

2021年01月26日

开滦股份 (600997.SH)

焦炭价格超预期上涨,利好公司业绩释放

■事件: 据焦联资讯, 2021年1月25日, 部分焦化企业开启焦价第十五轮提涨, 目前暂未落地。

点评

■焦炭价格持续上涨利好公司业绩释放。据wind数据, 从2020年7月起, 唐山二级冶金焦价格出现持续连续上涨, 截至2021年1月25日从1790元/吨上涨至2690元/吨, 涨幅900元/吨或50.28%。其中2020年四季度单季上涨450元/吨, 涨幅23.2%, 四季度均价环比三季度上涨274元/吨。2021年1月均价(截至1月25日)较去年四季度上涨432元/吨。焦炭价格的持续上涨预计将更好的带动公司业绩释放。

■煤焦化一体化产业优势明显。公司地处华北重要的炼焦精煤基地、钢铁生产基地和煤炭焦炭集散地, 拥有良好的区位优势、资源优势和相对完善的产业链条。主要产品包括洗精煤、焦炭以及甲醇、纯苯等化工产品, 产业链一体化优势明显。公司煤炭810万吨/年, 范各庄矿(480万吨/年)及吕家坨矿(330万吨/年), 公司煤炭产量保持稳定, 确保焦炭成本保持相对稳健。

■焦化绑定钢厂, 产销量将维持稳健。公司拥有炼焦能力660万吨/年, 分别位于迁安(330万吨/年, 50%)、唐山(220万吨/年, 94%)、承德(110万吨/年, 51%), 均位于钢铁大省河北境内, 具备贴近下游的产业链一体化优势。公司焦炭产能分别于首钢、承钢合作, 且河北省同样面临焦化产能退出, 公司有望受益与行业整合。

■公司有望充分受益于焦炭行业景气改善。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, 目前行业产能利用率已提升至较高水平, 而去产能仍在持续进行。在实际产能利用率较高的背景下, 焦炭供给收缩带来的价格上涨弹性较大, 预计焦炭价格有望上涨。随着焦炭行业去产能不断落实, 行业供需格局将由之前的过剩变为净短缺, 预计到2021年以后, 产业集中度提升, 困扰行业的两大难题有望全面解决, 行业景气恢复, 有望实现持续盈利。在需求侧低库存, 春节后需求恢复, 而供给端新建产能释放不足的背景下, 我们预计春节后焦炭价格仍有上涨空间, 有望为公司带来较大的业绩弹性。

■下游化工品价格同样有望改善。随着焦炭求产能导致的产量下滑以焦炉煤气为原材料的化工品产量或也将同比下降, 进而导致化工品价格提升。2020年四季度, 公司下游化工品价格均有明显提升, 环比三季

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 买入-A

调高评级

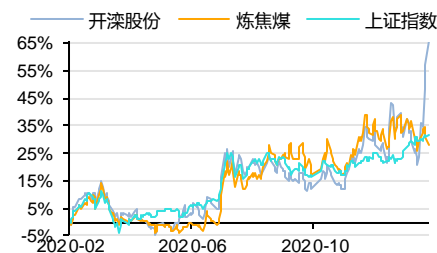
6个月目标价: 10.78元

股价(2021-01-25) 7.24元

交易数据

总市值(百万元)	11,495.67
流通市值(百万元)	11,495.67
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	4.36/7.24元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.77	33.66	27.44
绝对收益	19.47	44.22	49.21

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: 化工品亏损拖累业绩/周泰	2020-04-09
开滦股份: 焦、化产品价格下降导致利润下滑/周泰	2019-10-29

度来看，纯苯、己二酸、甲醇价格分别环比提升 21.11%、20.12%、24.3%。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 10.78 元。我们预计公司预计 2020-2022 年公司归母净利润为 12.3/30.34/32.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.77/1.91/2.04 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	20,460.0	20,072.0	20,573.8	27,157.4	28,515.2
净利润	1,363.2	1,149.6	1,230.3	3,034.2	3,243.8
每股收益(元)	0.86	0.72	0.77	1.91	2.04
每股净资产(元)	6.63	7.13	7.48	8.81	10.24

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	8.4	10.0	9.3	3.8	3.5
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
净利润率	6.7%	5.7%	6.0%	11.2%	11.4%
净资产收益率	13.0%	10.2%	10.4%	21.7%	19.9%
股息收益率	3.6%	3.0%	3.2%	7.9%	8.5%
ROIC	13.3%	11.4%	12.3%	22.7%	21.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1：公司主要产品及产能

主要厂区或项目	主要产品	设计产能	权益	权益产能
范各庄矿	煤炭	480 万吨	100%	480 万吨
吕家坨矿	煤炭	330 万吨	100%	330 万吨
唐山中润公司 220 万吨/焦化及配套项目	焦炭	220 万吨	94.08%	207 万吨
迁安中化公司 330 万吨/年焦化及配套项目	焦炭	330 万吨	49.82%	164 万吨
承德中深公司 110 万吨/年焦化及配套项目	焦炭	110 万吨	51%	56 万吨
唐山中润公司 2×10 万吨/年粗苯加氢精制项目	纯苯	20 万吨	94.08%	19 万吨
唐山中润公司 2×10 万吨/年焦炉煤气制甲醇项目	甲醇	20 万吨	94.08%	19 万吨
唐山中浩公司 15 万吨/己二酸项目	己二酸	15 万吨	100%	15 万吨
唐山中浩公司 4 万吨/年聚甲醛项目	聚甲醛	4 万吨	100%	4 万吨

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,460.0	20,072.0	20,573.8	27,157.4	28,515.2	成长性					
减:营业成本	17,099.8	17,024.5	17,329.3	20,938.3	21,985.3	营业收入增长率	10.2%	-1.9%	2.5%	32.0%	5.0%
营业税费	244.4	205.5	209.9	285.2	288.0	营业利润增长率	147.2%	-20.8%	6.9%	144.7%	13.5%
销售费用	274.8	258.7	269.5	363.9	353.6	净利润增长率	163.9%	-15.7%	7.0%	146.6%	6.9%
管理费用	474.6	521.9	617.2	814.7	635.9	EBITDA 增长率	67.6%	0.1%	10.0%	86.4%	12.3%
财务费用	308.0	308.2	424.7	487.8	402.7	EBIT 增长率	102.2%	-5.1%	-4.2%	119.4%	10.4%
资产减值损失	33.7	-125.8	35.0	35.0	35.0	NOPLAT 增长率	123.8%	-18.3%	11.7%	119.4%	10.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.4%	3.2%	19.1%	16.5%	-3.8%
投资和汇兑收益	68.1	91.9	70.0	70.0	70.0	净资产增长率	13.2%	7.4%	5.1%	17.4%	17.2%
营业利润	2,074.7	1,644.1	1,758.2	4,302.5	4,884.8	利润率					
加:营业外净收支	-34.8	-21.4	-23.0	-23.0	-25.6	毛利率	16.4%	15.2%	15.8%	22.9%	22.9%
利润总额	2,039.9	1,622.6	1,735.2	4,279.5	4,859.2	营业利润率	10.1%	8.2%	8.5%	15.8%	17.1%
减:所得税	425.9	343.0	368.2	908.1	1,020.4	净利润率	6.7%	5.7%	6.0%	11.2%	11.4%
净利润	1,363.2	1,149.6	1,230.3	3,034.2	3,243.8	EBITDA/营业收入	15.1%	15.4%	16.5%	23.3%	24.9%
						EBIT/营业收入	11.7%	11.4%	10.6%	17.6%	18.5%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	183	184	212	205	225
货币资金	5,152.0	5,667.3	5,808.0	7,666.5	8,049.9	流动营业资本周转天数	16	10	10	6	-8
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	177	198	196	180	178
应收账款	2,078.8	1,735.5	1,922.1	2,755.0	413.3	应收帐款周转天数	36	34	32	31	20
应收票据	2,218.6	2,240.9	2,102.5	3,479.9	2,223.2	存货周转天数	22	22	21	19	19
预付帐款	152.6	69.6	165.3	105.7	165.4	总资产周转天数	416	442	462	420	432
存货	1,319.5	1,083.4	1,310.9	1,546.0	1,415.9	投资资本周转天数	243	246	267	238	240
其他流动资产	155.2	171.5	151.4	159.4	160.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.0%	10.2%	10.4%	21.7%	19.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	5.2%	4.8%	9.6%	11.5%
长期股权投资	1,061.5	1,090.3	1,090.3	1,090.3	1,090.3	ROIC	13.3%	11.4%	12.3%	22.7%	21.6%
投资性房地产	15.7	15.5	15.5	15.5	15.5	费用率					
固定资产	10,420.1	10,112.4	14,091.8	16,906.3	18,773.9	销售费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
在建工程	1,309.6	1,337.0	668.5	334.2	167.1	管理费用率	2.3%	2.6%	3.0%	3.0%	2.2%
无形资产	801.9	812.5	786.1	759.6	733.1	财务费用率	1.5%	1.5%	2.1%	1.8%	1.4%
其他非流动资产	149.1	146.7	206.3	167.4	173.4	三费/营业收入	5.2%	5.4%	6.4%	6.1%	4.9%
资产总额	24,834.6	24,482.6	28,318.7	34,985.9	33,382.0	偿债能力					
短期债务	2,061.7	2,009.0	3,727.9	5,460.7	2,246.1	资产负债率	49.5%	44.9%	50.0%	52.5%	41.6%
应付帐款	3,513.4	3,324.2	3,800.0	5,040.6	4,486.3	负债权益比	97.9%	81.6%	100.0%	110.5%	71.3%
应付票据	469.4	485.5	411.8	995.7	463.9	流动比率	1.15	1.28	1.08	1.06	1.21
其他流动负债	3,594.7	2,757.7	2,649.5	3,298.2	3,107.1	速动比率	1.01	1.15	0.96	0.96	1.07
长期借款	764.9	733.0	1,255.9	1,604.9	1,600.0	利息保障倍数	7.79	7.40	5.14	9.82	13.13
其他非流动负债	1,880.6	1,694.6	2,310.9	1,962.0	1,989.2	分红指标					
负债总额	12,284.6	11,004.0	14,156.0	18,362.1	13,892.5	DPS(元)	0.26	0.22	0.23	0.57	0.61
少数股东权益	2,029.1	2,154.8	2,291.5	2,628.7	3,223.7	分红比率	30.3%	30.4%	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	3.6%	3.0%	3.2%	7.9%	8.5%
留存收益	8,685.3	9,422.1	10,283.3	12,407.3	14,677.9						
股东权益	12,550.0	13,478.5	14,162.7	16,623.8	19,489.4						
						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.86	0.72	0.77	1.91	2.04
净利润	1,614.0	1,279.6	1,230.3	3,034.2	3,243.8	BVPS(元)	6.63	7.13	7.48	8.81	10.24
加:折旧和摊销	684.8	809.4	1,215.6	1,546.2	1,825.9	PE(X)	8.4	10.0	9.3	3.8	3.5
资产减值准备	21.2	102.6	-	-	-	PB(X)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	6.4	15.1	15.8	4.8	14.9
财务费用	340.3	350.3	424.7	487.8	402.7	P/S	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4
投资损失	-68.1	-91.9	-70.0	-70.0	-70.0	EV/EBITDA	3.9	3.6	4.8	2.7	1.9
少数股东损益	250.8	129.9	136.7	337.1	595.0	CAGR(%)	27.8%	44.2%	33.5%	27.8%	44.2%
营运资金的变动	1,679.4	-812.2	567.5	-241.3	2,395.7	PEG	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1
经营活动产生现金流量	3,319.7	2,609.5	3,504.8	5,094.0	8,393.1	ROIC/WACC	1.3	1.1	1.2	2.2	2.1
投资活动产生现金流量	-1,082.2	-634.9	-4,410.0	-3,933.3	-3,434.4	REP	0.7	0.7	0.8	0.4	0.4
融资活动产生现金流量	-212.4	-1,463.8	1,045.9	697.8	-4,575.3						

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