

开滦股份(600997)/煤炭开采
被低估的煤焦一体化龙头
评级：买入(维持)

市场价格：7.78

目标价格：11

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

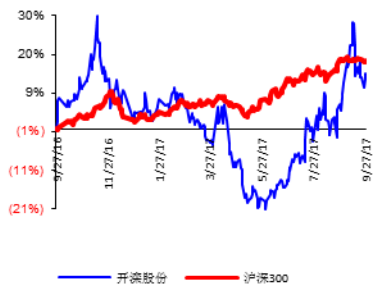
联系人：陈晨

电话：

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,588
流通股本(百万股)	1,235
市价(元)	7.78
市值(百万元)	12,353
流通市值(百万元)	9,605

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 开滦股份(600997.SH)业绩预告
 点评：产品全线上涨,业绩大幅超市场预期
- 2 开滦股份(600997.SH)点评：化工产品全线上涨,业绩有望持续向好
- 3 开滦股份(600997.SH)三季报点评：单季净利1.5亿元,双焦一体显威力

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,419.6	11,728.7	18,808.1	21,833.0	24,779.8
增长率 yoy%	-27.12%	12.56%	60.36%	16.08%	13.50%
净利润	-416.91	431.70	675.59	804.35	963.51
增长率 yoy%	-521.66	203.55%	56.49%	19.06%	19.79%
每股收益(元)	-0.34	0.35	0.43	0.51	0.61
每股现金流量	0.96	0.72	0.44	1.01	1.20
净资产收益率	-6.31%	6.07%	6.98%	7.68%	8.42%
P/E	—	20.45	18.28	15.36	12.82
PEG	—	0.10	0.32	0.81	0.65
P/B	1.04	1.24	1.28	1.18	1.08

备注：股价日期为2017年9月27日

投资要点

- **焦炭行业景气度有望持续。**2017年环保高压下,中小规模占比偏多的焦炭行业产量释放偏紧,叠加产地及港口库存都降至近几年最低位,下游需求相对平稳,价格弹性非常大;即使考虑京津冀地区供暖季环保错峰生产,经测算焦炭供给收缩程度大于需求,存在缺口391-1772万吨;今年以来,上游原材料相对而言供应稍宽松,焦炭涨价频率与幅度显著高于焦煤,双焦价差持续扩大,利于焦炭企业业绩提升。
- **公司焦炭业务业绩弹性较大。**公司三个在产焦化厂,合计产能720万吨(权益产能458万吨),规模化生产优势明显。2017上半年,成本端煤炭价格上涨较快以及下游其他焦化产品亏损,公司焦化业务表现较差,吨焦亏损约35元。我们根据下半年以来焦炭和焦煤价格上涨,简单测算当前时点(9月20日)吨焦净利润约200元/吨,业绩弹性较大。
- **持续布局焦化深加工,价值终将逐步得到体现。**公司业务发展重心在焦化深加工上,其产品技术先进,品种丰富,目前具备甲醇20万吨/年、焦油加工30万吨/年、纯苯20万吨/年、己二酸15万吨/年的生产能力,随着石油价格企稳,未来对公司业绩贡献有望逐步增加。同时,循环经济一体化将实现资源的优化配置,降低运行成本,并通过产业之间多联产,有效降低行业周期性风险。
- **资源及区位优势,煤炭业务有望贡献稳定业绩。**公司煤炭产能810万吨,主产优质肥精煤,资源禀赋较好,且地处消费地,煤炭业务盈利能力较强。2017上半年,公司吨煤净利润约78元/吨,考虑下半年焦煤提价以及成本费用略增加,煤炭板块全年有望贡献归属于母公司股东净利润6.6亿元。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司2017-2019年收入分别为188.1、218.3、247.8亿元,同比增长60.4%、16.1%、13.5%,归属于母公司股东净利润分别为6.76、8.04、9.64亿元,对应EPS分别为0.43、0.51、0.61元,同比增长56.5%、19.1%、19.8%,对应2017-2019年PE分别为18.3X、15.4X、12.8X。
- **投资建议：**公司煤炭和焦化业务双轮驱动,按照分部估值法来给予目标定价。煤炭板块,预计实现权益净利润6.6亿元,按照行业2017年平均15倍PE,目标市值100亿元。焦炭板块,由于估值普遍较高,且下游产品线较为相似,我们按照吨产能市值(行业均值2762元/吨)来给予定价,考虑唐山地区30%-50%的限产(10月1日至来年3月31日),公司有效权益产能344-389万吨,在环保限产力度最大的基础上按照80%折价(考虑环保限产增加成本)计算,焦化板块目标市值75亿元。综合来看,公司目标总市值175亿元,目标价11元,给予“买入”评级。
- **风险提示：**(1)流动性偏紧风险;(2)政策调控力度过大风险;(3)经济增速不及预期风险;(4)新能源持续替代风险。

内容目录

业务概览：煤和焦双轮驱动，煤炭贡献稳定业绩.....	- 4 -
焦炭供需格局持续向好，下游深加工价值将逐步得到体现.....	- 5 -
供需格局持续向好，焦炭业务业绩弹性将显现.....	- 5 -
深加工领域持续布局，焦化下游产品线丰富.....	- 10 -
本部煤炭产能 810 万吨，资源和区位优势保障业绩.....	- 12 -
2017 年煤炭产量有所回升，集团煤矿资产丰富.....	- 12 -
资源及区位优势保障业绩，煤炭业务盈利能力较强.....	- 15 -
核心观点、盈利预测及投资建议.....	- 17 -
核心观点.....	- 17 -
盈利预测与估值.....	- 18 -
投资建议.....	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

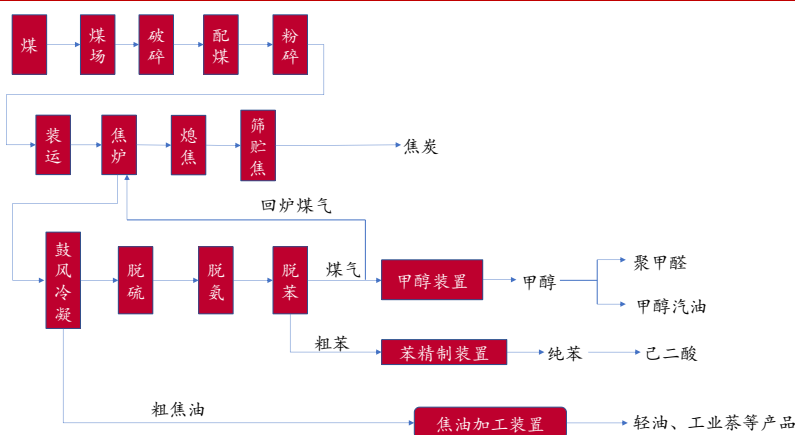
图表 1：开滦煤焦一体化流程图.....	- 4 -
图表 2：焦化业务收入占比高（单位：百万元）.....	- 4 -
图表 3：2017H1 焦化业务毛利占比下降（单位：百万元）.....	- 4 -
图表 4：2017H 煤炭产品盈利能力显著提升.....	- 5 -
图表 5：2017H 焦化产品盈利表现较差.....	- 5 -
图表 6：2017H 营业总收入同比上涨 88%.....	- 5 -
图表 7：2017H 归母净利润同比大幅增长 319%.....	- 5 -
图表 8：2011 年以来公司焦炭产销量情况.....	- 6 -
图表 9：焦炭业务成本构成（2016 年）.....	- 6 -
图表 10：2017 上半年焦炭业务成本涨幅领先售价.....	- 6 -
图表 11：开滦股份旗下主要煤化工企业经营状况.....	- 7 -
图表 12：2017 年以来焦煤供给量增幅大于焦炭.....	- 7 -
图表 13：2017 年以来焦炭产量增幅明显小于生铁.....	- 7 -
图表 14：2017 年 6 月底以来焦炭价格涨幅明显超过焦煤.....	- 7 -
图表 15：焦炭行业产能集中度偏低.....	- 8 -
图表 16：开滦股份每年环保投入状况.....	- 8 -
图表 17：产能大于 200 万吨的大型焦化企业开工率明显较高.....	- 8 -
图表 18：京津冀地区环保限产下焦炭供需缺口测算.....	- 9 -
图表 19：开滦股份吨焦净利润测算.....	- 9 -
图表 20：国内独立焦化厂焦炭库存.....	- 9 -

图表 21: 天津港焦炭库存.....	- 9 -
图表 22: 2017 年以来基建投资增速仍在较高水平.....	- 10 -
图表 23: 2017 年以来地产投资增速实现超预期.....	- 10 -
图表 24: 2011 年以来公司甲醇、纯苯以及己二酸产销量情况.....	- 11 -
图表 25: 甲醇价格走势与原油高度相关.....	- 11 -
图表 26: 纯苯价格走势与原油高度相关.....	- 11 -
图表 27: 其他焦化产品业务收入状况.....	- 11 -
图表 28: 其他焦化产品业务毛利状况.....	- 11 -
图表 29: 华北地区己二酸价格走势.....	- 12 -
图表 30: 华北地区聚甲醛价格走势.....	- 12 -
图表 31: 目前公司拥有的在产矿井.....	- 13 -
图表 32: 2011-2017 年公司原煤及精煤产量情况.....	- 13 -
图表 33: 开滦股份股权结构图.....	- 14 -
图表 34: 2012-2017 年开滦集团原煤及精煤产量.....	- 14 -
图表 35: 开滦集团在产煤矿统计.....	- 15 -
图表 36: 公司吨煤成本处于行业中游位置.....	- 16 -
图表 37: 公司煤炭业务毛利率处于行业中上游.....	- 16 -
图表 38: 2017 年煤炭板块预计贡献归属于上市公司股东净利润 6.6 亿元.....	- 16 -
图表 39: 2017 年下半年开滦精煤价格上涨.....	- 17 -
图表 40: 炼焦煤港口库存降到历史低位.....	- 17 -
图表 41: 焦厂及钢厂焦煤库存可用天数同比略升.....	- 17 -
图表 42: 公司期间费用率、税金及附加率、所得税率假定.....	- 18 -
图表 43: 主流焦煤股盈利一致预期以及估值情况.....	- 19 -
图表 44: 主流焦化股吨产能市值情况.....	- 19 -
图表 45: 开滦股份销售收入预测表.....	- 20 -
图表 46: 公司财务报表摘要.....	- 21 -

业务概览：煤和焦双轮驱动，煤炭贡献稳定业绩

- 煤焦一体化布局，深度发展循环产业链。** 公司是国内大型煤-焦-化规模化生产企业，主要产品有冶金煤、焦炭、甲醇、纯苯、己二酸和焦油加工产品等。公司按照“以煤为基、以焦为辅，以化为主”的发展战略，深度布局煤炭产业结构转型，焦化产业及煤化工产业已形成独特的产业规模优势。焦化产业中部分炼焦煤由公司自给，焦炉煤气用于生产甲醇，再进一步延伸至聚甲醛、甲醇汽油等，甲醇项目驰放气制氢用于苯加氢精制，进一步延伸至己二酸等，粗焦油用于深加工，干熄焦回收焦炭显热用于产生蒸汽及发电，形成循环、节能、先进经济发展链条。

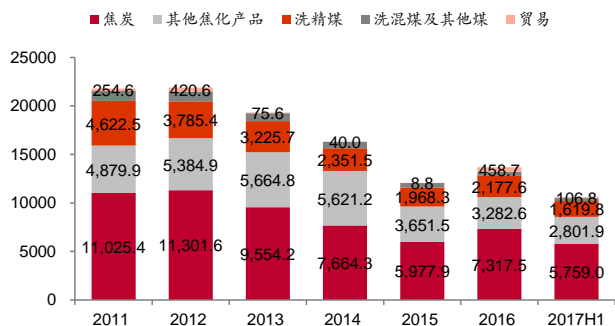
图表 1：开滦煤焦一体化流程图



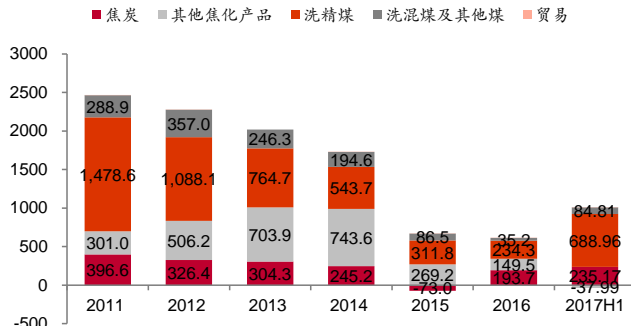
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 焦化业务收入占比高，煤炭业务利润贡献稳定。** 自 2012 年以来，公司的焦化业务收入占比稳定在 90% 左右（抵销前），煤炭业务收入占比 20% 左右（抵销前）。2017 半年度，公司实现营业收入 90.2 亿元（+88%），其中焦炭收入占比 63.6%，其他焦化产品占比 31%，洗精煤占比 18%，洗混煤及其他煤占比 3.5%，内部抵消占比 17.5%。
- 在毛利率方面，煤炭业务贡献较为稳定，焦化业务波动较大。** 2017 半年度，两者平均毛利率分别是 40% 和 2.3%，毛利占比分别是 84%、21%，相比 2016 年各自占比 46% 和 55%，煤化工利润贡献占比下降不少。

图表 2：焦化业务收入占比高（单位：百万元）



图表 3：2017H1 焦化业务毛利占比下降（单位：百万元）

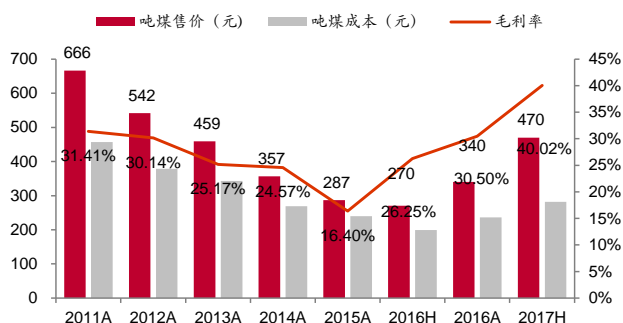


来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

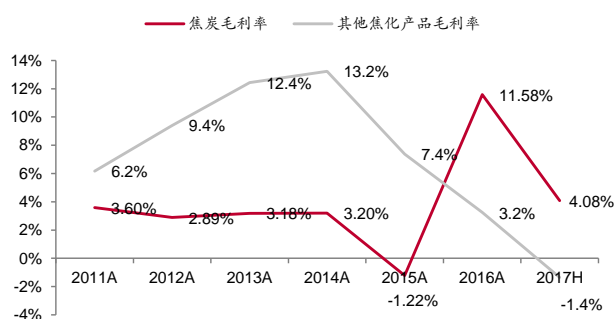
- **2017H1 煤炭盈利能力改善显著。**近年来,公司发展重心主要放在煤炭产业结构转型——煤化工项目上,煤炭产量多年未有显著的增长。2016年供给侧改革以来,煤价稳步提升,煤炭业务景气回升。进入2017年,煤价继续上涨,为煤炭业务带来较大利润改善,其中占煤炭收入80%以上的洗精煤毛利率42.53%,同比增加近15.2个百分点。
- **2017H1 焦化业务盈利能力下滑。**2016年以来,焦化行业供需格局明显好转,逐步过渡到正常化经营状态。2017上半年,成本端煤炭价格上涨较快以及下游其他焦化产品亏损,公司焦化业务表现较差,其中焦炭毛利率为4.08%,同比下降3.34个百分点,其他焦化产品(甲醇、纯苯、焦油等)等毛利率降至-1.36%,自2011年首现负值。

图表 4: 2017H 煤炭产品盈利能力显著提升



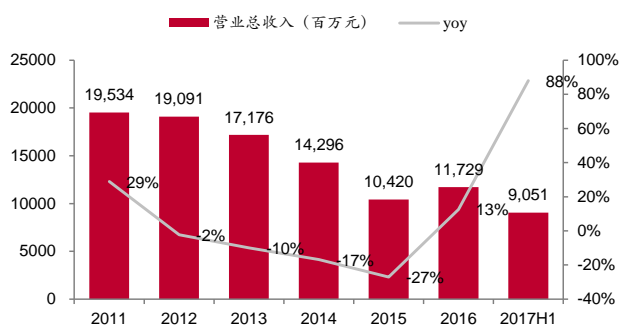
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 2017H 焦化产品盈利表现较差



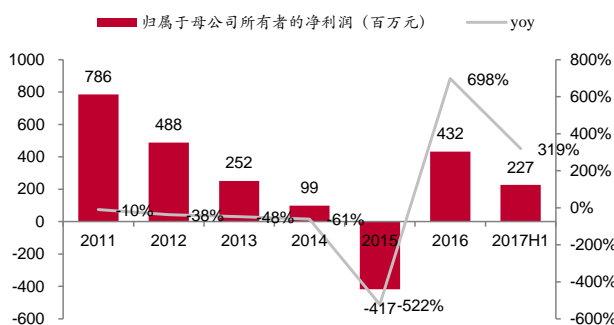
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 2017H 营业总收入同比上涨 88%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 2017H 归母净利润同比大幅增长 319%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

焦炭供需格局持续向好, 下游深加工价值将逐步得到体现

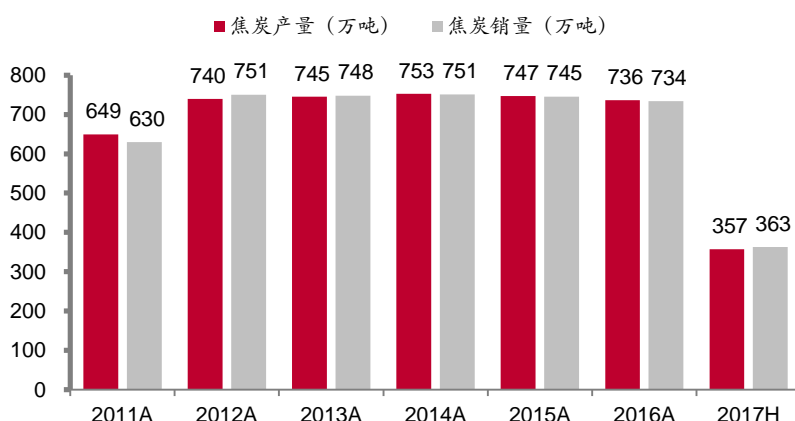
供需格局持续向好, 焦炭业务业绩弹性将显现

- **煤化工产品已形成较大规模优势。**公司煤化工产品主要包括焦炭、甲醇、纯苯以及己二酸等,焦炭产品主要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。目前,公司已形成年产焦炭720万吨、甲醇20万吨、纯苯20万吨、乙二酸15万吨、甲醇汽油10万

吨以及焦油加工品 30 万吨的能力。

- **钢厂大客户占比高，焦炭产量较为稳定。**公司生产焦炭的子公司主要包括：迁安中化煤化工有限责任公司 330 万吨/年（与首钢合作）、唐山中润煤化工有限公司 220 万吨/年、承德中滦煤化工有限公司 170 万吨/年（与河钢合作），权益产能 458 万吨。迁安中化以及承德中滦所产焦炭产品基本被合作钢厂消化，唐山中润也有与唐钢等合作，焦炭业务大客户占比高且较为稳定。2017 半年度，公司焦炭产销量分别为 357、363 万吨，与上年度基本持平。

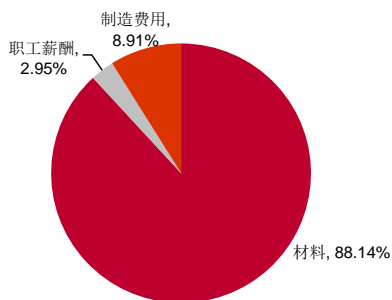
图表 8：2011 年以来公司焦炭产销量情况



来源：wind、中泰证券研究所

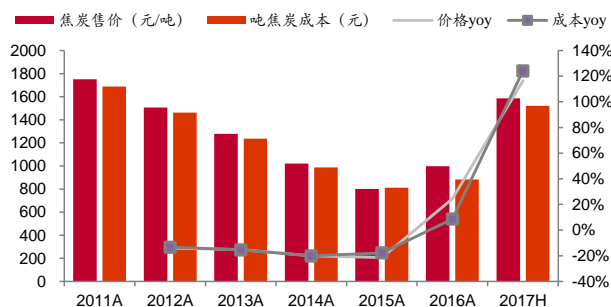
- **成本上涨幅度大于售价，2017 半年度吨焦亏损 35 元/吨。**2017 上半年，迁安中化实现净利润 5333 万元，唐山中润亏损 9426 万元，承德中滦亏损 8645 万元，三个焦化厂合计亏损 1.27 亿元，吨焦平均亏损 35 元。究其原因，在于焦炭成本（主要是焦煤）上涨幅度高于售价，2017 上半年焦炭销售均价 1586 元/吨(+116%)，而吨焦成本 1521 元/吨(+124%)。

图表 9：焦炭业务成本构成 (2016 年)



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 10：2017 上半年焦炭业务成本涨幅领先售价



来源：公司年报、中泰证券研究所

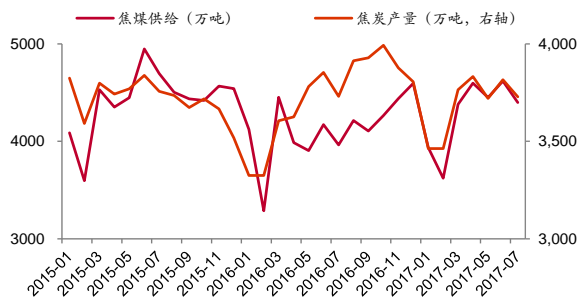
图表 11: 开滦股份旗下主要煤化工企业经营状况

企业名称	股权占比	产能	备注	2011年利润 (万元)	2012年利润 (万元)	2013年利润 (万元)	2014年利润 (万元)	2015年利润 (万元)	2016年H1利 润(万元)	2016年利润 (万元)	2017H1净利润 (万元)
迁安中化	49.82%	330万吨焦炭产能	投产	783.02	3,063.85	5,000.61	9,616.06	-2,527.79	3,074.06	18,557.87	5,332.90
唐山中润	94.08%	220万吨焦炭产能、25万吨甲醇和 20万吨苯加氢项目	投产, 与佳华、通宝整合	1,667.13	-161.09	5,388.28	989.41	-16,406.01	1,959.74	5,951.48	-9,426.13
承德中滦煤化工	51%	一期、二期焦炭共170万吨	一期, 二期在产, 计划三期 210万吨	-4443.56	-4,101.15	6,813.59	5,910.45	-8,840.67	2598.21	9,837.32	-8,644.66
唐山开滦炭素化工	51%	30万吨/年焦油加工项目	投产	472.13	561.41	314.37	-2,587.50	-6,702.83	-1,011.39	-2,294.80	-370.92
唐山中浩化工	100%	4万吨/年聚甲醛项目和15万吨/年 己二酸项目	投产, 聚甲醛 项目在建	-725.46	-654.27	-1,790.92	-108	-84.93	18.92	197.79	-3,383.26
唐山中泓炭素化工	50%	煤焦油制造项目	在建	-7.86	-31.41	-9.99	-41.81	-1.9	-2.06	-81.86	-1.98
唐山中阳新能源	80%	20万吨甲醇(一期10万吨)	在建	-1.59	-1.64	-3.48	-7.51	182	309.82	307.67	-410.57
唐山开滦化工科技	100%	化工技术开发、转让、咨询; 化工 产品、化学试剂批发、零售						0	14.68	10.25	11.27
贡献净利润				(2256)	(1324)	15712	13771	(34382)	6962	32486	(16893)
归属于股东净利润				(798)	(1102)	9397	7281	(24562)	4465	19105	(14511)

来源: 公司公告、中泰证券研究所

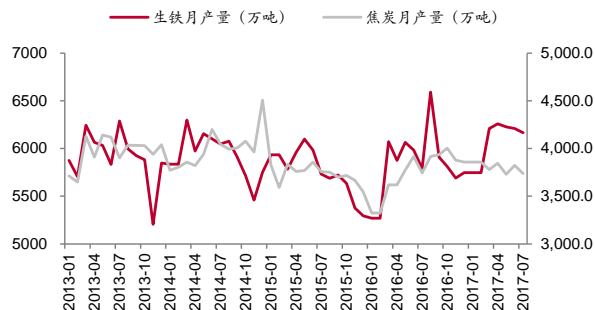
■ 供需格局持续向好, 双焦价差持续扩大。2017年前7个月, 根据wind统计, 焦煤总供给量3.0亿吨(+7.6%), 同期焦炭累计产量2.58亿吨(+2.2%), 粗钢产量4.92亿吨(+5.1%), 下游需求旺盛的情况下, 焦炭的供应偏紧, 这促成焦炭价格6月份以来呈现不断上涨态势。唐山二级冶金焦价格从6月底至9月20日累计上涨660元/吨至2290元/吨, 涨幅高达40.5%, 同期吕梁主焦煤累计上涨240元/吨至1500元/吨, 涨幅19%, 二者价差不断放大, 焦炭行业盈利能力显著提升。

图表 12: 2017年以来焦煤供给量增幅大于焦炭



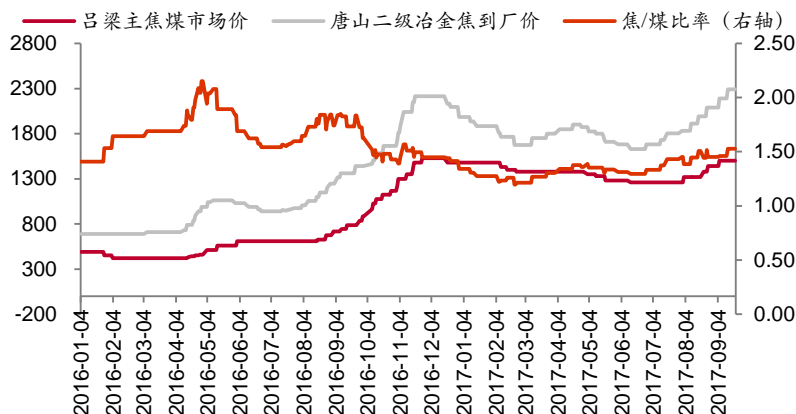
来源: wind、中泰证券研究所

图表 13: 2017年以来焦炭产量增幅明显小于生铁



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 14: 2017年6月底以来焦炭价格涨幅明显超过焦煤



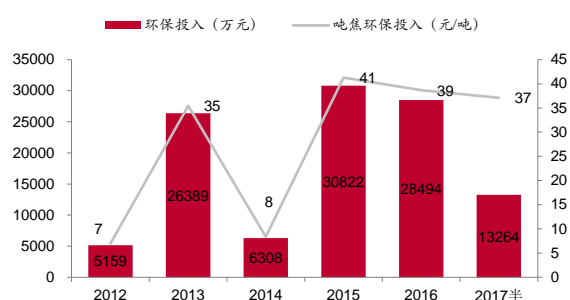
来源: wind、中泰证券研究所

- 小型焦化厂占比偏高, 环保高压下产量难以释放。**根据南华期货等统计, 国内规模以上的焦炭企业产能达到 4.93 亿吨, 其中小于 200 万吨的企业数量占比达到 72%, 前 10 大企业合计产能 6580 万吨, 只占行业的 13.3% 份额, 行业集中度明显偏低。作为高耗能高污染行业, 在环保要求日趋严格的背景下, 大量小型焦化企业产量较难释放, 比如开滦股份近三年每年吨焦环保投入约 40 元/吨, 年均投入 2.5 亿元以上, 小型焦化厂一般是较难承受这么高昂的环保成本。环保高压下, 小型焦化企业开工率明显低于大规模焦化企业, 2017 年以来, 产能 <100 万吨和产能 100-200 万吨焦化企业平均开工率皆为 73% 左右, 产能 >200 万吨焦化企业平均开工率为 81.8%, 产量向行业内龙头集中。

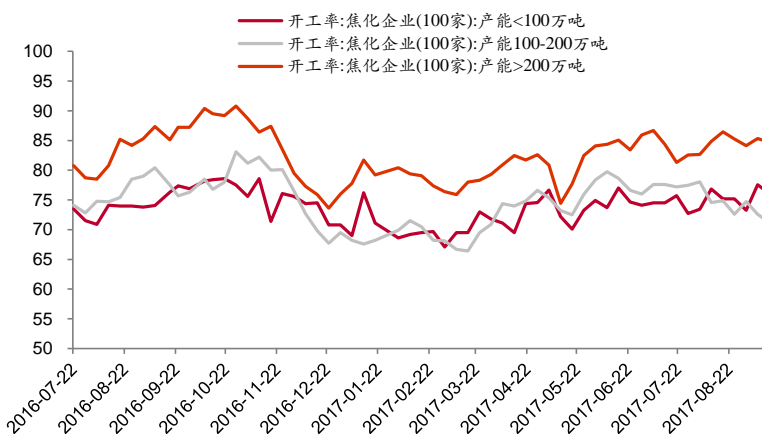
图表 15: 焦炭行业产能集中度偏低

规模	总产能	占比	企业数量	占比
400万吨以上	8390	17.02%	14	4.46%
300-400万吨	6110	12.39%	18	5.73%
200-300万吨	12752	25.86%	57	18.15%
小于200万吨	22051	44.73%	225	71.66%
总计	49303	100.00%	314	100%

来源: 南华期货等、中泰证券研究所

图表 16: 开滦股份每年环保投入状况


来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 产能大于 200 万吨的大型焦化企业开工率明显较高


来源: wind、中泰证券研究所

- “2+26” 城市环保限产对焦炭供需影响几何?** 根据 2017 年 8 月底发布的《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》一文, “2+26” 城市钢铁焦化铸造行业实施部分错峰生产。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市, 采暖季 (10 月 15 日至 3 月 15 日) 钢铁产能限产 50%, 以高炉生产能力计, 采用企业实际用电核实。2017 年 10 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日, 焦化企业出焦时间均延长至 36 小时以上, 城区内延长至 48 小时以上。根据我的钢铁网统计, “2+26” 城市高炉产能 3.2 亿吨, 产能利用率 85%, 焦化产能 1.66 亿吨, 产能利

用率 83%，据此测算焦炭需求量将减少 1680 万吨，产量减少 2071-3452 万吨（正常结焦时间为 18-24 小时），存在缺口 391-1772 万吨，焦炭供给收缩程度大于需求。

图表 18：京津冀地区环保限产下焦炭供需缺口测算

高炉产能 (亿吨)	3.2	焦化产能 (亿吨)	1.66
产能利用率	85%	产能利用率	83%
采暖季限产能减少的生铁产量 (万吨)	3733	结焦延长至24小时减少的焦炭产量 (万吨)	2071
焦炭/生铁	0.45	结焦延长至36小时减少的焦炭产量 (万吨)	3452
减少焦炭需求量 (万吨)	1680	供需缺口 (万吨)	391-1772

来源：我的钢铁网、中泰证券研究所

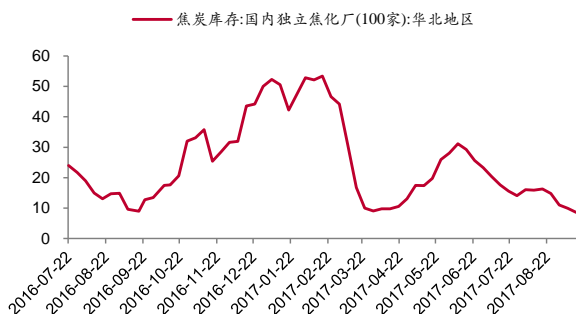
- **当前时点开滦可实现吨焦净利润约 200 元/吨。**我们以 2017 上半年的焦炭盈利情况为依据来简单测算当前时点（2017 年 9 月 20 日）公司的吨焦净利润水平，根据下半年以来焦炭和焦煤价格涨幅，我们预计当前时点开滦的吨焦净利润约 200 元/吨，业绩弹性非常大。

图表 19：开滦股份吨焦净利润测算

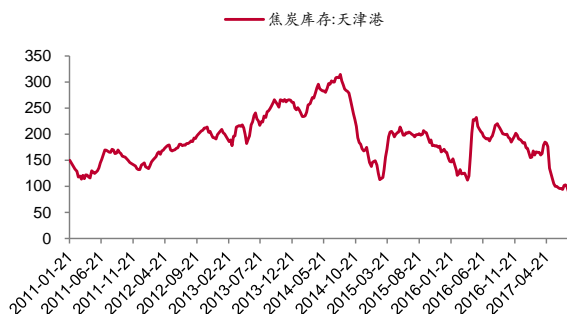
名称	2017H	时点预测 (9月20日)
吨焦售价 (元/吨)	1586	2180
吨焦生产成本 (元/吨)	1521	1811
吨焦费用及税金等 (元/吨)	100	100
吨焦净利润 (元/吨)	-35	202
唐山二级冶金焦涨幅 (%)	37%	
吕梁主焦煤涨幅 (%)	19%	

来源：中泰证券研究所

- **焦炭库存低位运行，行业供给持续偏紧张。**截至 9 月 15 日，华北地区 100 家独立焦化厂库存共计 8.6 万吨，较 2017 年初的 52.25 万吨下降了 43.65 万吨，已降至近两年来的最低水平，产地库存基本降至冰点；天津港焦炭库存为 92 万吨，较 2017 年初的 184 万吨，下降了 92 万吨，已达到历史最低点。

图表 20：国内独立焦化厂焦炭库存


来源：wind、中泰证券研究所

图表 21：天津港焦炭库存


来源：wind、中泰证券研究所

- **基建和地产固定资产投资数据不俗，需求得到支撑。**焦炭下游需求主要看钢铁，而钢铁主要看建筑行业。2017 年 1-8 月份，全国房地产开发投资完成额为 6.95 万亿，同比增长 7.9%，超出市场一致预期，2016 年的

房地产销售大幅回升并没有带来房地产投资的大幅回暖,2017年地产投资增速有望落在一个较高的位置。前8个月,基建行业固定资产投资完成额10.6万亿元,同比增长16.1%,财政政策依然是稳增长的重要筹码,基建投资增速有望维持在较高水平。

图表 22: 2017 年以来基建投资增速仍在较高水平


来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 2017 年以来地产投资增速实现超预期


来源: wind、中泰证券研究所

- 我们认为,焦炭行业的下游需求较为平稳,而环保趋严下供给收缩力度强于需求,叠加原材料供给相对略宽松,焦炭行业盈利有望持续向好,诸如开滦等环保投入多、设备全的大型焦化企业,将显著受益行业供需格局的改善,业绩弹性将显现。

深加工领域持续布局,焦化下游产品线丰富

- 焦化下游产品线丰富,产品盈利随原油价格波动而波动。随着公司把大量资源投入深加工方向,深加工产品产销规模不断扩大,目前产品主要包括甲醇(20万吨/年)、纯苯(20万吨/年)、己二酸(15万吨/年)、甲醇汽油(10万吨/年)和焦油加工制品(30万吨/年)等。2017上半年,公司甲醇产量8.7万吨(-7.4%),纯苯产量8.9万吨(-4.4%),己二酸产量7.2万吨。
- 由于煤化工与石油化工具有很强的替代关系,原油价格的走势对公司煤焦深加工产品影响很大。2014年以来,原油价格的走弱,使得甲醇、纯苯等煤焦化产品,散失一定成本优势,盈利状况不甚理想。2017上半年,由于原油价格依旧低位徘徊的原因,深加工产品收入共计28.02亿元,占总收入比重31.2%,毛利为-3799万元,同比大幅下滑1.9亿元,占总毛利比重-4%。

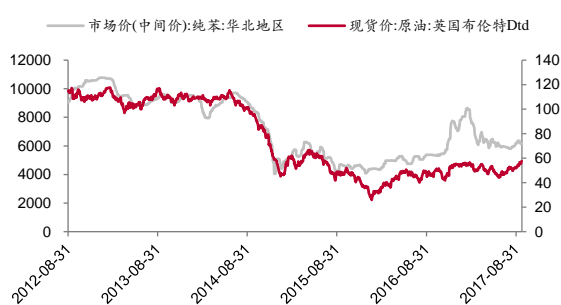
图表 24：2011 年以来公司甲醇、纯苯以及己二酸产销量情况

名称	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017H
甲醇产量	23.83	25.55	25.47	26.19	24.36	20.81	8.69
甲醇销量	23.95	25.4	25.46	24.67	24.14	20.52	7.76
产销率	101%	99%	100%	94%	99%	99%	89%
纯苯产量	13.73	16.3	17.75	22.51	19.72	17.25	8.94
纯苯销量	13.82	16.19	17.42	20.87	12.07	8.21	3.58
产销率	101%	99%	98%	93%	61%	48%	40%
己二酸产量							7.21
己二酸销量							6.57
产销率							91%

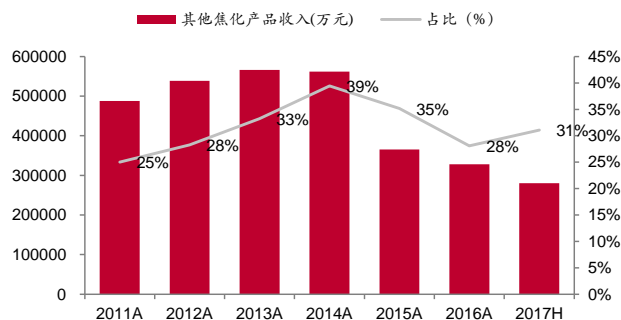
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25：甲醇价格走势与原油高度相关

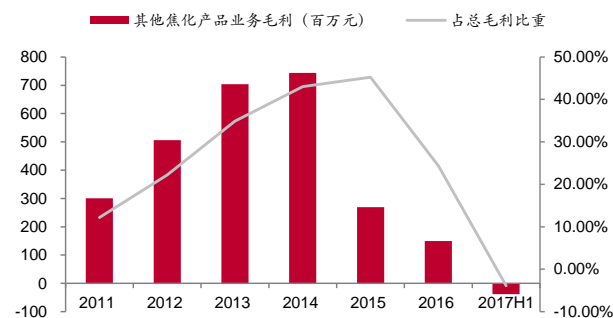

来源：wind、中泰证券研究所

图表 26：纯苯价格走势与原油高度相关


来源：wind、中泰证券研究所

图表 27：其他焦化产品业务收入状况


来源：wind、中泰证券研究所

图表 28：其他焦化产品业务毛利状况


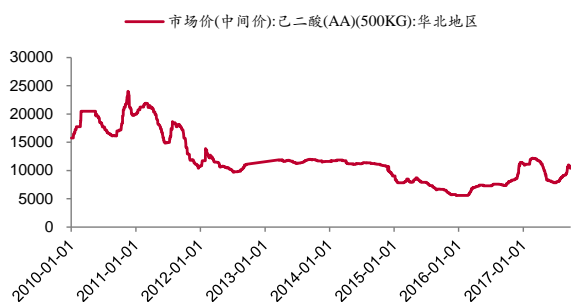
来源：wind、中泰证券研究所

- 甲醇与纯苯用途广泛，下半年以来价格有所回升。**甲醇在燃烧过程中清洁环保，污染排放物少，具有较大发展空间，甲醇汽油、甲醇制烯烃等都是非常具有前景的产业。但是，受制于我国甲醇产能的快速扩张，国内甲醇企业产能利用率偏低，2017 年以来，国内甲醇平均开工率仅为 61.5%。纯苯作为工业原料，用途极为广泛，可以用来生产环己酮、苯乙烯、苯胺等。2017 上半年，国际原油价格低位徘徊，国内甲醇和纯苯的价格弱势下跌，随着下半年原油价格回升，甲醇价格自 6 月底开始止跌反升，华北区甲醇中间价从 1985 元/吨涨至 2675 元/吨（9 月 25 日），涨幅 35%，华北区纯苯中间价从 8 月初的 5800 元/吨涨至 6175 元/吨（9

月 25 日), 涨幅 6.5%。

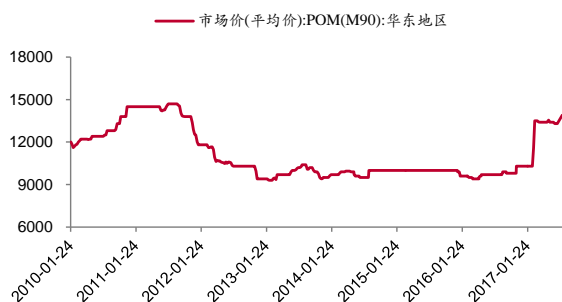
- **持续大力布局煤化工产业, 扩大规模优势。**公司布局煤化工领域的重点项目包括:
 - **(1) 唐山中浩化工有限公司负责的聚甲醛和己二酸项目。**项目分别投资 19 亿元和 31.23 亿元, 其中聚甲醛项目设计产能 4 万吨/年, 己二酸项目设计产能 15 万吨/年。己二酸项目(大约消耗 10 万吨自产纯苯)已经投产了, 聚甲醛项目还在投料试车阶段。聚甲醛主要原材料是甲醇, 具有耐摩擦、耐磨耗以及承受高负荷的优点, 能够部分替代有色金属如铜、锌、铝等制作结构零件, 在汽车、电子、机械、医疗技术、运动器械等方面表现出较好的需求。
 - **(2) 唐山丰润地区一期 10 万吨/年甲醇燃料项目。**该项目由子公司唐山中阳新能源公司负责, 是河北省试点环保项目, 2017 年已正式投产, 作为新型燃料, 其示范效果及推广应用受政府政策影响较大, 目前公司在积极开拓市场。
 - **(3) 曹妃甸百万吨/年焦油深加工项目一期 30 万吨/年的焦油加工项目。**该项目预计投资 8 亿元, 由子公司唐山中泓炭素化工有限公司负责建设, 截至 2017 年 6 月底, 累计投入已经占预算 88.2%, 已实现装置机械竣工, 目前正积极谋划投料试车准备工作。

图表 29: 华北地区己二酸价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

图表 30: 华北地区聚甲醛价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

- 我们认为, 公司煤化工产品技术先进, 产品线较为丰富, 未来对公司业绩贡献有望逐步增加。同时, 循环经济一体化将实现资源的优化配置, 降低运行成本, 并通过产业之间多联产, 有效降低行业周期性风险。

本部煤炭产能 810 万吨, 资源和区位优势保障业绩

2017 年煤炭产量有所回升, 集团煤矿资产丰富

- 两个主力矿合计产能 810 万吨, 行业中规模偏小。公司两个矿井范各庄矿和吕家坨矿所产煤均为优质稀缺的肥煤, 合计可采储量 3.95 亿吨, 总产能合计 810 万吨, 在冶金煤行业中与 3、4000 万吨产能的龙头相比, 规模偏小。持股 41% 的山西独立整合矿倡源煤业(90 万吨/年), 已经从 2015 年 8 月开始不再纳入合并报表, 该矿 2017 年上半年盈利 5807 万

元。

- **加拿大盖森煤田储备项目投资较为谨慎。**已经获得探矿权的加拿大盖森煤田，地处铁路和港口便捷地区，煤质主要为优质炼焦煤，资源储量预计高达 7.86 亿吨，一期拟建 200 万吨生产规模。截至 2017 年 6 月末，公司累计投资 4.2 亿元，项目进度 89%，完成了煤炭资源评估报告和更新 22 块煤炭资产许可证等，但无明确的计划投产时间。

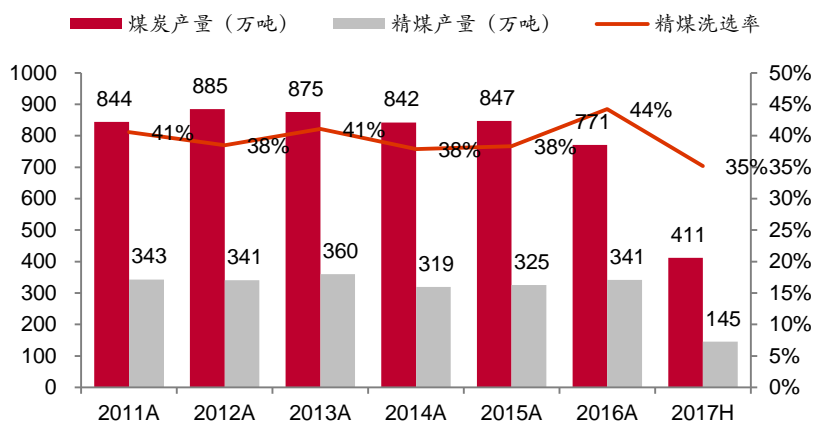
图表 31：目前公司拥有的在产矿井

煤矿名称	股权占比	煤种	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	状态
范各庄	100%	肥煤	1.73	480	在产
吕家坨	100%	肥煤	2.22	330	在产
加拿大盖森煤田	51%	焦煤	1.4	200	在建
合计			3.95	810	

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **2017 年原煤产量有所回升，但精煤洗选率有所下滑。**2016 年受供给侧结构性改革影响，公司原煤产量下降至 771 万吨，而之前年份产量基本稳定在 850 万吨左右，占据煤炭收入 80% 左右的洗精煤产量也基本稳定在 320 万吨。2017 上半年，公司原煤产量 411 万吨，同比上升 8.4%，高于行业 5% 的平均水平，受工作面煤质变化的影响，精煤产量 145 万吨，同比下降 20.52%，精煤洗选率仅为 35%，同比下降 13pct。公司原煤具备 70% 左右的回收率，除精煤之外，洗出来的混煤基本外销，发热量在 3000 多大卡。

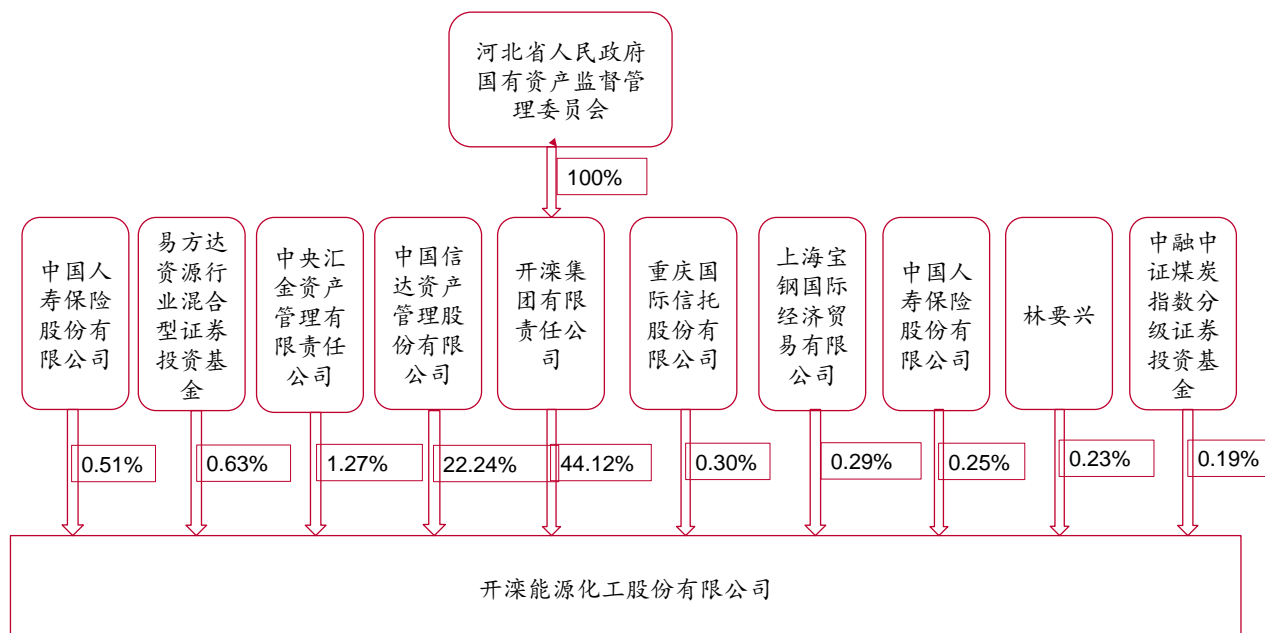
图表 32：2011-2017 年公司原煤及精煤产量情况



来源：公司年报、中泰证券研究所

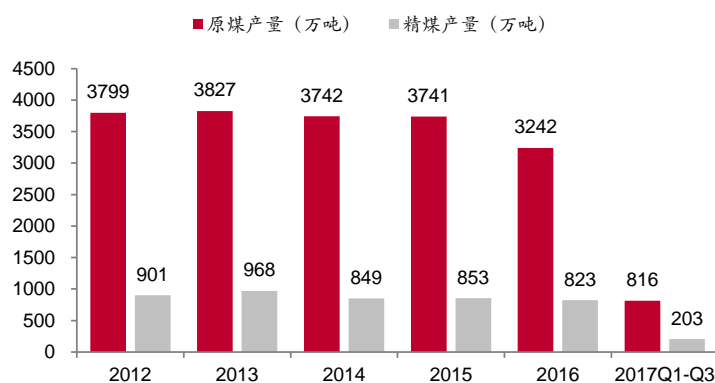
- **集团原煤总产量约是上市公司层面 4.2 倍，精煤产量约是 2.4 倍。**2016 年，开滦集团共产原煤 3242 万吨，约为上市公司的 4.2 倍，精煤产量 823 万吨，约为上市公司 2.4 倍。虽然上市公司的资源和产量相对较低，但在集团资源保障倍数较高的情况下，或存在外延式发展的机会。公司曾在 2013 年停过牌，拟集团资产注入，但是煤价持续下跌以及信达股权问题未能解决，随即宣告终止。

图表 33：开滦股份股权结构图



来源：wind、中泰证券研究所

图表 34：2012-2017 年开滦集团原煤及精煤产量



来源：集团公告、中泰证券研究所

- **集团旗下煤矿资产丰富，有大量优质矿井。**目前，集团资源储量 37.3 亿吨，可采储量 18.9 亿吨，总产能为 3660 万吨，剔除上市公司层面仍具备 2850 万吨，是上市公司层面的 3.5 倍。其中，集团旗下蔚州矿区主要是动力煤，主力矿包括崔家寨矿（265 万吨）、单侯矿（270 万吨），两者都是新矿，而剩下都是原先的国有小煤矿，规划陆续退出。集团的唐山矿区，主要是优质炼焦煤，盈利能力较强，主力矿井主要有钱家营新矿（570 万吨）、唐山矿（420 万吨）、东欢坨矿（450 万吨）。

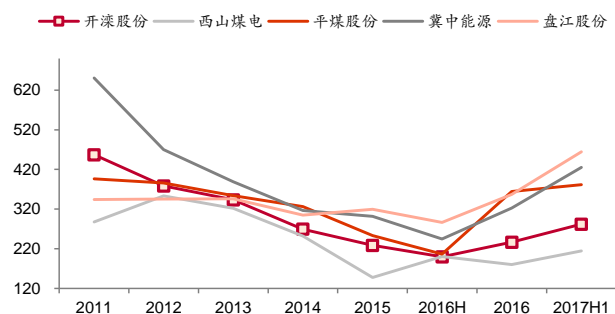
图表 35：开滦集团在产煤矿统计

矿区	矿井名称	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	状态
河北唐山矿区	赵各庄矿	肥煤	6,281	750	150	在产
	林西矿	肥煤、焦煤	14,350	869	150	在产
	唐山矿	1/3焦煤	37,533	18,998	420	在产
	荆各庄矿	气煤	4,757	255	80	在产
	林南仓矿	气煤	31,064	11,314	180	在产
	钱家营矿	肥煤	89,391	56,168	570	在产
	东欢坨矿	气煤	61,629	38,467	450	在产
	范各庄矿	肥煤	27,497	17,352	480	在产
	吕家坨矿	肥煤	32,736	22,155	330	在产
		小计		305,238	166,328	2,810
河北蔚州矿区	崔家寨矿		26,216	3,675	265	在产
	单侯矿	长焰煤、不粘煤、	29,831	11,858	270	在产
	南留庄和兴源矿	无烟煤	-	-		停产
	西细庄矿		901	147	60	在产
		小计		56,948	15,680	595
河北承德矿区	隆泰矿业	气肥煤	-	-		停产
	凯兴能源	贫煤	-	-		停产
	平安矿业	气肥煤	2,343	668	15	在产
		小计	2,343	668	15	
内蒙区域	串草圪旦	长焰煤、不粘煤	8,801	6,715	240	在产
	合计		373,330	189,391	3,660	
	可注入资产合计		313,097	149,884	2,850	

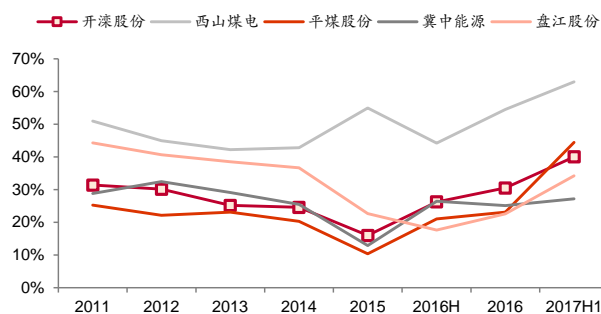
来源：集团 2017 年债券说明书、中泰证券研究所

资源及区位优势保障业绩，煤炭业务盈利能力较强

- **成本控制能力较强，煤炭毛利率处于冶金煤行业中上游。**公司所处唐山矿区，开采历史较为悠久，随着开采深度不断加大，平均深度已在 800 米左右，生产成本与安全成本面临上升压力。受益于公司先进的采煤技术及良好的管理能力，行业回暖情况下，吨煤成本回升幅度低于焦煤行业平均水平。
- **2017 上半年，开滦股份吨煤生产成本为 282 元/吨（产量口径，下同），同比增加 41.3%，涨幅低于平*煤股份（+84.7%），冀中能源（+73.9%）和盘江股份（+62.2%）。**得益于资源禀赋较好，以及生产成本的严控，2017 上半年公司煤炭业务毛利率 40%，显著高于冀中能源（27%）和盘江股份（34.2%），处于行业中上游水平。

图表 36：公司吨煤成本处于行业中游位置


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 37：公司煤炭业务毛利率处于行业中上游


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 根据我们测算（净利润中剔除化工业务盈利以及投资收益），2017 上半年公司吨煤净利润达到 78.8 元/吨，全年煤炭板块有望贡献归属于母公司股东净利润约 6.6 亿元（见图表 38）。我们认为，公司煤炭板块主要存在以下几个方面优势：
 - 优质煤种优势。公司煤矿所在的唐山区域矿产变质程度较高，所产煤属于低灰、中高挥发分、特高发热量、特强粘结性的优质肥煤，是我国煤炭资源的稀缺品种。唐山区域所产肥煤，是享誉国内外的名优煤种，是国内煤炭分类标准的典型范例。
 - 先进的煤炭开采技术和全产业链经营优势：公司形成了综采一次采全高和综合机械化放顶煤并存的综合机械化生产格局，采用了与高产综采工作面相配套的国内先进设备，提高装备和机械化开采水平。同时，公司通过利用自身的资源优势，向下游延伸至焦炭，发展精细化工产品，提高了资源的利用效率，大幅提升产品附加值。
 - 区位优势：开滦处于环渤海经济区腹地，与京、津毗邻，由于产销地的一致性，其产品销售具有无可比拟的优势。唐山是全国大型钢铁生产工业基地，河北钢铁、首钢均是当地重要客户群体。另外，交通也非常便利，煤炭可直抵华东、华南市场，远销海外。京山、京秦铁路，京沈、唐津、唐港高速公路纵横其中，秦皇岛港、塘沽港、京唐港与之相接。

图表 38：2017 年煤炭板块预计贡献归属于上市公司股东净利润 6.6 亿元

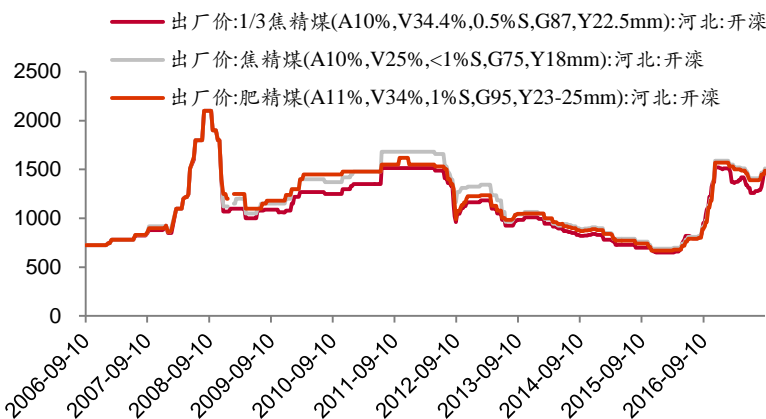
煤炭业务	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E
煤炭收入(万元)	562,677	479,450	401,595	300,493	242,885	102,628	262,354	193,324	399,995
煤炭成本(万元)	385,931	334,935	300,496	226,672	203,049	75,685	182,334	115,947	244,678
煤炭产量(万吨)	844	885	875	842	847	379	771	411	810
吨煤售价(元)	666	542	459	357	287	270	340	470	494
吨煤成本(元)	457	378	343	269	240	199	237	282	302
吨煤毛利(元)	209	163	116	88	47	71	104	188	192
煤炭毛利(万元)	176,746	144,515	101,099	73,821	39,836	26,942	80,021	77,377	155,316
毛利率	31.41%	30.14%	25.17%	24.57%	16.40%	26.25%	30.50%	40.02%	38.83%
吨煤期间费用及税金等(元)	115	107	101	89	70	72	79	109	110
吨煤净利润(元)	94	56	15	-1	-23	-1	25	79	82
煤炭板块归母净利润(万元)	79,373	49,889	12,733	-1,095	-19,714	-413	19,160	32,401	66,216

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 供给侧改革下，开滦焦煤价格显著回升。自 2016 年 2 月国务院发布化解煤炭过剩产能实现脱困发展文件以来，煤炭行业景气逐渐回升，2016

年开滦肥精煤出厂价从年初 670 元/吨涨至年末 1570 元/吨，涨幅高达 134%。2017 年，由于安检力度空前，煤炭产量释放仍然偏紧，而下游需求的相对稳定，焦煤下半年持续上涨，开滦肥精煤出厂价由 2017 年 6 月底 1390 元/吨涨到 9 月末 1490 元/吨，涨幅 100 元/吨。

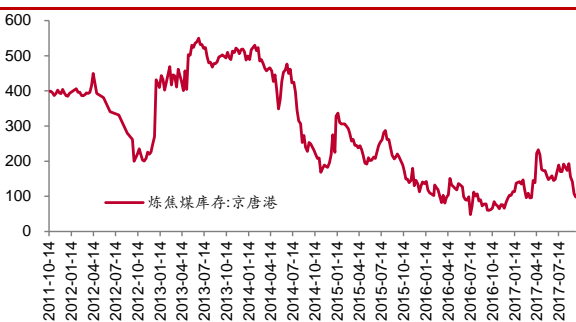
图表 39：2017 年下半年开滦精煤价格上涨



来源：wind、中泰证券研究所

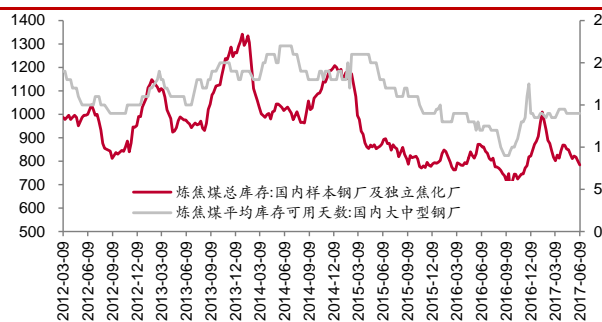
- **对未来焦煤价格走势判断：**虽然 2017 年恢复 330 天生产，但焦煤产量仅小幅上升，前 7 个月炼焦精煤产量 2.59 亿吨，同比上升 4.86%。9 月 22 日，京津唐港库存仅为 98.5 万吨，处于历史低位，大中型钢厂焦煤库存可用天数为 13 天，较 2016 年同期上升 2 天，一定程度上反映了下游补库较为积极。9-10 月是冶金煤消费旺季，钢铁开工率有望维持高位，叠加焦煤港口库存低位，焦煤价格预计仍然较强。

图表 40：炼焦煤港口库存降到历史低位



来源：wind、中泰证券研究所

图表 41：焦厂及钢厂焦煤库存可用天数同比略升



来源：wind、中泰证券研究所

- **综合来看，2017 年煤炭行业大力度安检、落后产能持续淘汰，供给仍然偏紧，而需求比较平稳，煤价预计持续高位运行，而公司煤炭生产成本回升幅度偏小，业绩释放弹性较大，煤炭板块有望贡献较为稳定的业绩。**

核心观点、盈利预测及投资建议

核心观点

- 我们认为，公司作为河北地区冶金煤和焦炭一体化生产的大型龙头企业，受益于焦煤及焦炭行业持续景气，低估值优势明显。
- 焦炭行业景气度有望持续，公司规模化生产优势明显，盈利能力有望得到显著提升：（1）环保高压下，中小规模占比偏多的焦炭行业产量释放偏紧，叠加产地及港口库存基本都降至冰点，价格弹性非常大；（2）即使考虑京津冀地区环保错峰生产，经测算焦炭供给收缩程度大于需求，存在缺口 391-1772 万吨；（3）上游原材料相对而言供应稍宽松，焦炭涨价频率与幅度显著高于焦煤，双焦价差持续扩大，利于焦炭企业业绩提升。
- 持续布局焦化深加工，价值终将逐步得到体现。公司业务发展重心在焦化深加工上，其产品技术先进，产品线较为丰富，随着石油价格企稳，未来对公司业绩贡献有望逐步增加。同时，循环经济一体化将实现资源的优化配置，降低运行成本，并通过产业之间多联产，有效降低行业周期性风险。
- 资源及区位优势保障业绩，煤炭业务有望贡献稳定盈利。2017 年煤炭行业大力度安检、持续淘汰落后产能，供给仍然偏紧，而需求比较平稳，煤价有望持续高位运行。公司主产优质肥精煤，资源禀赋较好，且地处消费地，煤炭业务盈利能力较强。经测算 2017 上半年，公司吨煤净利润约 78 元/吨，考虑 810 万吨的产能以及下半年焦煤提价，全年煤炭板块有望贡献归属于母公司股东净利润约 6.6 亿元。

盈利预测与估值

- 对公司各项业务的假定请参阅前文分析和后文的“销售收入预测表”，对期间费用率、税金及附加率、所得税税率假定如下：

图表 42：公司期间费用率、税金及附加率、所得税率假定

百万元 %	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业费用	-189.2	-170.6	-205.4	-282.1	-327.5	-371.7
%销售收入	1.32%	1.64%	1.75%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用	-808.2	-584.3	-512.2	-489.0	-589.5	-693.8
%销售收入	5.65%	5.61%	4.37%	2.60%	2.70%	2.80%
财务费用	-407.5	-378.2	-329.4	-410.1	-401.5	-375.3
%销售收入	2.85%	3.63%	2.81%	2.18%	1.84%	1.51%
税金及附加	-99.2	-86.4	-92.9	-225.7	-272.9	-322.1
%销售收入	0.69%	0.83%	0.79%	1.20%	1.25%	1.30%
所得税	-74.6	-52.6	-58.7	-296.1	-416.0	-498.4
所得税率	31.82%	-10.96%	9.42%	32.00%	30.00%	30.00%

来源：中泰证券研究所

- 我们预测公司 2017-2019 年收入分别为 188.1、218.3、247.8 亿元，同比增长 60.4%、16.1%、13.5%，归属于母公司股东净利润分别为 6.76、8.04、9.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.43、0.51、0.61 元，同比增长 56.5%、19.1%、19.8%。

投资建议

- 考虑公司煤炭和焦化业务双轮驱动，按照分部估值法来给予目标定价。煤炭板块，如前文所述，预计实现权益净利润 6.6 亿元，按照行业 2017

年平均 15 倍 PE 估值，市值看到 100 亿元。焦炭板块，由于估值普遍较高，且下游产品线较为相似，我们按照吨产能市值来给予定价，考虑唐山地区 30%-50% 的限产（10 月 1 日至来年 3 月 31 日），公司有效权益产能为 344-389 万吨，结合行业吨产能均值 2762 元/吨，在环保限产力度最大的基础上按照 80% 折价（考虑环保限产增加成本）计算，焦化板块市值看到 75 亿元。综合来看，公司总市值看到 175 亿元，结合总股本 15.88 亿股，目标价格 11 元，给予“买入”评级。

图表 43：主流焦煤股盈利一致预期以及估值情况

名称	2017年一致预期净利润（亿元）	总市值（亿元）	PE（2017）
西山煤电	18.3	328	18.0
平煤股份	14.0	158	11.2
冀中能源	12.8	242	18.9
盘江股份	9.1	134	14.7
平均			15.7

来源：wind、中泰证券研究所

图表 44：主流焦化股吨产能市值情况

名称	权益产能（万吨）	总市值（亿元）	吨产能市值（元/吨）	深加工项目
山西焦化	360.0	82	2269	煤焦油加工（30万吨）、甲醇（34万吨）、炭黑（8万吨）、粗苯加氢（10万吨）
陕西黑猫	324.0	105	3255	煤焦油（23.7万吨）、甲醇（31万吨）、LNG（25万吨）、合成氨（9万吨）、粗苯（6.93万吨）
平均			2762	

来源：wind、中泰证券研究所

风险提示

- **（1）流动性偏紧风险。**金融监管趋严，若利率上行，一方面打压权益市场估值，另一方面打压地产投资预期。
- **（2）政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的关键因素，但是政策是否发生变化以及调控的力度、预期时点存在不确定性。
- **（3）经济增速不及预期风险。**调结构、稳增长仍是主导，但国内挤压资产泡沫，压缩货币政策空间。同时，环保限产力度过大可能影响下游需求。
- **（4）新能源持续替代风险。**风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

图表 45：开滦股份销售收入预测表

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E	2018E	2019E
煤炭业务											
煤炭收入(万元)	562,677	479,450	401,595	300,493	242,885	102,628	262,354	193,324	399,995	451,053	473,606
煤炭成本(万元)	385,931	334,935	300,496	226,672	203,049	75,685	182,334	115,947	244,678	272,451	284,756
煤炭产量(万吨)	844	885	875	842	847	379	771	411	810	810	810
吨煤售价(元)	666	542	459	357	287	270	340	470	494	557	585
吨煤成本(元)	457	378	343	269	240	199	237	282	302	336	352
吨煤毛利(元)	209	163	116	88	47	71	104	188	192	220	233
煤炭毛利(万元)	176,746	144,515	101,099	73,821	39,836	26,942	80,021	77,377	155,316	178,602	188,849
毛利率	31.41%	30.14%	25.17%	24.57%	16.40%	26.25%	30.50%	40.02%	38.83%	39.60%	39.87%
其中：洗精煤											
洗精煤收入(万元)	462,245	378,543	322,570	235,151	196,830	85,728	217,760	161,979	335,018	390,854	410,397
洗精煤成本(万元)	314,384	269,733	246,103	180,785	165,646	62,302	147,873	93,084	195,901	228,551	239,979
洗精煤产销量(万吨)	343	341	360	319	325	182	341	145	291.60	324	324
其中：对外销售(万吨)	242	215	241	197	205	101	189	77			
洗出率	41%	38%	41%	38%	38%	48%	44%	35%	36%	40%	40%
吨精煤售价(元)	1,348	1,111	897	738	606	470	638	1,118	1,149	1,206	1,267
YOY		-18%	-19%	-18%	-18%	-25%	5%	138%	80%	5%	5%
吨精煤成本(元)	917	792	684	567	510	342	433	643	672	705	741
YOY		-14%	-14%	-17%	-10%	-35%	-15%	88%	55%	5%	5%
毛利(万元)	147,861	108,810	76,466	54,366	31,184	23,425	69,887	68,896	139,117	162,303	170,418
毛利率	31.99%	28.74%	23.71%	23.12%	15.84%	27.33%	32.09%	42.53%	41.53%	41.53%	41.53%
其中：洗混煤及其他煤											
洗混煤及其他煤收入(万元)	100,432	100,907	79,026	65,342	46,055	16,900	44,594	31,345	64,977	60,199	63,209
洗混煤及其他煤成本(万元)	71,547	65,202	54,393	45,887	37,403	13,383	34,461	22,864	48,777	43,900	44,778
洗混煤及其他煤销量(万吨)	248	279	253	271	268	83	198	143	275	243	243
吨洗混煤及其他煤售价(元)	404	362	312	242	172	203	225	219	236	248	260
YOY		-11%	-14%	-23%	-29%	61%	31%	8%	5%	5%	5%
吨洗混煤及其他煤成本(元)	288	234	215	170	139	160	174	160	177	181	184
YOY		-19%	-8%	-21%	-18%	28%	25%	0%	2%	2%	2%
毛利率	29%	35%	31%	30%	19%	21%	23%	27%	25%	27%	29%
煤化工业务											
焦化收入(万元)	1,590,528	1,668,654	1,521,903	1,328,547	962,934	416,642	1,060,003	856,098	1,775,601	2,012,247	2,284,375
焦化成本(万元)	1,520,772	1,585,396	1,421,083	1,229,662	943,310	382,325	964,588	836,380	1,690,030	1,898,737	2,136,768
焦化毛利(万元)	69,756	83,258	100,820	98,884	19,624	34,316	95,415	19,718	85,572	113,511	147,607
毛利率	4.4%	5.0%	6.6%	7.4%	2.0%	8.2%	9.0%	2.3%	4.82%	5.64%	6.46%
其中：焦炭											
焦炭收入(万元)	1,102,538	1,130,164	955,424	766,432	597,788	260,939	731,748	575,904	1,184,742	1,303,216	1,433,538
焦炭成本(万元)	1,062,883	1,097,529	924,996	741,909	605,088	241,574	646,983	552,387	1,110,988	1,210,976	1,319,964
焦炭产量(万吨)	649	740	745	753	747	356	736	357	720	720	720
焦炭销量(万吨)	630	751	748	751	745	356	734	363	720	720	720
产销率	97%	101%	100%	100%	100%	100%	100%	102%	100%	100%	100%
焦炭售价(元/吨)	1,751	1,506	1,277	1,020	802	733	997	1,586	1,645	1,810	1,991
YOY		-14%	-15%	-20%	-21%	-16%	24%	116%	65%	10%	10%
吨焦炭成本(元)	1,688	1,462	1,237	988	812	679	882	1,521	1,543	1,682	1,833
YOY		-13%	-15%	-20%	-18%	-22%	9%	124%	75%	9%	9%
毛利率	3.60%	2.89%	3.18%	3.20%	-1.22%	7.42%	11.58%	4.08%	6.23%	7.08%	7.92%
其中：其他焦化产品											
其他焦化产品收入(万元)	487,990	538,490	566,479	562,115	365,145	155,702	328,255	280,193	590,859	709,031	850,837
YOY		10%	5%	-1%	-35%	-18%	-10%	80%	80%	20%	20%
其他焦化产品成本(万元)	457,899	487,866	496,087	487,754	338,221	140,752	317,605	283,993	579,042	687,760	816,804
毛利(万元)	30,091	50,624	70,392	74,361	26,924	14,951	10,650	-3,799	11,817	21,271	34,033
毛利率	6.2%	9.4%	12.4%	13.2%	7.4%	9.6%	3.2%	-1.4%	2.0%	3.0%	4.0%
贸易业务											
收入(万元)	25,458	42,056	7,555	3,996	880	41,928	45,871	10,676	21,352.62	20,000	20,000
成本(万元)	25,368	41,854	7,579	3,843	817	41,810	45,736	10,555	21,109.99	19,800	19,800
毛利(万元)	90	201	-24	154	63	119	135	121	243	200	200
毛利率	0.4%	0.5%	-0.3%	3.8%	7.1%	0.3%	0.3%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
内部抵销											
收入(万元)	228,810	285,497	227,088	207,353	168,276	81,447	199,393	158,066	316,132.24	300,000	300,000
成本(万元)	231,625	285,676	226,601	207,139	169,267	78,998	197,780	152,885	305,770.41	297,000	297,000
毛利(万元)	-2,815	-179	486	214	-991	2,449	1,613	5,181	10,362	3,000	3,000
毛利率	-1.2%	-0.1%	0.2%	0.1%	-0.6%	3.0%	0.8%	3.3%	3.3%	1.0%	1.0%
收入合计(万元)	1,949,854	1,904,663	1,703,966	1,425,683	1,038,423	479,751	1,168,836	902,032	1,880,816	2,183,301	2,477,981
YOY		-2%	-11%	-16%	-27%	-17%	13%	88%			
成本合计(万元)	1,700,446	1,676,510	1,502,556	1,253,038	977,909	420,822	994,877	809,997	1,650,048	1,893,987	2,144,325
毛利(万元)	249,408	228,153	201,410	172,645	60,514	58,928	173,959	92,035	230,769	289,313	333,657
毛利率	12.79%	11.98%	11.82%	12.11%	5.83%	12.28%	14.88%	10.20%	12.27%	13.25%	13.46%

来源：中泰证券研究所

图表 46: 公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	14,296	10,420	11,729	18,808	21,833	24,780
增长率	-16.77%	-27.1%	12.6%	60.4%	16.1%	13.5%
营业成本	-12,553	-9,795	-9,967	-16,500	-18,940	-21,443
%销售收入	87.8%	94.0%	85.0%	87.7%	86.7%	86.5%
毛利	1,743	624	1,762	2,308	2,893	3,337
%销售收入	12.2%	6.0%	15.0%	12.3%	13.3%	13.5%
营业税金及附加	-99	-86	-93	-226	-273	-322
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	-189	-171	-205	-282	-327	-372
%销售收入	1.3%	1.6%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-808	-584	-512	-489	-589	-694
%销售收入	5.7%	5.6%	4.4%	2.6%	2.7%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	647	-217	951	1,311	1,703	1,949
%销售收入	4.5%	-2.1%	8.1%	7.0%	7.8%	7.9%
财务费用	-407	-378	-329	-410	-402	-375
%销售收入	2.9%	3.6%	2.8%	2.2%	1.8%	1.5%
资产减值损失	-40	78	-52	-77	-17	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	36	47	100	100	100
%税前利润	15.7%	-7.5%	7.5%	10.8%	7.2%	6.0%
营业利润	236	-481	616	923	1,385	1,659
营业利润率	1.6%	-4.6%	5.3%	4.9%	6.3%	6.7%
营业外收支	-1	1	7	2	2	2
税前利润	235	-480	623	925	1,387	1,661
利润率	1.6%	-4.6%	5.3%	4.9%	6.4%	6.7%
所得税	-75	-53	-59	-296	-416	-498
所得税率	31.8%	-11.0%	9.4%	32.0%	30.0%	30.0%
净利润	160	-532	564	629	971	1,163
少数股东损益	61	-115	133	-46	166	199
归属于母公司的净利润	99	-417	432	676	804	964
净利率	0.7%	-4.0%	3.7%	3.6%	3.7%	3.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,747	2,925	1,542	5,642	4,367	4,956
应收款项	3,595	2,764	3,179	6,364	7,088	7,706
存货	1,107	1,051	1,819	1,582	1,816	2,056
其他流动资产	86	150	244	483	437	475
流动资产	7,535	6,889	6,784	14,072	13,708	15,192
%总资产	34.5%	33.9%	33.4%	52.5%	50.3%	51.5%
长期投资	480	584	606	630	630	630
固定资产	12,615	11,993	11,831	11,003	11,857	12,645
%总资产	57.8%	59.0%	58.2%	41.1%	43.5%	42.9%
无形资产	1,060	791	793	763	734	705
非流动资产	14,285	13,451	13,555	12,722	13,546	14,305
%总资产	65.5%	66.1%	66.6%	47.5%	49.7%	48.5%
资产总计	21,820	20,340	20,339	26,793	27,254	29,497
短期借款	2,253	3,806	3,254	4,883	4,787	5,723
应付款项	3,330	2,745	3,465	5,441	5,953	6,527
其他流动负债	-37	-206	309	637	710	781
流动负债	5,545	6,346	7,028	10,961	11,451	13,031
长期贷款	2,290	2,061	1,293	1,293	1,293	1,293
其他长期负债	5,079	3,763	3,180	3,180	2,180	1,680
负债	12,914	12,169	11,501	15,434	14,924	16,004
普通股股东权益	7,050	6,602	7,107	9,675	10,479	11,443
少数股东权益	1,855	1,568	1,730	1,684	1,851	2,050
负债股东权益合计	21,820	20,340	20,339	26,793	27,254	29,497

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.080	-0.338	0.350	0.425	0.507	0.607
每股净资产(元)	5.710	5.348	5.757	6.093	6.600	7.207
每股经营现金净流(元)	1.222	0.956	0.722	0.436	1.007	1.201
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.40%	-6.31%	6.07%	6.98%	7.68%	8.42%
总资产收益率	0.45%	-2.05%	2.12%	2.52%	2.95%	3.27%
投入资本收益率	2.88%	-1.69%	6.05%	6.25%	7.73%	8.31%
增长率						
营业总收入增长率	-16.77%	-27.12%	12.56%	60.36%	16.08%	13.50%
EBIT增长率	-19.80%	-133.54%	538.82%	37.77%	29.93%	14.42%
净利润增长率	-60.73%	-521.66%	203.55%	56.49%	19.06%	19.79%
总资产增长率	6.32%	-6.78%	-0.01%	31.74%	1.72%	8.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.6	58.0	47.7	50.0	45.0	40.0
存货周转天数	35.1	40.2	52.5	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	77.6	88.9	88.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	208.3	258.8	259.9	181.2	150.4	137.3
偿债能力						
净负债/股东权益	77.06%	81.08%	67.85%	31.03%	30.05%	26.32%
EBIT利息保障倍数	1.6	-0.6	2.9	3.2	4.2	5.2
资产负债率	59.19%	59.83%	56.55%	57.60%	54.76%	54.26%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。