

2018年10月30日

公司研究●证券研究报告

开滦股份 (600997.SH)

公司快报

受益焦炭价格上涨，业绩同比提升 202.7%

投资要点

- ◆ **盈利大幅增长：** 2018 年前三季度公司实现收入 154.50 亿元，同比增长 9.23%；实现归母净利 9.91 亿元，同比增长 202.71%；毛利率为 15.57%，同比提升 5.66 个百分点，净利润为 6.41%，同比提升 4.10 个百分点。实现 EPS0.62 元，其中三季度单季实现 0.26 元，为年内最高。
- ◆ **公司盈利大幅增长主要受益焦炭价格回升：** 公司前三季度煤、焦产销量小幅波动，共生产精煤 218.2 万吨，同比增长 6.93%，生产焦炭 517.6 万吨，同比下降 4.93%；精煤销售均价为 1158.78 元/吨，同比上涨 1.02%，焦炭销售价格为 1844 元/吨，同比上涨 10.99%，同时受油价上涨影响，甲醇、己二酸等化产品价格也分别同比上涨 17.14%和 12.07%。在原料——焦煤价格相对稳定的情况下，焦炭及其配套化产品价格上涨大幅提升公司盈利空间。
- ◆ **Q3 焦炭价格环比上升 16.01%，拉动业绩环比提升：** Q3 公司实现收入 54.33 亿元，环比上升 5.02%，实现归属股东净利 4.09 亿元，环比上升 24.75%，公司已经连续 5 个季度净利润保持环比 20%以上的增速。Q3 公司毛利率为 17.02%，环比提升 1.8 个百分点；净利润率为 7.5%，环比提升 1.2 个百分点。Q3 盈利增长的主要来自焦炭价格上涨，公司焦炭单季度销售均价为 1978 元/吨，环比上涨 16.01%，纯苯价格环比上涨 11.81%，销量环比回升 36.11%，也为业绩增长做出贡献。
- ◆ **环保对焦化行业供应结构的影响远未结束，政策转向差异化有利于大型企业：** 焦炭行业的供给格局和环保调控政策均存在较大改进空间，供给调整远未结束。行业格局方面，行业产能长期过剩，炭化炉的高度在 4.3 米及以下的落后产能占比约为 40%，存在较大改善空间；调控政策方向上，一刀切限产的调控方式只是权益之计，难以根本解决污染排放，未来必将通过提升行业装备与技术水平，采用大型高炉、干熄焦、捣固等技术以及强制落后产能退出等政策，才能从源头和根本上减少污染排放；一刀切方式限产、全行业部分优劣普惠的混沌阶段已经结束，随着减排达标企业数量达到一定规模，环保政策的精细化和差异化的可操作性加大，有助于优胜劣汰。公司焦炭产能 720 万吨，权益产能 458 万吨，是规模较大的煤焦一体企业，环保排放达标，未来将有望更充分的享受供给改革红利。
- ◆ **投资建议：** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.86、0.99 和 1.03 元。净资产收益率分别为 13.6%、14.3%和 13.5%，给予增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：** 经济增长不及预期；环保政策执行力度不及预期。

煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级

增持-A(首次)

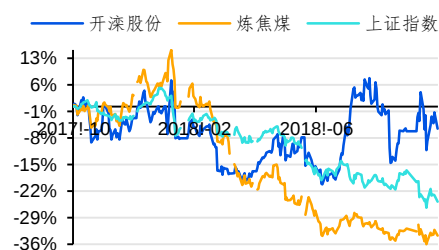
股价(2018-10-29)

5.85 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,288.63
流通市值 (百万元)	7,222.64
总股本 (百万股)	1,587.80
流通股本 (百万股)	1,234.64
12 个月价格区间	4.82/6.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.59	16.37	14.33
绝对收益	0.69	4.84	-11.27

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.com

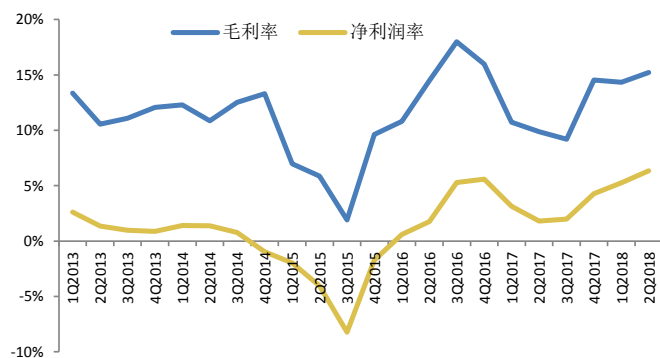
相关报告

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	11,728.8	18,561.6	21,333.1	22,230.8	22,229.1
同比增长(%)	12.6%	58.3%	14.9%	4.2%	0.0%
营业利润(百万元)	616.4	839.2	2,137.5	2,479.8	2,566.8
同比增长(%)	-228.1%	36.1%	154.7%	16.0%	3.5%
净利润(百万元)	431.7	516.5	1,359.1	1,575.8	1,628.2
同比增长(%)	-203.5%	19.6%	163.1%	15.9%	3.3%
每股收益(元)	0.27	0.33	0.86	0.99	1.03
PE	21.8	18.3	6.9	6.0	5.8
PB	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8

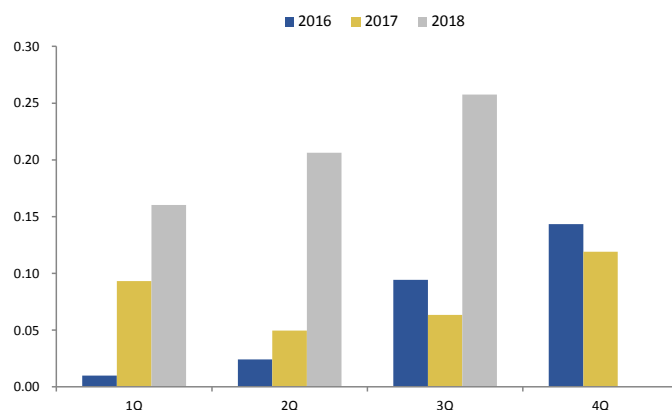
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2018 年 Q3 公司分季度毛利率和利润率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2018 年 Q3 单季度 EPS 单位: 元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 1: 公司主要产品销量与价格

单位: 万吨、元/吨

销量	1-3Q2017	1-3Q2018	YoY	1Q2018	2Q2018	3Q2018	QoQ
洗精煤	124.89	141.08	12.96%	50	48.94	42.14	-13.89%
冶金焦	553.9	526.44	-4.96%	154.59	190.86	180.99	-5.17%
甲醇	11.7	10.78	-7.86%	2.25	4.79	3.74	-21.92%
纯苯	5.11	5.09	-0.39%	2.54	1.08	1.47	36.11%
己二酸	11.63	10.79	-7.22%	3.6	3.2	3.99	24.69%
聚甲醛	-	1.99	-	-	1.5	0.49	-67.33%
价格	1-3Q2017	1-3Q2018	YoY	1Q2018	2Q2018	3Q2018	QoQ
洗精煤	1147	1159	1.02%	1148	1160	1170	0.81%
冶金焦	1661	1844	10.99%	1857	1705	1978	16.01%
甲醇	2018	2363	17.14%	2334	2338	2416	3.37%
纯苯	5439	5351	-1.61%	5454	4911	5491	11.81%
己二酸	8091	9068	12.07%	9974	8636	8585	-0.59%
聚甲醛	-	12474	1.02%	-	12423	12568	1.17%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 注: 吨煤成本为累计数据

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,728.8	18,561.6	21,333.1	22,230.8	22,229.1
减:营业成本	9,966.7	16,517.8	17,791.9	18,337.0	18,337.4
营业税费	92.9	195.8	241.1	271.2	252.3
销售费用	205.4	254.9	279.5	300.1	298.9
管理费用	512.2	472.7	631.5	691.4	680.2
财务费用	329.4	354.9	269.0	181.7	123.1
资产减值损失	52.2	12.9	32.5	22.7	27.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	46.5	79.6	49.8	53.0	57.2
营业利润	616.4	839.2	2,137.5	2,479.8	2,566.8
加:营业外净收支	6.6	-24.7	-5.5	-7.9	-12.7
利润总额	623.0	814.5	2,131.9	2,471.9	2,554.1
减:所得税	58.7	240.0	533.0	618.0	638.5
净利润	431.7	516.5	1,359.1	1,575.8	1,628.2

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,541.6	3,074.7	4,266.6	4,446.2	6,956.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,586.6	2,001.6	1,790.9	2,907.9	1,407.9
应收票据	1,592.2	2,578.7	1,806.5	3,187.8	1,664.9
预付帐款	90.9	144.2	93.0	173.9	83.6
存货	1,819.1	1,149.6	1,914.6	1,996.5	1,458.5
其他流动资产	153.1	127.5	120.2	133.6	127.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	589.0	645.9	645.9	645.9	645.9
投资性房地产	16.5	16.1	16.1	16.1	16.1
固定资产	9,849.9	10,394.7	9,777.0	9,159.3	8,541.6
在建工程	1,980.7	1,218.1	1,263.1	1,323.1	1,389.1
无形资产	782.8	826.7	806.5	786.3	766.1
其他非流动资产	336.1	323.1	251.0	303.4	292.5
资产总额	20,338.6	22,500.7	22,751.3	25,080.0	23,349.6
短期债务	1,754.7	2,048.1	958.6	382.2	-
应付帐款	2,654.8	3,053.4	2,729.6	4,438.6	2,026.1
应付票据	584.5	836.0	811.4	890.9	768.2
其他流动负债	2,033.7	1,166.8	1,815.3	1,740.4	1,547.1
长期借款	1,293.3	948.4	948.4	948.4	948.4
其他非流动负债	3,261.2	3,357.4	3,475.5	3,364.7	3,399.2
负债总额	11,582.1	11,410.1	10,738.8	11,765.1	8,689.0
少数股东权益	1,730.5	1,788.8	2,028.7	2,306.8	2,594.1
股本	1,234.6	1,587.8	1,587.8	1,587.8	1,587.8
留存收益	5,614.8	7,512.6	8,396.1	9,420.3	10,478.7
股东权益	8,756.5	11,090.6	12,012.5	13,314.9	14,660.6

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	564.3	574.5	1,359.1	1,575.8	1,628.2
加:折旧和摊销	525.3	654.4	637.9	637.9	637.9
资产减值准备	47.7	-0.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	327.6	349.6	269.0	181.7	123.1
投资损失	-46.5	-79.6	-49.8	-53.0	-57.2
少数股东损益	132.6	58.0	239.8	278.1	287.3
营运资金的变动	-191.5	465.1	-375.9	-712.0	1,080.8
经营活动产生现金流量	891.1	1,785.1	2,080.1	1,908.4	3,700.1
投资活动产生现金流量	-100.4	-382.4	4.8	-7.0	-8.8
融资活动产生现金流量	-2,226.2	200.8	-892.9	-1,721.9	-1,181.1

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	12.6%	58.3%	14.9%	4.2%	0.0%
营业利润增长率	-228.1	36.1%	154.7%	16.0%	3.5%
净利润增长率	-203.5	19.6%	163.1%	15.9%	3.3%
EBITDA 增长率	115.6%	25.2%	65.3%	8.4%	0.9%
EBIT 增长率	-1018.4	25.5%	102.7%	10.6%	1.1%
NOPLAT 增长率	-849.7	-1.7%	114.3%	10.6%	1.1%
投资资本增长率	-1.6%	-2.0%	-1.0%	0.6%	-11.7%
净资产增长率	7.8%	26.7%	8.3%	10.8%	10.1%
盈利能力					
毛利率	15.0%	11.0%	16.6%	17.5%	17.5%
营业利润率	5.3%	4.5%	10.0%	11.2%	11.5%
净利润率	3.7%	2.8%	6.4%	7.1%	7.3%
EBITDA/营业收入	12.5%	9.9%	14.3%	14.8%	15.0%
EBIT/营业收入	8.1%	6.4%	11.3%	12.0%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	50.7%	47.2%	46.9%	37.2%
负债权益比	132.3%	102.9%	89.4%	88.4%	59.3%
流动比率	0.97	1.28	1.58	1.72	2.69
速动比率	0.71	1.12	1.28	1.46	2.36
利息保障倍数	2.87	3.34	8.95	14.65	21.86
营运能力					
固定资产周转天数	256	196	170	153	143
流动营业资本周转天数	44	29	28	35	32
流动资产周转天数	210	154	161	185	199
应收帐款周转天数	47	35	32	38	35
存货周转天数	44	29	26	32	28
总资产周转天数	624	415	382	387	392
投资资本周转天数	446	277	237	227	214
费用率					
销售费用率	1.8%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%
管理费用率	4.4%	2.5%	3.0%	3.1%	3.1%
财务费用率	2.8%	1.9%	1.3%	0.8%	0.6%
三费/营业收入	8.9%	5.8%	5.5%	5.3%	5.0%
投资回报率					
ROE	6.1%	5.6%	13.6%	14.3%	13.5%
ROA	2.8%	2.6%	7.0%	7.4%	8.2%
ROIC	5.8%	5.8%	12.8%	14.3%	14.3%
分红指标					
DPS(元)	0.08	0.12	0.30	0.35	0.36
分红比率	28.6%	36.9%	35.0%	35.0%	35.0%
股息收益率	1.3%	2.0%	5.0%	5.8%	6.0%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.27	0.33	0.86	0.99	1.03
BVPS(元)	4.43	5.86	6.29	6.93	7.60
PE(X)	21.8	18.3	6.9	6.0	5.8
PB(X)	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8
P/FCF	-7.0	-31.7	6.1	18.7	3.4
P/S	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.0	7.7	4.4	3.8	2.9
CAGR(%)	48.7%	49.4%	-244.3	48.7%	49.4%
PEG	0.4	0.4	-0.0	0.1	0.1
ROIC/WACC	0.6	0.6	1.3	1.5	1.5

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn