

2021年03月28日

开滦股份 (600997.SH)

盈利稳健，焦、化产品涨价释放业绩弹性

■事件：2021年3月26日公司1)披露2020年年报，2020年营业收入181.77亿元，同比减少9.44%；净利润10.79亿元，同比减少6.19%；2)公司预计一季度净利与上年同期相比，将增加2.56亿元到3.06亿元，同比增加78.94%到94.35%。

点评

■2020Q4焦炭价格上涨带动业绩同比走高：四季度单季度公司实现归母净利润2.73亿元，同比增长97.38%，环比增长9.33%，主要由于四季度焦炭价格大幅走高所致，四季度焦炭售价为1910.73元/吨，同比增长10.22%。

■成本管控得力，煤、焦毛利率提升：2020年公司生产原煤718.20万吨，与上年同期相比上升6.98%；生产精煤323.55万吨，与上年同期相比上升6.36%，对外部市场销售精煤175.45万吨，与上年同期相比上升2.46%。煤炭综合售价1146.2元/吨，同比下降5.77%，吨煤销售成本648.36元/吨，同比下降14.15%。公司2020年洗精煤业务实现毛利16亿元，同比下降3.13%，毛利率同比增加1.89个百分点至43.43%。焦炭方面，2020年公司生产焦炭623.98万吨，与上年同期相比下降4.7%，对外销售焦炭624.58万吨，与上年同期相比下降4.41%。焦炭售价1862.6元/吨，同比下降4.54%。焦炭销售成本为1604.95元/吨，同比下降6.39%。冶金焦业务实现毛利16.09亿元，同比增长4.03%，毛利率13.83%，同比增长1.70个百分点。

■其他化工品仍拖累业绩：2020年生产甲醇19.99万吨，同比上升10.69%，对外销售甲醇13.95万吨，同比上升2.50%；生产纯苯14.54万吨，同比下降24.03%，对外销售纯苯2.21万吨，同比下降69.68%；生产己二酸16.57万吨，同比上升8.37%，对外销售己二酸17.12万吨，同比上升9.67%；生产聚甲醛4.74万吨，同比上升21.85%，对外销售聚甲醛4.74万吨，同比上升21.23%。综合来看，其他化工品2020年实现毛利-2.99亿，亏损较2019年扩大40%，仍为业绩拖累。

■焦、化产品价格回升，带动公司Q1业绩释放：据公告，公司Q1归母净利润将同比增长78.94%到94.35%，我们认为主要原因是焦、化产品价格同比上涨明显。据Wind数据，截至3月25日，布伦特原油、唐山二级冶金焦、纯苯、己二酸均价分别同比上涨21.53%、42.43%、131.95%、18.57%。前期焦炭行业集中度低、产能大幅过剩的困境在行业去产能的帮助下得以逐步解决，焦炭行业去产能持续，预计焦炭价格中枢有望上移。此外，在原油价格上涨的背景下，公司主要化工品

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 **增持-A**

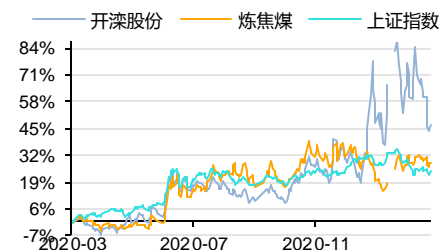
调低评级

6个月目标价：**9.12元**
股价(2021-03-26) **6.56元**

交易数据

总市值(百万元)	10,415.97
流通市值(百万元)	10,415.97
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	4.36/8.39元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.8	7.61	21.58
绝对收益	-10.38	8.25	44.89

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

李航

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521010002
lihang@essence.com.cn

相关报告

开滦股份：焦炭价格超预期上涨，利好公司业绩释放/周泰	2021-01-26
开滦股份：化工品亏损拖累业绩/周泰	2020-04-09

价格也有望上涨，未来将进一步带动公司业绩释放。

■ **投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标 9.12 元。我们预计公司预计 2021-2023 年公司归母净利润为 18.18/22.46/25.26 亿元，对应 EPS 分别为 1.14/1.41/1.59 元/股。

■ **风险提示：**煤价、焦价超预期下跌，化工品价格下跌

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	20,072.0	18,176.8	22,721.0	23,857.0	24,334.2
净利润	1,149.6	1,078.5	1,817.8	2,246.4	2,526.5
每股收益(元)	0.72	0.68	1.14	1.41	1.59
每股净资产(元)	7.13	7.61	8.19	9.19	10.30

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	9.1	9.7	5.7	4.6	4.1
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
净利润率	5.7%	5.9%	8.0%	9.4%	10.4%
净资产收益率	10.2%	8.9%	14.0%	15.4%	15.5%
股息收益率	3.4%	0.0%	5.2%	6.5%	7.3%
ROIC	11.4%	10.6%	16.1%	16.7%	16.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,072.0	18,176.8	22,721.0	23,857.0	24,334.2	成长性					
减:营业成本	17,024.5	15,144.2	18,358.5	18,870.9	19,248.3	营业收入增长率	-1.9%	-9.4%	25.0%	5.0%	2.0%
营业税费	205.5	209.6	261.3	274.4	245.8	营业利润增长率	-20.8%	-2.0%	67.7%	20.7%	16.9%
销售费用	258.7	250.1	313.5	329.2	301.7	净利润增长率	-15.7%	-6.2%	68.5%	23.6%	12.5%
管理费用	521.9	586.1	847.5	889.9	542.7	EBITDA 增长率	0.1%	-6.0%	44.3%	21.0%	15.0%
财务费用	308.2	304.8	295.8	289.3	220.4	EBIT 增长率	-5.1%	-8.7%	44.0%	18.4%	13.6%
资产减值损失	-125.8	-11.5	12.0	13.0	35.0	NOPLAT 增长率	-18.3%	-4.0%	56.4%	18.4%	16.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.2%	3.2%	14.0%	21.3%	-6.8%
投资和汇兑收益	91.9	83.3	70.0	70.0	70.0	净资产增长率	7.4%	5.6%	8.2%	11.8%	13.0%
营业利润	1,644.1	1,611.8	2,702.3	3,260.3	3,810.3	利润率					
加:营业外净收支	-21.4	-19.6	-23.0	-23.0	-25.6	毛利率	15.2%	16.7%	19.2%	20.9%	20.9%
利润总额	1,622.6	1,592.3	2,679.3	3,237.3	3,784.7	营业利润率	8.2%	8.9%	11.9%	13.7%	15.7%
减:所得税	343.0	364.6	613.6	741.3	794.8	净利润率	5.7%	5.9%	8.0%	9.4%	10.4%
净利润	1,149.6	1,078.5	1,817.8	2,246.4	2,526.5	EBITDA/营业收入	15.4%	16.0%	18.4%	21.3%	24.0%
						EBIT/营业收入	11.4%	11.5%	13.2%	14.9%	16.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	184	206	201	242	272
						流动营业资本周转天数	10	20	7	3	-11
						流动资产周转天数	198	241	206	194	185
						应收帐款周转天数	34	35	32	31	20
						存货周转天数	22	20	20	19	19
						总资产周转天数	442	513	454	474	490
						投资资本周转天数	246	281	244	274	284
						投资回报率					
						ROE	10.2%	8.9%	14.0%	15.4%	15.5%
						ROA	5.2%	4.5%	6.9%	7.6%	9.0%
						ROIC	11.4%	10.6%	16.1%	16.7%	16.0%
						费用率					
						销售费用率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%
						管理费用率	2.6%	3.2%	3.7%	3.7%	2.2%
						财务费用率	1.5%	1.7%	1.3%	1.2%	0.9%
						三费/营业收入	5.4%	6.3%	6.4%	6.3%	4.4%
						偿债能力					
						资产负债率	44.9%	48.0%	48.6%	47.6%	41.8%
						负债权益比	81.6%	92.2%	94.4%	90.9%	71.7%
						流动比率	1.28	1.60	1.07	1.05	1.26
						速动比率	1.15	1.48	0.94	0.97	1.09
						利息保障倍数	7.40	6.83	10.13	12.27	18.29
						分红指标					
						DPS(元)	0.22	-	0.34	0.42	0.48
						分红比率	30.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	3.4%	0.0%	5.2%	6.5%	7.3%

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	1,279.6	1,227.7	1,817.8	2,246.4	2,526.5	EPS(元)	0.72	0.68	1.14	1.41	1.59
加:折旧和摊销	809.4	822.9	1,191.9	1,521.8	1,801.6	BVPS(元)	7.13	7.61	8.19	9.19	10.30
资产减值准备	102.6	-1.0	-	-	-	PE(X)	9.1	9.7	5.7	4.6	4.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
财务费用	350.3	336.4	295.8	289.3	220.4	P/FCF	13.6	5.5	46.8	30.0	9.4
投资损失	-91.9	-83.3	-70.0	-70.0	-70.0	P/S	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	129.9	149.2	247.9	249.6	463.4	EV/EBITDA	3.6	3.9	3.3	3.1	2.2
营运资金的变动	-812.2	511.5	1,292.8	-1,012.0	3,046.5	CAGR(%)	24.9%	34.5%	8.6%	24.9%	34.5%
经营活动产生现金流量	2,609.5	1,851.3	4,776.3	3,225.1	7,988.3	PEG	0.4	0.3	0.7	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-634.9	-581.4	-4,436.0	-3,934.0	-3,425.3	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.7	1.8	1.7
融资活动产生现金流量	-1,463.8	332.4	-770.0	627.4	-3,746.4	REP	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰、李航声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034