

异地扩张遭遇坎坷，资产注入仍然可期

——开滦股份深度研究报告

撰写日期：2011年1月17日 发布日期：2011年1月17日



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点：

◇本部煤矿遭遇产能瓶颈，加拿大两矿或成新亮点

公司本部两矿范各庄、吕家坨都是几十年的老矿，煤种主要以优质肥煤为主。目前两矿合计产能 780 万吨左右，产能增长相对稳定，我们预计明年两矿产能为 820 万吨。随着老矿区煤炭生产临近衰退期，产能释放遭遇极大的挑战。

公司与加拿大德华国际矿业集团公司共同投资开发加拿大盖森煤田和墨玉河北部煤田，这两块煤田的煤种品质极佳，投产之后有望给公司带来新的盈利增长点。

◇“煤—焦—化”产业链完整，焦化业务有明显好转

公司的煤化工产业链完整，目前公司的焦炭产能主要集中在迁安中化、唐山中润以及承德中滦三家公司，2010年焦炭产能总计为600万吨，并且在未来几年里公司的焦炭产能释放较快。

焦化副产品毛利率的大幅提升主要得益于公司20万吨的甲醇项目和9.8万吨的精苯项目，尤其像甲醇等产品，最近一年多来市场需求相当旺盛，价格一路上涨，我们预计甲醇价格将会继续呈现上升态势。预计未来国际原油价格仍然可能维持高位，化工产品价格将会受益上涨，焦化副产品的产销可以提升公司焦化业务的总体盈利能力。

◇异地扩张之路遭遇坎坷，集团资产注入仍然可期

公司整合山西介休泰瑞煤炭公司被否，反应出目前跨省的异地整合还是相当有难度的。目前开滦集团煤矿主要集中在河北省、山西省、内蒙古自治区以及新疆自治区等地，可采储量总计为百亿吨，预计去年集团煤炭产量高达4700万吨，我们认为未来开滦集团将河北两矿资产注入的可能性最大。

◇盈利预测

在考虑到资产注入的可能，我们预测公司2010、2011、2012年公司的EPS分别为**0.7、0.86、1.29**元。由于公司外延扩张能力较强，结合行业平均估值水平，我们给予2012年PE的21—23倍为估值标准，预计12个月目标位为29元，并给予“推荐”评级。

风险提示：

- 1) 受国家宏观经济政策影响，煤炭价格出现大幅度下跌，行业基本面出现拐点。
- 2) 煤化工产能释放和新项目推进速度低于市场预期。
- 3) 加拿大两矿出现不可抗力因素延迟项目开展进度。

开滦股份 600997 2011-01-15

评级 推荐

目标价格 29 元
当前价格 19.5 元

基础数据

总市值(百万) 24075.48
总股本/流通股本(百万) 1234.64/1234.64
流通市值(百万) 24075.48
每股净资产 4.51
净资产收益率 11.5

交易数据

52 周内股价区间 27.67/11.83
10 年市盈率(预测) 34.36
市净率(预测) 4.3

一年期走势图



证券分析师：汪思伟

执业证书编号 S0820510120002
电话 021-32229888-3506
E-mail wangsiwei@ajzq.com

相关报告

目录

1. 本部煤矿遭遇产能瓶颈，加拿大两矿或成新亮点	3
2. “煤—焦—化”产业链完整，焦化业务有明显好转	5
3. 异地扩张之路遭遇坎坷，集团资产注入仍然可期	9
4. 盈利预测	10

表格

表1：公司本部两矿产能预测	3
表2：山西金山坡煤矿产能预测	3
表3：公司焦炭产能预测	5
表4：焦化副产品产能预测	8
表5：集团煤炭资源	10
表6：洗精煤盈利预测	11
表7：洗混块盈利预测	11
表8：其他洗煤盈利预测	12
表9：焦炭盈利预测	12
表10：煤化工副产品盈利预测	13
表11：重点煤化工副产品价格预测	13
表12：财务报表预测	14

图形

图1：公司间接持股煤矿的权益情况	4
图2：三家煤化工公司股权结构图	5
图3：煤化工流程简图	6
图4：焦化产品毛利率	7
图5：焦炭价格预测	7
图6：甲醇价格	8
图7：被否整合方案股权结构	9
图8：精煤价格预测	12

1. 本部煤矿遭遇产能瓶颈，加拿大两矿或成新亮点

1) 本部两矿遭遇“产能瓶颈”，单位开采成本上升

公司本部两矿范各庄、吕家坨都是几十年的老矿，煤种主要以优质肥煤为主。目前两矿合计产能780万吨左右，产能增长相对稳定，我们预计明年两矿产能为820万吨。

近年来随着老矿区煤炭生产临近衰退期，开滦老区现有煤炭可采储量14亿吨，其中被建筑物、水体、铁路所压煤占了77%，产能释放遭遇极大的挑战。并且随着开采加深和范围的扩大，煤层断层增多，开采面积减少，尽管公司通过采掘设备的优化改造使得两矿产能保持稳定增长，但是无法避免单位开采成本的增加。

目前公司煤炭业务主要以洗煤为主，精煤洗出率为30%，其它煤种平均洗出率为60%，由于品质极高，开滦的炼焦煤一直是钢铁企业的“抢手”产品。

表1：公司本部两矿产能预测

名称	权益	可采储量 (单位：亿吨)	核定产能 (万吨/年)	煤种	产能预测（单位：万吨）		
					2010E	2011E	2012E
赵各庄	100%	2	450	肥煤	460	480	480
吕家坨	100%	2.4	330	肥煤	310	340	340

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

2) 外延扩张从省外伸向国外，加拿大煤矿或成新亮点

2007年年底，开滦股份通过全资子公司中通投资持有山西介休倡源煤炭公司41%的股份，间接参与开发山西省介休市金山坡煤矿，从而成功的将“外延之手”伸向了山西。金山坡煤矿煤种主要以焦煤为主，产能原先只有9万吨/年，通过技改之后，产能将扩大到90万吨/年。

表2：山西金山坡煤矿产能预测

名称	权益	可采储量 (单位：亿吨)	核定产能 (万吨/年)	煤种	产能预测（单位：万吨）		
					2010E	2011E	2012E
金山坡	41%	0.52	90	焦煤	60	90	90

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

在成功跨省外延扩张之后，2010年8月公司发布公告，公司与首钢旗下的中国首钢国际贸易工程公司(简称“中首国际”)、加拿大德华国际矿业集团公司(简称“德华公司”)拟共同投资开发加拿大盖森煤田，从这一刻起公司正式走向了国际能源市场。

加拿大盖森煤田位于加拿大哥伦比亚省东北部，总面积228km²，煤田共划分为四个区域，其中BD区的勘探程度较高。依据美国Norwest公司出具的《BD区地质报告》，该区煤炭储量为2.84亿吨,其中：已验证储量为1.41亿吨（为测定储量与推算储量之和），另外还有1.43亿吨的推断储量。盖田煤田煤炭储量约为2.84亿吨，远景煤炭总资源量超过15亿吨。

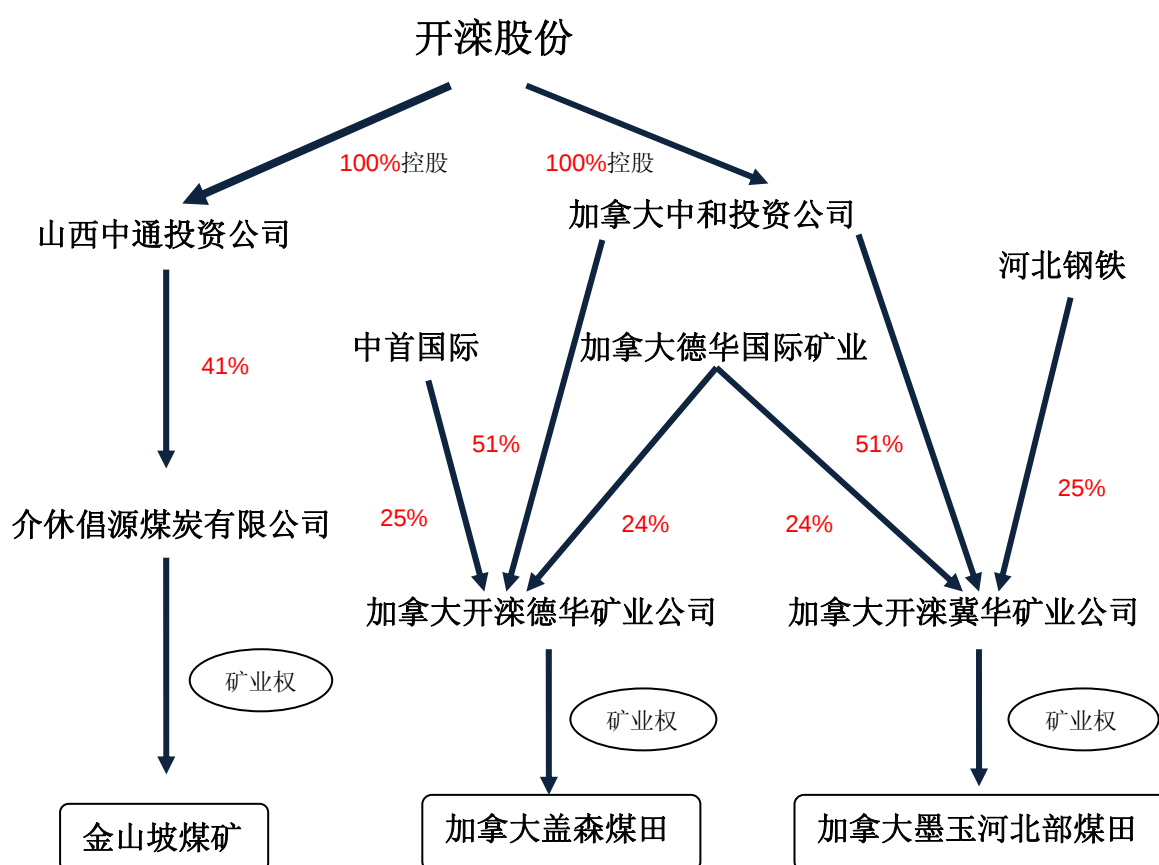
加拿大盖森煤田由加拿大开滦德华矿业有限公司(“开滦德华”)所拥有，项目开发分两阶段进行，第一阶段，由该开滦德华先实施盖森煤田BD区的地质勘探工作；第二阶段，根据地质勘探结果确定下一步开发工作。从目前信息来看，第一阶段任务已经基本完成，根据勘探结果，盖森煤田BD区煤炭煤质优良，主要以焦煤为主，并伴随着少量的1/3焦煤和肥煤，总的煤炭资源量 7.86 亿吨。

该项目预计在今年年初开工，一期项目产能为300万吨（包括200万吨精煤），远景规划产能将达到千万吨。原先一期项目建设期为2年，并于2013年初投产，但是考虑到诸如澳洲洪水、政治风险等一系列不可抗力因素，出于谨慎性原则，我们认为该项目对2013年公司的整体业绩影响不大。

在成功参与加拿大盖森煤田开发之后，2010年9月公司发布公告，将与河北钢铁集团和加拿大德华国际矿业共同勘探加拿大墨玉河北部煤田。

墨玉河北部煤田的煤种是低灰、低硫的优质炼焦煤，属于稀缺品种，称之为“黑金中的黑珍珠”。该煤田所在地交通发达，电力便宜，水资源丰富，基础设施配套完善，并有一条铁路直达北美太平洋海岸最大的港口，具备了开发千万吨特大型地下井煤矿的所有配套条件。如果煤田地质勘探结果表明煤炭资源符合投资标准，该项目首期预计产能为300万吨精煤，由于该煤田储量相当丰富，未来发展不可限量。

图1：公司间接持股煤矿的权益情况



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

2. “煤—焦—化”产业链完整，焦化业务有明显好转

1) 煤化工产业链完整，焦炭产能有待释放

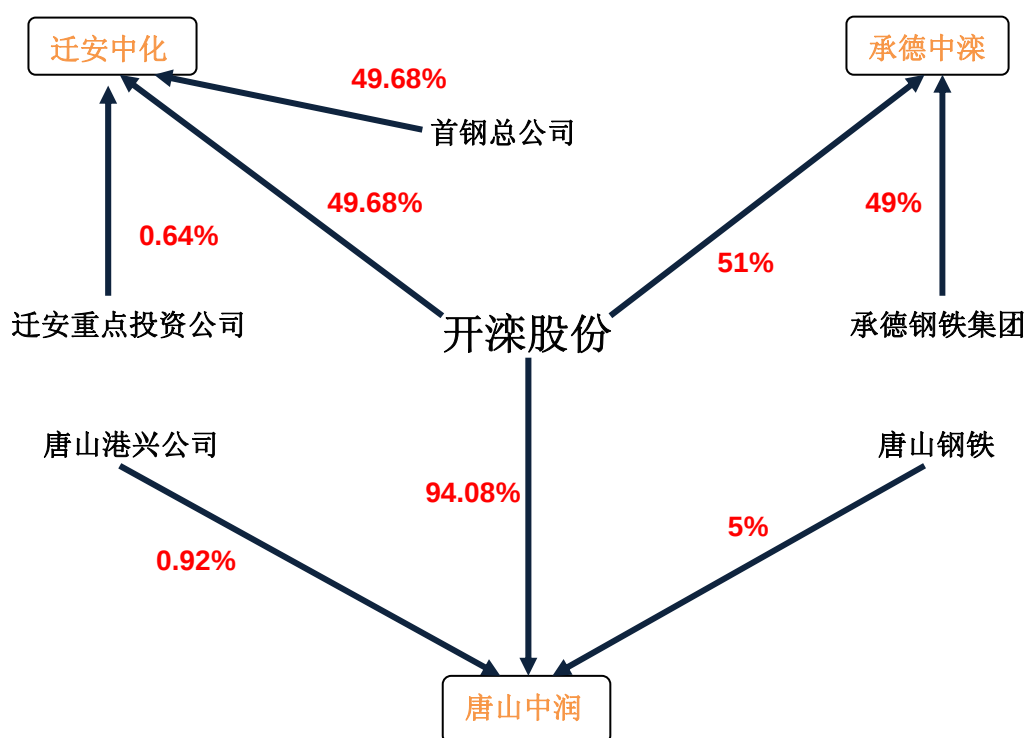
公司的煤化工产业链完整，目前公司的焦炭产能主要集中在迁安中化（330 万吨）、唐山中润（220 万吨）以及承德中滦三家公司，2010年焦炭产能总计为600万吨，并且在未来几年里公司的焦炭产能释放较快，中滦煤化工一期工程60万吨/年焦炭，二期将于2011年年初建成，形成110万吨/年产能，未来建设三期焦化项目，预计产能为210万吨，我们预计明年公司焦炭产能达到660万吨，权益产能为427万吨。

表3：公司焦炭产能预测

名称	权益	产能预测（单位：万吨）		
		2010E	2011E	2012E
迁安中化	49.68%	330	330	330
唐山中润	94.08%	220	220	220
承德中滦	51%	60	110	160

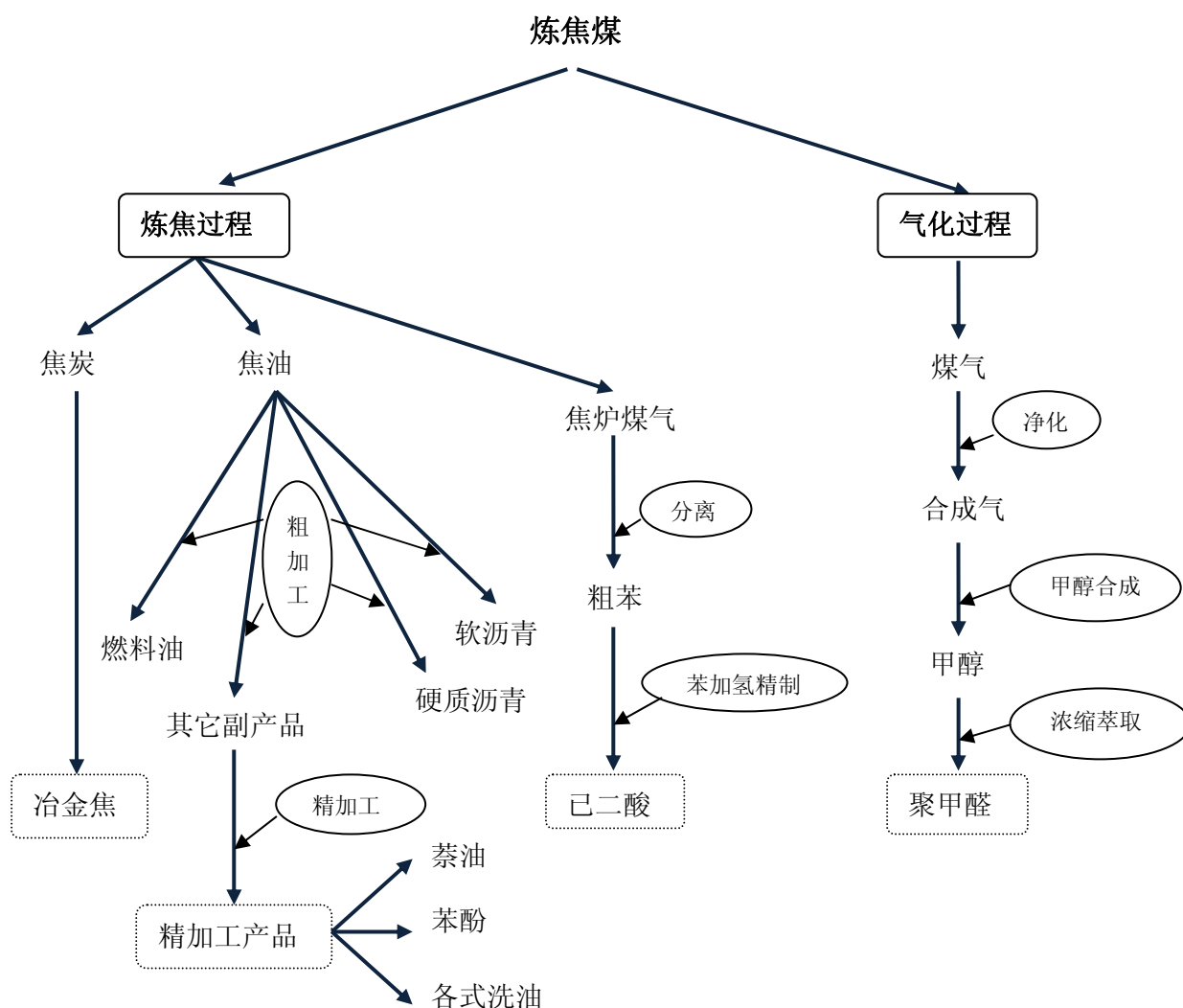
资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图2：三家煤化工公司股权结构图



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图3：煤化工艺流程简图



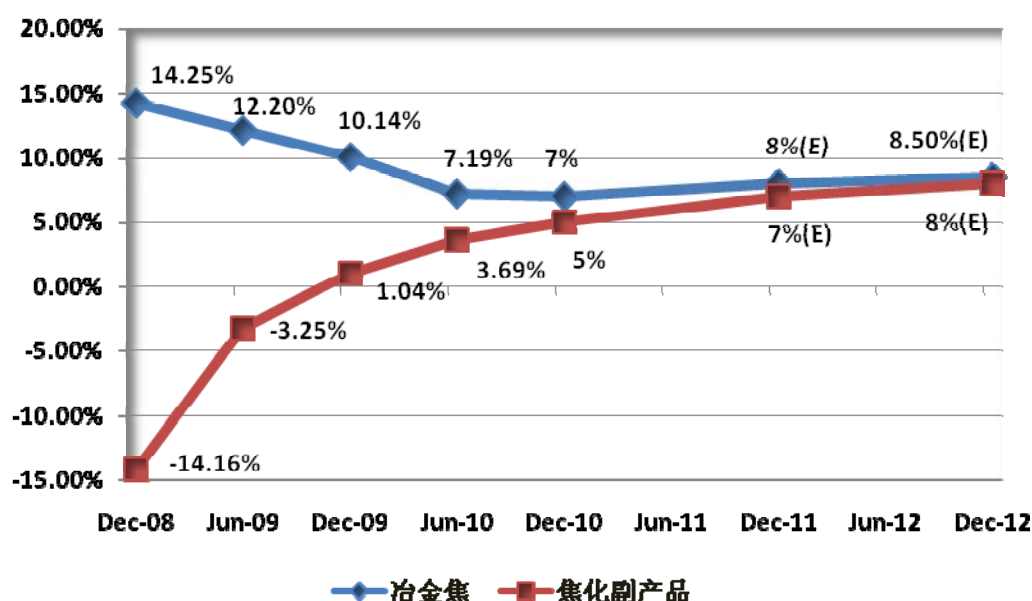
资料来源：爱建证券研究发展总部

2) 焦炭价格仍处低位，焦化业务逐步扭亏

由于目前焦炭行业市场集中度较低，公司对产品的定价权不高，因此行业整体盈利能力较弱。尽管公司焦炭产能大幅释放，但盈利空间相对有限。从目前来看公司焦炭产品毛利率仍然处于下降态势，而其他焦化产品的毛利率呈现出上升态势。

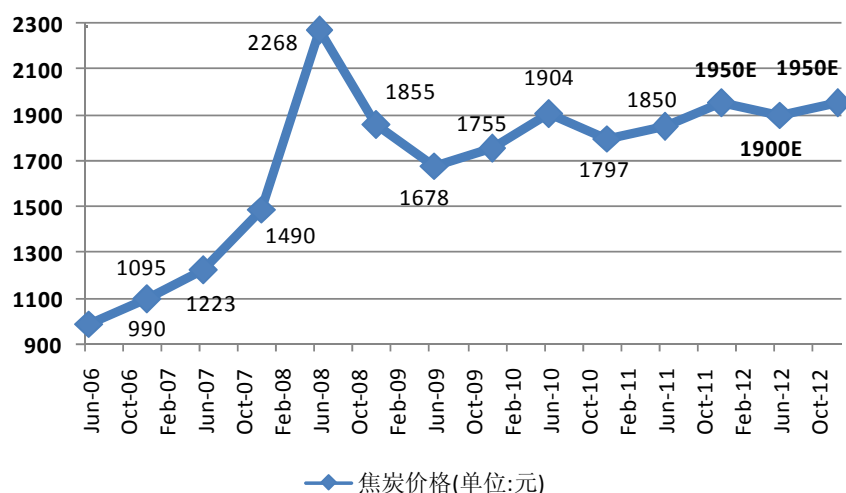
今年年初以来，以宝钢为代表的大型钢铁集团对其产品开始提价，显示出钢铁市场的需求在不断提升，随着我国十一五节能减排任务完成，钢铁产能也将会逐步恢复，并且钢铁企业对其成本有一定的转嫁能力，因此我们预计未来的焦炭需求将不断好转，公司的焦化业务也会逐步改善。

图4：焦化产品毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图 5：焦炭价格预测（单位：元/吨）



3) 甲醇价格大幅上升，焦化业务有所好转

焦化副产品毛利率的大幅回升主要得益于公司20 万吨的甲醇项目和9.8 万吨的精苯项目，尤其像甲醇等产品，最近一年多来市场需求相当旺盛，价格一路上涨，我们预计甲醇价格将会继续呈现上升态势。

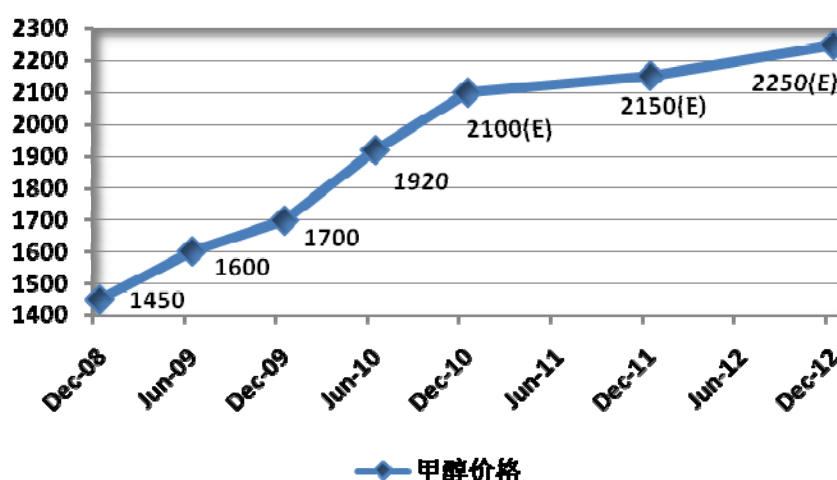
曹妃甸百万吨级煤焦油深加工项目的开展使得未来产能得到了有效保障，该项目分为两期，一期项目投资6.5亿元，于今年上半年建成投产；二期项目投资23.5亿元，与京唐钢铁公司焦化二期工程同步建成投产。

公司研究

预计将建成年加工能力60万吨煤焦油初加工和百万吨级煤焦油深加工的装置，可生产50种以上煤化工产品。我们预计未来国际原油价格仍然可能维持高位，化工产品价格将继续上涨，焦化副产品的生产销售可以提升公司焦化业务的总体盈利能力。

京唐港煤化工园区20万吨苯加氢一期10万吨/年工程在建，明年 15万吨/年己二酸、6万吨/年聚甲醛项目将开工建设。

图6：甲醇价格（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表4：焦化副产品产能预测

产品名称	产量预测（单位：万吨）		
	2010E	2011E	2012E
甲醇	20	20	20
粗苯	7	8	10
焦油	20	25	30
燃料油	5	6	6
软沥青	3	3.5	3.5
硬质沥青	30	35	35
洗油	3	4	4
己二酸（筹建）	/	/	3
聚甲醛（筹建）	/	/	1.2

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

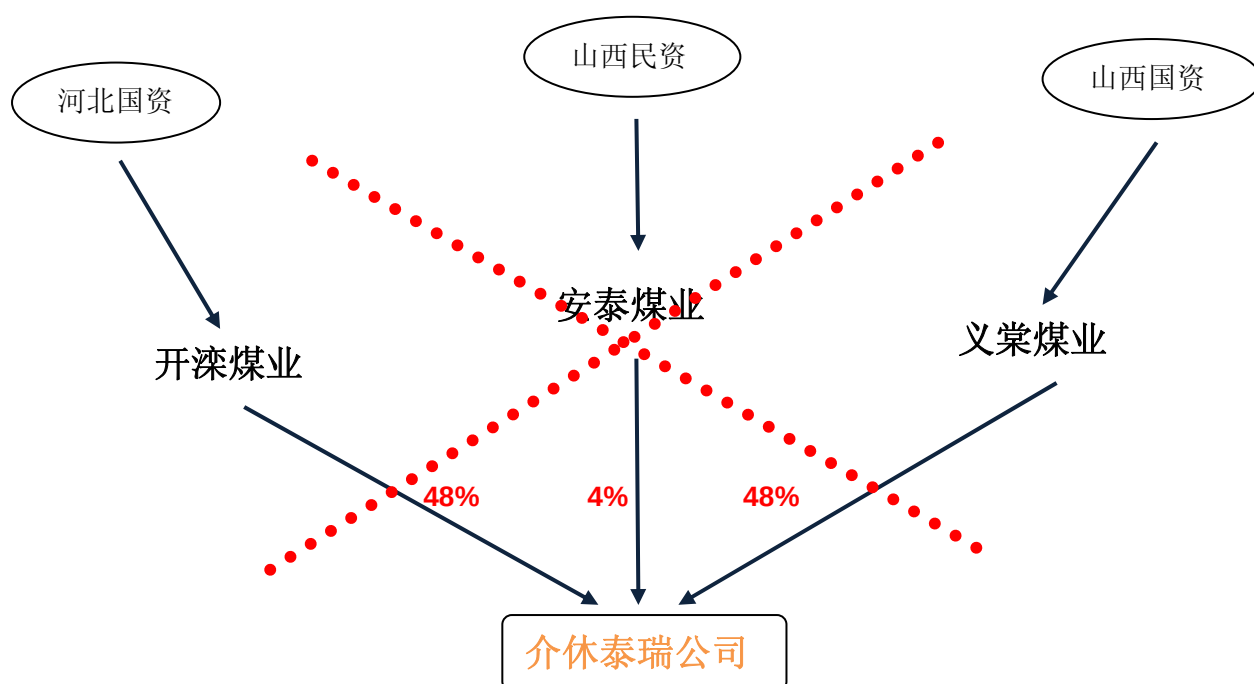
3. 异地扩张之路遭遇坎坷，集团资产注入仍然可期

1) 整合方案折戟，异地扩张遇挫

2010 年 3 月公司公告：公司与山西省介休市人民政府、山西义棠煤业和介休市国有资产经营公司达成协议，拟整合山西介休泰瑞煤炭资产经营有限公司，公司最终持有其 48% 的股权，预计此次重组完成后，公司将增加权益产能 676.8 万吨/年。但时隔 7 个月，2010 年 10 月公司再发公告：山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室日前发布《关于调整晋中市灵石等四县（市）兼并重组整合主体企业的批复》，否决该项议案。

从股权结构看，义棠煤业是山西国资背景，持有 48% 的股权，开滦股份是河北国资背景，持有 48% 的股权，而安泰集团则是山西民营企业，持有 4% 的股权。从这些现象来看，目前跨省的异地整合和民资整合山西煤矿还是相当有难度的，因为在当地的煤炭整合中，山西省政府可能还是想把更多的机会留给当地有国资背景的企业来完成。

图 7：被否整合方案股权结构



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

2) 集团煤炭资源储备丰富，河北煤矿有望首开先河

公司控股股东开滦集团煤矿主要集中在河北省、山西省、内蒙古自治区以及新疆自治区等地，可采储能总计为百亿吨，预计去年集团煤炭产量高达4700万吨，尤其是内蒙古和新疆矿区，无论从煤的品质还是可采储量，都在同行业占据优势。鉴于“山西介休泰瑞整合被否事件”，我们感到目前进行异地扩张难度很大，因此与公司同省的河北两矿（唐山矿区和承德矿区）有望首开先河，一旦集团公司将内蒙古和新疆矿区资产注入，开滦股份可能会有超预期的表现。未来集团产能逐步释放，为公司提供广阔外延发展空间。

表 5：集团煤炭资源（上市公司煤炭资源除外）

地区	矿区	煤种	可采储能 (亿吨)	计划产能 (万吨)	目前产能 (万吨)	产能扩张率
河北省	唐山矿区	1/3 焦煤、气煤、 焦煤	5.7	1500	1500	100%
	承德矿区	动力煤	2	200	200	100%
山西省	蔚州矿区	动力煤	9	1000	670	150%
内蒙古自治区	内蒙鄂尔多斯	动力煤、焦煤	8	3000	650	461%
新疆自治区	新疆伊犁和准东	长焰煤	75	2300	1700	135%
合计			99.7	8000	4720	170%

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

4. 盈利预测

1) 未考虑资产注入

在不考虑资产注入的情况下，我们将公司所有业务分为煤炭和煤化工两部分，并且分别进行盈利预测。

①煤炭业务盈利预测

表 6：洗精煤盈利预测

	2010E	2011E	2012E
原煤（万吨）	770	820	820
外购原煤（万吨）	150	160	160
精煤洗出率	30%	30%	30%
精煤产量（万吨）	276	294	294
精煤价格（元）	1150	1250	1350
毛利率	40%	40%	40%
平均权益（元）	95%	94%	93%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.53	0.61	0.66

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表 7：洗混块盈利预测

	2010E	2011E	2012E
混块产量（万吨）	35	36	37
混块价格（元）	500	510	520
毛利率	27%	30%	30%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.02	0.03	0.03

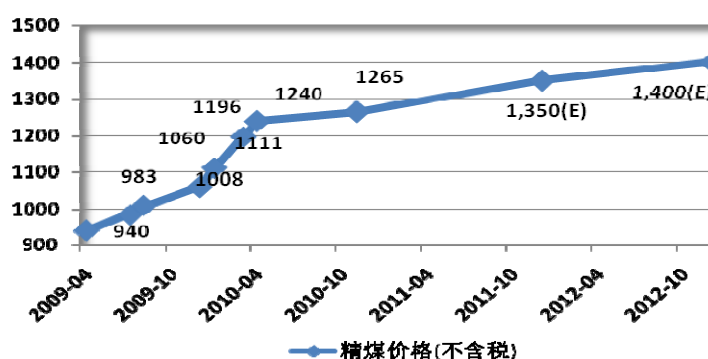
资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表 8：其他洗煤盈利预测

营业收入（万元）	55000	57000	60000
毛利率	27%	28%	28%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.06	0.08	0.1

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图 8：精煤价格预测（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

②煤化工业务盈利预测

表 9：焦炭盈利预测

	2010E	2011E	2012E
焦炭产能（万吨）	330	330	330
焦炭价格（元）	1800	1950	1950
毛利率	3%	4%	4%
权益率	64%	63%	62%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.06	0.09	0.1

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表 10：煤化工副产品盈利预测

营业收入（亿元）	33.3	40	50
毛利率	3%	4%	4%
平均权益	64%	63%	62%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.03	0.05	0.05

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表 11：重点煤化工副产品价格预测

	2010E	2011E	2012E
甲醇价格（元）	2000	2150	2250
焦油价格（元）	2700	2850	3000
粗苯（元）	4500	4600	4700
燃料油（元）	4800	5000	5200
己二酸（元）	19000	19500	20000
聚甲醛（元）	23500	24000	24500

资料来源：爱建证券研究发展总部

在未考虑资产注入的情况下，我们预测 2010、2011、2012 年公司的 EPS 分别为 **0.71、0.86、0.94** 元。

2) 考虑资产注入

通过第三部分的分析，我们认为开滦集团将河北两矿资产注入德可能性最大，出于谨慎性原则，我们预计资产注入在 2012 年之前实施的可能性为 50%。

综合考虑公司各种煤炭业务和煤化工业务的盈利状况，我们测算出公司的综合毛利率为 13%~15%，由此可以测算出公司 EPS 将提高 0.7 元，我们重估公司 2012EPS 为 1.29 元（0.94+0.7/2）。

在考虑资产注入的情况下，我们预测 2010、2011、2012 年公司的 EPS 分别为 0.7、0.86、1.29 元。考虑到公司外延性成长能力较强，结合同行业其他上市公司的估值水平，我们给予 2012 年 PE 的 22—23 倍为估值标准，预计 12 个月目标位为 29 元，并给予“推荐”评级。

表 12：财务报表预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10976.71	14308.82	17170.58	24038.81
增长率(%)	16.75%	30%	20%	40%
归属母公司股东净利润	859.76	876.59	1061.79	1580.34
增长率(%)	-25%	5.97%	21.12%	48.83%
每股收益(EPS)	0.67	0.7	0.86	1.29
销售毛利率	16.5%	17%	17%	17%
销售净利率	5%	5.5%	5.5%	5.5%
净资产收益率(ROE)	15%	15.5%	17%	20.4%
市盈率(P/E)	29.85	28.17	23.26	15.63
市净率(P/B)	4.95	4.3	4.28	4.1

资料来源：爱建证券研究发展总部

风险提示：

- 1) 受国家宏观经济政策影响，煤炭价格出现大幅度下跌，行业基本面出现拐点。
- 2) 煤化工产能释放和新项目推进速度可能低于市场预期。
- 3) 加拿大两矿出现不可抗力因素延迟项目开展进度。

分析师简介：

汪思伟，证券分析师，法国南锡二大欧洲金融工程硕士研究生，法国里昂三大工商管理 and 上海交通大学安泰管理学院金融学双学士，4年证券从业经验，历任银河证券营业部分析师，航天证券煤炭能源行业研究员，2010年进入爱建证券担任煤炭能源行业研究员。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。