

有资源、有链条、有方向

——开滦股份（600997）2010年年度报告点评——

增持

年报基本内容：

2011年3月30日，开滦股份（600188）发布年报，报告期内公司实现营收约151.54亿元，同比增长38.06%；归属于母公司股东的净利润约为8.69亿元，同比增长5.57%，折合每股收益0.70元；截止报告期末，公司每股净资产4.67元，较上年同期增长15.59%；每股经营活动产生的现金流量净额为0.99元，同比增长450%；同期，公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为16.12%，较上年同期减少1.83个百分点。年报分配预案拟向全体股东每10股派发现金1.00元（含税）。

核心投资逻辑：

重点关注集团公司煤炭资产注入进展及海外煤炭资产达产情况；重点关注公司焦化业务及精细煤化工业务发展情况；重点关注加息周期下公司资金成本压力的影响。

年报点评：

● 集团公司煤炭资源进入虽有障碍但方向明确

公司既有矿井生产能力已经达到极限，而随着山西介休泰瑞公司整合主体资格被取消，上市公司煤炭增量只能依靠加拿大矿井（公司海外资产产能贡献应在2013年左右），随着焦化分部的产能逐步释放，精煤供需缺口有扩大趋势，与集团公司的关联交易量或外购煤量势必增加，故集团河北地区煤炭资产有较强注入预期；同时，集团内蒙古、新疆地区矿井随着时间推移将逐步投入生产，构成较大的同业竞争压力。我们认为，虽然集团公司煤炭资产注入仍然存在实质性障碍，但方向是较为明确的，且存在连续性注入的资源基础。

● 焦炭业务有望维持复苏态势

根据大商所公告披露，焦炭期货合约将于今年4月15日起正式上市交易。公司作为国内大型焦炭生产企业（根据2010年股东大会资料，实际生产能力已经达到720万吨/年），处于环渤海经济圈，同时具备上游资源和现代煤化工园区一体化生产优势，较非资源焦炭生产企业更有竞争实力。焦炭期货交易初期，由于成交量相对较小，掌握现货供应的厂商具有极强的定价能力，并可能弱化“指导价”的影响；随着参与者的增多，虽然价格控制力会有所下降，但同时会极大拓宽产品销路。总体而言，我们认为公司焦炭业务有望维持复苏态势。

分析师

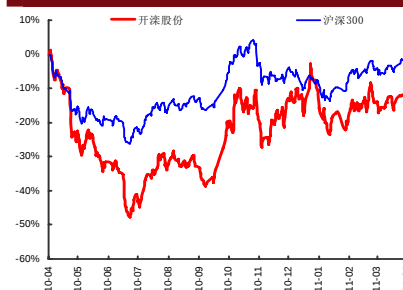
徐哲

执业证号：S1250511010009

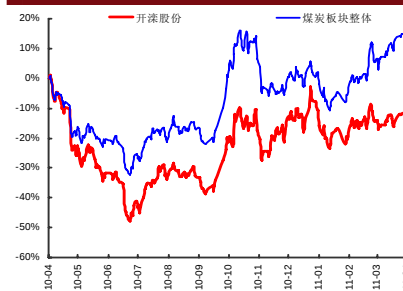
电话：010-57631191

邮箱：xze@swsc.com.cn

近一年公司股价与沪深300比较



近一年公司股价与板块指数比较



相关研究

1 “观”整体上市，“重”企业实绩

2010/04/15

● 其他化工产品直接受益油价上涨

公司目前拥有甲醇 20 万吨/年、焦油加工 30 万吨/年、粗苯加氢精制 20 万吨/年的精细煤化工生产能力；同时，曹妃甸焦油加工、聚甲醛、己二酸等后续项目亦在有序推进中，煤化工作为油头化工的相对最佳替代产业，直接受益于油价的上涨。2010 年，扣除甲醇产品后公司焦化产品的收入贡献为 18.01%，毛利贡献亦有 8.27% 左右，精细煤化工产品已经对公司整体运营结构产生影响，这一趋势有望在未来数年内得到强化。但值得注意的是，根据发改委最新出台的《关于规范煤化工产业有序发展的通知(发改产业[2011]635 号)》要求，公司目前的煤化工规模偏小，故政策性风险客观存在。

● 派现比例维持在 15% 左右

按照公司分配预案，拟以总股本 123464 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税），分配比例占归属于母公司净利润的 14.21%，连续三年比例维持在 15% 左右。我们认为，公司发展资金需求量较大，而焦炭分部业绩仍然处于缓慢复苏阶段，故未来高送配的可能性亦较小。

● 盈利预测与评级

预计公司 2011-2013 年营收分别约为 176.21 亿元、190.03 亿元、227.76 亿元，折合每股收益分别为 0.91 元、1.07 元、1.51 元，对应报告基准日收盘价市盈率水平分别为 22.83(X)、19.47(X)、13.75 (X)。

我们认为，公司是有资源、有链条、有方向的煤炭及煤化工综合类上市公司。首先，由于开采时间较长，公司自身资源储备相对其他上市公司为少，故在资源扩张上不遗余力，特别是海外资源收购应给予积极评价，同时集团公司较大的资源及产能储备为公司后续可持续发展奠定了坚实基础；其次，在多煤少油气的客观国情下，大力发展新型煤化工产业是唯一出路，公司的产业链条紧跟这一主线；第三，公司业绩 08 年以来受到焦化产品影响业绩一直表现不佳，而公司具备集团煤炭资产注入预期，具备由于焦炭期货运行带来的焦炭业绩回升预期，具备甲醇及化工产品在高油价刺激下大幅提升预期，故存在估值向上推动的条件。综合考虑，维持公司“增持”评级。

表 1：盈利预测简表

盈利预期与假设	2010A	2011E	2012E	2013E
价 格				
洗精煤	1251.44	1384.00	1494.72	1614.30
冶金焦	1609.91	1709.40	1750.00	1800.00
甲醇	1820.00	2136.75	2393.16	2564.10
成 本				
洗精煤	767.85	798.56	838.49	880.41
冶金焦	1543.63	1605.37	1653.53	1703.14
甲醇	1877.16	2100.00	2205.00	2315.25
产 量				
洗精煤	328.33	328.00	330.00	400.00
冶金焦	520.43	626.00	650.00	720.00

甲醇	22.96	23.00	25.00	31.76
分部收入				
冶金焦	837844.96	1070085.47	1137500.00	1296000.00
洗精煤	410885.94	453952.00	493257.60	645719.04
甲醇	42005.60	49145.30	59829.06	81435.90
其他煤化产品	314077.03	396677.42	432479.78	503007.25
其他煤炭合计	100962.74	111544.92	121203.07	158665.84
贸易	37711.61	41664.27	45271.78	59264.88
内部抵扣	-232486.36	-360921.79	-389222.02	-466495.7942
分部成本				
冶金焦	796759.22	1004963.81	1074797.56	1226261.34
洗精煤	252107.12	261927.88	276701.25	352165.23
甲醇	43099.66	48300.00	55125.00	73532.34
其他煤化产品	293759.75	371016.82	396798.34	452716.38
其他煤炭合计	74278.42	77171.91	81524.60	103758.58
贸易	37752.90	39223.55	41435.86	52736.55
内部抵扣	-226353.26	-342494.76	-366012.70	-429622.38
简要盈利预测表				
	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(万元)	1,515,406.54	1,762,147.58	1,900,319.27	2,277,597.11
营业收入(万元)	1,515,406.54	1,762,147.58	1,900,319.27	2,277,597.11
二、营业总成本(万元)	1,401,690.48	1,610,772.84	1,722,847.21	2,026,282.59
营业成本(万元)	1,273,940.78	1,460,109.22	1,560,369.91	1,831,548.04
营业成本占主营	84.07%	82.86%	82.11%	80.42%
主营毛利	241,465.76	302,038.36	339,949.36	446,049.07
主营毛利率	15.93%	17.14%	17.89%	19.58%
营业税金及附加(万元)	10,690.15	12,335.03	13,302.23	15,943.18
占营收比重	0.71%	0.70%	0.70%	0.70%
销售费用(万元)	18,453.68	22,026.84	23,753.99	28,469.96
占营收比重	1.22%	1.25%	1.25%	1.25%
管理费用(万元)	71,572.41	84,583.08	91,215.33	109,324.66
占营收比重	4.72%	4.80%	4.80%	4.80%
财务费用(万元)	26,250.45	31,718.66	34,205.75	40,996.75
占营收比重	1.73%	1.80%	1.80%	1.80%
三费占营收比重	7.67%	7.85%	7.85%	7.85%
资产减值损失(万元)	783.01			
三、营业利润(万元)	113,771.09	151,374.74	177,472.06	251,314.52
占营收比重	7.51%	8.59%	9.34%	11.03%
加: 营业外收入(万元)	1,197.82			
减: 营业外支出(万元)	577.23			
四、利润总额(万元)	114,391.68	151,374.74	177,472.06	251,314.52
占营收比重	7.55%	8.59%	9.34%	11.03%

减：所得税(万元)	26,823.28	37,843.68	44,368.02	62,828.63
所得税比重	23.45%	25.00%	25.00%	25.00%
五、净利润(万元)	87,568.40	113,531.05	133,104.05	188,485.89
占比	5.78%	6.44%	7.00%	8.28%
减：少数股东损益(万元)	683.74	1,135.31	1,331.04	1,884.86
占比	0.05%	1.00%	1.00%	1.00%
归属于母公司所有者的净利润(万元)	86,884.66	112,395.74	131,773.01	186,601.03
占比	5.73%	6.38%	6.93%	8.19%
总股本	123,464.00	123,464.00	123,464.00	123,464.00
七、每股收益：	0.7037	0.9104	1.0673	1.5114

资料来源：公司公告、西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>