

强烈推荐-A (维持)

开滦股份 600997.SH

当前股价: 22.48 元

2011 年 1 月 6 日

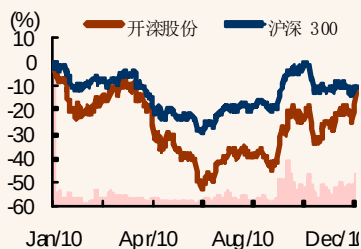
提价和资产注入预期将成估值提升两大催化剂

基础数据

上证综指	2839
总股本 (万股)	123464
已上市流通股 (万股)	71656
总市值 (亿元)	278
流通市值 (亿元)	161
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	15.2
资产负债率	58.4%
主要股东	开滦(集团)有限责任公司
主要股东持股比例	56.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	80	-10
相对表现	16	54	1



相关报告

1、《开滦股份 (600997) - 关注集团资产注入和化工板块盈利改善》
2010/11/9

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

公司 1 月 1 日起上调肥精煤长协价 102 元/吨, 预计增厚 EPS0.12 元。同时信达与冀中股权置换问题的解决也使开滦集团与信达的股权问题进而集团整体上市看到了曙光。提价和资产注入预期将成为估值提升的催化剂。维持强烈推荐评级。

- **开滦股份发布提价公告, 自 2011 年 1 月 1 日起, 肥精煤长协户价格提高 102 元/吨(不含税), 由 1282 元/吨上调到 1384 元/吨(不含税)。**我们测算, 此次肥精煤价格上调后, 公司本部煤炭综合售价大约上涨 7%。
- **提价增厚 11 年 EPS 大约 0.12 元。**我们测算, 此次提价大约增加公司 11 年销售收入 3.5 亿元, 增厚 EPS 大约 0.12 元。
- **近期炼焦煤公司开始交替提价, 我们判断主要是国内外共同导致的供求紧张所致, 而且未来仍有上调可能。**
 - 在完成十一五节能减排任务后, 关停钢厂陆续复产, 焦煤需求增加明显。
 - 国内供给相对紧张: 一方面, 临近春节, 小矿放假停产较多, 对于小矿供给占比较大的炼焦煤供给影响明显; 另一方面, 铁路为保电煤运输可能挤占部分炼焦煤运力, 影响有效供给。
 - **突发和季节因素导致国际焦煤供给持续紧张, 我国进口或受影响:** 澳大利亚昆士兰州是重要的炼焦煤产区, 其近期持续的洪水严重影响了当地煤矿生产, 而从目前情况看, 恢复生产尚需时日; 而亚太地区炼焦煤另一主要产地蒙古目前正处严冬, 生产也受到较大影响。
 - **未来焦煤价格走势影响因素:** 一是两节过后供给和运输制约因素解除; 二是届时钢铁旺季也将来临; 三是国际炼焦煤供给紧张, 价格可能继续走高。我们判断, 内外因素都将对炼焦煤价形成支撑, 未来仍有上调可能。
- **煤企与信达股权问题破冰, 集团资产注入迎来曙光:**
 - 集团煤炭资源丰富, 除了成熟的唐山和蔚州矿区外, 在新疆、内蒙等地预计可获得资源量合计超过 90 亿吨。由于新疆等地资源基本处于探矿或者筹备阶段, 因此, 在集团的可注入资产中, 唐山和蔚州矿区煤矿条件最成熟。两矿区可采储量接近 15.4 亿吨, 是上市公司权益可采储量的 2.8 倍。10 年产量预计约为 2200 万吨, 是上市公司权益产量的 2.7 倍。
 - 集团积极推进资产注入, 信达的股权问题基本是最后的障碍。近期冀中能源集团与信达资产进行股权置换, 成为解决煤炭企业这一棘手问题的破冰之举, 可能成为其他煤企解决这一问题的重要参考。这也使我们看到了开滦集团资产注入向前推进的曙光。
- **盈利预测:** 我们预计 10 年 EPS 为 0.7 元, 不考虑未来继续提价, 预计 11 年~12 年 EPS 分别为 0.86 元和 0.9 元, 同比增长 5%、22%和 5%。公司资产注入迎来曙光, 煤炭产能或将跳跃增长; 煤价预期继续上涨, 业绩提升仍有空间。建议投资者积极关注, 维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示:** 资产注入进展慢于预期; 宏观调控影响行业估值水平。

附表 1: 公司既有煤矿产量预测

亿吨/万吨	地质储量	可采储量	核定能力	2010E	2011E	2012E	2013E
范各庄	3.04	1.94	450	480	480	480	480
吕家沱	3.64	2.43	300	320	320	320	320
本部小计	6.68	4.37	780	800	800	800	800
金山坡煤矿 (41%)	0.57	0.57	90	40	70	90	90
开滦德华盖森煤田 (51%)	2.55	1.83	300				100
开滦冀华墨玉河北部煤田 (51%)	11.8		500				
煤炭产量合计	21.6	6.77	1670	840	870	890	990
权益合计	14.2	5.5		816	829	837	888

资料来源: 公司公告、招商证券研发整理

附表 2: 集团唐山矿区和蔚州矿区煤矿情况 (上市公司煤矿除外)

单位: 万吨	资源储量	可采储量	2010E	
唐山矿区				
赵各庄矿业	5565	2921		
林西矿业	14920	612		
林南仓矿业	27323	10668		
唐山矿业	36568	13036		赵各庄、荆各庄和林西矿业为枯竭矿井, 10 年产量预计 300 万吨, 其他四矿产量合计 1300 万吨左右
荆各庄矿业	6537	3443		
钱家营矿业	93129	60032		
东欢坨矿业	63197	11608		
唐山小计	247240	102320	1600	
蔚州矿业				
崔家寨矿	31316	14968		
单侯矿	31025	14578		
南留庄	3002	690		
西细庄	1179	223		
郑沟湾	150	66		
北阳庄	33319	21600		建设中, 设计产能 180 万吨
蔚州小计	99992	52125	600	
合计	347232	154444	2200	

资料来源: 公司公告、招商证券研发整理

附表 2: 公司主要煤炭产品产量、销量及价格

	2006A	2007A	2008A	2009	201006
煤炭产量 (万吨)	746	751	750	771	409
其中: 精煤	264	258	249	292	159
煤炭销量 (万吨)	472	485	399	466	245
其中: 精煤	272	250	247	236	91
综合售价 (元/吨)	436	471	864	817	939
其中: 精煤	646	703	1220	1128	1158

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 4: 煤炭业务

	2005	2006	2007	2008	2009	200906	201006
煤炭产量 (万吨)	692	746	751	750	771	387	409
煤炭销量 (万吨)	445	472	488	488	463	213	245
煤炭综合售价 (元/吨)	427	436	468	708	822	723	939
煤炭销售成本 (元/吨)	216	217	264	370	501	403	576
煤炭毛利 (元/吨)	211	219	204	338	321	320	363
煤炭毛利率	49%	50%	44%	48%	39%	39%	39%
按产量算吨煤净利 (元/吨)	51	64	87	112	111	108	106

资料来源: 公司公告, 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5233	5158	6010	6756	7794
现金	2670	1995	1175	1582	2482
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	642	1976	2435	2827	2834
应收款项	711	160	596	513	570
其它应收款	5	12	678	592	649
存货	381	789	1111	1224	1240
其他	825	226	15	18	18
非流动资产	6499	8278	8272	7880	7522
长期股权投资	0	4	3	3	3
固定资产	4204	7253	7690	7717	7398
无形资产	439	502	452	407	366
其他	1855	519	127	(247)	(246)
资产总计	11732	13436	14282	14636	15315
流动负债	4802	4879	5743	5654	5489
短期借款	1461	1476	100	100	100
应付账款	1883	1537	2928	2918	3055
预收账款	79	147	213	232	236
其他	1380	1719	2502	2403	2098
长期负债	1919	2770	1976	1474	1274
长期借款	1882	2750	1950	1450	1250
其他	37	20	26	24	24
负债合计	6722	7648	7719	7127	6764
股本	617	1235	1235	1235	1235
资本公积金	1576	1052	1052	1052	1052
留存收益	2118	2706	3439	4337	5275
少数股东权益	698	795	837	885	990
母公司所有者权益	4312	4992	5726	6623	7561
负债及权益合计	11732	13436	14282	14636	15315

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1633	220	2210	2156	2276
净利润	828	823	862	1056	1104
折旧摊销	0	0	956	988	966
财务费用	0	0	148	192	110
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	45	(129)	(2)
其它	805	(603)	199	49	98
投资活动现金流	(1946)	(1820)	(1101)	(600)	(600)
资本支出	0	0	(1100)	(600)	(600)
其他投资	(1946)	(1820)	(1)	0	(0)
筹资活动现金流	1862	923	(1928)	(1151)	(775)
借款变动	0	0	(1651)	(800)	(500)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(129)	(158)	(166)
其他	1862	923	(148)	(192)	(110)
现金净增加额	1548	(677)	(819)	406	901

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9401	10977	17054	18217	18762
营业成本	7131	8833	14353	15044	15484
营业税金及附加	108	86	144	160	169
营业费用	143	152	322	378	412
管理费用	584	567	805	898	909
财务费用	193	184	148	192	110
资产减值损失	107	(27)	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	1136	1182	1282	1543	1677
营业外收入	3	4	0	0	0
营业外支出	4	11	1	1	1
利润总额	1135	1175	1281	1542	1676
所得税	277	315	376	438	468
净利润	858	860	905	1104	1208
少数股东损益	30	37	42	48	105
母公司所有者净利润	828	823	862	1056	1104
EPS (元)	1.34	0.67	0.70	0.86	0.90

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	72%	17%	55%	7%	3%
营业利润	40%	4%	8%	20%	9%
净利润	34%	-1%	5%	22%	5%
获利能力					
毛利率	24.2%	19.5%	15.8%	17.4%	17.5%
净利率	8.8%	7.5%	5.1%	5.8%	5.9%
ROE	19.2%	16.5%	15.1%	15.9%	14.6%
ROIC	11.2%	9.7%	10.7%	13.0%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	56.9%	54.0%	48.7%	44.2%
净负债比率	34.0%	33.5%	20.0%	14.0%	10.1%
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.2	1.4
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.2	1.2	1.2
存货周转率	27.5	18.8	17.9	15.6	15.2
应收帐款周转率	24.8	25.2	45.1	32.9	34.6
应付帐款周转率	5.4	5.2	6.4	5.1	5.2
每股资料(元)					
每股收益	1.34	0.67	0.70	0.86	0.90
每股经营现金	2.64	0.18	1.79	1.75	1.84
每股净资产	6.99	4.04	4.64	5.36	6.12
每股股利	0.17	0.08	0.10	0.13	0.13
估值比率					
PE	11.7	23.6	22.5	18.4	17.6
PB	2.3	3.9	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	11.5	10.4	8.1	7.1	7.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度~2010 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010 年度首届金牛分析师。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。