

整体上市仍在推进，焦化业务加速扩张

——开滦股份深度调研报告

撰写日期：2011年3月13日 发布日期：2011年3月14日



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点：

◇煤炭产能扩张有限，加拿大两矿稳步推进

公司本部两矿范各庄、吕家坨主要以优质肥煤，主焦煤为主，其中范各庄煤矿出产的肥煤无论是品质还是产量都是首屈一指的，目前两矿合计产能750万吨左右，近几年每年的产能增长比较稳定，我们预计今年两矿产能为780万吨。

目前公司煤炭业务主要以洗煤为主，去年约有120万吨的外购原煤，精煤洗出率为35%，综合平均洗出率为60%，由此测算去年精煤产量为305万吨，其中外销精煤185万吨左右。

◇煤化工产能扩张加速，焦化业务仍处微利

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，公司近几年焦炭产能释放较快，去年与承钢合作的中滦煤化工一期工程（60万吨/年焦炭）和二期工程（110万吨/年产能）已先后投产，三期焦化项目也将于2013年投产，核定产能为210万吨。预计2011年公司焦炭产能达到720万吨，权益产能为458万吨。

由于近阶段上游焦煤价格受多种因素的推动大幅走高，并且在定价和议价方面表现得较为强势，而下游钢铁行业中，尽管一些主流钢铁企业在今年第一季度又有所提价，但钢材库存已经连创新高，使得近阶段焦炭价格走势一直比较疲弱，焦煤价格的上涨远未能带动焦炭价格的上涨，焦炭行业受到了“两头挤”的困境，整体盈利能力较弱，如果控制不好上游成本，很多焦化企业都将面临亏损。公司焦炭产能扩张步伐加快，但盈利能力相对有限，仍处于微利状态。

◇整体上市仍在推进，对话陷入僵局

近日，与公司同处河北省的冀中能源发布与信达公司签订股权收购协议，整体上市迈开了重大一步，市场立即将目光聚集在开滦股份上，因此我们也特别就此事与公司管理层进行沟通，得到如下答复：公司管理层一直与信达公司保持沟通与对话，但双方对于某些问题的分歧仍然很大，目前陷入僵持状态，短期内双方达成共识的可能性不大。

◇盈利预测与估值

我们预测2010、2011、2012年公司的EPS分别为0.69、0.84、0.93元。由于目前公司整体上市仍在推进，但尚无时间表，参考同行业其他上市公司的平均估值水平并给予一定的溢价，预计12个月目标位为26.5元，维持“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

2011-03-11

评级

推荐（维持）

目标价格

26.5元（下调）

当前价格

19.85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）

24507.6

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

24.64/11.83

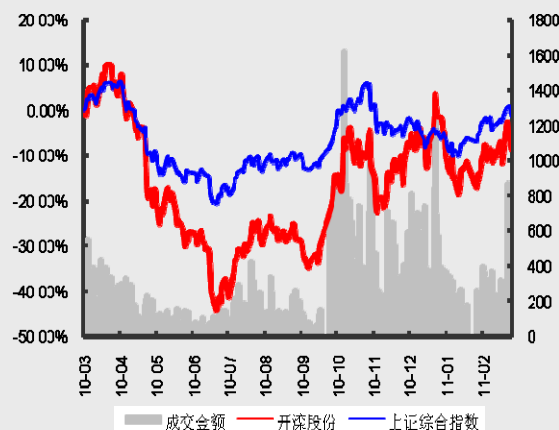
10年市盈率（预测）

28.76

市净率（预测）

4.22

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. 煤炭产能扩张有限，加拿大两矿稳步推进	3
2. 煤化工产能扩张加速，焦化业务仍处微利.....	5
3. 整体上市仍在推进，对话陷入僵局.....	8
4. 盈利预测与估值.....	9

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.....	7
表5：集团煤炭资源.....	8
表6：洗精煤盈利预测.....	9
表7：洗混块盈利预测.....	10
表8：焦炭盈利预测.....	11
表9：煤化工副产品盈利预测.....	11
表10：重点煤化工副产品价格预测.....	12
表11：财务报表预测.....	12

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：甲醇价格.....	7
图5：精煤价格预测.....	10

调研纪要:

2011年3月9日,我们对河北开滦股份有限责任公司进行了联合调研,通过与公司管理层的沟通与交流,对公司的日常经营活动作进一步的跟踪与了解,及时掌握公司经营生产过程中的一些变化,以便能更加客观公正的对公司的基本面作出合理分析,十分感谢侯董、张总以及证券事务部的各位领导热情接待。

1. 煤炭产能扩张有限,加拿大两矿稳步推进

1) 本部两矿产能扩张有限

公司本部两矿范各庄、吕家坨主要以优质肥煤,主焦煤为主,其中范各庄煤矿出产的肥煤无论是品质还是产量都是首屈一指的,目前两矿合计产能750万吨左右,近几年每年的产能增长比较稳定,我们预计今年两矿产能为780万吨。

目前公司煤炭业务主要以洗煤为主,去年约有120万吨的外购原煤,精煤洗出率为35%,综合平均洗出率为60%,由此测算去年精煤产量为305万吨,其中外销精煤185万吨左右。

由于产品的品质极高,开滦的主焦煤和肥精煤一直都是钢铁企业的"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
范各庄	100%	1.6	450	肥煤	450	470	480
吕家坨	100%	1.4	330	肥煤	300	310	320

资料来源: 公司公告, 爱建证券研究发展总部

2) 外延扩张初见成效,金山坡煤矿开始投产

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。

目前金山坡煤矿已经开始投产,但今年产能可能达不到90万吨。此矿开采出的原煤不需要进行洗煤,公司直接将其卖给下游客户。

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

3) 加拿大两矿

1. 加拿大盖森煤田

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**。

加拿大盖森煤田位于加拿大哥伦比亚省东北部，该区煤炭储量为2.84亿吨。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。从目前来看，第一阶段的勘探工作基本结束，已经进入矿井设计阶段，如果论证结果可行，将开始建设投产，一期项目产能为300万吨(包括200万吨精煤)，但由于加拿大天气恶劣，极端气候容易造成建设搁置，出于谨慎性原则，我们预计可能2012年年底开始投产。

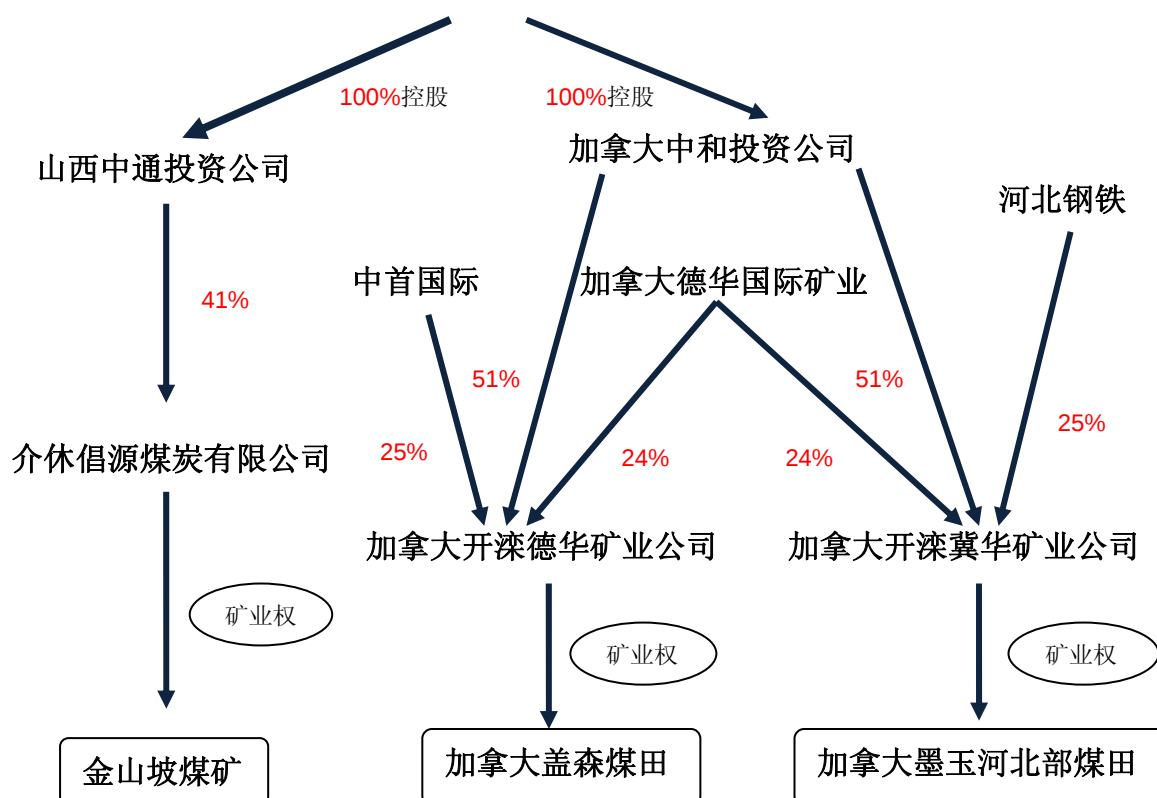
2. 墨玉河北部煤田

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。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。

目前该项目仍处于前期勘探阶段，预计2013年之前对公司的经营业绩不产生重大影响。

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. 煤化工产能扩张加速，焦化业务仍处微利

1) 煤化工扩张加速

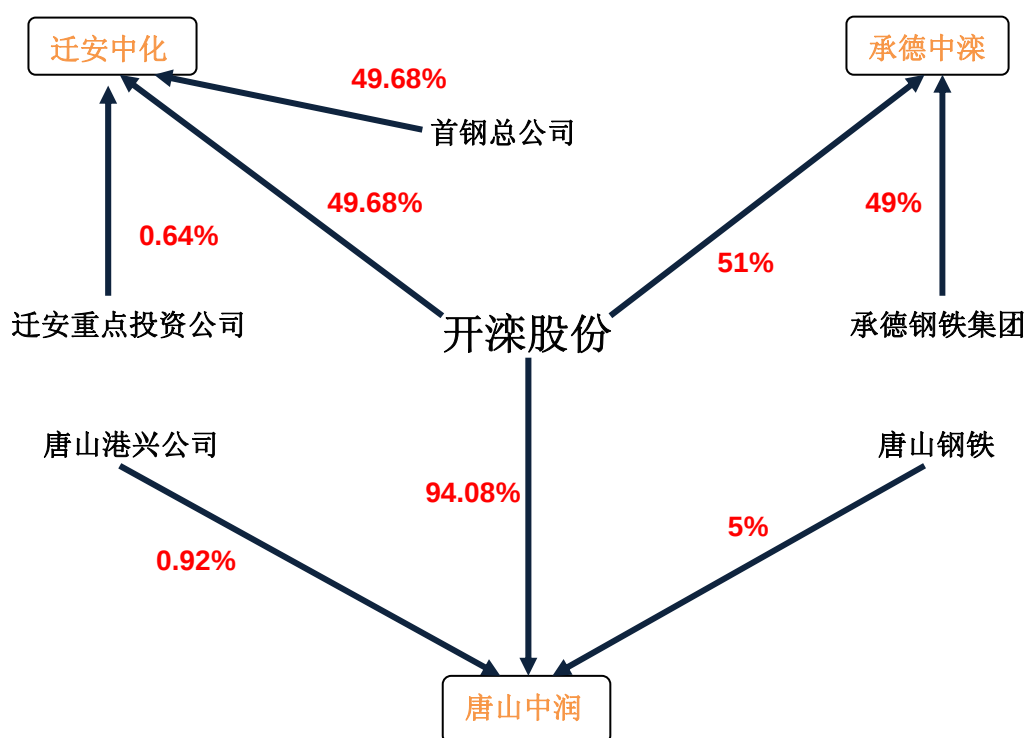
目前公司的焦炭产能主要集中在迁安中化（330 万吨）、唐山中润（220 万吨），以及承德中滦三家公司，公司近几年焦炭产能释放较快，去年与承钢合作的中滦煤化工一期工程(60万吨/年焦炭)和二期工程(110万吨/年产能)已先后投产，三期焦化项目也将于2013年投产，核定产能为210万吨。预计2011年公司焦炭产能达到720万吨，权益产能为458万吨。

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	170	170

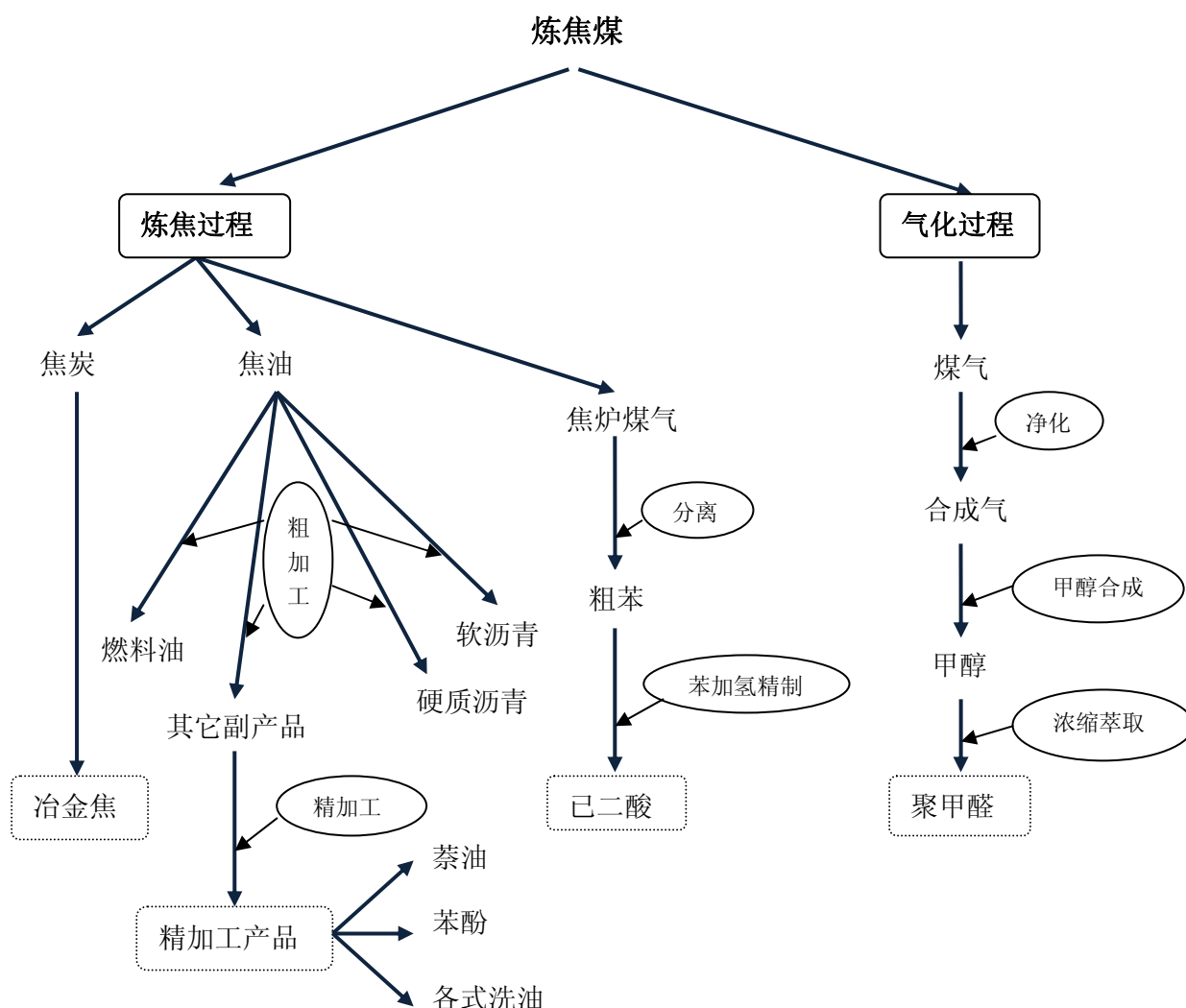
资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

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) 焦化业务仍处微利

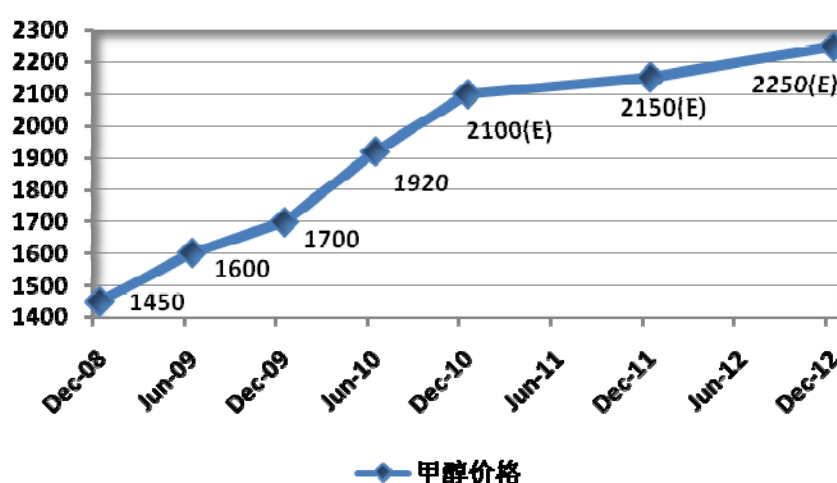
由于近阶段上游焦煤价格受多种因素的推动大幅走高，并且在定价和议价方面表现得较为强势，而下游钢铁行业中，尽管一些主流钢铁企业在今年第一季度又有所提价，但钢材库存已经连创新高，使得近阶段焦炭价格走势一直比较疲弱，焦煤价格的上涨远未能带动焦炭价格的上涨，焦炭行业受到了“两头挤”的困境，整体盈利能力较弱，如果控制不好上游成本，很多焦化企业都将面临亏损。公司焦炭产能扩张步伐加快，但盈利能力相对有限，仍处于微利状态。

公司目前生产的冶金焦价格（不含税）为2100元，二级焦冶金焦价格（不含税）为2050元。由于焦炭价格波动比较大，在下游钢铁行业基本面未出现重大变化时，我们预计2011年焦炭平均价格将小幅上涨，但扣除上游焦煤价格同步上涨的因素，毛利率基本与去年持平。

3) 焦化副产品或成盈利新亮点

公司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，在焦炭价格持续低迷的形势下，一些煤化工深加工产品给形成了新的利润增长点，公司的15万吨/年己二酸、6万吨/年聚甲醛项目也已经开始建设，预计明年下半年开始投产。

图4：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	10	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）	/	/	4
聚甲醛（筹建）	/	/	1.5

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

3. 整体上市仍在推进，对话陷入僵局

1) 整体上市风声再起

近日，与公司同处河北省的冀中能源发布与信达公司签订股权收购协议，整体上市迈开了重大一步，市场立即将目光聚集在开滦股份上，因此我们也特别就此事与公司管理层进行沟通，得到如下答复：公司管理层一直都与信达公司保持沟通与对话，但双方对于某些问题的分歧仍然很大，目前陷入僵持状态，短期内双方达成共识的可能性不大。

我们认为由于公司以及集团的持股结构与冀中能源的有本质区别，因此不能简单地照搬冀中模式，由于今后财政部将正式接管信达资产管理有限公司，因此省国资委和财政部将面临直接对话，从目前来看整体上市进程尚无时间表。

2) 集团煤炭资源储备丰富

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。目前新疆矿区正在建设，而内蒙古矿区正在改扩建。

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

我们将公司所有业务分为煤炭和煤化工两部分，并且分别对其进行盈利预测。

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）	750	780	800
外购原煤（万吨）	120	130	140
精煤洗出率	35%	35%	35%
精煤产量（万吨）	304	318.5	329
外销精煤产量（万吨）	180	200	220
精煤价格（元）	1200	1250	1300
毛利率	42%	43%	44%
平均权益（元）	95%	94%	93%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.42	0.49	0.57

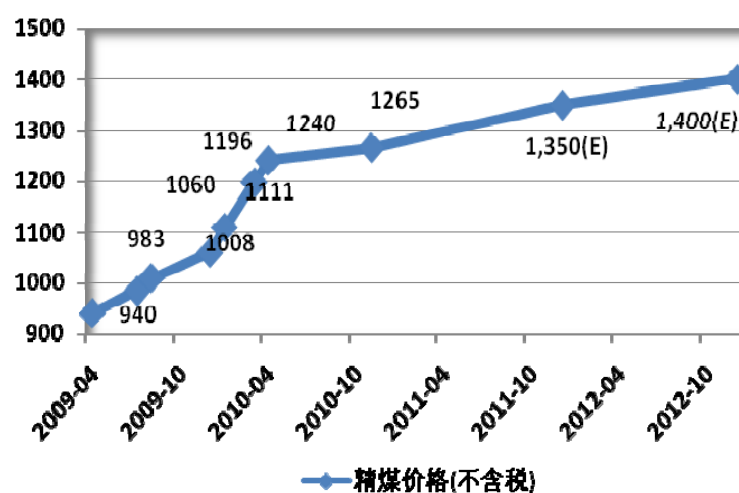
资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表 7：洗混块盈利预测

	2010E	2011E	2012E
块煤产量（万吨）	40	42	44
块煤价格（元）	550	560	570
末煤产量（万吨）	160	170	180
末煤价格（元）	350	360	370
综合毛利率	27%	28%	29%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.1	0.12	0.13

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图 5：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 8：焦炭盈利预测

	2010E	2011E	2012E
焦炭产能（万吨）	400	458	458
焦炭价格（元）	1900	1950	1950
毛利率	4%	4%	4%
总股本（万股）	123464	123464	123464
折合每股收益（元）	0.14	0.18	0.18

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

表 9：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 10：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

我们预测 2010、2011、2012 年公司的 EPS 分别为 **0.69、0.84、0.93** 元。由于目前公司整体上市仍在推进，但尚无时间表，参考同行业其他上市公司的平均估值水平并给予一定的溢价，预计 12 个月目标位为 26.5 元，维持“推荐”评级。

表 11：财务报表预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10976.71	14198.36	17284.96	19136.68
增长率(%)	16.75%	30%	21%	10.7%
归属母公司股东净利润	859.76	851.91	1037.09	1148.21
增长率(%)	-25%	5.97%	21.12%	48.83%
每股收益(EPS)	0.67	0.69	0.84	0.93
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)	29.62	28.76	23.62	21.34
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，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(煤炭、有色)，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12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12个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐：预期未来12个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性：预期未来12个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来12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12个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 ：预期未来12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12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。