

2019年03月30日

公司研究●证券研究报告

开滦股份 (600997.SH)

公司快报

煤、焦、化三轮驱动业绩增长

投资要点

- ◆ **2018年公司盈利大幅增长**：2018年公司实现收入 204.60 亿元，同比增长 10.23%；实现归母净利 13.63 亿元，同比增长 163.92%；毛利率为 16.42%，同比提升 5.4 个百分点，净利率为 6.66%，同比提升 3.88 个百分点。EPS 为 0.86 元，与我们的预期一致。利润分配方案为每 10 股派现金 2.6 元，分红率为 30.23%，按照报告日收盘价计算股息率为 3.90%。
- ◆ **煤炭吨煤毛利提升 65.97%，煤炭板块盈利提升 96.12%**：2018 年公司煤炭业务盈利大幅提升，煤炭板块实现收入 411.43 亿元，同比增长 6.97%，实现利润 5.95 亿元，同比增长 96.12%，盈利增长主要来自毛利率提升，2018 年煤炭板块毛利率为 39.18%，同比提升 11 个百分点。2018 年公司折合到原煤后的煤炭销售均价和吨煤毛利分别为 572.64 元和 224.34 元，同比分别上升 20.59% 和 65.97%。
- ◆ **焦化板块盈利同比提升 408.32%**：2018 年公司的焦化板块实现收入 197.13 亿元，同比增长 11.61%，毛利率为 8.62%，同比提升 3.6 个百分点，实现利润总额为 1.69 亿元，同比增长 408.32%。尽管公司焦炭及化工产品受到环保政策的影响产能利用率同比略有下降，但价格的上涨和成本的相对稳定提升了整体盈利水平，其中焦炭销售均价 1821 元/吨，同比上升 11.77%，吨焦毛利 215 元，同比上升 74.74%，焦炭板块实现收入和毛利分别为 124.59 亿元和 14.68 亿元，同比分别增长 7.78% 和 68.50%；化工产品板块实现收入 72.54 亿元，同比增长 18.86%，实现毛利 2.31 亿元，同比增长 911.12%。
- ◆ **4 季度公司销量下滑带来利润环比下降**：2018 年 4 季度公司实现收入 50.10 亿元，环比下降 7.78%。实现归母净利 3.72 亿元，环比下降 8.99%，毛利率为 19.05%，环比提升 2 个百分点；净利率为 7.43%，环比下降 0.1 个百分点，单季度 EPS 为 0.23 元。收入环比下滑的原因是公司 4 季度的精煤、焦炭价格环比分别下滑 10.49% 和 12.90%，化工产品量、价也各有不同程度的下滑。
- ◆ **2019 年会计估计变更预计减少 EPS0.04 元**。公司拟自 2019 年 4 月 1 日起缩短煤化工机器设备的折旧年限，预计每年计提折旧增加额约 12950 万元，影响 2019 年计提折旧增加额约 9712 万元，每年减少归属于母公司股东净利润 9132 万元，预计减少 2019 年归母净利 6849 万元，折合 EPS0.04 元。
- ◆ **长期来看环保对焦化行业供应结构的优化过程仍未结束，但短期公司业绩面临回落压力**：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，供给结构优化远未结束。焦炭行业炭化炉的高度在 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“一刀切”的限产方式难以从根本解决污染排放，未来随着环保政策的精细化和差异化，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，从源头和根本上减少污染排放，有助于公司这样的大型且环保达标的企业。但短期来看，2019 年 1 季度焦煤价格平稳，唐山地区焦炭季度均价 2012 元/吨，环比 2018 年 4 季度下跌 15.35%，较

煤炭 | 炼焦煤 III

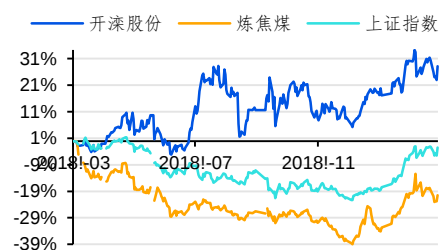
投资评级 中性-A(下调)

股价(2019-03-29) 6.67 元

交易数据

总市值(百万元)	10,590.63
流通市值(百万元)	8,235.05
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	4.82/7.21 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.23	-6.3	33.08
绝对收益	-0.6	17.64	30.87

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

开滦股份：受益焦炭价格上涨，业绩同比提升 202.7% 2018-10-30

上年全年均价下跌 7.60%，这意味着焦炭板块 1 季度面临较大的环比下滑风险，我们测算公司 2019 年业绩同比持平，环比下滑 30%左右。

◆ **投资建议：**我们根据最新焦煤、焦炭价格及未来预期、公司的会计估计变更调整了公司的盈利预测，调整后 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.64、0.81 和 0.82 元。净资产收益率分别为 9.3%、10.9%和 10.1%，我们仍看好焦炭行业长期供给格局的优化和公司的行业地位，但考虑到短期业绩下滑风险，我们下调公司投资评级至中性-A 评级。

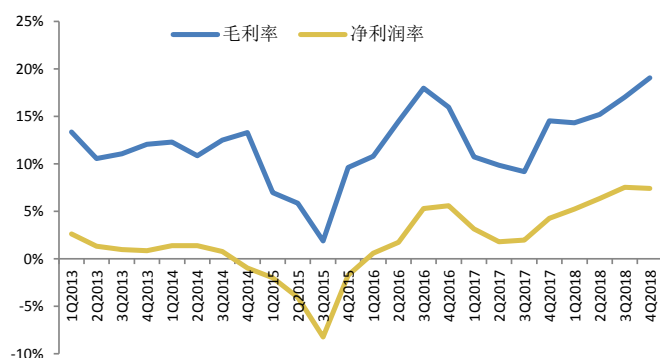
◆ **风险提示：**经济增长不及预期；环保政策不确定性、重大安全事故。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	18,561.6	20,460.0	20,951.5	21,132.1	21,355.3
同比增长(%)	58.3%	10.2%	2.4%	0.9%	1.1%
营业利润(百万元)	839.2	2,074.7	1,522.2	1,925.3	1,934.4
同比增长(%)	36.1%	147.2%	-26.6%	26.5%	0.5%
净利润(百万元)	516.5	1,363.2	1,023.1	1,291.7	1,297.7
同比增长(%)	19.6%	163.9%	-25.0%	26.3%	0.5%
每股收益(元)	0.33	0.86	0.64	0.81	0.82
PE	20.5	7.8	10.4	8.2	8.2
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

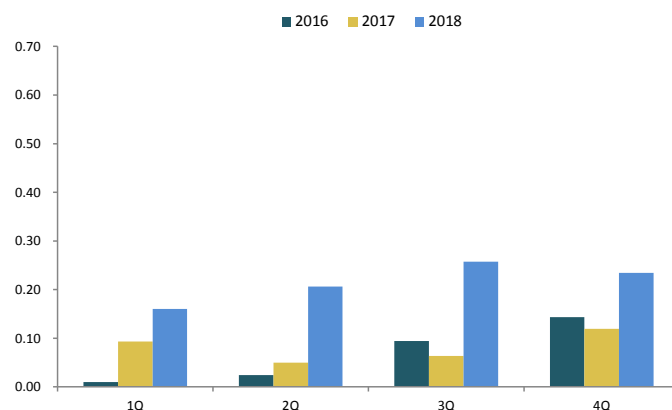
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2018 年公司分季度毛利率和净利润率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2018 年单季度 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	2017	2018	YoY	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
洗精煤	173.81	178.8	2.87%	50	48.94	42.14	37.72	-10.49%
冶金焦	656.61	684.08	4.18%	154.59	190.86	180.99	157.64	-12.90%
甲醇	13.75	15.31	11.35%	2.25	4.79	3.74	4.53	21.12%
纯苯	6.78	6.29	-7.23%	2.54	1.08	1.47	1.2	-18.37%
己二酸	15.03	14.12	-6.05%	3.6	3.2	3.99	3.33	-16.54%
聚甲醛		3.04	-		1.5	0.49	1.05	114.29%
价格	1-3Q2017	1-3Q2018	YoY	1Q2018	2Q2018	3Q2018	QoQ	
洗精煤	1145	1170	2.15%	1160	1170	1211	1160	3.51%
冶金焦	1760	1895	7.63%	1705	1978	2066	1705	4.45%
甲醇	2068	2390	15.58%	2338	2416	2448	2338	1.29%
纯苯	5398	5297	-1.86%	4911	5491	5084	4911	-7.40%
己二酸	8309	8733	5.11%	8636	8585	7659	8636	-10.79%
聚甲醛	-	11666	-	12423	12568	10109	12423	-19.56%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,561.6	20,460.0	20,951.5	21,132.1	21,355.3	年增长率					
减:营业成本	16,517.8	17,099.8	18,192.0	17,870.7	18,207.2	营业收入增长率	58.3%	10.2%	2.4%	0.9%	1.1%
营业税费	195.8	244.4	236.8	300.1	266.5	营业利润增长率	36.1%	147.2%	-26.6%	26.5%	0.5%
销售费用	254.9	274.8	274.5	291.6	256.3	净利润增长率	19.6%	163.9%	-25.0%	26.3%	0.5%
管理费用	472.7	474.6	452.6	486.0	461.3	EBITDA 增长率	25.2%	67.6%	-14.4%	14.7%	-0.4%
财务费用	354.9	308.0	308.0	292.9	270.7	EBIT 增长率	25.5%	102.2%	-23.8%	21.2%	-0.6%
资产减值损失	12.9	33.7	23.3	28.5	25.9	NOPLAT 增长率	-1.7%	123.8%	-22.3%	21.2%	-0.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.0%	-4.4%	3.5%	-10.0%	-3.8%
投资和汇兑收益	79.6	68.1	57.6	62.9	67.0	净资产增长率	26.7%	13.2%	5.2%	8.6%	7.9%
营业利润	839.2	2,074.7	1,522.2	1,925.3	1,934.4	盈利能力					
加:营业外净收支	-24.7	-34.8	-17.6	-25.7	-26.0	毛利率	11.0%	16.4%	13.2%	15.4%	14.7%
利润总额	814.5	2,039.9	1,504.5	1,899.6	1,908.4	营业利润率	4.5%	10.1%	7.3%	9.1%	9.1%
减:所得税	240.0	425.9	300.9	379.9	381.7	净利润率	2.8%	6.7%	4.9%	6.1%	6.1%
净利润	516.5	1,363.2	1,023.1	1,291.7	1,297.7	EBITDA/营业收入	9.9%	15.1%	12.6%	14.3%	14.1%
						EBIT/营业收入	6.4%	11.7%	8.7%	10.5%	10.3%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	50.7%	49.5%	43.7%	45.4%	41.5%
货币资金	3,074.7	5,152.0	4,554.7	7,499.8	9,069.4	负债权益比	102.9%	97.9%	77.7%	83.2%	71.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.28	1.15	1.36	1.58	1.82
应收帐款	2,001.6	2,073.3	1,651.4	2,365.5	1,670.9	速动比率	1.12	1.01	1.12	1.45	1.60
应收票据	2,578.7	2,218.6	2,088.1	2,594.3	2,115.3	利息保障倍数	3.34	7.79	5.94	7.57	8.15
预付帐款	144.2	152.6	89.9	177.7	99.5	营运能力					
存货	1,149.6	1,319.5	1,813.5	1,143.1	1,782.5	固定资产周转天数	196	183	172	157	142
其他流动资产	127.5	160.7	147.1	145.1	151.0	流动营业资本周转天数	29	16	16	21	18
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	154	177	184	207	243
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	35	36	32	34	34
长期股权投资	645.9	1,061.5	1,061.5	1,061.5	1,061.5	存货周转天数	29	22	27	25	25
投资性房地产	16.1	15.7	15.7	15.7	15.7	总资产周转天数	415	416	415	423	444
固定资产	10,394.7	10,420.1	9,632.7	8,845.2	8,057.7	投资资本周转天数	277	243	236	226	208
在建工程	1,218.1	1,309.6	1,354.6	1,414.6	1,480.6	费用率					
无形资产	826.7	801.9	776.7	751.5	726.4	销售费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.2%
其他非流动资产	323.1	149.1	269.5	247.2	221.9	管理费用率	2.5%	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%
资产总额	22,500.7	24,834.6	23,455.4	26,261.2	26,452.3	财务费用率	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
短期债务	2,048.1	2,061.7	2,000.0	2,000.0	2,000.0	三费/营业收入	5.8%	5.2%	4.9%	5.1%	4.6%
应付帐款	3,053.4	3,484.7	2,338.5	3,941.7	2,441.7	投资回报率					
应付票据	836.0	469.4	1,120.9	366.8	1,132.3	ROE	5.6%	13.0%	9.3%	10.9%	10.1%
其他流动负债	1,166.8	3,623.4	2,138.2	2,479.3	2,594.3	ROA	2.6%	6.5%	5.1%	5.8%	5.8%
长期借款	948.4	764.9	764.9	764.9	764.9	ROIC	5.8%	13.3%	10.8%	12.7%	14.0%
其他非流动负债	3,357.4	1,880.6	1,893.9	2,377.3	2,050.6	分红指标					
负债总额	11,410.1	12,284.6	10,256.4	11,930.0	10,983.8	DPS(元)	0.12	0.26	0.19	0.24	0.25
少数股东权益	1,788.8	2,029.1	2,209.7	2,437.6	2,666.7	分红比率	36.9%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,587.8	1,587.8	1,587.8	1,587.8	1,587.8	股息收益率	1.8%	3.9%	2.9%	3.7%	3.7%
留存收益	7,512.6	8,685.3	9,401.5	10,305.7	11,214.1						
股东权益	11,090.6	12,550.0	13,199.0	14,331.1	15,468.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	574.5	1,614.0	1,023.1	1,291.7	1,297.7	EPS(元)	0.33	0.86	0.64	0.81	0.82
加:折旧和摊销	654.4	684.8	812.6	812.6	812.6	BVPS(元)	5.86	6.63	6.92	7.49	8.06
资产减值准备	-0.4	21.2	-	-	-	PE(X)	20.5	7.8	10.4	8.2	8.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
财务费用	349.6	340.3	308.0	292.9	270.7	P/FCF	-35.5	5.9	-103.0	3.4	6.2
投资损失	-79.6	-68.1	-57.6	-62.9	-67.0	P/S	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
少数股东损益	58.0	250.8	180.5	228.0	229.0	EV/EBITDA	8.4	4.4	5.1	3.7	3.3
营运资金的变动	465.1	1,702.6	-1,364.7	667.5	-248.4	CAGR(%)	38.3%	-1.8%	28.7%	38.3%	-1.8%
经营活动产生现金流量	1,785.1	3,319.7	902.0	3,229.8	2,294.6	PEG	0.5	-4.2	0.4	0.2	-4.4
投资活动产生现金流量	-382.4	-1,082.2	12.6	2.9	1.0	ROIC/WACC	0.6	1.3	1.1	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	200.8	-212.4	-1,511.8	-287.6	-726.0						

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