

开滦股份（600997）

煤炭行业

— 拓展焦化项目，增强产业发展空间

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	16.38	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

公司今天发布公告，与承钢集团签订《焦化项目合作意向书》。

结论：

向焦化、煤化产业链延伸将提升公司抗风险能力，公司的竞争优势未来更加显著。基于公司煤炭产业业绩稳健增长，焦炭业务未来盈利能力弹性较大，有望大幅提升，我们维持公司“推荐”投资评级。

正文：

2010 年 5 月 14 日，开滦股份（600997）与承德钢铁集团有限公司（以下简称“承钢集团”）在河北省承德市签订《焦化项目合作意向书》，拟以承钢集团现有已建成投产的焦化厂一期工程（2 座 4.3 米顶装焦炉）和在建焦化二期工程（2 座 6 米顶装焦炉）为基础，共同投资组建合资公司，建设并运营上述焦化项目。《焦化项目合作意向书》主要条款如下：

一、合资范围。1、已建成投产的承钢集团焦化厂一期工程。2 座 4.3 米顶装焦炉、煤气净化、废水处理等全部工艺、焦化独立使用的公辅配套设施、在建干熄焦工程以及土地等。2、在建承钢集团焦化厂二期工程。2 座 6 米顶装焦炉、煤气净化、干熄焦、废水处理、煤场等全部工艺、焦化独立使用的公辅配套设施以及土地等。3、由合资公司建设三期焦化项目。

二、合资公司股权比例。公司占合资公司注册资本的股权比例为 51%，承钢集团占合资公司注册资本的股权比例为 49%。

三、炼焦煤的保障。公司保证公司和/或公司的关联公司按照市场价格向合资公司供应合资公司生产所需的炼焦煤总量的 30%以上，同时合资公司保证按照市场价格从公司和/或公司的关联公司采购生产所需的炼焦煤总量的 30%以上。

四、焦炭销售。承钢集团保证采购合资公司生产的全部焦炭产品，同时合资公司保证向承钢集团供应合资公司生产的全部焦炭产品，上述购销行为应按照优质优价的市场化原则进行。

五、煤焦油、粗苯。公司保证公司和/或公司的关联公司按照市场价格采购合资公司生产的全部煤焦油和粗苯，同时合资公司保证按照市场价格向公司和/或公司的关联公司供应全部煤焦油和粗苯。

公司以煤炭资源扩张和煤化工产业链条延深为工作重点，稳步提升煤炭产能和规模，强化煤化工项目建设和运营，实现了公司生产经营的稳定发展。在煤炭业务方面，公司在实现安全生产自然年的基础上，实现了煤炭的稳产超产。同时，推进国内外煤炭资源开发，加快山西介休倡源煤炭有限责任公司矿井改扩建和加拿大 Gething 煤田勘探步伐，提高公司煤炭

2010 年 5 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	38.86/16.38
上证指数/深圳成指	2559.93/9731.72
50 日均成交额(百万元)	218.80
市净率(倍)	4.05
股息率	0.61%

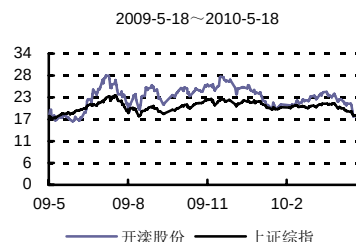
基础数据

流通股(百万股)	716.56
总股本(百万股)	1234.64
流通市值(百万元)	11737.24
总市值(百万元)	20223.40
每股净资产(元)	4.04
净资产负债率	153.20%

股东信息

大股东名称	开滦(集团)有限责任公司
持股比例	56.73%

52 周行情图



相关研究报告

《开滦股份（600997）年报点评：煤化产业链延伸提升抗风险能力》，2010-3-31

联系方式

研究员：	周海鸥
执业证书编号：	S0020208060732
电 话：	021-51097188-1803
电 邮：	zhouhaiou@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路179号（230001）

资源储备。2009 年公司生产原煤 771.22 万吨，与 2008 年相比增长了 2.83%；生产精煤 291.96 万吨，与 2008 年相比增长 17.15%，对外销售精煤 235.57 万吨，与 2008 年相比增长 27.58%。在煤化工业务方面，公司京唐港焦化二期及配套项目投产运营，公司煤化工产业已形成一定规模。公司与北京化工大学等科研单位和高等院校合作，成立煤化工研发中心，积极致力于自主知识产权技术研发。公司在实现煤化工上下游企业强强联合和一体化经营模式的基础上，加快行业内的资产重组，力求实现公司煤化工业务规模有效扩张，强化公司的抗风险能力和盈利能力。2009 年公司生产焦炭 395.14 万吨，销售焦炭 393.67 万吨，与上年相比分别增长 29.52%、29.80%；生产甲醇 17.37 万吨，销售甲醇 17.26 万吨，与上年相比分别增长 185.69%、178.39%；生产纯苯 4.02 万吨。

公司竞争优势有望进一步提升。①公司肥煤储量丰富，品种优良。公司煤种为肥煤，是我国煤炭资源的稀缺品种。公司两座矿井的煤炭品种分类都属于低灰、中高挥发分、特高发热量、特强粘结性的优质肥煤，是享誉国内外的名牌煤种。目前公司所属两矿按核定生产能力还可以开采 40 多年。②突出的区位优势。③上下游产业一体化经营优势。公司已经形成从煤炭开采、煤炭洗选到焦炭及煤化工产品加工的产业链。目前，两矿业分公司具有 800 万吨的原煤生产能力，每年生产精肥煤接近 300 万吨，为公司下游煤化工建设提供原料保障。公司煤化工产业已形成一定规模，下一步将继续建设 15 万吨/年己二酸项目和甲醇下游 6 万吨/年聚甲醛项目，进一步延深煤化工产业链，实现产业的有效扩张。公司采取上下游一体化发展模式，通过利用自身的资源优势，向下游延伸至焦炭，最终发展精细化工产品，提高资源的利用效率，大幅提升产品附加值。④煤化工园区规模化循环经济优势。

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 2010 年达到 5000 万吨。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。

公司估值弹性较大，有进一步上升潜力。虽然房地产市场发展放慢对钢铁行业，最终对焦炭、焦煤行业会产生不利的影响，但是通过煤炭主营业务产能的扩张，以及向下游的拓展，将很大程度上将这些不利的因素弱化。我们预计公司 2010-2011 年净利润同比增长率分别为 30%、39%，EPS 分别为 0.87 元、1.21 元，相应动态市盈率分别为 18 倍、13 倍。基于公司焦炭业务未来盈利能力有望继续提升，业绩弹性较大，而煤炭业务业绩稳健、增长，我们维持开滦股份（600997）“推荐”的投资评级。

附表：公司财务报表与指标一览表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5158	6319	8302	10677	营业收入	10977	13500	18000	22000
现金	1995	2516	3238	4455	营业成本	8833	10750	14300	17500
应收账款	160	471	506	669	营业税金及附加	86	108	154	182
其它应收款	12	12	17	20	营业费用	152	193	255	313
预付账款	226	596	651	855	管理费用	567	675	910	1108
存货	789	796	1096	1354	财务费用	184	280	309	325
其他	1976	1928	2794	3323	资产减值损失	-27	0	-9	-6
非流动资产	8278	9517	10494	11518	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	2	2	3	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	7253	8637	9728	10668	营业利润	1182	1495	2082	2579
无形资产	502	619	728	830	营业外收入	4	4	4	4
其他	519	259	36	17	营业外支出	11	9	10	9

资产总计	13436	15836	18796	22194
流动负债	4879	5610	6443	7424
短期借款	1476	1471	1473	1472
应付账款	1537	2509	3060	3870
其他	1866	1630	1910	2082
非流动负债	2770	3444	4176	4889
长期借款	2750	3417	4152	4864
其他	20	27	24	25
负债合计	7648	9054	10619	12312
少数股东权益	795	841	904	983
股本	1235	1235	1235	1235
资本公积	976	976	976	976
留存收益	2706	3654	4987	6613
归属母公司股东权益	4993	5940	7273	8899
负债和股东权益	13436	15836	18796	22194

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	220	2016	2161	2980
净利润	860	1117	1557	1930
折旧摊销	488	606	745	878
财务费用	184	280	309	325
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-1329	-49	-448	-180
其它	18	62	-1	28
投资活动现金流	-1820	-1838	-1723	-1900
资本支出	1817	1718	1608	1792
长期投资	-3	-2	0	0
其他	-6	-122	-115	-109
筹资活动现金流	923	344	284	138
短期借款	15	-5	2	-1
长期借款	868	667	734	712
普通股增加	617	0	0	0
资本公积增加	-600	0	0	0
其他	23	-318	-452	-574
现金净增加额	-676	521	722	1217

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10977	13500	18000	22000
同比(%)	17%	23%	33%	22%
归属母公司净利润	823	1071	1494	1851
同比(%)	1%	30%	39%	24%
毛利率(%)	19.5%	20.4%	20.6%	20.5%
ROE(%)	16.5%	18.0%	20.5%	20.8%

利润总额	1175	1490	2076	2573
所得税	315	372	519	643
净利润	860	1117	1557	1930
少数股东损益	37	46	63	79
归属母公司净利润	823	1071	1494	1851
EBITDA	1854	2381	3136	3782
EPS(元)	0.67	0.87	1.21	1.50

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.8%	23.0%	33.3%	22.2%
营业利润	6.2%	26.4%	39.3%	23.9%
归属于母公司净利润	1.4%	30.2%	39.5%	23.9%
获利能力				
毛利率	19.5%	20.4%	20.6%	20.5%
净利率	7.5%	7.9%	8.3%	8.4%
ROE	16.5%	18.0%	20.5%	20.8%
ROIC	16.5%	18.7%	21.9%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	56.9%	57.2%	56.5%	55.5%
净负债比率	58.85%	58.01%	56.56%	54.36%
流动比率	1.06	1.13	1.29	1.44
速动比率	0.90	0.98	1.11	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.92	1.04	1.07
应收账款周转率	24	41	35	36
应付账款周转率	5.17	5.31	5.14	5.05
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.21	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	1.63	1.75	2.41
每股净资产(最新摊薄)	4.04	4.81	5.89	7.21
估值比率				
P/E	24.57	18.88	13.53	10.93
P/B	4.05	3.40	2.78	2.27
EV/EBITDA	13	10	8	6

每股收益(元)	0.67	0.87	1.21	1.50
P/E	24.57	18.88	13.53	10.93
P/B	4.05	3.40	2.78	2.27
EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源: WIND、国元证券研究中心整理、预测

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

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 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
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 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn