

开滦股份 (600997)

增持/首次评级

股价：RMB16.36

分析师

李洁

SAC 执业证书编号:S1000511070002

021-50106407

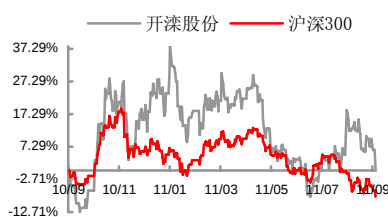
lijie8866@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,235
流通 A 股 (百万股)	1,235
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	20,199

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

资产注入有望提速 三驾马车拉动业绩增长

- 本报告是继 7 月 15 日《信达完成股份制改组高管换届，煤企信达股权问题有望现转机》，7 月 18 日《阳泉煤业：公司更名、信达管理层换届是积极信号》后，我们又一篇文章关于“信达系”煤炭上市公司的深度分析。本报告突破传统定性分析，对不同情景假设下资产注入对业绩增厚影响进行了深度定量分析。
- 开滦集团体外现有产能为上市公司 7.3 倍，在主流煤炭上市公司中比例最高。仅河北，集团体外产能就为上市公司 3.7 倍，其中 960 万吨焦煤矿盈利能力最强。“十二五”集团规划产能翻番，达到 1 亿吨，未来具备资产持续注入能力。
- 河北省政府工作报告首次点名“推动”，开滦资产注入进程有望提速。河北省政府在 2011 年政府工作报告中首次提出，今年要抓的重点工作之一是“推动开滦集团主业整体上市”。该措辞在过去两年的河北省政府工作报告中从未出现，我们判断，政府明确表态意味着开滦集团整体上市有望提速，地方国资委将比以往更积极地与信达磋商。
- 信达自身出现积极变化，解决历史遗留问题的意愿或许增强。随着信达资产去年完成股份制改组，今年 5 月完成管理层换届，其自身“剥离政策性业务—引进战略投资者—整体上市”也纳入战略考虑，需要加快处理历史遗留问题。
- 投资建议：低吸潜伏，以时间换空间。不考虑资产注入，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76、0.85、0.94 元/股，对应 2011-2013 年 PE 分别为 21.4 倍、19.2 倍、17.4 倍。如考虑资产注入，2011 EPS 0.82~1.39 元，对应 2011PE 11.8~20 倍。考虑到集团资产注入将为公司业绩增长打开空间，首次给予“增持”评级。而资产注入的必然性和时间不确定性决定了最好的策略是低吸潜伏，以时间换空间。
- 风险提示：资产注入进程受阻，焦化行业景气度无改善；宏观系统性风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15154.1	17443.0	19279.0	21008.0
(+/-%)	38.1	15.1	10.5	9.0
归属母公司净利润(百万元)	868.8	942.0	1052.0	1165.0
(+/-%)	5.6	8.4	11.7	10.7
EPS(元)	0.70	0.76	0.85	0.94
P/E(倍)	23.2	21.4	19.2	17.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

两大变化传递积极信号 资产注入进程有望加快	5
河北省政府工作报告点名“推动开滦集团主业整体上市”	5
信达自身出现积极变化 解决历史遗留问题的意愿或许增强	5
集团可注入煤矿资产充裕 未来具备资产持续注入能力	7
集团煤炭业务贡献大部分盈利 毛利率远高于其他分部	7
目前集团体外产能为上市公司 7.3 倍 在重点煤炭上市公司中比例最高	7
河北体外产能为上市公司 3.7 倍 其中 960 万吨焦煤产能盈利能力最强	8
集团十二五规划煤炭产能翻番 未来具备资产持续注入能力	10
焦炭随行业整合景气缓慢回升 煤化工向高附加值深加工延伸	12
公司开展煤化工产业具有必要性 未来产能继续扩张	12
联手钢厂建立大型焦化项目 上下游产业一体化经营	13
焦化产业整合大幕拉开 十二五期间行业景气度缓慢回升	14
焦炭分部业绩贡献弹性高 如盈利改善将有力拉动业绩增长	15
煤化工产业链不断延伸 高附加值深加工产品或成业绩增长亮点	15
资源扩张有序推进 省外国外全面铺开	16
唐山本部煤矿生产优质肥煤 未来基本保持稳产	16
山西地区焦煤资源扩张渐进式推进 倡源达产增厚业绩 0.03 元/股	18
加拿大积极获取优质焦煤资源 盖森一期达产增厚业绩 0.23 元/股	18
投资建议：低吸潜伏 以时间换空间	21
盈利预测	21
估值	24
投资建议	27
催化剂	28
风险提示	28

图表目录

表格 1: 开滦集团 2011-2013 部分重点投资项目资本开支	5
表格 2: 开滦集团货币资金	5
表格 3: 开滦集团股权结构	6
表格 4: 集团分部毛利贡献	7
表格 5: 集团分部毛利率	7
表格 6: 目前集团体外产能为上市公司 7.3 倍	7
表格 7: 河北矿区煤矿数据	9
表格 8: 河北矿区煤矿盈利能力	10
表格 9: 开滦集团煤炭业务战略规划目标	10
表格 10: 开滦集团资源扩张	11
表格 11: 公司现有及规划煤化工产能	12
表格 12: 现有煤煤化工产能	13
表格 13: 规划煤煤化工产能	13
表格 14: 公司先后与首钢、唐钢、承钢合资建立焦化一体化项目	13
表格 15: 开滦股份 2008-2010 前五大客户销售收入占比	14
表格 16: 开滦股份 2010 前五大客户销售收入占比	14
表格 17: 公司焦化业务毛利率%	14
表格 18: 焦炭毛利率每提升 1%，EPS 增厚提升 8.88%	15
表格 19: 公司将发展四大煤焦化产品链	15
表格 20: 公司焦化业务毛利率%	16
表格 21: 本部煤矿基本数据	16
表格 22: 本部两矿财务数据	16
表格 23: 本部各煤炭产品毛利率（%）	17
表格 24: 本部煤矿肥精煤煤质指标	17
表格 25: 2010 年肥煤前 5 大客户占比 56.92%	17
表格 26: 山西倡源煤矿数据	18
表格 27: 山西倡源煤矿毛利率（%）	18
表格 28: 开滦加拿大项目基本情况	18
表格 29: 盖森煤田煤质情况	19
表格 30: 盖森一期盈利预测	20
表格 31: 产销量	21
表格 32: 价格	22
表格 33: 单位成本	22
表格 34: 考虑资产注入的 2011EPS 预测	23
表格 35: 考虑资产注入的 2011 预测 PE	23
表格 36: 考虑资产注入的 2012EPS 预测	23
表格 37: 考虑资产注入的 2012 预测 PE	23
表格 38: 煤炭行业 2011 年平均估值 16.3 倍，2012 年平均估值 14.1 倍	24
表格 39: 相对估值法测算合理价值（考虑资产注入，参考 2011 年估值 16.3 倍）	24
表格 40: 相对估值法测算合理价值（考虑资产注入，参考 2012 年估值 14.1 倍）	25
表格 41: 分部相对估值（参考 2011 年估值 16.3 倍）	25

表格 42: 分部相对估值 (给予 2012 年估值 14.1 倍)	25
表格 43: 焦炭公司最新静态 PB	26
表格 44: 重置成本法估值	26
表格 45: 不同吨煤资源价款和吨煤建设成本假设下对应的每股重置成本	27
图 1: 集团体外产能比上市公司在重点煤炭上市公司中比例最高	8
图 2: 西线通过 CN 铁路运至鲁珀特太子港 Prince Rupert 市 Ridley 港	19

未来拉动公司业绩增长的三驾马车：集团资产注入、焦化业务景气回升、资源扩张。这三个因素中，最受市场关注的是集团资产注入；对公司业绩能产生立竿见影效果的是焦化景气回升；资源扩张相对长期、但最确定。下面我们依次来做详细分析。

两大变化传递积极信号 资产注入进程有望加快

河北省政府工作报告点名“推动开滦集团主业整体上市”

河北省省长陈全国在今年1月12日《关于河北省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要的报告》中，提出今年要抓的重点工作之一是“深入推进重点领域和关键环节的改革”，其中明确表示“进一步做好企业上市融资大文章，**推动开滦集团等主业整体上市……**”（<http://unn.people.com.cn/GB/14774/21681/13813363.html>）而在2010年的河北省政府工作报告中，并未出现“推动开滦集团整体上市”字样。（<http://unn.people.com.cn/GB/106982/10789663.html>）

事实上，对于开滦集团而言，未来确实面临一定资本支出压力，需要通过上市公司平台实现煤炭业务整体上市，为集团进一步扩张融资。开滦集团为扩充煤炭资源储量，近几年先后在山西、内蒙、新疆以及加拿大收购煤矿资源，资金需求量较大。此外，集团在煤化工、煤电热、物流等方面也有多个在建项目。而集团可用于项目建设的货币资金非常有限，截至2010年末合并口径货币资金63亿元，母公司口径货币资金仅11亿元。目前重点投资项目融资方式主要是银行贷款、中期债券、股东资本金。

表格 1：开滦集团 2011-2013 部分重点投资项目资本开支

	投资规模（亿元）
内蒙古准格尔矿区红树梁煤矿项目	19.84
新疆区域煤炭资源开发项目	49
内蒙古开滦化工有限公司 2*20 万吨/年合成气制乙二醇、 2*20 万吨/年煤焦油多联产循环经济项目	38.82
开滦古冶煤矸石 2*30 万千瓦坑口电厂项目	30.82
合计	138.48

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

表格 2：开滦集团货币资金

2010 年 12 月 31 日	单位	合并	母公司
总资产	亿元	483	253
负债	亿元	280	134
货币资金	亿元	63	11
资产负债率		57.97%	52.96%

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

信达自身出现积极变化 解决历史遗留问题的意愿或许增强

信达之前迟迟不解决其持有煤炭公司股权问题，除了对价因素外，其自身也没有特别动力。而随着去年信达完成股份制改制，其自上市也纳入公司战略考虑，需要加快

处理历史遗留问题。信达去年处于管理层换届期，很多事项自然处于停滞状态，而今年5月董事会完成正式换届，也是一个积极信号。

信达为什么是资产注入的障碍？

开滦集团资产注入的主要障碍之一是“信达股权问题”。信达资产管理公司持有的煤炭企业集团股权，大多来自上世纪煤炭行业不景气时期煤炭企业的债转股。当年债转股时，信达在重大事项上拥有否决权，因此，煤炭集团资产注入需要取得信达的同意。

表格 3：开滦集团股权结构

主要股东名称	实际投资金额 万元	占实收资本比例（%）
河北省人民政府国有资产监督管理委员会	684,635.44	70.76%
中国信达资产管理公司	255,960.41	26.45%
中国建设银行股份有限公司河北省分行	17,222.43	1.78%
中国华融资产管理公司	9,734.00	1.01%
合计	967,552.28	100%

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

对于信达来说，历史上负担了大量政策性再贷款的本金和利息的偿还责任，产生了大量的挂账亏损。多年来，信达很少获得煤企的分红。因此，信达资产也需要盘活其煤炭资产，通过利税返还、减持股份等多元化方式偿还信达金融债。

我们认为在信达利益诉求未得到满足之前集团的资产注入进程会比较缓慢，而问题的关键在于如何对价。

为什么我们认为信达股权问题解决有望加快？

我们认为，随着信达自身发生显著变化，开滦集团整体上市的进程有望得到推进。

信达之前迟迟不解决其持有煤炭公司股权问题，除了对价因素外，其自身也没有特别动力。

但是，随着 2010 年 6 月信达改制成为股份制公司，其自身上市的需求显现出来。而信达如果要上市，需要解决其历史遗留问题，或者剥离之前的政策性业务。

此外，信达去年处于管理层换届期，很多事项自然处于停滞状态，而今年5月董事会完成正式换届，也是一个积极信号。我们认为信达新管理层更有动力来推进并实现“剥离政策性业务—引进战略投资者—信达上市”这一战略，这或将为信达股权问题带来转机。

集团可注入煤矿资产充裕 未来具备资产持续注入能力

集团煤炭业务贡献大部分盈利 毛利率远高于其他分部

目前集团煤炭分部是盈利主要来源，毛利率远高于其他分部，集团整体盈利水平低于上市公司，预计 2011 年集团全年利润总额 15 亿元，而上市公司 2011 年利润总额预计为 13 亿元。我们判断，如果集团资产要注入上市公司，必然会对非盈利业务适当剥离以满足注入要求。

表格 4：集团分部毛利贡献

项目	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1 季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭开采及洗选	283,302	83.07%	487,250	85.56%	426,972	81.11%	132,341	81.60%
现代物流产业	-	-	4,436	0.78%	30,088	5.72%	10,051	6.20%
焦化及煤化工	41,495	12.17%	64,678	11.36%	56,857	10.80%	16,942	10.45%
其他	16,256	4.77%	13,145	2.31%	12,499	2.37%	2,858	1.76%
合计	341,052	100.00%	569,509	100.00%	526,416	100.00%	162,192	100.00%

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

表格 5：集团分部毛利率

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年一季度
煤炭开采及洗选	28.90%	38.44%	34.75%	41.39%
现代物流产业	-	0.43%	1.10%	1.25%
焦化及煤化工	9.48%	9.70%	8.39%	6.80%
其他	20.54%	13.66%	3.43%	3.96%
合计	22.78%	18.59%	10.49%	11.24%

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

目前集团体外产能为上市公司 7.3 倍 在重点煤炭上市公司中比例最高

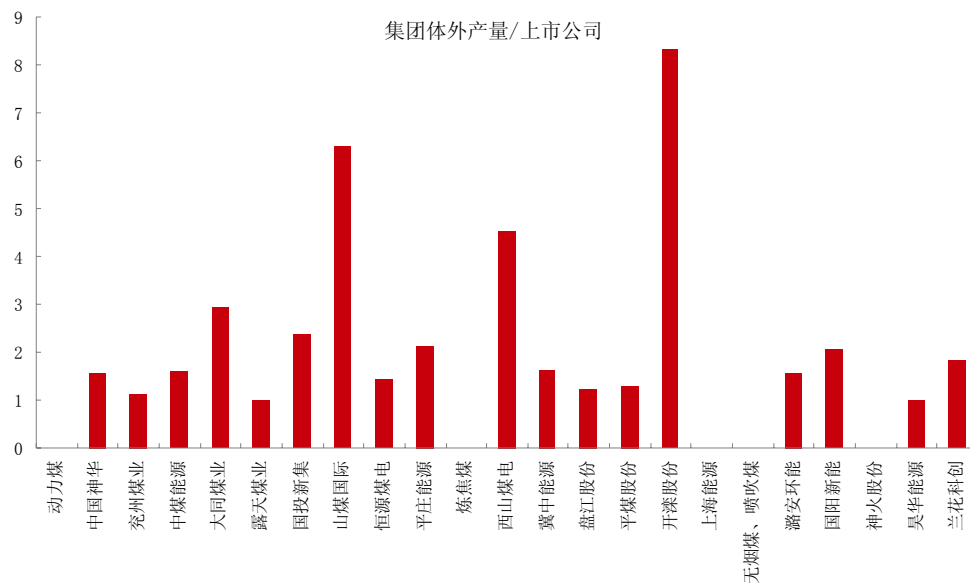
集团 2010 年煤炭产量 6231 万吨，上市公司 829 万吨。根据开滦集团网站数据，集团 2011 年原煤产量（含上市公司）将突破 7000 万吨，精煤产量（含上市公司）将突破 1700 万吨。剔除上市公司产量后，集团原煤产量和精煤产量分别是上市公司的 7.3 倍和 4.2 倍，在重点煤炭上市公司中比例最高。

表格 6：目前集团体外产能为上市公司 7.3 倍

万吨	2007	2008	2009	2010	2011
集团	2883	3218	3063	6231	7000
上市公司	751	750	771	829	840
集团/上市公司	3.84	4.29	3.97	7.52	8.33
集团-上市公司	2132	2468	2292	5402	6160
(集团-上市公司)/上市公司	2.8	3.3	3.0	6.5	7.3

资料来源：集团公告，互联网，华泰联合证券研究所整理

图 1： 集团体外产能比上市公司在重点煤炭上市公司中比例最高



资料来源：华泰联合证券研究所整理

河北体外产能为上市公司 3.7 倍 其中 960 万吨焦煤产能盈利能力最强

开滦集团在河北地区现有唐山矿区、蔚州矿区、兴隆矿务局 3 个矿区，可采储量 19.79 亿吨，生产矿井 19 对（含股份公司 2 对），其中唐山矿区 9 对、蔚州矿区 6 对、兴隆矿务局 4 对，核定产能共 3900 万吨，可采年限近 60 年。另有洗煤厂 8 座，核定处理能力 2045 万吨。

除去上市公司 780 万吨核定产能，集团在河北地区剩余核定产能 3120 万吨，唐山矿区核定产能 1920 万吨，分别是上市公司 2011 年预计总产量 840 万吨的 3.7 倍和 2.3 倍。

表格 7：河北矿区煤矿数据

区域	矿井	资源储量(万吨)	可采储量(万吨)	煤种	煤质	核定产能（万吨）	可采年限
唐山矿区	赵各庄矿	5,565	2,291	焦煤	中高挥发分、膨胀度较低、粘结性、流动性较好	200	11
	林西矿	14,920	612	焦煤	强结焦性	100	6
	唐山矿	36,568	13,036	焦煤	挥发分较低、粘结性较好	410	32
	荆各庄矿	6,537	3,443	气煤		240	14
	林南仓矿	27,323	10,668	气煤		120	89
	钱家营矿	93,129	60,032	焦煤	中高挥发分、膨胀度较低、粘结性、流动性较好	550	109
	东欢坨矿	63,197	11,608	气煤		300	39
	范各庄矿	30,425	19,390	肥煤	低灰、中高挥发分、特高发热量、特强粘结性	450	43
	吕家坨矿	36,449	24,289	肥煤	低灰、中高挥发分、特高发热量、特强粘结性	330	74
	合计	314,115	145,370			2700	54
蔚州矿区	崔家寨矿	31,316	14,968	动力煤 （长焰煤为主，其次为不粘煤，局部为无烟煤）	灰分 16.08%，挥发分 34%，硫分 0.95%，磷分 0.019%，可燃基弹筒发热量 6,600—7,000 大卡，应用基低位发热量为 4,800 大卡，灰熔点 1198℃—1266℃；低灰、低硫、低磷、弱粘结性、发热量高，符合环保要求的发电、供热、气化用煤。		
	单侯矿	31,025	14,578				
	南留庄矿	3,002	690				
	西细庄矿	1,179	223				
	郑沟湾矿	150	66				
	北阳庄矿	33,319	21,600				
	合计	99,992	52,125			1000	52
兴隆矿务局	汪庄竖井	247	156	动力煤			
	营子煤矿	196	79				
	安得公司	960	128				
	煤岭沟矿	322	48				
	合计	1,725	412				
总计		415,832	197,906			3900	51

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所

从盈利能力来看，集团在河北的焦煤矿井利润率与上市公司两矿接近，而气煤则较低，我们认为焦煤矿井将最优先注入。假设唐山矿区 960 万吨焦煤产能盈利能力与上市公司相当，则每年可贡献毛利约 2196 百万元。

（注：由于集团内部煤矿和贸易公司结算价格可能低于市场煤价，下表净利润率与真实情况可能存在较大差异，仅能定性地反映盈利水平。）

表格 8：河北矿区煤矿盈利能力

区域	矿井	煤种	营业收入	利润总额	净利润	净利率
			2009	2009	2009	2009
唐山矿区	赵各庄矿	焦煤				
	林西矿	焦煤				
	唐山矿	焦煤	163,945	45,806	34,355	20.95%
	荆各庄矿	气煤	30,645	-19,170	-14,378	-46.92%
	林南仓矿	气煤	17,487	-11,060	-8,295	-47.43%
	钱家营矿	焦煤	268,858	67,913	50,935	18.94%
	东欢坨矿	气煤	43,961	-20,615	-15,461	-35.17%
	范各庄矿	肥煤				
	吕家坨矿	肥煤				
	合计					
蔚州矿区	崔家寨矿	动力煤（长焰煤为主，其次为不粘煤，局部为无烟煤）				
	单侯矿					
	南留庄矿					
	西细庄矿					
	郑沟湾矿					
	北阳庄矿					
	合计		168,509		194	0.12%
兴隆矿务局	汪庄竖井	动力煤				
	营子煤矿					
	安得公司					
	煤岭沟矿					
	合计					微赢

资料来源：集团公告，华泰联合证券研究所整理

集团十二五规划煤炭产能翻番 未来具备资产持续注入能力

开滦集团煤炭业务发展战略目标是 2015 年煤炭产能超过 1 亿吨/年，2020 年煤炭产能超过 1.5 亿吨/年。

表格 9：开滦集团煤炭业务战略规划目标

指标	单位	2010 年	2011 年	2015 年	2020 年
煤炭产能	万吨	6,231	7,000	10,000	15,000
精煤产能	万吨	1,200	1,700	2,000	2,100

资料来源：集团公告，互联网，华泰联合证券研究所整理

为实现此目标，集团早在 2006 年就未雨绸缪积极进军内蒙、新疆区域，作为公司的资源后备基地。截至 2009 年底，根据开滦集团在内蒙拥有的探矿权，预计可获得煤炭资源储量 26.67 亿吨；根据在新疆拥有的探矿权，预计可获得煤炭资源储量 66.53 亿吨。

开滦集团未来煤炭生产布局将形成河北、山西、内蒙古、新疆、加拿大五大区域、七大基地。根据目前集团资源扩张情况，战略目标应当可以实现。届时这些上市公司体外煤矿资产将来都可能成为资产注入标的。

表格 10：开滦集团资源扩张

	矿区名称	资源储量(亿吨)	设计产能(万吨)	远期产能(万吨)	备注
			2015 年	2020 年	
河北	唐山矿区	31.4	2700	2700	投产
	蔚州矿区	10	1000	1000	投产
	兴隆矿务局	10.2	200	200	投产
	小计	52	3900	3900	
内蒙	准格尔串草圪旦煤矿	0.9	300	300	投产
	准格尔红树梁煤矿	6.9	500	1000	预计 2011 年完工
	得尔布煤田	30	2000	3000	筹建
	大西山煤田	2.04	150	150	筹建
	小计	39.84	2950	4450	
新疆	准东煤田红沙泉	46	1000	2000	筹建
	准东将军庙	30.87	300	3000	在建
	准东奥塔乌克日什	30	1000	1000	筹建
	库车阿艾煤矿	5.05	240	240	在建
	英也尔		300	300	在建
	北山各矿		300	300	在建
	伊犁察县				勘探 探矿权
	伊宁煤田				勘探 探矿权
	伊宁南台子北小煤矿整合				
	哈密地区				
	帐南西煤矿区				
	小计	112	3140	6840	
合计		203	9990	15190	

资料来源：集团公告，互联网，华泰联合证券研究所整理

焦炭随行业整合景气缓慢回升 煤化工向高附加值深加工延伸

公司开展煤化工产业具有必要性 未来产能继续扩张

开滦股份本部地处河北地区，煤炭资源有限的问题不容回避，而以重化工业为特征的河北经济和炼焦煤净进口格局的形成使得河北煤化工在较长历史时期内可以延续发展，开滦集团出于战略性提前布局 and 多元化、一体化经营的考虑，过去若干年一直以开滦股份为主体集中发展集团的煤化工业务，未来煤化工产能仍将继续扩张。

公司煤化工产品主要包括焦炭、甲醇、苯、甲苯、二甲苯、沥青、轻油、工业萘、蒽油等，焦化产品用于钢铁及有色金属冶炼，其它产品广泛应用于化工、医药、日用等领域。

表格 11：公司现有及规划煤化工产能

子公司	合作方	股权比例	项目	产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
迁安中化	首钢	49.68%	焦炭	330	164	投产
唐山中润	唐钢	94%	焦炭	220	207	投产
			甲醇一期	10	9	投产
			甲醇二期	10	9	投产
			苯加氢精制	20	19	投产
唐山考伯斯	考伯斯、唐钢	51%	煤焦油初加工	30	15	投产
承德中滦	承钢	51%	焦炭一期	60	31	投产
			焦炭二期	110	56	投产
			焦炭三期	210	107	规划
唐山中浩	全资子公司	100%	聚甲醛	6	6	筹建
			己二酸	15	15	筹建
唐山中泓炭素	首钢京唐钢铁	50%	煤焦油初加工	60	30	筹建
			煤焦油深加工	100	50	筹建

唐山中阳新能 源	北京华阳	51%	甲醇燃料	20	10	筹 建
佳华 整合中	北燃集团	51%	焦炭	330	168	投 产
通宝 整合中	北燃集团	51%	焦炭	60	31	投 产

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 12：现有煤煤化工产能

现有产能	产能（万吨）	权益产能（万吨）
焦炭	720	457
甲醇	20	19
苯加氢	20	18.8
煤焦油初加工	30	15.3

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 13：规划煤煤化工产能

远期规划产能	产能（万吨）	权益产能（万吨）
焦炭	1320	763
甲醇	20	19
甲醇燃料	20	10
苯加氢	20	19
煤焦油初加工	90	45
煤焦油深加工	100	50
己二酸	15	15
聚甲醛	6	6

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

联手钢厂建立大型焦化项目 上下游产业一体化经营

公司先后与首钢、唐钢、承钢合资建立焦化一体化项目。和大型钢厂合资，一方面可以获得价格有竞争力的原料煤，而独立焦化厂只能按市场煤价购进原料煤；另一方面焦炭销售有保障，受行业景气度下滑影响较小。迁安中化 90%以上产品出售给首钢，唐山中润 60%以上产品出售给唐钢中厚板材，承德中滦 90%以上产品出售给承钢，除此 3 家焦炭产品其他主要客户包括鞍钢、宝钢等大型钢厂。根据可得公司数据，近年来上市公司前五名大客户销售总额占比稳定在 54%左右。

对于仍处在产能过剩状态的焦炭行业，客户集中于大型下游企业是减小业绩下滑压力的正面因素。正因如此，在焦炭全行业整体亏损的大环境下，公司焦炭业务依然能够取得微盈，主要即得益于其上下游产业一体化经营。

表格 14：公司先后与首钢、唐钢、承钢合资建立焦化一体化项目

子公司	合作方	股权比例	项目	产能（万吨）	权益产能（万吨）	状态
-----	-----	------	----	--------	----------	----

迁安中化	首钢	49.68%	焦炭	330	164	投产
唐山中润	唐钢	94%	焦炭	220	207	投产
承德中滦	承钢	51%	焦炭一期	60	31	投产
			焦炭二期	110	56	投产
			焦炭三期	210	107	规划

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 15：开滦股份 2008-2010 前五大客户销售收入占比

	2008	2009	2010
前五大客户销售收入占比	59%	54.29%	54.85%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 16：开滦股份 2010 前五大客户销售收入占比

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例 (%)
河北省首钢迁安钢铁有限责任公司	4,912,724,206.71	32.42%
唐山中厚板材有限公司	1,367,181,882.79	9.02%
河北津西钢铁集团股份有限公司	779,909,581.32	5.15%
河北唐银钢铁有限公司	651,621,009.46	4.30%
河北永胜实业集团有限公司	601,087,043.44	3.96%
合计	8,312,523,723.72	54.85%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

焦化产业整合大幕拉开 十二五期间行业景气度缓慢回升

处于中游加工地位的焦化行业由于前些年小焦化厂盲目扩张，近年来一直处于上下游两端受压的困难处境，行业整体利润非常微薄甚至亏损。公司焦化业务受累于行业不景气，毛利率也在低位徘徊多时。

表格 17：公司焦化业务毛利率%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
冶金焦炭	-2.02	0.3	9.53	13.65	9.97	4.76

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

政府为扭转这种情况出台了一系列政策：国务院 08 年重新修订《焦化行业准入条件》，09 年开始不再批准独立焦化厂，仅批准钢厂配套焦化产能。截至 2010 年底，公布五批淘汰产能，累计达 1.14 亿吨，日前又公布 2011 年淘汰产能近 2000 万吨。2011 年山西率先发布《焦化行业兼并重组指导意见》，提出到 2011 年底独立焦化企业 227 户中保留 150 户，到 2015 年进一步减少到 60 户，近期拟召开会议确定重组方案，预计其他省份也将紧随其后推出。开滦股份是目前全国最大的独立焦化企业，河北省焦化行业整合毋庸置疑地必然以开滦为主体。

焦炭业务已在景气底部徘徊多时，预计十二五期间，随着焦炭行业整合不断深入，行业产能过剩状态逐渐缓解，整体产能利用率将缓慢回升，随之行业利润率将恢复合理水平。缓慢回升期间不排除有阶段性、区域性供应偏紧带来的盈利提升。

焦炭分部业绩贡献弹性高 如盈利改善将有力拉动业绩增长

公司焦炭业务收入占比达 55%，如果焦炭毛利率上升，将有力拉动公司业绩增长。我们测算了焦炭毛利率提升对 2011EPS 增厚幅度，敏感性分析如下，焦炭毛利率每提升 1%，EPS 增厚幅度提升 8.88%。

表格 18：焦炭毛利率每提升 1%，EPS 增厚提升 8.88%

焦炭毛利率提高	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
2011EPS	0.56	0.63	0.70	0.76	0.83	0.90	0.97	1.03	1.10
EPS 增厚	(0.20)	(0.14)	(0.07)	0.00	0.07	0.14	0.20	0.27	0.34
EPS 增厚幅度	-26.64%	-17.76%	-8.88%	0.00%	8.88%	17.76%	26.64%	35.52%	44.40%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

煤化工产业链不断延伸 高附加值深加工产品或成业绩增长亮点

公司大力发展煤化工产业链，提前完成中长期战略布局，尽管短期内资本投入较大，但从中长期来看煤化工产业链的完善可以内部化煤炭下游产业利润，也有利于降低行业周期性风险。

公司已经形成从煤炭开采洗选到焦炭及煤化工的“煤-焦-化”产业链，并以园区化方式发展循环经济，实现资源优化配置，降低运行成本。焦化产业炼焦肥煤由公司自给，焦炉煤气用于生产甲醇，粗焦油、粗苯用于深加工，焦油加工产品洗油用作焦炉气洗苯，甲醇项目驰放气制氢用于苯加氢精制，干熄焦回收焦炭显热用于产生蒸汽及发电。

公司下一步将继续延伸煤化工产业链，提高资源的利用效率，发展精细化工产品，提升产品附加值。发展思路是构建焦炉煤气-甲醇-甲醇燃料和聚甲醛、甲醇制烯烃、煤焦油-精细化工和新材料、粗苯-精制苯-己二酸-尼龙 66 盐-尼龙 66 工程塑料和纤维系列产品、煤气化五条产业链，逐步形成能源、合成材料、精细化工三大产品体系，配套建设曹妃甸、京唐港、迁安、承德、内蒙古五大现代化新型煤化工产业园区。公司计划未来形成以化为主、以焦为辅的生产格局，高附加值深加工产品或成业绩增长亮点。

表格 19：公司将发展四大煤焦化产品链

产品链 1	焦炭		
产品链 2	焦炉煤气	甲醇	甲醇燃料 聚甲醛 烯烃
产品链 3	粗苯	精苯	己二酸
产品链 4	煤焦油	硬质沥青、炭黑油、苯酚、工业萘、蒽油、洗油	

资料来源：互联网，华泰联合证券研究所整理

根据下表，我们可以看到煤化深加工产品的毛利率已经开始逐年上升，部分弥补了焦炭业务的亏损。

表格 20： 公司焦化业务毛利率%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
冶金焦炭	-2.02	0.3	9.53	13.65	9.97	4.76
其他焦化产品			15.44	-14.76	0.85	5.3

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

资源扩张有序推进 省外国外全面铺开

上市公司 2010 年生产原煤 829.34 万吨，同比增长 7.54%。不考虑资产注入未来 5 年产量复合增长率约 5.2%。

唐山本部煤矿生产优质肥煤 未来基本保持稳产

上市公司唐山本部拥有两个矿井范各庄矿、吕家坨矿，2010 年煤炭产量约 780 万吨，同比增长 4%；外购肥煤原煤 100 万吨；全部入洗后生产肥精煤 328.33 万吨，同比增长 12.46%；对外销售肥精煤 202.26 万吨，同比下降 14.14%，主要因为自用量增加。除肥精煤其他煤炭产品有洗混块、其他洗煤，毛利率稍低。

两矿核定产能共 780 万吨，均属成熟矿井，近年来通过薄煤层开采、深部资源开发、呆滞煤量解放等技术革新实现内部资源挖潜，预计未来若干年将基本保持稳产。截至 2010 年 12 月 31 日，公司唐山区域矿井按核定生产能力还可以开采 40 多年。

表格 21： 本部煤矿基本数据

煤矿	股权比例	煤种	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨）	产量（万吨）			
					2010	2011E	2012E	2013E
范各庄	100%	肥煤	1.92	450	450	450	450	450
吕家坨	100%	肥煤	2.41	330	330	330	330	330

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所预测

表格 22： 本部两矿财务数据

本部 范各庄、吕家坨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	1,550	1,783	2,055	2,114	3,019	3,295	4,911
营业成本	817	892	1,022	1,193	1,453	1,944	3,127
营业毛利	646	891	1,033	921	1,566	1,351	1,784
毛利率	47.31%	49.96%	50.26%	43.57%	51.88%	41.00%	36.33%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 23：本部各煤炭产品毛利率（%）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
洗精煤	47.25	51.26	50.64	43.86	50.52	39.7	37.42
其他洗煤	28.45	44.32	47.96	42.16			25.05
洗混块							22.74

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

公司唐山区域矿井的煤炭品种分类属于低灰、中高挥发分、特高发热量、特强粘结性的优质肥煤，在炼焦过程中既可以获得高强度的焦炭，又可回收较多的焦油等化工副产品，是理想的炼焦化学工业原料。全国煤炭资源储量中肥煤只占约 4%，但肥煤用量却在煤焦配比中占到 23%。公司炼焦煤储量丰富，尤其是肥煤占全国储量的 1/3。肥煤产品供不应求，2010 年肥煤前 5 大客户占比 56.92%。而集团更是炼焦煤种类齐全，有 1/3 焦煤、主焦煤、肥煤、气煤。

表格 24：本部煤矿肥精煤煤质指标

指标	10-12 级	
	范各庄矿业公司	吕家坨矿业公司
全水分(%)	≤13	≤13
干基灰分(%)	9.51-11.00	10.51-11.00
干燥无灰基挥发分(%)	31-33	22-24
干基挥发分(%)	27-30	20-23
干基全硫(%)	≤1.40	≤1.00
胶质层厚度(mm)	28-33	18-27
粘结指数	98-99	85-95
自由膨胀序数	7-8	7-8

时间：2003 年 11 月 24 日 采用标准：GB/T19001-2000 idt ISO9001:2000

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表格 25：2010 年肥煤前 5 大客户占比 56.92%

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例 (%)
唐山中润煤化工有限公司	1,124,248,691	21.63%
河北永胜实业集团有限公司	601,087,043	11.56%
唐山市荣义炼焦制气有限公司	442,850,116	8.52%
迁安中化煤化工有限责任公司	434,995,893	8.37%
唐山海明煤炭有限责任公司	355,716,005	6.84%
小计	2,958,897,749	56.92%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

山西地区焦煤资源扩张渐进式推进 倡源达产增厚业绩 0.03 元/股

国内，开滦股份在山西建立全资子公司山西中通投资有限公司，负责煤炭能源化工开发利用及对外项目建设投资。目前已完成参股山西介休倡源煤炭有限责任公司 41% 股权，负责倡源煤矿的资源整合技改扩建相关服务。

倡源煤矿原产能 30 万吨，技改后产能扩至 90 万吨，煤种为炼焦煤，产品销售方案为以原煤出售，目前吨煤净利约 110 元/吨，以此静态计算完全达产可以贡献净利润约 9900 万元，归属于母公司所有者净利润 4059 万元，增厚业绩 0.03 元/股。

表格 26：山西倡源煤矿数据

煤矿	股权比例	煤种	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2010	2011E	2012E
倡源煤业	41%	焦煤	0.21	90	49	60	90

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所预测

表格 27：山西倡源煤矿毛利率（%）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
原煤							33.92

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

加拿大积极获取优质焦煤资源 盖森一期达产增厚业绩 0.23 元/股

国外，公司在加拿大建立全资子公司加拿大中和投资有限责任公司，负责煤炭资源开发及投资业务。中和投资与加拿大德华国际矿业合资建立加拿大开滦德华矿业公司和加拿大开滦冀华矿业公司，分别开展加拿大盖森煤田、加拿大墨玉河北部煤田开发。

其中盖森煤田已完成勘探，公司认为开发可行，已上报加拿大政府审批，目前进入矿井设计和建设前期准备阶段，预计 2011 年底开工，2014 年有望建成并贡献产量。一期建立 300 万吨原煤矿井，洗出 200 万吨精煤，后续还将开发其他矿井，长期目标是形成千万吨规模矿区。

表格 28：开滦加拿大项目基本情况

煤矿	股权比例	煤种	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2014E
加拿大盖森煤田	51%	焦煤	1.4	300	50
加拿大墨玉河北部煤田	51%	焦煤		300	

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

盖森煤田共划分为四个区域，其中 Bri-Dowling 区勘探程度较高。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 1.41 亿吨，推断储量 1.43 亿吨。该区煤层倾角范围在 12% 到 25% 之间，一部分煤层的倾斜度大于 25%。

盖森煤田主要煤种为主焦煤、肥煤、1/3 焦煤，以主焦煤为主，属可选性好、灰分硫分低、粘结性强的优质炼焦煤。

表格 29：盖森煤田煤质情况

平均煤质- 煤层厚度 0.7m-1.5m

煤层	产率%	灰分%	含硫量%	挥发分%	发热量 (Btu/lb)	FSI
Superior	68.8	3.92	1.19	30.13	14,855	6.5
Trojan	66.2	5.14	0.76	28.73	14,621	6.5
Titan	71.8	4.9	0.79	25.06	14,613	2.5
Falls	68.5	3.81	0.93	26.15	14,782	4
Gething	68.9	4.37	0.89	25.17	14,671	6
Mogul	57.7	3.76	0.86	22.74	14,814	1.5
平均	67	4.32	0.9	26.33	14,726	4.5

平均煤质 - 煤层厚度>1.5m

煤层	产率%	灰分%	含硫量%	挥发分%	发热量 (Btu/lb)	FSI
Superior	88.7	2.26	0.81	28.85	15,092	4
Trojan	66.3	5.63	0.74	28.04	14,565	6
Titan	81.3	3.81	0.71	25.65	14,751	1.5
Falls						
Gething						
Mogul	47.7	3.68	0.84	23.72	14,917	2.5
平均	70.8	3.85	0.78	26.42	14,831	3.5

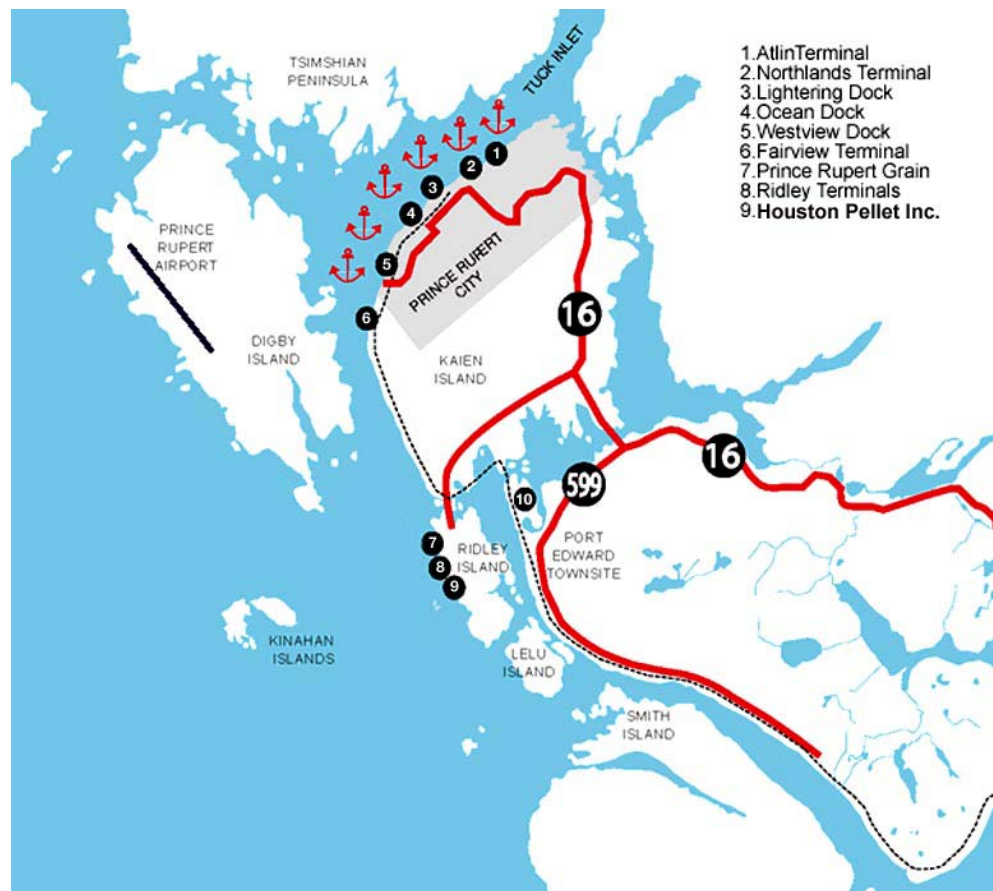
平均煤质 - 煤层厚度>0.7m

煤层	产率%	灰分%	含硫量%	挥发分%	发热量 (Btu/lb)	FSI
Superior	81.2	2.89	0.95	28.96	15,003	5
Trojan	66.3	5.52	0.74	28.19	14,577	6
Titan	80.3	9.93	0.71	25.59	14,736	1.5
Falls	68.5	3.81	0.93	26.15	14,782	4
Gething	68.9	4.37	0.89	25.17	14,671	6
Mogul	57.2	3.76	0.86	22.79	14,825	1.5
平均	70.4	5.05	0.85	26.14	14,766	4

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

盖森煤田位于加拿大哥伦比亚省东北部，公路、铁路、海运条件便利，可通过加拿大两大煤炭港口海运至亚洲，西线是通过 CN 铁路运输 970 公里至鲁珀特太子港 Prince Rupert 市 Ridley 港，南线是通过 BC 铁路运输 1160 公里至温哥华外港罗伯兹滩 Roberts Bank。

图 2： 西线通过 CN 铁路运至鲁珀特太子港 Prince Rupert 市 Ridley 港



资料来源：互联网，华泰联合证券研究所

假设盖森煤田的运输沿西线，陆上运输费包括公路运输费、装车站费用、铁路运输费、港口费用。以精矿量计算总运输费为\$28.04 元/吨，其中公路运输费\$8.39 元/吨。公路运输经 40 公里砂砾路（森林公路）和 45 公里铺砌路（29 号公路）运至 Chetwynd 市的 CN 铁路装车站。CN 铁路运力 2500 万吨/年，目前运量 500 万吨/年，近期不存在铁路运输瓶颈。铁路装车站需自建，位置已选好，装车站要建可容纳 100 节车皮的铁路线，装车设备必须符合 CN 铁路规定的 5 小时内完成装载任务。通过 CN 铁路至港口每次运量大约 1 万多吨，一年约需 190 趟车。

目前确定的最保守产品销售方案为精煤运回国内，经测算完全达产后可以贡献业绩 0.23 元/股。关键假设中精煤销售价格我们保守参照目前唐山地区价格，而加拿大至亚洲煤炭海运费受海运行业景气度、船型等因素影响波动较大，根据历史数据大体在 10-30 美元的区间震荡，考虑到油价上涨趋势，我们选取 30 美元来计算。

表格 30：盖森一期盈利预测

计算过程	说明	数额
产品方案	精煤运回国内	
原煤产量（万吨）		300

精煤洗出率		66.7%
洗精煤销量（万吨）		200
销售价格（美元/吨）	保守参照国内价格	250
吨煤成本		190.87
生产成本	$60(\text{原煤口径}) \times 300 \div 200$	90
陆上运输费用	公路运输费、装车站费用、铁路运输费、港口费用	28.04
海运费	受海运行业景气度、船型等因素影响波动较大，根据历史数据大体在 10-30 美元的区间震荡，考虑到油价上涨趋势，我们选取 30 美元。	30
折旧费	$4.19(\text{原煤口径}) \times 300 \div 200$	6.29
财务费用	$2.87(\text{原煤口径}) \times 300 \div 200$	4.31
摊销费用	$0.18(\text{原煤口径}) \times 300 \div 200$	0.27
其他费用	$21.31(\text{原煤口径}) \times 300 \div 200$	31.97
吨煤税前利润（美元/吨）		59
所得税	联邦所得税 15%+BC 省所得税 12%	27%
吨煤税后净利（美元/吨）		43.2
汇率		6.4
净利润（百万元人民币）		552.6
股权比例		51%
归属母公司股东的净利润（百万元人民币）		281.8
总股本（百万股）		1235
EPS 增厚		0.23

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所测算

投资建议：低吸潜伏 以时间换空间

盈利预测

关键假设

表格 31：产销量

产销量(万吨)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭总产量	771	829	840	870	870
煤炭总销量	409	577	588	618	618
洗出率	53.05%	69.60%	70.00%	71.03%	71.03%
唐山 范各庄、吕家屯					
原煤产量	771	780	780	780	780
原煤外购	56	100	100	100	100
原煤入洗量	827	880	880	880	880

煤炭销量	409	528	528	528	528
商品煤洗出率	53%	60%	60%	60%	60%
洗精煤	292	328	328	328	328
肥精煤洗出率	35%	37%	37%	37%	37%
其中：对外销售	236	202	202	202	202
对外销售占比	81%	62%	62%	62%	62%
其他洗煤产品	117	200	200	200	200
山西 倡源 金山坡					
原煤产销量		49	60	90	90
加拿大盖森煤田					
焦炭产量	395	520	620	670	720
迁安中化	210	310	330	330	330
唐山中润	185	220	220	220	220
承德中滦			170	170	170

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 32： 价格

价格（单位：元/吨）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
洗精煤	1128	1253	1378	1461	1534
其他煤炭产品	435	448	457	466	476
原煤(倡源)		423	550	580	610
冶金焦	1393	1601	1730	1799	1871

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 33： 单位成本

单位成本（单位：元/吨）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
洗精煤	551	686	770	822	863
其他煤炭产品		303	310	316	322
原煤(倡源)		279	285	291	297
冶金焦	1251	1501	1730	1799	1871

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

盈利预测（不考虑资产注入）

不考虑资产注入，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76、0.85、0.94 元/股，对应 2011-2013 年 PE 分别为 21.4 倍、19.2 倍、17.4 倍。目前炼焦煤行业 2011-2013 年平均估值 16.3 倍、14.1 倍、11.9 倍。

盈利预测（考虑资产注入）

考虑资产注入，基于收购资产金额 60~250 亿元和收购 PE8~15 倍假设来进行资产注入增厚测算及敏感性分析。测算得到 2011 年 EPS 为 0.83~1.43 元，增厚幅度 7.1%~81.8%，对应 2011 年 PE 水平 11.8~20 倍。如以 2012 年为基准，得到 2012

年 EPS 为 0.88 ~ 1.42 元,增厚幅度 3.8% ~ 67.4%,对应 2012 年 PE 水平 11.5 ~ 18.5 倍。

表格 34: 考虑资产注入的 2011EPS 预测

	以 8 倍 PE 收购	以 9 倍 PE 收购	以 10 倍 PE 收购	以 12 倍 PE 收购	以 15 倍 PE 收购
注资 60 亿元	1.04	0.99	0.95	0.89	0.83
注资 100 亿元	1.17	1.09	1.03	0.95	0.86
注资 140 亿元	1.26	1.17	1.10	0.99	0.88
注资 200 亿元	1.37	1.26	1.17	1.04	0.90
注资 250 亿元	1.43	1.31	1.21	1.07	0.92

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

表格 35: 考虑资产注入的 2011 预测 PE

	以 8 倍 PE 收购	以 9 倍 PE 收购	以 10 倍 PE 收购	以 12 倍 PE 收购	以 15 倍 PE 收购
注资 60 亿元	15.9	16.7	17.4	18.6	20.0
注资 100 亿元	14.3	15.3	16.1	17.6	19.5
注资 140 亿元	13.3	14.3	15.3	17.0	19.1
注资 200 亿元	12.3	13.4	14.4	16.3	18.6
注资 250 亿元	11.8	12.9	13.9	15.9	18.4

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

表格 36: 考虑资产注入的 2012EPS 预测

	以 8 倍 PE 收购	以 9 倍 PE 收购	以 10 倍 PE 收购	以 12 倍 PE 收购	以 15 倍 PE 收购
注资 60 亿元	1.10	1.05	1.00	0.94	0.88
注资 100 亿元	1.20	1.13	1.07	0.98	0.90
注资 140 亿元	1.28	1.19	1.12	1.01	0.91
注资 200 亿元	1.37	1.26	1.18	1.05	0.92
注资 250 亿元	1.42	1.31	1.21	1.07	0.93

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

表格 37: 考虑资产注入的 2012 预测 PE

	以 8 倍 PE 收购	以 9 倍 PE 收购	以 10 倍 PE 收购	以 12 倍 PE 收购	以 15 倍 PE 收购
注资 60 亿元	14.9	15.7	16.3	17.3	18.5
注资 100 亿元	13.6	14.5	15.3	16.6	18.2
注资 140 亿元	12.8	13.7	14.6	16.1	18.0
注资 200 亿元	12.0	13.0	13.9	15.6	17.8
注资 250 亿元	11.5	12.5	13.5	15.3	17.7

资料来源: 华泰联合证券研究所整理

估值

相对估值（考虑资产注入）

参考目前煤炭行业 2011 年平均估值 16.3 倍，测算得到合理价值区间 13.3~22.6 元；
 参考目前煤炭行业 2012 年平均估值 14.1 倍，测算得到合理价值区间 12.5~20.1 元。

表格 38：煤炭行业 2011 年平均估值 16.3 倍，2012 年平均估值 14.1 倍

股票简称	股票代码	2011-9-5 收盘价	11 EPS	12 EPS	13 EPS	11 P/E	12 P/E	13 P/E
动力煤						17.1	14.1	12.2
中国神华	601088	25.63	2.10	2.51	3.03	12.2	10.2	8.4
兖州煤业	600188	28.26	2.00	2.36	2.71	14.1	12.0	10.4
中煤能源	601898	9.43	0.56	0.71	0.85	16.8	13.3	11.1
大同煤业	601001	15.52	0.89	0.97	1.05	17.4	16.0	14.8
露天煤业	002128	17.43	1.03	1.20	1.46	16.9	14.5	11.9
国投新集	601918	11.15	0.66	0.89	1.09	16.9	12.6	10.3
山煤国际	600546	28.85	1.45	2.13	2.51	19.9	13.5	11.5
恒源煤电	600971	46.08	2.40	2.71	3.08	19.2	17.0	15.0
平庄能源	000780	13.41	0.67	0.75	0.83	20.0	17.9	16.1
炼焦煤						16.3	14.1	11.9
西山煤电	000983	20.53	1.24	1.49	1.64	16.6	13.8	12.5
冀中能源	000937	23.85	1.43	1.66	1.80	16.7	14.4	13.3
盘江股份	600395	28.57	1.59	1.90	2.49	18.0	15.0	11.5
平煤股份	601666	11.91	0.89	0.96	1.20	13.4	12.4	9.9
开滦股份	600997	16.36	0.76	0.89	1.06	21.4	18.3	15.5
上海能源	600508	22.56	1.90	2.08	2.58	11.9	10.8	8.8
无烟煤、喷吹煤						15.8	13.3	11.6
潞安环能	601699	29.69	1.95	2.10	2.28	15.2	14.1	13.0
阳泉煤业	600348	24.74	1.31	1.52	1.69	18.9	16.3	14.6
神火股份	000933	14.80	1.00	1.25	1.62	14.8	11.8	9.1
昊华能源	601101	24.54	1.60	1.94	2.29	15.3	12.6	10.7
兰花科创	600123	41.83	2.86	3.60	4.08	14.6	11.6	10.3
焦炭						24.1	20.2	16.0
煤气化	000968	20.99	0.87	1.04	1.31	24.1	20.2	16.0
算术平均						17.1	14.4	12.3

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表格 39：相对估值法测算合理价值（考虑资产注入，参考 2011 年估值 16.3 倍）

	以 8 倍 PE 收购	以 9 倍 PE 收购	以 10 倍 PE 收购	以 12 倍 PE 收购	以 15 倍 PE 收购
注资 60 亿元	16.8	16.0	15.3	14.3	13.3
注资 100 亿元	18.7	17.5	16.6	15.1	13.7
注资 140 亿元	20.1	18.6	17.5	15.7	14.0
注资 200 亿元	21.7	19.9	18.5	16.4	14.3

注资 250 亿元	22.6	20.7	19.2	16.8	14.5
-----------	------	------	------	------	------

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 40：相对估值法测算合理价值（考虑资产注入，参考 2012 年估值 14.1 倍）

	以 8 倍 PE 收购	以 9 倍 PE 收购	以 10 倍 PE 收购	以 12 倍 PE 收购	以 15 倍 PE 收购
注资 60 亿元	15.5	14.8	14.2	13.3	12.5
注资 100 亿元	17.0	16.0	15.1	13.9	12.7
注资 140 亿元	18.1	16.8	15.8	14.3	12.8
注资 200 亿元	19.3	17.8	16.6	14.8	13.0
注资 250 亿元	20.1	18.4	17.1	15.1	13.1

资料来源：华泰联合证券研究所

分部相对估值法

分别对煤炭业务进行 PE 相对估值，参考目前焦煤行业 2011 年平均估值 16.3 倍；对焦化业务进行 PB 相对估值，根据焦炭公司最新 PB，保守取 PB=2，得到总估值 17.3 元。而如果以 2012 年煤炭业务 EPS 及行业平均估值 14.1 倍计算，则得到 17 元。

表格 41：分部相对估值（参考 2011 年估值 16.3 倍）

分部估值	单位	计算过程
对煤炭业务进行 PE 相对估值		
煤炭业务 2011EPS	元/股	0.75
参考炼焦煤公司 2011 平均 PE	倍	16.3
煤炭业务每股价值	元/股	12.2
对焦化业务进行 PB 相对估值		
焦化每股净资产	元/股	2.56
参考焦化公司最新静态 PB	倍	2
焦化业务每股价值	元/股	5.12
煤炭+焦化业务 每股价值		
煤炭+焦化业务 每股价值	元/股	17.3

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表格 42：分部相对估值（给予 2012 年估值 14.1 倍）

分部估值	单位	计算过程
对煤炭业务进行 PE 相对估值		
煤炭业务 2012EPS	元/股	0.84
参考炼焦煤公司 2012 平均 PE	倍	14.1
煤炭业务每股价值	元/股	11.8
对焦化业务进行 PB 相对估值		

焦化每股净资产	元/股	2.56
参考焦化公司最新静态 PB	倍	2
焦化业务每股价值	元/股	5.12
煤炭+焦化业务 每股价值	元/股	17.0

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表格 43：焦炭公司最新静态 PB

股票简称	股票代码	最新静态 PB
美锦能源	000723.SZ	4.5
四川圣达	000835.SZ	5.0
ST 黑化	600179.SH	9.3
安泰集团	600408.SH	2.3
山西焦化	600740.SH	5.3
宝泰隆	601011.SH	2.4
算术平均		4.8

资料来源：华泰联合证券研究所整理

重置成本法估值

分别对公司现有煤炭资源及产能（不包括加拿大煤矿）、焦炭产能（不包括焦炭深加工）进行重置成本法估值，得到每股重置成本 12.2 元。我们通过敏感性分析给出在不同吨煤资源价款和吨煤建设成本假设下对应的每股重置成本 8.8~18.2 元。

表格 44：重置成本法估值

重置成本法估值	单位	计算过程
煤炭资源（唐山+山西）		
权益可采储量	亿吨	4.42
吨煤资源价款假设	元/吨	40
重置成本	百万元	17664
资产负债率		30%

净重置成本	百万元	12365
每股重置成本	元/股	10.02
煤炭产能（唐山+山西）		
权益煤炭产能	万吨	817
吨煤建设成本假设	元/吨	600
重置成本	百万元	4901
资产负债率		30%
净重置成本	百万元	3431
每股重置成本	元/股	2.78
焦炭产能		
权益焦炭产能	万吨	457
吨焦建设成本	元/吨	1000
焦炭重置成本假设	百万元	4574
资产负债率		60%
重置成本	百万元	1830
每股重置成本	元/股	1.48
每股重置成本	元/股	14.3

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表格 45：不同吨煤资源价款和吨煤建设成本假设下对应的每股重置成本

吨煤资源价款	吨煤建设成本				
	500	550	600	650	700
30	11.3	11.5	11.8	12.0	12.2
35	12.6	12.8	13.0	13.3	13.5
40	13.8	14.0	14.3	14.5	14.7
45	15.1	15.3	15.5	15.8	16.0
50	16.3	16.5	16.8	17.0	17.2

资料来源：华泰联合证券研究所整理

投资建议

开滦股份 2011 年以来股价涨幅在煤炭板块属较低水平，考虑到集团资产注入将为公司业绩增长打开空间，首次给予“增持”评级。而资产注入的必然性和时间不确定性决定了最好的策略是低吸潜伏，以时间换空间。

催化剂

信达股权问题解决，资产注入启动，焦化业务盈利能力上升。

风险提示

资产注入进程受阻，焦化行业景气度无改善；宏观系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7022	7692	8215	8714	营业收入	15154	17443	19279	21008
现金	2615	2615	2615	2615	营业成本	12739	14693	16156	17582
应收账款	300	346	382	416	营业税金及附加	107	123	136	148
其他应收款	4	5	6	6	营业费用	185	212	235	256
预付账款	502	578	636	692	管理费用	716	824	911	992

存货	1221	1409	1549	1686
其他流动资产	2379	2738	3026	3297
非流动资产	9032	10640	12091	13381
长期投资	4	4	4	4
固定资产	7876	9295	10662	11919
无形资产	483	464	445	426
其他非流动资产	669	876	980	1032
资产总计	16053	18331	20306	22094
流动负债	7050	8512	9559	10323
短期借款	1901	3977	4715	5018
应付账款	1913	2600	2707	2950
其他流动负债	3236	1935	2138	2354
非流动负债	1871	1861	1861	1861
长期借款	1851	1851	1851	1851
其他非流动负债	20	10	10	10
负债合计	8920	10372	11420	12183
少数股东权益	1366	1373	1382	1391
股本	1235	1235	1235	1235
资本公积	986	986	986	986
留存收益	3452	4270	5189	6204
归属母公司股	5767	6586	7504	8520
负债和股东权	16053	18331	20306	22094

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	1220	1442	2053	2529
净利润	876	949	1061	1175
折旧摊销	670	674	830	992
财务费用	263	351	456	495
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-552	-522	-294	-133
其他经营现金	-36	-10	0	0
投资活动现金	-1387	-2282	-2282	-2282
资本支出	1064	2282	2282	2282
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金	-322	0	0	0
筹资活动现金	597	840	229	-247
短期借款	425	2076	738	303
长期借款	-899	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他筹资现金	1061	-1236	-509	-551
现金净增加额	421	0	0	0

数据来源: 华泰联合证券研究所

财务费用	263	351	456	495
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	1138	1240	1386	1534
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1144	1240	1386	1534
所得税	268	291	325	360
净利润	876	949	1061	1175
少数股东损益	7	7	8	9
归属母公司净利	869	942	1052	1165
EBITDA	2070	2265	2672	3022
EPS (元)	0.70	0.76	0.85	0.94

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.1%	15.1%	10.5%	9.0%
营业利润	-3.8%	9.0%	11.7%	10.7%
归属母公司净利	5.6%	8.4%	11.7%	10.7%
获利能力				
毛利率(%)	15.9%	15.8%	16.2%	16.3%
净利率(%)	5.7%	5.4%	5.5%	5.5%
ROE(%)	15.1%	14.3%	14.0%	13.7%
ROIC(%)	11.3%	10.5%	10.6%	10.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	55.6%	56.6%	56.2%	55.1%
净负债比率(%)	55.61	60.50	62.12	61.49
流动比率	1.00	0.90	0.86	0.84
速动比率	0.82	0.74	0.70	0.68
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.01	1.00	0.99
应收账款周转率	65	54	53	53
应付账款周转率	7.39	6.51	6.09	6.22
每股指标 (元)				
每股收益(最新)	0.70	0.76	0.85	0.94
每股经营现金流	0.99	1.17	1.66	2.05
每股净资产(最)	4.67	5.33	6.08	6.90
估值比率				
P/E	25.56	23.58	21.10	19.06
P/B	3.85	3.37	2.96	2.61
EV/EBITDA	13	11	10	9



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。