

评级：增持(维持)

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,460	20,072	17,960	18,647	19,362
增长率 yoy%	10.23%	-1.90%	-10.52%	3.83%	3.84%
净利润	1,363	1,150	1,021	1,209	1,410
增长率 yoy%	163.92%	-15.67%	-11.19%	18.42%	16.59%
每股收益(元)	0.86	0.72	0.64	0.76	0.89
每股现金流量	2.09	1.64	1.40	1.46	1.70
净资产收益率	12.96%	10.15%	9.11%	10.55%	12.01%
P/E	6.13	7.26	8.18	6.91	5.92
PEG	-1.17	0.93	0.31	-1.32	0.76
P/B	0.79	0.74	0.74	0.73	0.71

备注：股价为8月31日收盘价

投资要点

■ 公司披露 2020 年半年报，主要财务数据如下：

上半年，公司实现营业收入 90.35 亿元 (-16.88%)，归属于上市公司股东净利润 5.56 亿元 (-23.05%)，扣非后为 5.54 亿元 (-23.08%)，经营活动产生的现金流量净额为 5.74 亿元 (-48.22%)；基本 EPS 为 0.35 元/股 (-23.91%)，加权平均 ROE 为 4.83% (同比减少 1.88 个百分点)。

二季度：公司实现营业收入 43.87 亿元，同比下降 15.10%，环比下降 5.61%，归属于上市公司股东净利润 2.32 亿元，同比下降 34.58%，环比下降 28.56%，扣非后为 2.31 亿元，同比下降 34.77%，环比下降 28.48%。

■ 煤炭板块：成本端控制得益，板块毛利率水平同比上升 4.4 个百分点

报告期内，煤炭销售总收入为 20.19 亿元 (-4.44%)，销售总成本为 10.89 亿元 (-11.56%)，实现毛利 9.3 亿元 (+5.5%)，毛利率 46.04% (同比提升 4.4 个百分点)。其中，洗精煤销售收入为 18.7 亿元 (-5.36%)，占总销售收入的 92.61%，洗精煤成本为 9.54 亿元 (-12.95%)，占总销售成本的 88%。上半年，公司生产原煤 391 万吨 (+1%)，其中洗精煤产量为 161 万吨 (+8.84%)，洗出率为 41%，同比上升 3 个百分点，精煤销售均价为 1165 元/吨 (-4.3%)。上半年，受疫情影响，煤价下跌，营收下降；在成本端，公司通过降低原材料采购成本、提高精煤入洗率等手段，拓宽了煤炭业务利润空间。总体来说，煤炭成本端降幅大于价格降幅，毛利率水平有所提升。

■ 焦炭板块：产销量及售价下滑拖累板块业绩，合理控制成本使得毛利率基本持平。

报告期内，焦炭销售收入为 57.7 亿元 (-18.3%)，销售成本为 50.73 亿元 (-17.98%)，毛利为 6.9 亿元 (-20.7%)，毛利率为 12% (同比下滑 0.4 个百分点)。报告期内，生产焦炭 339.36 万吨 (-9.49%)，对外部市场销售焦炭 341.80 万吨 (-9.8%)；焦炭售价为 1687 元/吨 (-9.4%)，单位成本为 1484 元/吨 (-9.1%)。上半年，虽然受疫情影响焦炭价格有所下滑，但原料煤成本亦大幅下滑，板块毛利率基本平稳。

■ 深加工板块：甲醇、乙二醇、聚甲醛售价跌幅较大导致亏损加大

报告期内，公司生产甲醇 10.79 万吨(+0.09%)，销售甲醇 7.21 万吨(-21.72%)，甲醇均价 1508 元/吨 (-21.1%)；生产纯苯 7.35 万吨(-15.71%)，销售纯苯 1.89 万吨(-39.03%)，纯苯均价 4533 元/吨 (+25%)；生产己二酸 7.77 万吨(1.44%)，销售己二酸 7.59 万吨(-4.05%)，乙二酸均价 6067 元/吨 (-14.8%)；生产聚甲醛 2.22 万吨(+26.14%)，销售聚甲醛 2.11 万吨(+21.97%)，聚甲醛均价 7819 元/吨 (-19.4%)。甲醇，乙二醇，聚甲醛售价持续下跌，化工品板块毛利为-2.0 亿元，毛利率为-7.6%，同比扩大 4.8 个百分点。

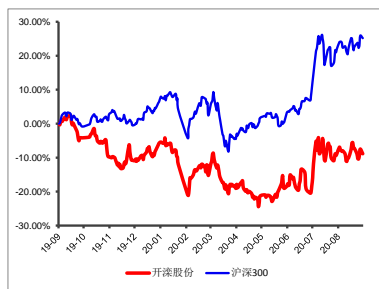
■ 第二季度，产品价格持续下跌，产销规模缩窄

二季度，公司实现营业收入 43.87 亿元 (环比-5.61%)，营业中成本 40.58 亿元 (环比-3.34%)，归属于上市公司股东净利润 2.32 亿元，环比下降 28.56%。二季度，洗精煤外销量为 38 万吨 (环比-26.05%)，价格为 1089 元/吨 (-10.82%)，煤炭开采板块因价格继续下行且产销量收缩，盈利水平下降。二季度，主产品焦炭销售均价为 1680 元/吨 (-6.13%)，焦化板块盈利水平随之下降。

基本状况

总股本(百万股)	1,587.8
流通股本(百万股)	1,587.8
市价(元)	5.26
市值(百万元)	8,351.8
流通市值(百万元)	8,351.8

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 开滦股份 2019 年报点评：稳定分红预期，煤炭板块稳健，煤化工业绩下滑明显
- 2 开滦股份 2019 中报点评：焦炭业务量价齐升，贡献业绩增量
- 3 焦炭产销量大增促公司业绩增长

- **盈利预测与估值：**基于上半年公司业绩表现及下半年我们对行业谨慎乐观的预期，对公司盈利预测有所调整，预计 2020-2022 年公司实现归属于母公司股东净利润分别为 10.2、12.1、14.1 亿元（原先为 8.1/10.0/12.0 亿元），同比分别为-11%、18%、17%，折合 EPS 分别是 0.64、0.76、0.89 元/股，当前 5.26 元股价对应 PE 分别为 8.2X/6.9X/5.9X，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求低迷；行政性调控的不确定性；去产能不及预期风险。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,460	20,072	17,960	18,647	19,362
增长率	10.2%	-1.9%	-10.5%	3.8%	3.8%
营业成本	-17,100	-17,024	-15,316	-15,698	-16,087
% 销售收入	83.6%	84.8%	85.3%	84.2%	83.1%
毛利	3,360	3,048	2,643	2,950	3,275
% 销售收入	16.4%	15.2%	14.7%	15.8%	16.9%
营业税金及附加	-244	-205	-216	-224	-232
% 销售收入	1.2%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-275	-259	-233	-242	-252
% 销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-475	-522	-467	-485	-503
% 销售收入	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	2,366	2,061	1,727	1,998	2,288
% 销售收入	11.6%	10.3%	9.6%	10.7%	11.8%
财务费用	-308	-308	-300	-300	-300
% 销售收入	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%
资产减值损失	34	-126	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	68	92	92	92	92
% 税前利润	3.2%	5.4%	6.0%	5.1%	4.4%
营业利润	2,160	1,719	1,544	1,815	2,104
营业利润率	10.6%	8.6%	8.6%	9.7%	10.9%
营业外收支	-35	-21	-23	-23	-23
税前利润	2,125	1,698	1,521	1,792	2,081
利润率	10.4%	8.5%	8.5%	9.6%	10.8%
所得税	-426	-343	-311	-368	-429
所得税率	20.0%	20.2%	20.4%	20.6%	20.6%
净利润	1,614	1,280	1,160	1,374	1,602
少数股东损益	251	130	139	165	192
归属于母公司的净利润	1,363	1,150	1,021	1,209	1,410
净利率	6.7%	5.7%	5.7%	6.5%	7.3%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,152	5,667	5,071	5,265	5,467
应收款项	4,297	3,976	3,057	3,880	2,963
存货	1,320	1,083	970	1,029	918
其他流动资产	308	241	299	251	309
流动资产	11,077	10,968	9,397	10,425	9,656
% 总资产	44.6%	44.8%	42.0%	45.6%	44.8%
长期投资	1,077	1,106	1,106	1,105	1,105
固定资产	10,420	10,112	9,552	8,976	8,385
% 总资产	42.0%	41.3%	42.7%	39.2%	38.9%
无形资产	802	813	796	780	763
非流动资产	13,758	13,514	12,991	12,447	11,883
% 总资产	55.4%	55.2%	58.0%	54.4%	55.2%
资产总计	24,835	24,483	22,387	22,872	21,540
短期借款	2,062	2,009	1,932	1,614	1,047
应付款项	4,436	4,118	3,189	3,934	3,009
其他流动负债	3,142	2,449	2,223	2,018	1,833
流动负债	9,639	8,576	7,344	7,566	5,889
长期贷款	765	733	0	0	0
其他长期负债	1,881	1,695	1,535	1,392	1,262
负债	12,285	11,004	8,879	8,957	7,151
普通股股东权益	10,521	11,324	11,214	11,456	11,738
少数股东权益	2,029	2,155	2,294	2,459	2,651
负债股东权益合计	24,835	24,483	22,387	22,872	21,540

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.86	0.72	0.64	0.76	0.89
每股净资产 (元)	6.63	7.13	7.06	7.21	7.39
每股经营现金净流 (元)	2.09	1.64	1.40	1.46	1.70
每股股利 (元)	0.26	0.26	0.51	0.61	0.71
回报率					
净资产收益率	12.96%	10.15%	9.11%	10.55%	12.01%
总资产收益率	6.50%	5.23%	5.18%	6.01%	7.44%
投入资本收益率	13.35%	11.40%	10.15%	12.16%	14.32%
增长率					
营业总收入增长率	10.23%	-1.90%	-10.52%	3.83%	3.84%
EBIT 增长率	102.25%	-5.07%	-21.27%	15.11%	14.00%
净利润增长率	163.92%	-15.67%	-11.19%	18.42%	16.59%
总资产增长率	10.37%	-1.42%	-8.56%	2.17%	-5.83%
资产管理能力					
应收账款周转天数	35.9	34.2	32.5	30.9	29.3
存货周转天数	21.7	21.5	20.6	19.3	18.1
应付账款周转天数	68.6	70.7	67.1	63.8	60.6
固定资产周转天数	183.1	184.1	197.1	178.9	161.4
偿债能力					
净负债/股东权益	4.77%	9.23%	-0.87%	-6.89%	-16.41%
EBIT 利息保障倍数	7.8	7.4	6.0	6.9	7.8
资产负债率	49.47%	44.95%	39.66%	39.16%	33.20%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,614	1,280	1,160	1,374	1,602
加: 折旧和摊销	685	809	841	861	881
资产减值准备	21	103	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	340	350	300	300	300
投资收益	-68	-92	-92	-92	-92
少数股东损益	251	130	139	165	192
营运资金的变动	1,679	-812	11	-124	13
经营活动现金净流	3,320	2,609	2,220	2,319	2,705
固定资本投资	-117	280	-300	-300	-300
投资活动现金净流	-1,082	-635	-218	-218	-219
股利分配	-413	-413	-817	-967	-1,128
其他	200	-1,051	-1,781	-939	-1,157
筹资活动现金净流	-212	-1,464	-2,598	-1,906	-2,284
现金净流量	2,025	511	-596	194	202

来源: wind、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。