

开滦股份（600997）

推荐（维持）

集团庞大的资源储备为公司成长保驾护航

市场数据

报告日期	2011-9-24
收盘价(元)	17.00
总股本(百万股)	1234.64
流通股本(百万股)	1234.64
总市值(百万元)	20988.88
流通市值(百万元)	20988.88
净资产(百万元)	6173.44
总资产(百万元)	17932.16
每股净资产	5.00

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15154	15373	17108	19805
同比增长(%)	38.1%	1.4%	11.3%	15.8%
净利润(百万元)	869	946	1092	1216
同比增长(%)	5.6%	8.9%	15.4%	11.4%
毛利率(%)	15.9%	17.0%	16.6%	15.4%
净利率(%)	5.7%	6.2%	6.4%	6.1%
净资产收益率(%)	15.1%	14.4%	14.2%	13.7%
每股收益(元)	0.70	0.77	0.88	0.98
每股经营现金流(元)	0.99	1.58	1.48	1.57

相关报告

《开滦股份深度报告-盖森煤田：被忽视的新大陆-兴业证券》2011-6-30

《开滦股份-略低于预期 期待焦化业务复苏》2009-10-28

《开滦股份-煤焦产业链受益于钢铁景气上升》2009-8-5

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030007

联系人：汪洋

021-3856 5599

wang_yang@xyzq.com

投资要点

我们于 2011 年 9 月 21 日调研了开滦股份，与公司管理层进行了深入交流，主要观点如下：

- **焦化业务经营状况有所改善，但仍难以实现整体性盈利。**2011 年上半年，迁安中化公司、唐山中润公司、唐山考伯斯公司均已实现微利，而承德中滦煤化工公司受 110 万吨焦炭新项目投产影响，上半年亏损 1500 万元左右，拖累公司焦化业务盈利水平。
- **新增原煤产量较小，对业绩增厚意义不大。**公司上半年原煤产量为 425 万吨，同比增长 16 万吨；精煤产量 158 万吨，同比持平。新增产量来源于介休倡源公司，开滦股份持股比例为 41%。介休倡源公司所产煤炭为焦煤，但由于没有洗选设备，其煤炭按热值标价出售，盈利能力低，2010 年吨煤净利仅为 2.7 元，因而新增产量对业绩增厚意义不大。
- **折合吨原煤净利提高 9 元/吨，源于肥精煤价格上涨和成本有效控制。**
 - 1) **上半年肥精煤价格大幅上涨，成为公司业绩增长的主要来源。**上半年肥精煤均价为 1378 元/吨，同比涨幅为 220 元/吨。折合原煤计算，公司上半年均价为 626 元/吨，同比上涨 62 元/吨。

2) 煤炭业务成本得到有效控制。2011 年上半年公司主要产品肥精煤营业成本为 842 元/吨, 同比上涨 72 元/吨, 但环比下降 2 元/吨; 期间费用率下降 2 个百分点, 煤炭业务成本整体得到有效控制。

● **公司未来看点: 煤炭业务扩张。**

- 1) 盖森煤矿——被忽略的新大陆, 潜在盈利能力大幅超市场预期。公司持有盖森煤矿 51% 权益, 该煤矿可采储量 1.41 亿吨, 规划原煤产能 300 万吨, 精煤产能 200 万吨, 煤种为炼焦煤。由于海运费大幅降低, 我们预计盖森煤矿焦精煤税后净利为 53 美元/吨, 完全达产可贡献净利润约 3.52 亿元。目前该矿井已完成矿井勘探工作, 正在进行矿井设计, 预计 2011-2012 年试建试产, 2013 年开工建设, 2014 年投产。
 - 2) 集团资源储备丰厚, 为股份公司未来成长保驾护航。我们曾在上一份报告中提示, 集团在产煤矿 (除开滦股份外) 盈利能力一般, 在产煤矿注入仅有 “产量增厚效应” 而缺乏 “盈利增厚效应”。但集团除去在产煤矿 44 亿吨的资源储量, 还拥有内蒙古和新疆地区合计 120 亿吨资源储备, 未来若注入开滦股份, 或将成为其煤炭业务高速成长的有效保障。
- **投资建议: 推荐。**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.77 元、0.88 元、0.98 元, 对应 2011-2013 年 PE 为 22.2 倍、19.2 倍、17.3 倍。基于盖森煤矿潜在高盈利能力和集团整体上市预期, 给予 “推荐” 评级。

表 1、开滦股份原煤产量预测

名称	权益	地点	煤种	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	产量 (万吨)			
						2010A	2011E	2012E	2013E
范各庄矿	100%	河北	肥煤	1.87	470	470	470	470	470
吕家坨矿	100%	河北	肥煤	2.38	330	317	330	330	330
金山坡	41%	山西	焦煤	0.24	90	43	50	80	90
盖森煤田	51%	加拿大	焦煤	1.40	300				
墨玉河煤田	51%	加拿大	焦煤	-	250				
合计				5.89	1190	829	850	880	890
权益				5.06	1117	804	821	833	837

资料来源：兴业证券研究所

表 2、集团公司分区域煤矿基本情况

区域	资源储量 (亿吨)	2010 年产量
唐山地区 (包含股份公司)	31.41	3580
蔚州区域	12.40	690
兴隆矿务局	0.17	450
内蒙古地区	41.04	780
新疆地区	83.66	687
合计	168.68	6187

数据来源：兴业证券研究所

表 3、煤炭业务盈利预测简表

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
原煤产量 (万吨)	829	850	880	890
折合原煤综合售价 (元/吨)	617	666	701	730
折合吨原煤完全成本 (元/吨)	509	551	583	609
折合吨原煤净利 (元/吨)	108	114	118	121
净利润 (亿元)	8.96	9.72	10.36	10.73

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7022	8825	9072	11478
货币资金	2615	4377	4112	5704
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	300	305	339	392
其他应收款	4	5	5	6
存货	1221	1223	1368	1607
非流动资产	9032	9745	11275	11103
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	7876	7565	8239	8980
在建工程	585	1607	2385	1392
油气资产	0	0	0	0
无形资产	483	464	445	426
资产总计	16053	18569	20346	22581
流动负债	7050	7335	7712	8423
短期借款	1901	2100	2234	2478
应付票据	274	275	307	361
应付账款	1913	1916	2143	2517
其他	2961	3044	3028	3067
非流动负债	1871	3271	3571	3871
长期借款	1851	3251	3551	3851
其他	20	20	20	20
负债合计	8920	10606	11283	12293
股本	1235	1235	1235	1235
资本公积	986	986	986	986
未分配利润	2765	3441	4364	5392
少数股东权益	1366	1374	1382	1390
股东权益合计	7133	7964	9064	10288
负债及权益合计	16053	18569	20346	22581

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	869	946	1092	1216
折旧和摊销	670	608	667	770
资产减值准备	7	0	2	3
无形资产摊销	19	19	19	19
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	263	339	336	287
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	7	8	8	8
营运资金的变动	454	-53	274	349
经营活动产生现金流量	1333	1953	1833	1937
投资活动产生现金流量	-746	-1319	-2199	-599
融资活动产生现金流量	101	1128	102	255
现金净变动	688	1761	-264	1592
现金的期初余额	1995	2615	4377	4112
现金的期末余额	2683	4377	4112	5704

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15154	15373	17108	19805
营业成本	12739	12762	14269	16760
营业税金及附加	107	108	121	140
销售费用	185	192	210	228
管理费用	716	726	736	792
财务费用	263	339	336	287
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	1138	1247	1437	1599
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1144	1247	1437	1599
所得税	268	292	337	375
净利润	876	954	1100	1224
少数股东损益	7	8	8	8
归属母公司净利润	869	946	1092	1216
EPS (元)	0.70	0.77	0.88	0.98

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	38.1%	1.4%	11.3%	15.8%
营业利润增长率	-3.8%	9.6%	15.3%	11.3%
净利润增长率	5.6%	8.9%	15.4%	11.4%
盈利能力(%)				
毛利率	15.9%	17.0%	16.6%	15.4%
净利率	5.7%	6.2%	6.4%	6.1%
ROE	15.1%	14.4%	14.2%	13.7%

偿债能力(%)

资产负债率	55.6%	57.1%	55.5%	54.4%
流动比率	1.00	1.20	1.18	1.36
速动比率	0.82	1.04	1.00	1.17

营运能力(次)

资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	62.5	48.3	50.5	51.4

每股资料(元)

每股收益	0.70	0.77	0.88	0.98
每股经营现金	0.99	1.58	1.48	1.57
每股净资产	4.67	5.34	6.22	7.21

估值比率(倍)

PE	24.2	22.2	19.2	17.3
PB	3.6	3.2	2.7	2.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。