

开滦股份 (600997. SH)

焦煤产品提价，维持“买入”评级

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

26.94-28.77

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740210080017

S0740210070002

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

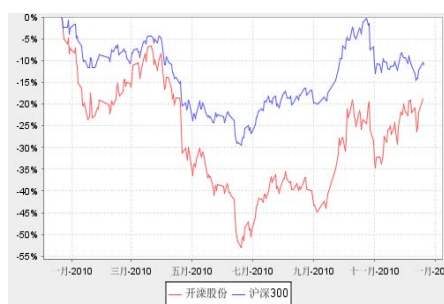
gongyh@qlzq.com.cn

2011 年 1 月 6 日

基本状况

总股本(百万股)	1234.64
流通股本(百万股)	716.56
市价(元)	20.94
市值(百万元)	25853.36
流通市值(百万元)	15004.75

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9,401.43	10,976.7	14,284.0	22,280.8	26,099.5
营业收入增速	71.71%	16.76%	30.13%	55.98%	17.14%
净利润增长率	30.06%	1.42%	7.28%	52.02%	30.71%
摊薄每股收益(元)	1.31	0.67	0.72	1.09	1.42
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	13.31	26.25	24.47	16.10	12.31
PEG	0.44	18.50	3.36	0.31	0.40
每股净资产(元)	6.80	3.98	4.66	5.75	7.17
每股现金流量	2.64	0.18	2.07	1.54	2.44
净资产收益率	19.32%	16.74%	15.35%	18.92%	19.83%
市净率	2.57	4.39	3.76	3.05	2.44
总股本(百万股)	617.32	1,234.64	1,234.64	1,234.64	1,234.64

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于 2011 年 1 月 5 日发布公告: 根据煤炭市场供求状况, 从 2011 年 1 月 1 日起上调肥精煤产品长协户价格 102 元/吨, 肥精煤不含税价由 1282 元/吨上调至 1384 元/吨, 本次产品价格上调幅度 8%, 按照税后价调整幅度为 120 元/吨, 基本符合我们的预期。
- 本次提价对 EPS 影响大约在 0.25 元左右。按照公司公告, 肥精煤为公司主产品, 2009 年度公司肥精煤收入为 32.95 亿元, 占公司年度营业收入 31.49%。若以本次价格调整为基础测算, 预计增加公司 2011 年肥精煤销售收入约 2.5 亿元(不含税)。我们认为, 假设公司控股的山西倡源煤业也将等幅度提高焦煤产品价格, 保守预测公司三个在产矿井 2011 年精煤权益产量合计 300 万吨, 因此收入将增加 3.06 亿元(税后), 扣除所得税后将增厚 EPS0.25 元。
- 提价对焦炭的业务影响有限, 焦炭期货将有利于平滑价格波动风险。我们预计公司 2011 年控制的焦炭产能规模将达到 1114 万吨, 权益产能为 562 万吨。原料炼焦煤有 80% 以上从外部购买, 从目前焦煤钢铁产业链的组织形态和转嫁能力看, 我们预计成本上涨基本完全传导至下游钢铁价格, 对焦炭环节的影响较为中性(实际上, 2008 年焦煤快速上涨, 公司焦炭业务毛利率高于目前水平)。另外, 如果焦炭期货顺利推出, 则更有利于公司平滑价格波动风险, 同时也有利于行业在国际市场中定价权的提升。
- 未来焦煤价格上涨可能超预期。根据我们前期的判断: 在消费需求增长、澳元升值以及澳大利亚资源税改革等多重因素的影响下, 国际煤价可能出现超预期的上涨。目前, 由于澳大利亚南部昆士兰州遭受 50 年来最大的洪涝灾害, 煤矿基本停产。以 2008 年数据, 该地区出口煤炭 1.64 亿吨, 因此洪灾严重影响了澳大利亚的煤炭出口。由于持续时间较长, 我们认为焦煤价格超预期上涨可能提前来临。

- 开滦集团整体上市值得期待。上市公司近年来精力主要集中在煤焦化产业链的拓展和完善，目前已经无论从规模还是深度都走在行业的前列，而资源的扩展主要在开滦集团层面进行。2008 年开滦集团开始厚积薄发，提前布局产业结构转型和升级。在内蒙古、新疆、山西和加拿大等区域拥有超过 167 亿吨的煤炭资源储量，发展后劲非常充足。根据我们对集团在产和在建煤矿产量的统计和预测，2010 年集团煤炭产量将突破 6000 万吨，在未来的 5~7 年内，公司煤炭产量静态保守估计将达到 8220~11980 万吨。因此，在集团资源保障倍数较高的情况下，我们看好公司未来的成长性。
- 在不考虑资产注入的前提下，我们预测公司 2010 年~2012 年净利润 8.87 亿元、13.51 亿元、17.54 亿元，折合每股收益 0.72 元、1.09 元和 1.42 元，同比增长 7.71%、52.42%和 29.77%。按分业务估值法，公司合理的估值区间为 26.94~28.77 元。而如果考虑资产注入的情况下，业绩的爆发性增长将更具吸引力。从市场的角度，焦炭期货上市可能使公司成为板块的焦点。在焦煤价格仍有上调预期的背景下，我们继续建议投资者应积极关注，维持公司“买入”评级。
- 有关公司其他方面的详细分析可参考我们前期发布的《开滦股份深度报告》。

图表 1：开滦股份主要矿井产量预测

煤矿名称	股权占比	煤种	工业储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
范各庄	100%	肥煤	3.57	1.92	450	450	450	450	450	450	450
吕家坨	100%	主焦煤、肥煤	3.43	2.41	300	300	300	300	300	300	300
倡源煤业	41%	焦煤	0.57	0.21	90		21	60	90	90	90
加拿大盖森煤田	51%	焦煤	2.84	1.4	200					100	200
合计			10.41	5.94	1040	750	771	810	840	940	1040
权益合计			8.68	5.13	889	750	759	775	787	838	889

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：开滦股份主要焦化企业产能规模

企业名称	股权占比	产能	备注
迁安中化	49.68%	330万吨焦炭产能	投产
唐山中润	51%	220万吨焦炭产能、25万吨甲醇和10万吨苯加氢项目	投产，与佳华、通宝整合
佳华	51%	330万吨焦炭产能	投产，与中润、通宝整合
通宝	51%	64万吨焦炭产能	投产，与佳华、中润整合
承德中滦煤化工	51%	一期、二期共170万吨	一期在产，二期2010年底投产，计划三期210万吨
唐山考伯斯	51%	30万吨/年焦油加工项目	投产
唐山中浩化工	100%	6万吨/年聚甲醛项目和15万吨/年己二酸项目	在建
唐山中阳新能源	51%	20万吨甲醇（一期10万吨）	在建

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：开滦集团河北煤炭产区主要煤矿资产以及可注入资产统计

矿区	矿井名称	煤种	资源储量(万吨)	可采储量(万吨)	核定产能(万吨)	采储比
唐山矿区	赵各庄矿	焦煤	5565	2291	340	7
	林西矿	焦煤	14920	612	150	4
	唐山矿	1/3焦煤	36568	13036	350	37
	荆各庄矿	气煤	6537	3443	240	14
	林南仓矿	气煤	27323	10668	120	89
	钱家营矿	肥煤	93129	60032	500	120
	东欢坨矿	气煤	63197	11608	300	39
	范各庄矿	肥煤	30425	19390	450	43
	吕家坨矿	焦煤	36449	24289	300	81
	小计		314115	145370	2750	53
蔚州矿区	崔家寨矿	长焰煤、不粘煤、无烟煤	31316	14968	240	62
	单侯矿		31025	14578	240	61
	南留庄矿		3002	690	170	6
	西细庄矿		1179	223		
	郑沟湾矿		150	66		
	北阳庄矿		33319	21600	180	120
兴隆矿务局	汪庄竖井	动力煤	247	156	170	
	营子煤矿		196	79		
	安得公司		960	128		
	煤岭沟矿		322	48		
	合计		415832	197906	3750	
	可注入资产合计		348957	154226	3000	

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：开滦集团主要煤矿资源资产

矿区名称	煤种	资源储量(亿吨)	设计产能(万吨)	备注
河北地区	唐山矿区	焦煤、肥煤、气煤	31.4	2750万吨
	蔚州矿区、兴隆矿务局	长焰煤、不粘煤、无烟煤	10.2	830万吨
内蒙古地区	准格尔旗云飞矿业(串草圪旦煤矿)		0.9	300万吨
	内蒙古开滦宏丰(红树梁煤矿)		6.9	500万吨, 规划1000万吨
	得尔布煤田	焦煤	30	一期2000万吨, 二期3000万吨
	大西山煤田	焦煤	2.04	150万吨
新疆	准东煤田红沙泉一号露天煤矿	不粘煤	46	一期1000万吨, 二期2000万吨
	准东将军庙		30.87	一期300万吨, 2012年达到1000万吨, 2015年达到3000万吨
	开滦库车高科能源(阿艾煤矿)		5.05	规划240万吨, 力争扩建到500万吨
	开滦伊犁矿业(英也尔、北山各矿)		4	英也尔改造后300万吨, 兼并北山各矿后达到600万吨
	伊宁市南台子煤矿区、察布查尔县伊宁煤田南部郎喀—梧桐沟煤矿区		17.5	勘探中
	合计		167.36	8220~11980万吨

来源：齐鲁证券研究所

图表5：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5,475	9,401	10,977	14,284	22,281	26,100	货币资金	1,123	2,670	1,995	2,241	2,769	3,890
增长率	72.66%	71.7%	16.8%	30.1%	56.0%	17.1%	应收账款	729	1,357	2,149	2,224	3,613	4,220
营业成本	-4,065	-7,153	-8,833	-11,725	-18,138	-20,775	存货	304	381	789	711	1,053	1,213
% 销售收入	74.2%	76.1%	80.5%	82.1%	81.4%	79.6%	其他流动资产	380	825	226	1,013	1,455	1,597
毛利	1,410	2,248	2,144	2,559	4,143	5,325	流动资产	2,536	5,233	5,158	6,189	8,889	10,920
% 销售收入	25.8%	23.9%	19.5%	17.9%	18.6%	20.4%	% 总资产	34.6%	45.0%	38.4%	38.9%	45.7%	49.0%
营业税金及附加	-73	-108	-86	-143	-267	-313	长期投资	0	0	4	4	4	4
% 销售收入	1.3%	1.2%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	固定资产	4,449	5,880	7,715	9,067	9,837	10,510
营业费用	-107	-143	-152	-200	-312	-431	% 总资产	60.8%	50.6%	57.4%	57.0%	50.5%	47.2%
% 销售收入	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.7%	无形资产	250	450	512	605	691	794
管理费用	-310	-584	-567	-714	-1,315	-1,696	非流动资产	4,787	6,394	8,278	9,722	10,578	11,354
% 销售收入	5.7%	6.2%	5.2%	5.0%	5.9%	6.5%	% 总资产	65.4%	55.0%	61.6%	61.1%	54.3%	51.0%
息税前利润 (EBIT)	921	1,412	1,338	1,502	2,249	2,884	资产总计	7,323	11,627	13,436	15,911	19,467	22,274
% 销售收入	16.8%	15.0%	12.2%	10.5%	10.1%	11.1%	短期借款	976	2,110	1,751	275	275	275
财务费用	-113	-193	-184	-214	-235	-238	应付款项	1,091	2,505	2,445	3,537	5,080	5,985
% 销售收入	2.1%	2.1%	1.7%	1.5%	1.1%	0.9%	其他流动负债	195	188	683	1,225	1,166	1,134
资产减值损失	0	-107	27	0	0	0	流动负债	2,263	4,802	4,879	5,036	6,521	7,394
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,616	1,882	2,750	4,250	4,850	4,850
投资收益	3	0	1	1	1	1	其他长期负债	32	0	20	20	20	20
% 税前利润	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	负债	3,911	6,684	7,648	9,306	11,390	12,264
营业利润	811	1,113	1,182	1,290	2,016	2,647	普通股股东权益	3,088	4,200	4,917	5,752	7,095	8,849
营业利润率	14.8%	11.8%	10.8%	9.0%	9.0%	10.1%	少数股东权益	324	698	795	853	982	1,161
营业外收支	-9	-1	-7	-4	-5	-4	负债股东权益合计	7,323	11,627	13,436	15,912	19,467	22,275
税前利润	802	1,112	1,175	1,286	2,010	2,643	比率分析						
利润率	14.7%	11.8%	10.7%	9.0%	9.0%	10.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-147	-271	-315	-345	-539	-709	每股指标						
所得税率	18.3%	24.4%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%	每股收益(元)	1.112	1.315	0.667	0.715	1.087	1.421
净利润	655	841	860	941	1,471	1,934	每股净资产(元)	5.503	6.804	3.982	4.659	5.746	7.167
少数股东损益	31	29	37	58	129	179	每股经营现金净流(元)	1.815	2.645	0.178	2.071	1.543	2.438
归属于母公司的净利润	624	812	823	883	1,342	1,754	每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	11.4%	8.6%	7.5%	6.2%	6.0%	6.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.21%	19.32%	16.74%	15.35%	18.92%	19.83%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	8.52%	7.01%	6.16%	5.55%	6.89%	7.88%
净利润	655	841	860	941	1,471	1,934	投入资本收益率	15.31%	17.17%	11.89%	12.35%	15.75%	18.74%
少数股东损益	0	0	0	58	129	179	增长率						
非现金支出	273	479	461	659	742	840	营业总收入增长率	72.66%	71.71%	16.76%	30.13%	55.98%	17.14%
非经营收益	106	217	228	231	256	272	EBIT增长率	39.25%	53.39%	-5.24%	12.25%	49.68%	28.27%
营运资金变动	-16	96	-1,329	726	-565	-36	净利润增长率	27.80%	30.06%	1.42%	7.28%	52.02%	30.71%
经营活动现金净流	1,019	1,633	220	2,615	2,034	3,189	总资产增长率	26.13%	58.15%	15.35%	18.42%	22.34%	14.42%
资本开支	1,191	1,947	1,817	2,107	1,604	1,620	资产管理能力						
投资	3	0	-3	0	0	0	应收账款周转天数	3.7	14.7	14.5	14.5	14.5	14.5
其他	0	0	0	1	1	1	存货周转天数	20.4	17.5	24.2	21.8	21.0	21.1
投资活动现金净流	-1,188	-1,946	-1,820	-2,106	-1,602	-1,619	应付账款周转天数	62.2	67.3	70.6	75.4	68.9	70.6
股权募资	70	910	47	0	0	0	固定资产周转天数	229.5	162.1	188.8	189.8	126.8	111.3
债权募资	519	1,399	1,207	24	600	0	偿债能力						
其他	-314	-448	-330	-228	-375	-268	净负债/股东权益	43.05%	26.98%	43.88%	34.57%	29.18%	12.34%
筹资活动现金净流	276	1,861	924	-204	225	-268	EBIT利息保障倍数	8.1	7.3	7.3	7.0	9.6	12.1
现金净流量	107	1,547	-676	305	656	1,301	资产负债率	53.40%	57.71%	57.25%	58.49%	58.51%	55.06%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308