

增 持 维 持
开滦股份（600997）
2010 年 8 月 12 日

煤炭资产注入可待

2010 年 8 月 11 日股价：15.73 元
未来 6 个月目标价位：18.75 元

煤炭行业核心分析师：韩振国

SAC 执业证书编号：S0850200010364

zghan@htsec.com

021-23219400

煤炭行业助理分析师：刘惠莹

SAC 执业证书编号：S0850209090680

liuhy@htsec.com

021-23219441

主要内容：

2010 年上半年公司实现营业收入 71.54 亿元，同比增长 77.45%；归属于母公司股东的净利润 4.21 亿元，同比增长 4.19%，每股收益 0.34 元，略低于我们预期。公司煤炭产量小幅增长，焦炭产销量均有超过 40% 的增长。煤化工营业收入翻番，但利润贡献仍较低。期间费用率控制良好，业绩增长主要依赖于煤炭。

公司煤焦化产品上下游一体，竞争优势比较明显。预计下半年焦炭产销量会延续良好增长态势，而其他焦化产品陆续投产也将有所贡献，在行业走好态势下，业绩向好弹性较大。随着山西介休煤炭资源整合的逐步完成，加拿大盖森煤田和墨玉河北部煤田煤炭项目的陆续开发，未来煤炭对业绩贡献将有更大提升。值得关注的是开滦集团煤炭资源非常丰富，上市公司有望得到更多支持，成熟煤矿注入预期增强，公司未来煤炭扩张增长潜力巨大。考虑到资产注入仍需时间等待，目前暂维持“增持”的投资评级，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.80 元、1.01 元、1.16 元，6 个月目标价位 18.75 元。

2010 年上半年 EPS 为 0.34 元，业绩同比略增。上半年公司实现营业收入 71.54 亿元，同比增长 77.45%；归属于母公司股东的净利润 4.21 亿元，同比增长 4.19%，每股收益元 0.34 元。虽然煤化工营业收入翻番，但因其营业利润率较低，业绩增长仍主要依赖于产销量增长空间不大的煤炭产品。

煤炭产量小幅增长，煤炭价格同比上涨 15%。上半年公司生产原煤 408.94 万吨，与上年同期相比增长了 5.57%；生产精煤 158.71 万吨，与上年同期相比增长了 12.27%，对外销售精煤 91.09 万吨，与上年同期相比减少 14.97%。公司原煤洗选之后的精煤回收率时高时低，使得精煤销售数量波动加大。公司本部现有两个煤矿产量增长空间已十分有限，不考虑煤矿资产注入，今后煤炭产量的增长，主要依赖收购的山西省以及加拿大煤矿发挥产能（参见表 1）。年初以来公司精焦煤价格高位走稳，同比去年已有 15% 左右的增长（参见图 1）。

表 1 公司煤炭资源情况

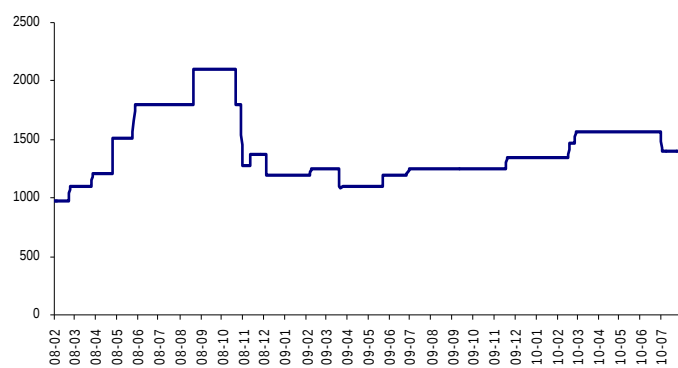
矿井名称	煤种	权益(%)	可采储量 (万吨)	核定产能(万吨)	2009(万吨)	2010E(万吨)	2011E(万吨)
范各庄矿	肥煤	100%	19597	450	450	450	450
吕家坨矿	肥煤	100%	24404	330	320	330	330
介休倡源金山坡矿	焦煤	41%	5700	90	0	50	90
加拿大盖森煤田	主焦煤、肥煤 1/3 焦煤	51%	25500	200	0	0	10
加拿大墨玉河北部煤田	炼焦煤	51%		300	0	0	10
合计				1070	770	830	890

资料来源：海通证券研究所

焦炭产销量均有超过 40% 的增长。上半年公司生产焦炭 253.4 万吨，销售焦炭 245.62 万吨，与上年同期相比分别增长 48.95%、42.80%。公司旗下迁安中化（220 万吨，股权比例 49.82%）一二期已经完全达产，三期 110 万吨/年焦炭项目也已进入烘炉阶段；中润化工一二期 200 万吨（公司股权比例 94.08%）已经达产，合计产能达到 530 万吨左右；此外

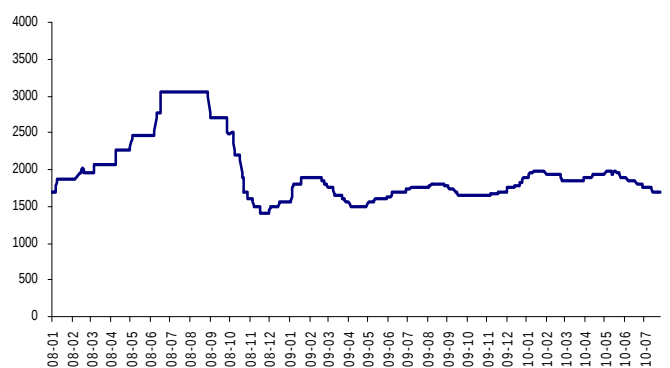
公司对佳华的产能整合,焦炭产能有望达到 940 万吨。未来公司的焦炭产量还会保持稳定增长。年初以来国内焦炭价格保持相对稳定(参见图 2),公司焦炭价格也随行就市。

图 1 河北开滦十级焦煤价格(元/吨)



资料来源:煤炭资源网、海通证券研究所

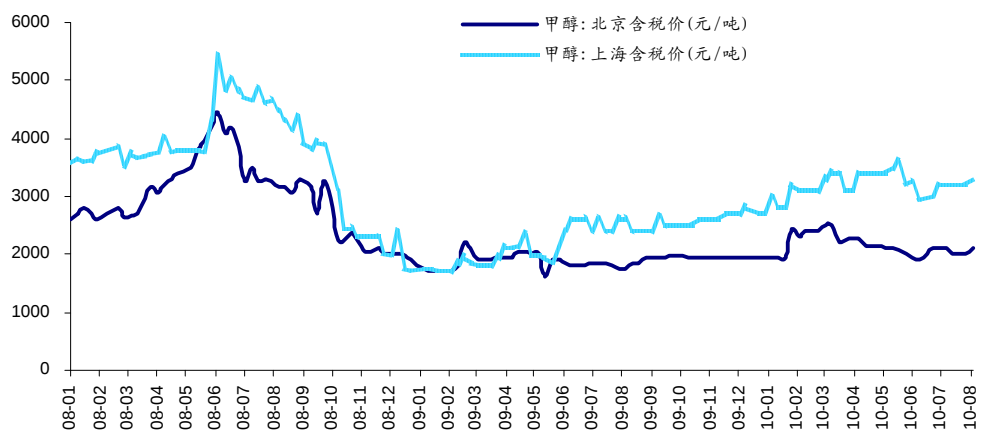
图 2 河北唐山二级冶金焦炭价格(元/吨)



资料来源:煤炭资源网、海通证券研究所

其他煤化工产品产销量有明显增长,煤化工产业链逐渐完善。上半年公司生产甲醇 11.47 万吨,销售甲醇 12.03 万吨,与上年同期相比分别增长 82.93 %、93.72 %;生产纯苯 3.80 万吨。公司 30 万吨/年焦油加工项目、京唐港 200 万吨/年焦化二期项目、20 万吨/年焦炉煤气制甲醇二期工程项目、200 万吨/年焦化一期干熄焦节能改造项目、10 万吨/年粗苯加氢精制项目将陆续投产,未来煤化工产品的产销量会明显增加。上半年,煤化工产品的营业利润率为 3.55%,同比去年增长 6.98%,实现税前毛利润 6137 万元左右。公司下半年将继续向产业链下游延伸,公司设立的全资子公司唐山中浩化工有限公司,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,这将进一步延伸煤化工产业链。随着甲醇等价格的回暖(参见图 3),煤化工产品在 2010 年将有更大的利润贡献。

图 3 甲醇北京上海地区含税价(元/吨)



资料来源:EDB、海通证券研究所

期间费用率控制良好。上半年,公司期间费用合计 5.29 亿元,同比去年的 3.86 亿元增长 37.05%,明显小于营业收入 77.45% 的增幅。期间费用合计增长较多,主要是因为焦炭与其他煤化工产品的产销量增加、公司费用化的利息支出增加及短期融资券利息增加。2010 年上半年公司期间费用率 7.39%,同比去年上半年的 9.57% 下降了 22.74 个百分点。公司期间费用管理良好。

煤炭是未来利润的主要贡献,煤炭规模的快速扩张有赖于集团的资产注入。今年煤炭增量主要来自山西介休倡源公司,煤炭产能为 90 万吨/年,预计 2010 年能贡献至少 50 万吨产量。2010 年 3 月,公司与义棠煤业、山西安泰集团股份有限公司和山西介休市国有资产经营公司签署协议,向山西介休泰瑞煤炭资产经营有限公司增资,增资完成后持有泰瑞公司 48% 的权益比例。泰瑞公司是介休市煤炭资源整合的主要力量,预计将整合介休市 29 座煤矿,其产量释放预计在 2011 年下半年以后。2010 年 8 月 11 日,公司公告将开发加拿大盖森煤田 200 万吨项目和墨玉河北部煤田 300 万吨项目,预计其贡献主要在 2012 年后。开滦集团拥有丰富的煤炭资源,15 个生产矿井预计 2010 年产量可达 5000 万吨左右,主要

包括开平煤田、蔚县蓟玉煤田，以及新疆、内蒙古等地的煤炭资源，仅河北省内成熟煤矿的煤炭产量即超过上市公司煤炭产量的两倍以上。公司规模快速扩张有赖集团资产注入，开滦整体上市仍需时间等待，一旦公司获得成熟煤炭资产注入，主业煤炭产能及经营业绩都将得到迅速提升。

预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.01 元、1.16 元。我们预计 2010 年下半年焦煤价格会维持稳定，公司煤炭产销量还会保持一定增长。煤化工业务规模不断扩大，相对于单纯的焦化公司，具有煤焦化一体完整产业链的开滦股份资源优势更明显，业绩向上弹性较大。集团的支持和资产注入值得期待，这将成为公司获得快速发展的重要推动力。考虑到资产注入仍需时间等待，我们暂维持“增持”的投资评级，预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.01 元、1.16 元，6 个月的目标 18.75 元。

表 2 公司业绩分析和预测

	2009-1H	2010-1H	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入（万元）	403174	715441	1097671	1445841	1678942	1852656
营业收入（万元）	403174	715441	1097671	1445841	1678942	1852656
二、营业总成本（万元）	344780	658751	979524	1311328	1515005	1667102
营业成本（万元）	302060	598343	883278	1196016	1385605	1523613
营业税金及附加（万元）	4544	5309	8648	9911	10690	11423
销售费用（万元）	5699	8093	15246	17842	19350	20211
管理费用（万元）	24706	32049	56659	59183	67178	76178
财务费用（万元）	8184	12764	18379	23963	26522	28301
资产减值损失（万元）	-414	2192	-2687	4413	5660	7376
三、其他经营收益（万元）	0	30	78	91	95	103
四、营业利润（万元）	58394	56721	118226	134604	164032	185657
加：营业外收入（万元）	167	419	393	785	805	935
减：营业外支出（万元）	507	234	1132	833	1165	1730
五、利润总额（万元）	58054	56906	117486	134556	163672	184862
减：所得税（万元）	16037	13664	31510	32690	35251	37692
六、净利润（万元）	42017	43242	85976	101866	128421	147170
减：少数股东损益（万元）	1603	1132	3673	3095	3722	3952
归属母公司净利润（万元）	40414	42110	82303	98771	124699	143218
七、每股收益(元)	0.33	0.34	0.67	0.80	1.01	1.16
总股本（万股）	123464	123464	123464	123464	123464	123464

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业核心分析师

刘惠莹：煤炭行业助理分析师

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份、昊华能源、山煤国际、冀中能源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。