓名：国汉芬
Email: guohf@vsun.com

目 录

一、开滦煤矿概况.....	3
二、公司主营业务分析	3
三、煤炭生产经营稳定	4
四、焦炭业务是公司近年业绩增长点	4
五、煤化工将成为新的增长点	4
六、资源外延	5
八、炼焦煤价格蓄势待涨.....	5
九、投资策略	8

一、开滦煤矿概况

开滦（集团）有限责任公司的前身为开滦矿务局。始建于 1878 年，迄今已有 127 年历史，是国有特大型煤炭企业。全国煤炭优秀企业，河北煤炭行业唯一的“明星企业”等称号。位居 2009 年河北百强企业第 4 位，2009 年中国企业 500 强第 186 位。开滦股份的煤种是肥煤、焦煤、1/3 焦气煤等，主要产品是炼焦精煤，在我国煤炭经济可开发剩余可采储量中，肥煤储量不足 4%，属煤炭资源中的稀少煤种，同时公司的肥煤产量占全国肥煤产量的 6% 左右，可采储量约占全国肥煤经济可开发剩余储量（44 亿吨）的 10% 左右，市场份额呈逐年上升趋势。炼焦精煤主要供应冶金、焦化、发电等大企业。除煤炭产品外，还经营机械制造、建筑安装、电力、焦化、新型建材、化工、矾土、运输、商贸等产业。

公司生产技术和装备水平也处于行业内前列，采掘机械化程度达到 100%，技术力量雄厚。已形成了 320 万吨的焦炭产能规模，焦炭产品收入首次超过了煤炭收入，实现了产业结构的重大调整 and 战略转型。拥有了煤炭开采、洗选、炼焦、煤化工产品加工完整的产业链。

二、公司主营业务分析

公司未来的发展方向是以煤炭生产和炼焦精煤洗选加工为基础，沿着炼焦、煤化工的产业结构方向发展，形成“煤、焦、化”的综合开发格局。通过不断增资扩股和资本运营方式，实现以主业产品为核心的纵向一体化的发展目标，建设成为国内一流的现代化企业。

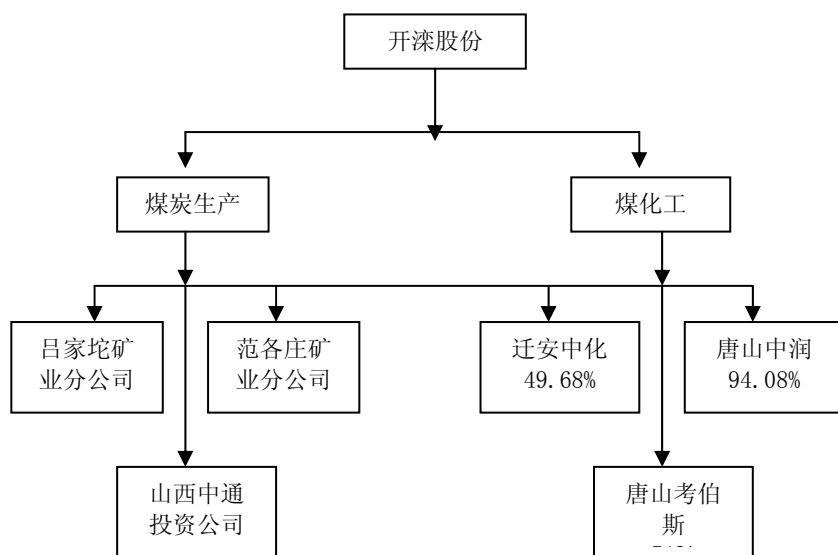


图1 公司生产组织结构

资料来源：公司公告 英大证券

公司共有吕家坨矿业分公司和范各庄矿业分公司两个分公司，以及山西中通投资有限公司、迁安中化煤化工有限责任公司、唐山中润煤化工有限公司和唐山考伯斯开滦碳素化工有限公司四个子公司。

其中，吕家坨矿业分公司和范各庄矿业分公司的主营业务都是原煤开采；全资子公司山西中通投资有限公司作为公司拓展煤炭资源的平台，主要负责公司在山西地区煤炭资源的扩张，以期增加煤炭储备，从而保证焦化原材料的稳定供应；子公司迁安中化煤化工有限责任公司、唐山中润煤化工有限公司和唐山考伯斯开滦碳素化工有限公司的主营业务皆为焦炭的生产或煤化工。

三、煤炭生产经营稳定

除子公司中通公司所属的山西金山坡（41%）煤矿外，近几年公司没有其他煤炭新增产能（范各庄矿和吕家坨矿合计产能 780 万吨/年，既有矿井扩产能力有限）；利润增长主要来源于煤炭价格的进一步上涨。由于金山坡煤矿的产能较小，改造后，金山坡煤矿将年产原煤仅 90 万吨，对公司未来业绩影响较小。其 2009 年底达产，2010 年将可完全释放，主要煤种是主焦煤。公司的战略是将中通公司作为一个平台，实现在山西地区的煤炭资源的扩张，增加煤炭储备，保证焦化原材料供应。

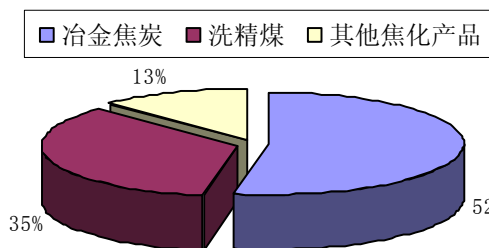


图2 2009年中期主营业务构成

资料来源：公司公告 英大证券

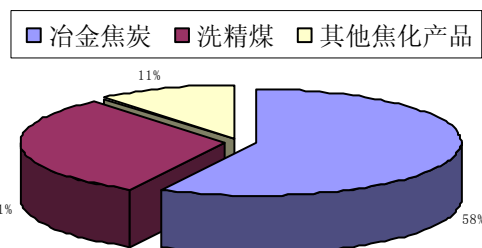


图3 2008年主营业务构成

资料来源：公司公告 英大证券

四、焦炭业务是公司近年业绩增长点

表1 焦炭产品产能情况

公司	一期(万吨/年)	二期(万吨/年)	三期(万吨/年)	达产后全年万吨/年	备注
迁安中化	110	110	110	330	三期焦炭项目已进入烘炉阶段，2010 年迁安中化完全具备焦炭生产能力
中润化工	100	100		200	一期和二期各万吨/年焦炭生产项目于 2009 年 4 月已基本达产，2010 年可释放全年产能。
合计				530	

资料来源：公司公告 英大证券

2008 年并表焦炭产量 305.07 万吨，如果 2010 年产能完全释放，则多出 224.93 万吨或 73.73%。公司焦炭生产能力在全国已经步入超大型生产企业行列。

公司目前焦炭成本在 1200 元/吨左右，其中炼焦煤占焦炭成本的 90%以上。随着下游钢铁行业的显著转暖，公司焦炭价格还将有进一步的提价空间，焦炭盈利将不断改善。

五、煤化工将成为新的增长点

为满足纵向延长产品链，拓展产品种类，公司拟以自有资金先期出资 15,000 万元，在唐山市海港经济开发区设立全资子公司唐山中浩化工新材料有限公司，由其建设精苯下游 15 万吨/年己二酸项目和甲醇下游 6 万吨/年聚甲醛项目。

其中 15 万吨/年己二酸项目预计总投资 292,623.58 万元，项目建成后，预计年均销售收入 209,428.81 万元，年创利润总额 32,646.63 万元，年均净利润 24,484.97 万元，总投资收益率 11.82%；6 万吨/年聚甲醛

项目预计总投资 191,809.60 万元，项目建成后，预计年均销售收入 92,251 万元，年创利润总额 22,031 万元，年均净利润 16,523 万元，投资利润率 11.49%。

为了将巩固和强化其煤化工的龙头地位，控股股东开滦集团日前与北京北燃实业有限公司签署了《合作意向书》，根据意向书内容，开滦股份和北燃实业拟以双方各自控股企业中润煤化工、佳华煤化工的现有存量资产作为出资，联合中润煤化工和佳华煤化工原有股东共同组建新公司建设经营煤化工项目。整合范围则包括中润煤化工 200 万吨/年焦化、佳华煤化工 330 万吨/年焦化和上述两方控制的已建相关下游煤化工项目。此外还包括收购首钢总公司（佳华煤化工股东）控股的首钢唐山通宝焦化有限公司全部资产（股权）或首钢总公司所持唐山通宝焦化有限公司 74% 的股权。与此同时，开滦集团则负责将开滦股份在 30 万吨/年焦油加工项目中 51% 的股权整合到新公司。预计 2009 年年底前完成中润煤化工和佳华煤化工合作整合的所有工作。

六、资源外延

开滦股份一直以来最为吸引眼球的是大股东煤矿资产的注入，不过与此同时，公司加快了开拓海外资源的脚步。开滦股份拟在加拿大设立的全资子公司叫“加拿大中和投资公司”，初始投资拟为 4000 万美元，后续再根据并购（参股）等投资需求追加投资。该公司将为开滦股份在加拿大寻找煤炭资源的投资机会，采取参股、并购等方式，并最终控制加拿大优质炼焦煤资源提供良好的运作平台。新成立的投资公司主要负责投资加拿大煤炭项目。

2008 年 9 月，开滦股份投资设立加拿大开滦德华矿业有限公司，由开滦德华对加拿大盖森煤田进行勘探。盖森煤田煤种以炼焦煤为主，共划分为四个矿区，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。开滦股份当时表示，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。这个公司负责的勘探已经结束，目前正在筹备一系列开采前的准备工作。

八、炼焦煤价格蓄势待涨

虽然国内钢价维持震荡整理格局，钢铁上游原材料价格却在暗暗上涨。钢铁业成本压力的不断强化及其释放方式，令市场密切关注。据国内知名钢铁现货交易平台“西本新干线”的监测，随着焦煤价格的上涨和市场需求的转好，国内焦炭市场价格稳中趋涨。

12 月中旬上海地区二级冶金焦价格在每吨 1,750 元左右，江苏地区的价格在每吨 1,800 元左右，山东地区的价格为每吨 1700 元左右，累计吨价上涨幅度达到 50 元至 100 元。

焦煤价格上涨，意味着焦炭的生产成本上升。冬季一向是传统的煤炭需求旺季，目前山西地区中小煤矿整合整顿工作尚未结束，北方市场可供资源紧张的态势并无明显改善。而且由于雨雪，加上年底运力逐渐出现紧张，近期北方地区钢厂和焦化企业焦煤到货量有所减少。目前，山西地区 9 级主焦煤市场价格已经涨至每吨 1,300 元，较 11 月初上涨了 50 元。河北地区的价格更是涨至每吨 1,520 元，较 11 月初上涨了 260 元。

由于国内钢铁产量持续保持高位，焦炭的市场需求较为旺盛。据中钢协统计，2009 年 11 月中旬钢协会员企业的日均粗钢产量为 124.7 万吨；预估 11 月中旬日均产量为 159.95 万吨。目前钢厂焦炭库存不高，纷纷加大焦炭的采购力度。

随着焦炭需求的好转，焦炭企业上调价格的意愿越来越强烈。12 月初，河北省焦化行业协会发布公告，称近期受频频发生的煤矿事故以及运力紧张的影响，煤炭价格一路攀升，协会提出 12 月份焦炭价格每吨上调 50 元至 80 元。此前，河南地区焦化企业已经将焦炭出厂价上调。

与此同时，国际焦炭市场也出现了回暖迹象。据国际钢协统计，到 2009 年 10 月份，除中国以外国家的生铁产量已连续 6 个月呈回升态势，其中美国、德国、日本、乌克兰产量增长明显。截至 11 月下旬，全球因

金融危机关闭的 74 座高炉，已经有 40 座恢复生产。目前国外钢厂焦炭库存的总体水平不高，年底前都有补库存的需要，预计后期焦炭需求将继续回暖。

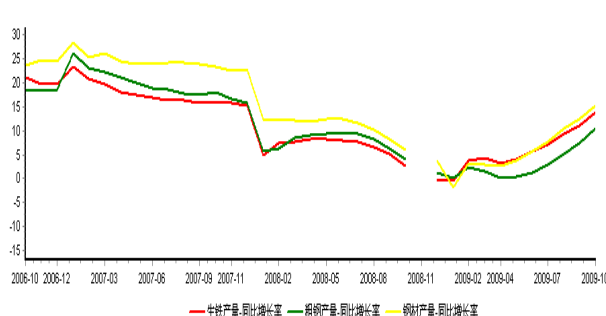


图 4 生铁、粗钢、钢材产量同比增长率
资料来源：WIND 英大证券



图 5 原煤、焦炭产量同比增长率
资料来源：WIND 英大证券

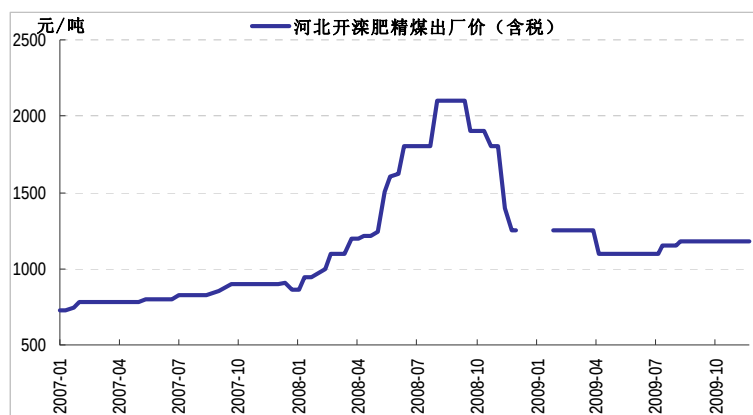


图 6 河北开滦肥精煤出厂价
数据来源：煤炭资源网 英大证券

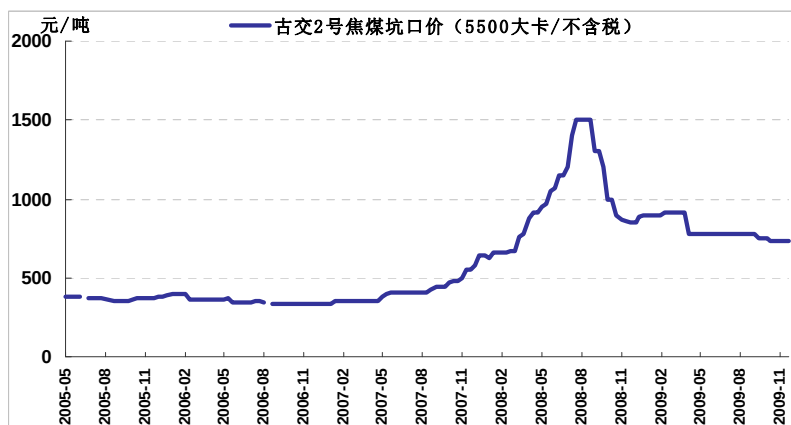


图 7 古交 2 号焦煤坑口价
数据来源：煤炭资源网 英大证券

据国际钢协统计，10 月份除中国以外国家生铁产量为 3467.6 万吨，同比下降 3.11%，但环比上涨 5.23%，连续 6 个月呈回升态势，其中美国、德国、日本、乌克兰产量增长明显。截至 11 月下旬，全球因金融危机关闭的 74 座高炉，已经有 40 座恢复生产。目前国外钢厂整体焦炭库存水平不高，年底前都有补库存需要。同时，台湾和东南亚部分钢厂明年一季度将有新高炉投产，目前正处在建立煤炭和焦炭库存，预计后期焦炭需求将继续回暖。

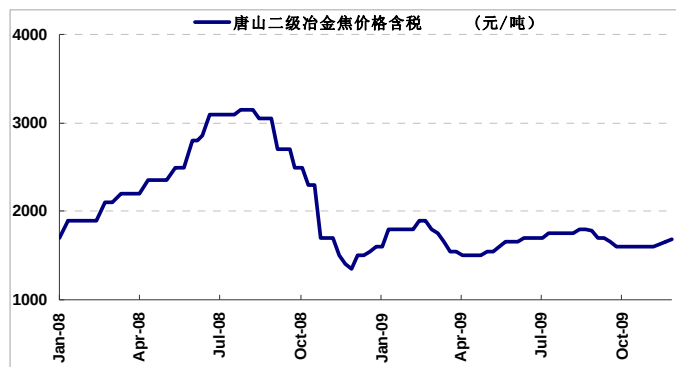


图8 唐山冶金焦炭含税价

数据来源：煤炭资源网 英大证券

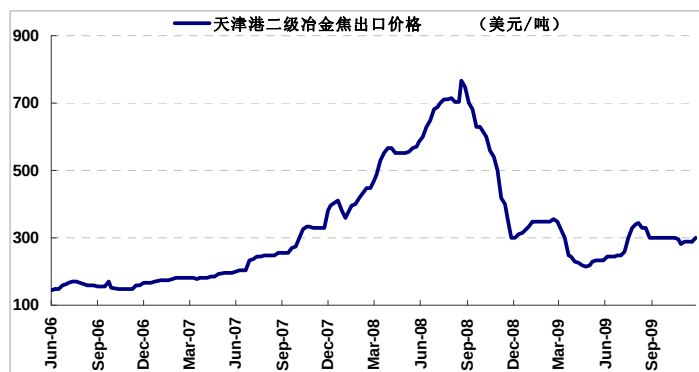


图9 天津港冶金焦炭出口价

数据来源：Bloomberg 英大证券

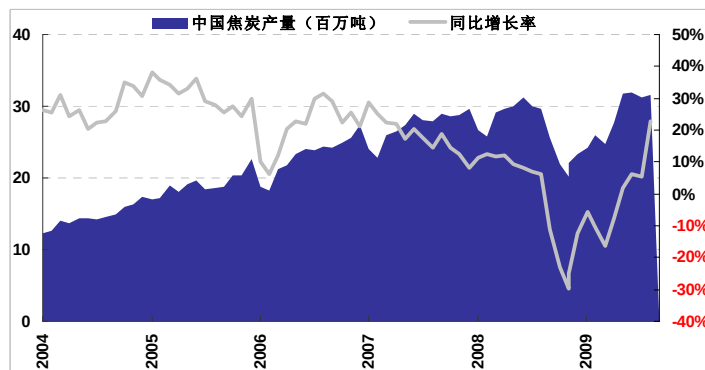


图10 中国焦炭产量及同比增长

数据来源：Bloomberg 英大证券

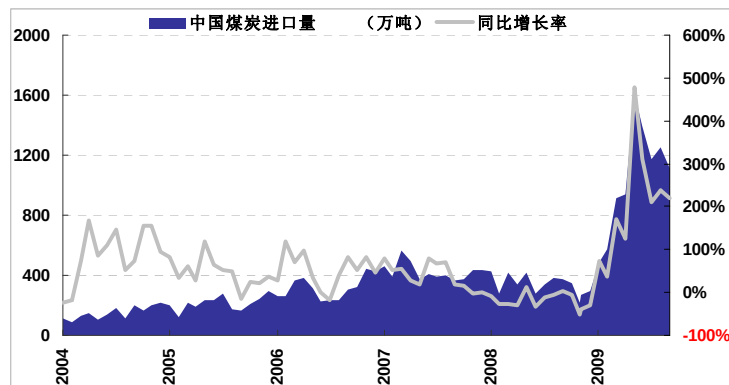


图11 中国煤炭出口量及同比增长

数据来源：CEIC 英大证券

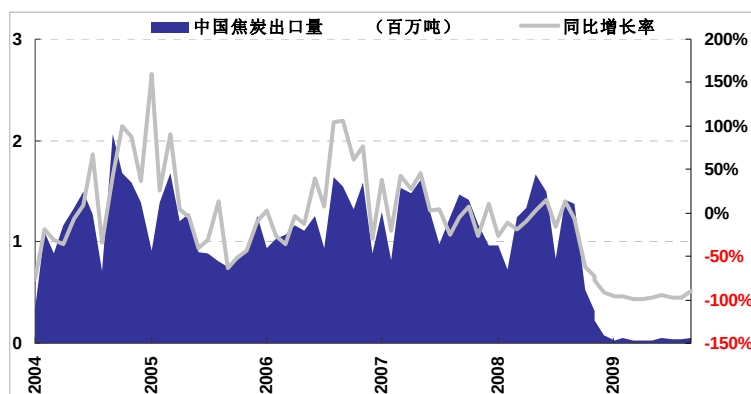


图 12 中国煤炭出口量及同比增长

数据来源：煤炭资源网 英大证券

九、投资策略

公司地处华北重要的炼焦焦煤基地、钢铁生产基地、焦炭煤炭的集散地，具有突出的资源优势、地域优势，公司目前煤化产业链条已经基本形成，伴随着钢铁行业回暖预期日益强烈，公司产能释放意愿将有所加强，有助于其整体业绩的恢复。

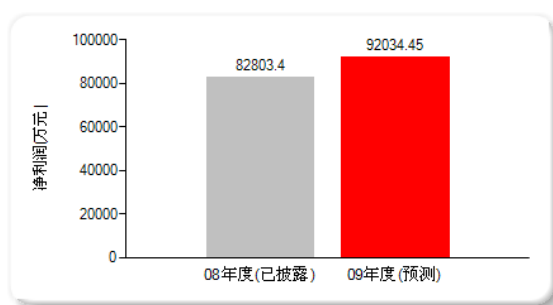


图 13 预计 09 年度净利润相比上年增长，增幅为 11.15%

资料来源：WIND 英大证券

按市盈率标准对比：美国煤炭股平均市盈率 30 倍，开滦 08 年预测市盈率仅为 20 倍左右。根据公司上半年业绩以及公司对第三季业绩预告情况，开滦股份 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.74、0.97、1.15 元。公司 2009、2010、2011 年动态市盈率分别为 20.13 倍、36.22 倍、23.41 倍，行业平均水平处于较低位置，总之，开滦股份在中国煤炭股中成为被低估股。

表 2 盈利预测综合值一览

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	3,171.10	5,475.21	9,401.43	9,112.46	10,739.07	12,114.46
增长率(%)	22.08	72.66	71.71	-3.07	17.85	12.81
归属母公司股东的净利润(百万元)	488.22	618.50	828.03	920.34	1,200.35	1,424.11
增长率(%)	22.43	26.68	33.88	11.15	30.42	18.64
每股收益-摊薄(元)	0.8700	1.1021	1.3413	0.7454	0.9722	1.1535
市盈率	31.03	24.50	20.13	36.22	27.77	23.41

资料来源：WIND 英大证券

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准