

2020年04月09日

开滦股份 (600997.SH)

公司快报

煤化工板块价格下跌拖累业绩

投资要点

◆ **2019 年归母净利润同比降 15.67%:** 2019 年公司实现收入 200.72 亿元, 同比下降 1.9%, 实现归母净利 11.50 亿元, 同比下降 15.67%; 毛利率为 15.18%, 同比下降 1.24 个百分点, 净利率为 5.73%, 同比下降 0.94 个百分点。EPS 为 0.72 元, 分配方案为每 10 股派发现金股利 2.20 元 (含税), 按报告日股价计算, 股息率为 4.6%。

◆ **2019 年煤化工板块价格下跌拖累业绩:** 2019 年合并抵消前煤化工业务收入和利润分别同比下降 2.6% 和 40.38%, 煤化工贡献利润的比重为 31.54%, 较上年下降 10.5 个百分点; 煤化工盈利的下降主要受到甲醇、纯苯、己二酸和聚甲醛等化产品价格回落, 年度降幅约为 20% 左右。公司煤炭板块基本稳定, 量减价增, 收入同比增 3.75%, 利润下降 8.03%, 对公司利润总额的贡献比重为 66.18%。

◆ **Q4 产品价格下降及固定资产减值准备计提导致净利环比下降 52.13%:** Q4 公司煤焦化产品价格环比下降, 同时子公司承德中滦焦化项目一期两座 4.3 米焦炉生产线于 2019 年 10 月 31 日关停, 焦炭产能由 170 万吨降至 110 万吨, 2019 年计提固定资产减值准备 1.13 亿元, 导致公司 Q4 净利环比降幅较大。该产线固定资产净值为 1.81 亿元, 未来的计提仍可能对公司盈利造成冲击。

◆ **2020 年煤焦价格同比继续回落, 上半年业绩承压:** 2019 年 Q1 焦煤市场价格同比、环比分别下降 4.35% 和 0.93%, 以 4 月初价格作为 Q2 均价, 则同比、环比分别下降 6.29% 和 1.69%; Q1 焦炭价格同比下降 9.91%、环比上升 1.41%; 以 2020 年 4 月初价格作为 Q2 均价计算, 则同比、环比分别下降 17.8% 和 9.55%。加之受到油价回落的影响, 年初以来化产品价格较 2019 年均价下跌 7% 左右, 预计公司上半年业绩仍将承压。

◆ **疫情影响下落后焦炉的淘汰进度可能放缓:** 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%, 主要分布在山西, 环保压力下落后产能淘汰行业供给面存在潜在改善可能, 这将有利于行业供给格局优化, 特别对于东部已经完成落后产能淘汰的省份和当地环保达标的大型焦炭企业形成结构性利好。但受新冠疫情影响, 在经济和就业压力下, 2020 年焦化行业的去产能政策执行力度和进度可能减弱或放缓, 供给面的改善预期存在较大不确定性。

◆ **投资建议:** 2020 年公司计划生产原煤 810 万吨, 自产精煤 275 万吨, 生产焦炭 633 万吨, 对外销售自产精煤 141 万吨, 预计单位销售成本为 627.28 元/吨。我们根据最新焦煤、焦炭价格及未来预期调整了公司的盈利预测, 调整后 2020 年至 2021 年每股收益分别为 0.57、0.63 和 0.62 元, 净资产收益率分别为 7.0%、7.3% 和 6.8%, 维持对公司中性-A 的投资评级。

◆ **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。

煤炭 | 炼焦煤 III

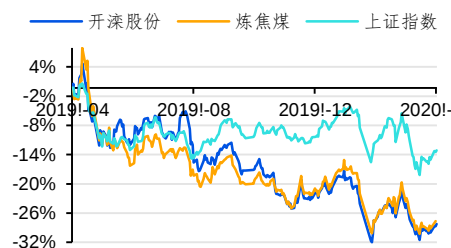
投资评级 中性-A(维持)

股价(2020-04-09) 4.80 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,621.44
流通市值 (百万元)	7,621.44
总股本 (百万股)	1,587.80
流通股本 (百万股)	1,587.80
12 个月价格区间	4.46/7.36 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.55	-3.74	-17.12
绝对收益	-5.33	-11.6	-30.03

分析师

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

相关报告

开滦股份: 煤、焦、化三轮驱动业绩增长
2019-03-30

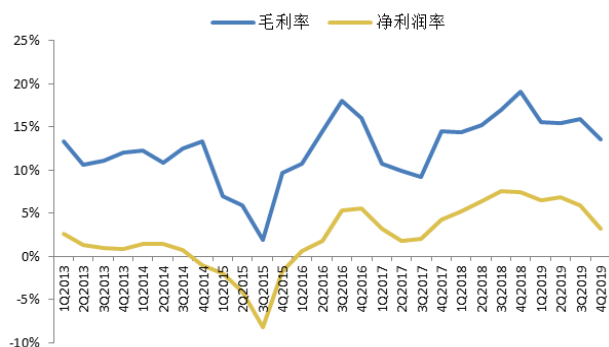
开滦股份: 受益焦炭价格上涨, 业绩同比提升 202.7%
2018-10-30

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,460	20,072	18,898	19,281	19,747
YoY(%)	10.2	-1.9	-5.8	2.0	2.4
净利润(百万元)	1,363	1,150	904	998	986
YoY(%)	163.9	-15.7	-21.4	10.4	-1.2
毛利率(%)	16.4	15.2	13.3	13.7	13.3
EPS(摊薄/元)	0.86	0.72	0.57	0.63	0.62
ROE(%)	12.9	9.5	7.0	7.3	6.8
P/E(倍)	5.6	6.6	8.4	7.6	7.7
P/B(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
净利率(%)	6.7	5.7	4.8	5.2	5.0

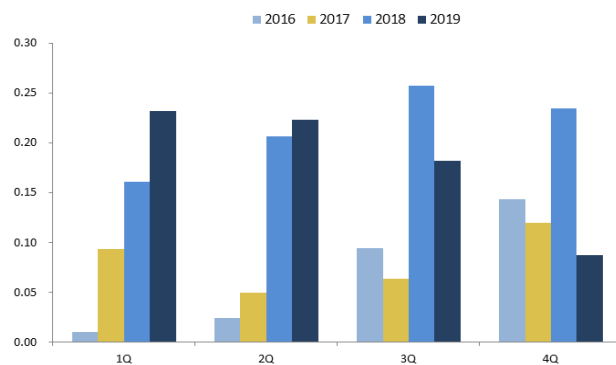
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2019 年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 2：2016-2019 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	2018	2019	YoY	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	QoQ
洗精煤	178.8	171.24	-4.23%	50.20	37.32	40.82	42.90	5.10%
冶金焦	684.08	704.06	2.92%	194.47	184.18	170.10	155.31	-8.69%
甲醇	15.31	13.61	-11.10%	4.19	5.02	3.60	0.80	-77.78%
纯苯	6.29	7.29	15.90%	1.08	2.02	2.28	1.91	-16.23%
己二酸	14.12	15.61	10.55%	3.85	4.06	3.51	4.19	19.37%
聚甲醛	3.04	3.91	28.62%	1.13	0.60	1.09	1.09	0.00%
价格	2018	2019	YoY	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	QoQ
洗精煤	1170	1216	3.93%	1208	1229	1223	1208	-1.23%
冶金焦	1895	1869	-1.37%	1949	1905	1862	1734	-6.87%
甲醇	2390	1862	-22.09%	1919	1907	1726	1901	10.14%
纯苯	5297	4069	-23.18%	3770	3559	4336	4456	2.77%
己二酸	8733	7111	-18.57%	7102	7138	7297	6938	-4.92%
聚甲醛	11666	9303	-20.26%	9842	9419	9017	8926	-1.01%

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

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11077	10968	11203	12196	13166	营业收入	20460	20072	18898	19281	19747
现金	5152	5667	5846	6700	7541	营业成本	17100	17024	16393	16630	17129
应收票据及应收账款	4292	3948	3810	4106	4001	营业税金及附加	244	205	197	201	205
预付账款	153	70	140	74	145	营业费用	275	259	242	231	237
存货	1320	1083	1230	1117	1301	管理费用	475	522	482	463	474
其他流动资产	161	200	177	201	178	研发费用	29	80	76	77	79
非流动资产	13758	13514	12265	11916	11577	财务费用	308	308	301	269	228
长期投资	1061	1090	1159	1234	1307	资产减值损失	34	-126	-70	0	0
固定资产	10420	10112	9337	9196	8982	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	802	813	744	719	694	投资净收益	68	92	69	74	73
其他非流动资产	1474	1499	1024	766	594	营业利润	2075	1644	1346	1484	1467
资产总计	24835	24483	23467	24112	24743	营业外收入	2	2	5	2	3
流动负债	9639	8576	6950	7079	7224	营业外支出	37	23	40	40	40
短期借款	2062	2009	2009	2009	2009	利润总额	2040	1623	1311	1447	1430
应付票据及应付账款	3954	3684	3671	3790	3895	所得税	426	343	295	326	322
其他流动负债	3623	2883	1270	1280	1320	税后利润	1614	1280	1016	1121	1108
非流动负债	2645	2428	2023	1608	1184	少数股东损益	251	130	112	123	122
长期借款	2265	2223	1819	1404	979	归属母公司净利润	1363	1150	904	998	986
其他非流动负债	381	204	204	204	204	EBITDA	2845	2531	2007	2121	2086
负债合计	12285	11004	8973	8687	8407	主要财务比率					
少数股东权益	2029	2155	2267	2390	2512	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1588	1588	1588	1588	1588	成长能力					
资本公积	2567	2567	2567	2567	2567	营业收入(%)	10.2	-1.9	-5.8	2.0	2.4
留存收益	6119	6855	7566	8351	9127	营业利润(%)	147.2	-20.8	-18.1	10.3	-1.1
归属母公司股东权益	10521	11324	12228	13035	13823	归属于母公司净利润(%)	163.9	-15.7	-21.4	10.4	-1.2
负债和股东权益	24835	24483	23467	24112	24743	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	16.4	15.2	13.3	13.7	13.3
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	6.7	5.7	4.8	5.2	5.0
经营活动现金流	3320	2609	1835	1950	1954	ROE(%)	12.9	9.5	7.0	7.3	6.8
净利润	1614	1280	1016	1121	1108	ROIC(%)	10.0	7.6	6.4	6.7	6.2
折旧摊销	685	809	641	656	685	偿债能力					
财务费用	308	308	301	269	228	资产负债率(%)	49.5	44.9	38.2	36.0	34.0
投资损失	-68	-92	-69	-74	-73	流动比率	1.1	1.3	1.6	1.7	1.8
营运资金变动	748	184	-54	-21	7	速动比率	1.0	1.1	1.4	1.5	1.6
其他经营现金流	33	120	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-1082	-635	678	-232	-272	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	-212	-1464	-2334	-865	-841	应收账款周转率	4.6	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元)						应付账款周转率	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.72	0.57	0.63	0.62	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	2.09	1.64	1.16	1.23	1.23	P/E	5.6	6.6	8.4	7.6	7.7
每股净资产(最新摊薄)	6.63	7.13	7.70	8.21	8.71	P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
						EV/EBITDA	3.9	4.2	4.2	3.4	2.9

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn