

开滦股份 (600997. SH)

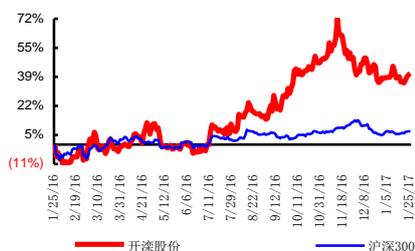
产品全线上涨, 业绩大幅超市场预期

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价 (元): **11.23**
 分析师: 刘昭亮 联系人: 陈晨
 S0740510120026
 021-20315150
 liuzl@r.qlzq.com.cn chenchen@r.qlzq.com.cn
 2017年01月25日

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 1,235 |
| 流通股本(百万股) | 1,235 |
| 市价(元) | 7.3 |
| 市值(百万元) | 9,013 |
| 流通市值(百万元) | 9,013 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 14,296. | 10,419. | 11,123. | 14,204. | 15,792. |
| 营业收入增速 | -16.77 | -27.12 | 6.75% | 27.70% | 11.18% |
| 归属于母公司的净利润 | 98.87 | -416.91 | 458.73 | 693.26 | 818.99 |
| 净利润增长率 | -60.73 | -521.66 | 210.03 | 51.13% | 18.14% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.08 | -0.34 | 0.37 | 0.56 | 0.66 |
| 前次预测每股收益(元) | 0.08 | -0.34 | 0.35 | 0.56 | 0.66 |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 市盈率 (倍) | 89.78 | — | 19.24 | 12.73 | 10.78 |
| PEG | — | — | 0.09 | 0.25 | 0.59 |
| 每股净资产 (元) | 5.71 | 5.35 | 5.72 | 6.25 | 6.86 |
| 每股现金流量 (元) | 1.22 | 0.96 | 1.18 | 1.60 | 1.54 |
| 净资产收益率 | 1.40% | -6.31% | 6.50% | 8.98% | 9.66% |
| 市净率 | 1.26 | 1.04 | 1.25 | 1.14 | 1.04 |
| 总股本 (百万元) | 1,234.6 | 1,234.6 | 1,234.6 | 1,234.6 | 1,234.6 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 1月25日, 公司披露2016年度业绩预盈公告, 预计2016年实现归属于上市公司股东净利润4.25-4.75亿元(上一年度同期亏损4.17亿元), 其中四季度实现归母净利润约2.5亿元, 全年折合EPS为0.34-0.38元/股, 业绩表现符合我们的预期0.35元/股, 但大幅超出市场一致预期0.28元/股, 具体点评如下:
- 四季度焦煤价格高位运行, 为公司业绩提供坚实基础。公司主产稀缺的炼焦用肥煤, 原煤产量基本稳定在约850万吨, 占据煤炭收入85%左右的精煤产量也稳定在320万吨。虽然从11月份起, 全国煤炭产能短期全面放开, 但库存大幅消化以及粗钢产量攀升, 焦煤价格仍然强势运行, 第四季度开滦地区肥精煤出厂价(含税)均价为1408.5元/吨, 同比增加105%, 环比增加67%。我们预计, 四季度吨精煤净利可达180元/吨左右, 贡献利润1.5亿元, 随着2017年煤价中枢上移, 毛利贡献达到57% (2016H1)的煤炭业务为公司业绩提供有力支撑。
- 煤价过快上涨一定程度上挤占焦炭盈利, 但预计四季度焦炭盈利能力仍然较强。第四季度, 唐山二级冶金焦均价1971元/吨, 环比上涨73%, 低于同期吕梁主焦煤101%涨幅, 但二者比值均值仍然在1.46 (1.3-1.4为盈亏平衡点), 焦炭仍然有较强盈利能力。我们认为, 在行业大量淘汰落后产能及环保压力趋严的背景下, 公司规模化生产的焦炭业务(720万吨/年)有望持续为公司贡献可观的利润。
- 石化产品线大幅上涨, 深加工价值突显。随着“以化为主”的战略执行, 公司已经具备甲醇20万吨/年、纯苯20万吨/年(大概10万吨自用生产己二酸)、己二酸15万吨/年和焦油加工30万吨/年的生产能力, 煤化工规模化优势明显。2016半年度, 公司对外销售甲醇9.17万吨, 纯苯4.03万吨, 己二酸7.71万吨。随着油价上涨, 石化产品价格跟随提升, 第四季度华北地区甲醇、纯苯、己二酸市场均价环比分别上涨38%、23%和22%, 深加工业务盈利能力得到显著提升。

- **集团旗下煤矿资产丰富，有大量优质矿井。**集团旗下有大量优质矿井，未上市总产能多达 3310 万吨，是上市公司层面的 4 倍。集团旗下蔚州矿区的崔家寨矿（300 万吨）、单侯矿（240 万吨）都是盈利潜力较强的新矿。唐山矿区主要是优质炼焦煤，盈利能力较强，主力矿井主要有新矿钱家营矿（570 万吨）、唐山矿（420 万吨）、东欢坨矿（450 万吨）。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年净利润分别是 4.59、6.93、8.19 亿元，折合每股收益 0.37 元、0.56 元和 0.66 元。按照 2017 年 20 倍 PE 估值，对应价格为 11.23 元。在目前的价位，我们建议投资者积极关注，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）经济增速放缓风险；（2）政策调控力度过大风险。

图表 1：开滦股份三张报表

| 损益表（人民币百万元） | | | | | | | 资产负债表（人民币百万元） | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业总收入 | 17,176 | 14,296 | 10,420 | 11,123 | 14,205 | 15,793 | 货币资金 | 1,763 | 2,747 | 2,925 | 5,567 | 7,148 | 7,942 |
| 增长率 | -10.03% | -16.8% | -27.1% | 6.8% | 27.7% | 11.2% | 应收款项 | 3,707 | 3,595 | 2,764 | 2,882 | 3,016 | 3,219 |
| 营业成本 | -15,150 | -12,553 | -9,795 | -9,358 | -11,569 | -12,598 | 存货 | 1,304 | 1,107 | 1,051 | 1,154 | 1,268 | 1,208 |
| % 销售收入 | 88.2% | 87.8% | 94.0% | 84.1% | 81.4% | 79.8% | 其他流动资产 | 163 | 86 | 150 | 205 | 254 | 332 |
| 毛利 | 2,026 | 1,743 | 624 | 1,766 | 2,636 | 3,195 | 流动资产 | 6,937 | 7,535 | 6,889 | 9,808 | 11,685 | 12,701 |
| % 销售收入 | 11.8% | 12.2% | 6.0% | 15.9% | 18.6% | 20.2% | % 总资产 | 33.8% | 34.5% | 33.9% | 43.3% | 45.5% | 45.7% |
| 营业税金及附加 | -110 | -99 | -86 | -65 | -92 | -103 | 长期投资 | 458 | 480 | 584 | 597 | 597 | 597 |
| % 销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 11,992 | 12,615 | 11,993 | 11,465 | 12,436 | 13,368 |
| 营业费用 | -239 | -189 | -171 | -189 | -213 | -237 | % 总资产 | 58.4% | 57.8% | 59.0% | 50.6% | 48.5% | 48.1% |
| % 销售收入 | 1.4% | 1.3% | 1.6% | 1.7% | 1.5% | 1.5% | 无形资产 | 994 | 1,060 | 791 | 688 | 862 | 1,030 |
| 管理费用 | -871 | -808 | -584 | -587 | -710 | -790 | 非流动资产 | 13,585 | 14,285 | 13,451 | 12,833 | 13,978 | 15,079 |
| % 销售收入 | 5.1% | 5.7% | 5.6% | 5.3% | 5.0% | 5.0% | % 总资产 | 66.2% | 65.5% | 66.1% | 56.7% | 54.5% | 54.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 806 | 647 | -217 | 924 | 1,620 | 2,066 | 资产总计 | 20,522 | 21,820 | 20,340 | 22,640 | 25,663 | 27,779 |
| % 销售收入 | 4.7% | 4.5% | -2.1% | 8.3% | 11.4% | 13.1% | 短期借款 | 3,256 | 2,253 | 3,806 | 5,248 | 7,049 | 8,229 |
| 财务费用 | -397 | -407 | -378 | -247 | -312 | -369 | 应付款项 | 3,651 | 3,330 | 2,745 | 3,044 | 3,215 | 3,037 |
| % 销售收入 | 2.3% | 2.9% | 3.6% | 2.2% | 2.2% | 2.3% | 其他流动负债 | -13 | -37 | -206 | -216 | -7 | 65 |
| 资产减值损失 | -40 | -40 | 78 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 6,895 | 5,545 | 6,346 | 8,076 | 10,257 | 11,331 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 长期贷款 | 1,205 | 2,290 | 2,061 | 1,961 | 1,761 | 1,561 |
| 投资收益 | 30 | 37 | 36 | 22 | 30 | 30 | 其他长期负债 | 3,610 | 5,079 | 3,763 | 3,763 | 3,763 | 3,763 |
| % 税前利润 | 7.5% | 15.7% | -7.5% | 3.1% | 2.2% | 1.7% | 负债 | 11,710 | 12,914 | 12,169 | 13,800 | 15,781 | 16,655 |
| 营业利润 | 400 | 236 | -481 | 698 | 1,338 | 1,727 | 普通股股东权益 | 6,988 | 7,050 | 6,602 | 7,061 | 7,717 | 8,475 |
| 营业利润率 | 2.3% | 1.6% | -4.6% | 6.3% | 9.4% | 10.9% | 少数股东权益 | 1,824 | 1,855 | 1,568 | 1,780 | 2,165 | 2,650 |
| 营业外收支 | 1 | -1 | 1 | 8 | 10 | 12 | 负债股东权益合计 | 20,522 | 21,820 | 20,340 | 22,640 | 25,663 | 27,779 |
| 税前利润 | 401 | 235 | -480 | 706 | 1,348 | 1,739 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 2.3% | 1.6% | -4.6% | 6.3% | 9.5% | 11.0% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -80 | -75 | -53 | -35 | -270 | -435 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 19.9% | 31.8% | -11.0% | 5.0% | 20.0% | 25.0% | 每股收益(元) | 0.204 | 0.080 | -0.338 | 0.372 | 0.562 | 0.663 |
| 净利润 | 321 | 160 | -532 | 670 | 1,079 | 1,304 | 每股净资产(元) | 5.660 | 5.710 | 5.348 | 5.719 | 6.251 | 6.864 |
| 少数股东损益 | 69 | 61 | -115 | 212 | 385 | 485 | 每股经营现金净流(元) | 1.212 | 1.222 | 0.956 | 1.179 | 1.595 | 1.539 |
| 归属于母公司的净利润 | 252 | 99 | -417 | 459 | 693 | 819 | 每股股利(元) | 0.248 | 0.100 | 0.000 | 0.000 | 0.030 | 0.050 |
| 净利率 | 1.5% | 0.7% | -4.0% | 4.1% | 4.9% | 5.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 3.60% | 1.40% | -6.31% | 6.50% | 8.98% | 9.66% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 1.23% | 0.45% | -2.05% | 2.03% | 2.70% | 2.95% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 4.41% | 2.88% | -1.69% | 6.46% | 8.85% | 9.64% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 营业总收入增长率 | -10.03% | -16.77% | -27.12% | 6.75% | 27.70% | 11.18% |
| | | | | | | | EBIT 增长率 | -28.77% | -19.80% | -133.54% | 526.10% | 75.34% | 27.51% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | -48.39% | -60.73% | -521.66% | 210.03% | 51.13% | 18.14% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | -2.49% | 6.32% | -6.78% | 11.31% | 13.35% | 8.25% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 28.0 | 42.6 | 58.0 | 60.0 | 40.0 | 30.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 35.1 | 35.1 | 40.2 | 45.0 | 40.0 | 35.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 64.9 | 77.6 | 88.9 | 90.0 | 70.0 | 60.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 178.4 | 208.3 | 258.8 | 208.0 | 149.3 | 133.2 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 71.14% | 77.06% | 81.08% | 60.21% | 54.08% | 49.71% |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | 2.0 | 1.6 | -0.6 | 3.7 | 5.2 | 5.6 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 57.06% | 59.19% | 59.83% | 60.95% | 61.49% | 59.95% |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。