

开滦股份：2009 年受益于煤化工业务

2009 年年报点评

报告关键点：

- 2009 年年报符合预期
- 未来具有较强的成长性
- 维持“增持-A”的投资评级

报告摘要：

- 2009 年年报符合预期，公司公布了 2009 年年报，报告期内，公司实现营业收入为 109.7 亿元，同比增长 16.76%；实现利润总额为 11.7 亿元，同比增长 5.64%；实现归属于母公司股东的净利润 8.2 亿元，同比增长 1.42%；2009 年的每股收益为 0.67 元，符合我们前期的预测。
- 和其他煤炭上市公司比较，公司 2009 年业绩没有下降，主要的原因在于公司煤化工业务出现了增长，报告期内，公司煤炭收入同比下降 10.3%；而同期煤化工收入出现了 7.46% 的增长，由于煤化工的收入是煤炭收入的 2 倍左右，公司收入和利润出现了增长。
- 2010 年的增长来自于煤炭价格的上升，2009 年公司煤炭产量为 771 万吨，同比增长 2.8%，但是煤炭均价同比出现了 13% 的下降，由于炼焦煤价格在 2010 年初出现了明显的上涨，目前的价格和 2009 年均价相比，上涨了 20% 左右，我们判断未来炼焦煤价格将会稳中有升，在公司煤炭产量保持稳定的情况下，价格上涨是业绩的推动因素。
- 公司 2010 年参与山西省煤资源整合，通过参股泰瑞公司获得 700 万吨的权益产能，使得上市公司的产能同比增长 90% 左右，虽然具体的投产时间未定，但是已经大大拓展了公司未来的成长空间；同时，集团煤炭资产也具有注入的预期，目前集团煤炭的产能是上市公司的 3 倍左右，如果实行部分注入，短期内也将对公司业绩产生增厚。
- 我们预测 2010-2012 年，公司的每股收益分别为 1.07、1.18、1.35 元，虽然目前估值偏高，但考虑到公司的成长性，我们维持“增持-A”的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 30.00 元

期限： 3 个月 上次预测： 30.00 元

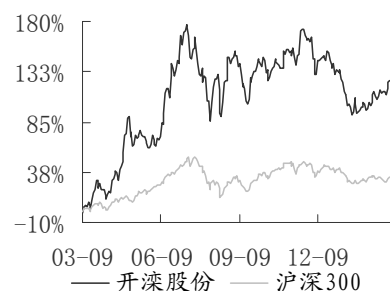
现价： 22.46 元

报告日期： 2010-03-30

市场数据

总市值(百万元)	27,730.01
流通市值(百万元)	16,093.92
总股本(百万股)	1,234.64
流通股本(百万股)	716.56
12 个月最高/最低	16.01/39.30 元
十大流通股股东(%)	30.28%
股东户数	148,489

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.92	(4.53)	84.73
绝对收益	7.72	(12.51)	116.55

研究员

李大刚

 021-68765917
 执业证书编号

高级行业分析师

 lidg@essence.com.cn
 S1450209060212

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,475.2	9,401.4	9,713.9	10,846.9	11,158.7
Growth(%)	72.7%	71.7%	3.3%	11.7%	2.9%
净利润	649.8	858.1	1,008.6	1,283.3	1,506.0
Growth(%)	26.7%	33.9%	-0.5%	60.6%	10.5%
毛利率(%)	25.8%	24.2%	24.5%	28.1%	30.1%
净利润率(%)	11.3%	8.8%	8.5%	12.2%	13.1%
每股收益(元)	0.50	0.67	0.67	1.07	1.18
每股净资产(元)	2.69	4.06	5.37	6.41	7.63
市盈率	47.1	35.2	35.4	22.0	19.9
市净率	8.8	5.8	4.4	3.7	3.1
净资产收益率(%)	19.6%	17.1%	15.2%	16.2%	16.0%
ROIC(%)	18.8%	19.2%	15.8%	16.1%	17.4%
EV/EBITDA	12.8	10.4	18.4	14.2	12.0
股息收益率	0.7%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

- 开滦股份：期待炼焦煤价格上涨
2009-10-28
- 开滦股份：区位优势显示价值
2009-08-03
- 开滦股份：利润下滑速度低于预期
2009-04-23

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,475.2	9,401.4	9,713.9	10,846.9	11,158.7	成长性					
减: 营业成本	4,065.3	7,130.5	7,332.2	7,796.4	7,796.4	营业收入增长率	72.7%	71.7%	3.3%	11.7%	2.9%
营业税费	72.7	108.5	145.7	162.7	167.4	营业利润增长率	31.2%	40.0%	15.3%	30.8%	17.2%
销售费用	106.8	143.1	291.4	325.4	334.8	净利润增长率	26.7%	33.9%	-0.5%	60.6%	10.5%
管理费用	309.6	584.1	582.8	705.0	725.3	EBITDA 增长率	40.5%	38.6%	4.4%	26.9%	14.6%
财务费用	113.1	192.9	147.9	165.2	147.8	EBIT 增长率	39.3%	43.7%	9.7%	28.9%	14.8%
资产减值损失	-0.4	107.2	-72.0	-	-	NOPLAT 增长率	44.5%	35.4%	11.8%	25.4%	14.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.3%	35.6%	23.3%	6.7%	6.0%
投资和汇兑收益	3.3	0.3	23.0	20.0	20.0	净资产增长率	18.7%	51.0%	32.5%	19.3%	19.0%
营业利润	811.3	1,135.5	1,308.8	1,712.1	2,007.0	利润率					
加: 营业外净收支	-9.2	-0.6	1.0	-1.0	1.0	毛利率	25.8%	24.2%	24.5%	28.1%	30.1%
利润总额	802.1	1,134.9	1,309.8	1,711.1	2,008.0	营业利润率	14.8%	12.1%	13.5%	15.8%	18.0%
减: 所得税	152.4	276.8	301.3	427.8	502.0	净利润率	11.3%	8.8%	8.5%	12.2%	13.1%
净利润	649.8	858.1	1,008.6	1,283.3	1,506.0	EBITDA/营业收入	22.0%	17.8%	18.0%	20.4%	22.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	16.9%	14.1%	15.0%	17.3%	19.3%
货币资金	1,123.2	2,670.2	2,823.0	4,213.8	5,481.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	224	160	168	170	179
应收帐款	51.5	715.5	85.2	95.1	97.8	流动营业资本周转天数	14	22	38	54	63
应收票据	677.5	641.7	1,197.6	1,337.3	1,375.7	流动资产周转天数	141	149	202	219	269
预付帐款	380.2	824.6	1,117.8	1,429.7	1,741.6	应收帐款周转天数	4	15	15	3	3
存货	303.7	381.1	502.2	534.0	534.0	存货周转天数	15	14	18	17	17
其他流动资产	0.0	0.0	-71.3	-69.1	-68.4	总资产周转天数	429	363	457	464	516
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	302	236	293	299	310
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	500.0	500.0	500.0	ROE	19.6%	17.1%	15.2%	16.2%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	7.3%	7.8%	8.5%	8.9%
固定资产	4,168.8	4,204.2	4,882.4	5,351.7	5,716.7	ROIC	18.8%	19.2%	15.8%	16.1%	17.4%
在建工程	198.8	1,771.2	1,362.7	1,117.6	1,030.6	费用率					
无形资产	239.3	439.4	439.5	439.5	439.6	销售费用率	2.0%	1.5%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	99.4	83.8	99.2	97.3	96.2	管理费用率	5.7%	6.2%	6.0%	6.5%	6.5%
资产总额	7,242.3	11,731.8	12,938.2	15,047.0	16,945.6	财务费用率	2.1%	2.1%	1.5%	1.5%	1.3%
短期债务	916.0	1,461.0	1,500.0	2,100.0	2,400.0	三费/营业收入	9.7%	9.8%	10.5%	11.0%	10.8%
应付帐款	787.8	2,253.2	1,410.2	1,499.5	1,499.5	偿债能力					
应付票据	211.3	173.0	401.8	427.2	427.2	资产负债率	54.2%	57.3%	48.7%	47.4%	44.4%
其他流动负债	386.6	915.3	405.3	504.7	594.2	负债权益比	118.3%	134.2%	95.0%	90.0%	79.8%
长期借款	1,616.2	1,882.0	2,582.0	2,582.0	2,582.0	流动比率	1.10	1.09	1.52	1.66	1.86
其他非流动负债	7.4	37.3	3.1	14.5	17.6	速动比率	0.97	1.00	1.39	1.55	1.75
负债总额	3,925.1	6,721.8	6,302.4	7,127.8	7,520.4	利息保障倍数	8.17	6.89	9.85	11.36	14.58
少数股东权益	324.4	698.0	882.4	842.1	885.2	分红指标					
股本	561.2	617.3	1,234.6	1,234.6	1,234.6	DPS(元)	0.16	0.23	-	-	-
留存收益	2,431.5	3,694.7	4,518.9	5,842.5	7,305.4	分红比率	31.8%	33.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,317.1	5,010.0	6,635.9	7,919.2	9,425.2	股息收益率	0.7%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	649.8	858.1	1,008.6	1,283.3	1,506.0	EPS(元)	0.50	0.67	0.67	1.07	1.18
加: 折旧和摊销	287.0	349.5	288.7	338.0	383.5	BVPS(元)	2.69	4.06	5.37	6.41	7.63
资产减值准备	-0.4	107.2	-72.0	-	-	PE(X)	47.1	35.2	35.4	22.0	19.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.8	5.8	4.4	3.7	3.1
财务费用	45.2	113.1	192.9	147.9	165.2	P/FCF	-	79.2	-43.2	21.7	24.3
投资收益	-3.3	-0.3	-23.0	-20.0	-20.0	P/S	5.3	3.1	3.0	2.7	2.6
少数股东损益	31.3	30.1	184.4	-40.3	43.1	EV/EBITDA	12.8	10.4	18.4	14.2	12.0
营运资金的变动	-1.0	143.5	-862.3	-270.1	-261.1	CAGR(%)	25.5%	20.6%	14.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,018.6	1,632.7	672.2	1,456.1	1,799.4	PEG	1.8	1.7	2.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,187.7	-1,946.4	-1,008.1	-511.1	-611.1	ROIC/WACC	2.0	2.1	1.7	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	275.6	1,861.7	620.0	434.8	152.2	REP	1.4	1.2	2.1	1.9	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034