

2011年3月30日

开滦股份

业绩符合预期，期待集团整体上市

公司成长性较弱，2011年继续关注集团的整体上市。公司目前2011年的市盈率为27倍，但如果考虑子整体上市，我们预计公司2011年的每股收益将增加至1.39-1.80元（相当于目前12-16倍的市盈率）。此外，公司焦化业务的盈利能力将随着品种多样化和规模效应继续提升，但短期内可能拖累公司整体业绩。我们认为公司整体上市的进度将对股价有决定性的影响，按照30倍的2011年目标市盈率，我们下调公司目标价至22.64元，继续维持买入评级。

支持评级的要点

- 公司成长性较弱。公司现有产能860万吨，我们预计公司现有煤矿将在2011年实现达产。公司另有在加拿大的500万吨/年产能的待建焦煤矿，我们预计该矿将在2013年后投产。
- 母公司在河北约有产能为2,100万吨/年的成熟煤矿可以注入上市公司，相当于公司目前产能的2.6倍。如果母公司整体上市成功，预计公司2011年的每股收益将增加69%-118%至1.39-1.80元（相当于目前12-16倍的市盈率）。
- 我们认为母公司整体上市的可能性较大，但时间上仍然存在两个障碍：一是采矿权价款的缴纳；二是母公司的少数股东利益的调节。

评级的主要风险

- 预计焦化业务的盈利能力将随着品种多样化和规模效应继续提升，但短期内可能拖累公司整体业绩。
- 焦化业务的收入占比超过70%。如果焦煤价格进一步提高，对公司整体盈利能力不利。
- 公司未来两年内的内生成长性较弱。

估值

- 截至3月29日，公司2011年的市盈率为27倍。我们给予公司较行业平均50%的估值溢价，以反映其资产注入的预期。即按照30倍的2011年目标市盈率，我们将公司目标价由23.01元下调至22.64元，继续维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,977	15,154	20,515	25,246	31,127
变动(%)	17	38	35	23	23
净利润(人民币 百万)	821	868	932	949	1,063
全面摊薄每股收益(人民币)	0.665	0.703	0.755	0.769	0.861
变动(%)	1.3	5.6	7.4	1.9	12.0
市场预期每股收益(人民币)	-	0.675	0.810	0.940	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.767	0.850	-
调整幅度(%)	-	-	(1.6)	(9.6)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	30.1	28.5	26.6	26.1	23.3
每股现金流量(人民币)	0.18	0.99	1.02	1.24	1.37
价格/每股现金流量(倍)	112.4	20.3	19.7	16.2	14.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	13.7	13.1	12.7	11.7
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.107	0.109	0.122
股息率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600997.SS - 人民币 20.06

目标价格：人民币 22.64(↓23.01)

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207060241

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(0)	0	5	(14)
相对新华富时A50指数(%)	(5)	(2)	(0)	(1)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,235
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	14,369
3个月日均交易额(人民币 百万)	309
净负债比率(%) (2011E)	49
主要股东(%)	
开滦集团	57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

每股收益 0.70 元，符合预期

公司 2010 年净利润同比增长 6%至 8.69 亿元，折合每股收益 0.70 元，与我们 0.68 元的预期基本相符。公司拟每 10 股派现金股利 1 元。

图表 2.2010 年分季度盈利状况

	2010 第一季度	2010 第二季度	2010 第三季度	2010 第四季度
每股收益(元)	0.17	0.17	0.18	0.18
销售毛利率(%)	17	16	16	15
销售净利率(%)	6.1	6.0	5.5	5.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司营业收入同比增长 38%至 152 亿元：其中煤炭收入同比增长 35%至 51 亿元，焦化业务收入同比增长 67%至 119 亿元。焦化业务的收入占比提高 5 个百分点至 70%。

图表 3.业绩摘要

(人民币，百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业收入	10,977	15,154	38
营业成本	8,833	12,739	44
营业税及附加	86	107	24
毛利润	2,057	2,308	12
销售费用	152	185	21
管理费用	567	716	26
财务成本	184	263	43
资产减值	(27)	7.8	(129)
投资收入	0.8	0.6	(30)
营业利润	1,182	1,138	(4)
营业外收入	3.9	12	205
营业外支出	11	5.8	(49)
税前利润	1,175	1,144	(3)
所得税	315	268	(15)
少数股东权益	37	6.8	(81)
归属于母公司的净利润	823	869	6
每股收益（人民币）	0.67	0.70	6
毛利率(%)	20	16	
经营利润率(%)	10.8	7.5	
净利率(%)	7.5	5.7	

资料来源：公司数据，中银国际研究

2010 年煤炭成本大幅提高，拉低毛利率

公司现有煤矿产能 860 万吨，2010 年生产原煤 829 万吨，同比增长 7.5%；其中精煤产量 328 万吨。公司原煤综合售价同比增长 25%，未能覆盖吨煤开采成本 31%的涨幅，导致公司煤炭业务毛利率同比下降 3 个百分点至 36%。

图表 4.2010 年煤炭业务经营数据

	2009 年	2010 年	同比变动(%)
产量(百万吨)	7.71	8.29	7.5
其中精煤产量	2.92	3.28	
原煤价格 (元/吨)	493	617	25
原煤成本 (元/吨)	301	394	31
煤炭业务营业收入(百万元)	3,805	5,118	35
煤炭业务营业成本(百万元)	2,321	3,264	41
煤炭业务毛利率(%)	39	36	

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司内生成长性偏弱：预计 2011 年来自倡源公司的产能完全达产；中期成长性来自加拿大两个待建矿。公司在加拿大参与盖森煤田的开发建设，以及在墨玉河北部煤田开展前期地质勘探。公司计划在盖森煤田 200 万吨/年的产能，在墨玉河北部煤田建设 300 万吨/年的产能。考虑到上述两矿目前尚未开工建设，我们预计他们在未来 3 年内较难释放产量。

图表 5.开滦股份的加拿大煤炭项目

煤矿名称	资源储量 (百万吨)	煤种	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
墨玉河北部煤田	N/A	炼焦煤	51	首期 300	153
盖森煤田	786	主焦煤为主	51	一期 200	102
小计				500	255

资料来源：公司数据，中银国际研究

2010 年焦化业务毛利率进一步下滑

公司现有焦炭产能 550 万吨/年，2010 年生产焦炭 520 万吨，同比增长 32%。焦炭价格同比上涨 16%，但无法覆盖其成本 22%的上涨幅度，因而焦化业务毛利率同比下降 3 个百分点至 5%。

图表 6. 2010 年焦化业务产销数据

	2009 年	2010 年	同比变动(%)
焦炭产量 (百万吨)	3.95	5.20	32
焦炭价格 (元/吨)	1,393	1,610	16
焦炭成本 (元/吨)	1,251	1,531	22
焦化业务营业收入(百万元)	7,167	11,939	67
焦化业务营业成本(百万元)	6,591	11,336	72
焦化业务毛利率(%)	8	5	

资料来源：公司数据，中银国际研究

近年来，公司煤化工业务逐渐扩张，产业链不断延伸，产品品种增加，有利于煤化工业务整体盈利水平的提升。但是，作为一家煤炭企业，我们认为公司未来的利润率将受到煤化工业务的拖累。

图表 7. 公司现有煤化工产能

煤化工业务	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	所属公司
甲醇	94	20	唐山中润
粗苯加氢	94	10	唐山中润
煤焦油	51	30	唐山考伯斯
焦炭	50	330	迁安中化
焦炭	94	220	唐山中润

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 公司待建煤化工产能

煤化工业务	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	所属公司
己二酸	100	15	中浩化工
聚甲醛	100	6	中浩化工
甲醇燃料	51	20	唐山中阳

资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年经营目标

2011 年公司主要经营目标是：生产原煤 800 万吨，生产精煤 328 万吨，生产焦炭 626 万吨，营业收入 167 亿元。

集团整体上市大势不改，时间难定

除上市公司资源外，我们预计集团在河北唐山矿区和蔚州矿区各有 1,445 万吨和 550 万吨可以注入上市公司。我们认为集团整体上市存在的障碍可能包括：采矿权价款的补缴问题，以及集团的少数股东利益的调节问题。我们认为集团整体上市的不确定性较大。

按照收购可采储量计算：如果母公司整体上市仅包含唐山矿区的煤矿，将增厚公司 2011 年每股收益至 1.28 元；如果包含唐山矿区和蔚州矿区，将增厚公司 2011 年每股收益至 1.40 元。分别较我们目前的预测（0.75 元）高 69% 和 86%。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,977	15,154	20,515	25,246	31,127
销售成本	(8,833)	(12,739)	(17,532)	(21,791)	(27,119)
经营费用	(317)	(337)	(691)	(1,096)	(1,443)
息税折旧前利润	1,827	2,078	2,293	2,359	2,565
折旧及摊销	(488)	(670)	(673)	(745)	(802)
经营利润(息税前利润)	1,338	1,407	1,620	1,615	1,762
净利息收入/(费用)	(184)	(263)	(341)	(444)	(577)
其他收益/(损失)	19	(2)	(2)	(2)	(2)
税前利润	1,173	1,143	1,277	1,169	1,184
所得税	(315)	(268)	(319)	(292)	(296)
少数股东权益	(37)	(7)	(26)	72	175
净利润	821	868	932	949	1,063
核心净利润	827	863	927	944	1,058
每股收益(人民币)	0.665	0.703	0.755	0.769	0.861
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.107	0.109	0.122
收入增长(%)	17	38	35	23	23
息税前利润增长(%)	(5)	5	15	0	9
息税折旧前利润增长(%)	2	14	10	3	9
每股收益增长(%)	1	6	7	2	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,995	2,615	2,138	2,335	2,674
应收帐款	160	300	407	500	617
库存	789	1,221	1,681	2,089	2,600
其他流动资产	2,214	2,884	3,899	4,798	5,916
流动资产总计	5,158	7,022	8,124	9,722	11,806
固定资产	7,715	8,462	9,308	9,582	9,799
无形资产	502	483	464	445	426
其他长期资产	61	87	83	83	83
长期资产总计	8,278	9,032	9,855	10,111	10,308
总资产	13,436	16,053	17,980	19,833	22,114
应付帐款	1,537	1,913	2,633	3,272	4,072
短期债务	1,751	3,110	3,209	3,709	4,209
其他流动负债	1,591	2,027	1,369	1,640	1,884
流动负债总计	4,879	7,050	7,211	8,622	10,166
长期借款	2,750	1,851	2,800	2,500	2,501
其他长期负债	20	20	10	10	10
股本	1,235	1,235	1,235	1,235	1,235
储备	3,758	4,533	5,332	6,146	7,058
股东权益	4,992	5,767	6,567	7,381	8,292
少数股东权益	795	1,366	1,392	1,320	1,145
总负债及权益	13,436	16,053	17,980	19,833	22,114
每股帐面价值(人民币)	4.04	4.67	5.32	5.98	6.72
每股有形资产(人民币)	3.64	4.28	4.94	5.62	6.37
每股净负债/(现金)(人民币)	2.03	1.90	3.14	3.14	3.27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,173	1,143	1,277	1,169	1,184
折旧与摊销	488	670	673	745	802
净利息费用	184	263	341	444	577
运营资本变动	(1,311)	(578)	(698)	(613)	(759)
税金	(315)	(268)	(319)	(292)	(296)
其他经营活动现金流	1	(9)	(19)	79	182
经营活动产生的现金流	220	1,220	1,255	1,531	1,690
购买固定资产净值	(1,817)	(1,064)	(1,500)	(1,000)	(1,000)
投资减少/增加	(3)	9	9	9	9
其它投资现金流	0	(333)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,820)	(1,387)	(1,491)	(991)	(991)
净增权益	47	264	0	0	0
净增债务	510	(240)	300	0	0
支付股息	(348)	(369)	(132)	(135)	(151)
其他融资现金流	715	933	(209)	(209)	(209)
融资活动产生的现金流	924	588	(41)	(344)	(360)
现金变动	(676)	421	(278)	197	339
期初现金	2,670	2,194	2,416	2,138	2,335
公司自由现金流	(1,600)	(167)	(237)	540	699
权益自由现金流	(1,090)	(408)	63	540	699

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	16.6	13.7	11.2	9.3	8.2
息税前利润率	12.2	9.3	7.9	6.4	5.7
税前利润率	10.7	7.5	6.2	4.6	3.8
净利率	7.5	5.7	4.5	3.8	3.4
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率	7.3	5.4	4.7	3.6	3.1
净权益负债率(%)	43.3	32.9	48.6	44.5	42.8
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
估值(倍)					
市盈率	30.1	28.5	26.6	26.1	23.3
市净率	5.0	4.3	3.8	3.4	3.0
价格/现金流	112.4	20.3	19.7	16.2	14.7
企业价值/息税折旧前利润	15.4	13.7	13.1	12.7	11.7
周转率					
存货周转天数	24.2	28.8	30.2	31.6	31.6
应收帐款周转天数	5.3	7.2	7.2	7.2	7.2
应付帐款周转天数	51.1	46.1	46.8	47.3	47.8
回报率(%)					
股息支付率	15.0	14.2	14.2	14.2	14.2
净资产收益率	16.5	15.0	14.2	12.9	12.8
资产收益率	7.3	6.7	6.8	6.1	6.0
已运用资本收益率	13.0	11.6	11.6	10.8	10.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371