



买入(首次)

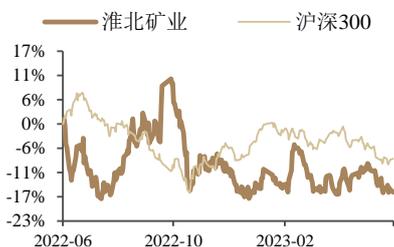
所属行业: 煤炭  
当前价格(元): 11.92

证券分析师

翟堃  
资格编号: s0120523050002  
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.28	0.55	-3.99
相对涨幅(%)	-2.62	6.79	-0.90

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 淮北矿业(600985.SH): 产业延伸助成长, 股息稳健有增量

投资要点

●**历史悠久, 华东焦煤龙头。**公司是华东地区最大的炼焦精煤及焦炭生产企业之一, 矿区煤炭资源丰富, 煤种齐全, 下游焦煤、焦炭客户主要以马钢、宝钢、华菱钢铁等国内大型钢铁生产企业为主。公司分红股息高, 营收优异, 2022年, 归母净利润为70.1亿元, 同比增长42.83%, 现金分红为26亿元, 股价对应股息率8.20%; 2023年一季度归母净利润为21.11亿元, 同比增长30.60%, 增速在煤炭上市公司中居前。

●**短期增量: 信湖爬坡煤炭稳增, 乙醇和砂石骨料业务拓宽“护城河”。**1) 公司信湖煤矿2021年投产后产能达到3555万吨/年, 2022年信湖煤矿产量210万吨, 较300万吨的产能仍有爬坡空间。2) 转债募投项目全资子公司碳鑫科技负责实施“焦炉煤气综合利用制甲醇项目”将为公司提供50万吨/年的甲醇增量, 同时推进其甲醇综合利用制乙醇60万吨项目, 预计2023年底投产。3) 全资控股子公司雷鸣科化于2016年布局砂石骨料业务, 公司投产矿山有4座, 设计产能为1048万吨/年, 利润快速增长。2022年末, 雷鸣科化以12.9亿元竞拍获得海南乐东建筑用花岗岩矿采矿权, 带来进一步业绩增量。

●**长期亮点: 陶忽图贡献远期增量, 资产结构优化助力长期高分红。**1) 布局内蒙陶忽图煤矿开工建设, 矿井主要煤种为高热值动力煤, 发热量6000大卡以上, 资源储量14.29亿吨, 矿井设计产能800万吨/年。根据测算, 参考同位于蒙西的中煤能源的蒙大煤矿和昊华能源的高家梁煤矿, 预计投产后每年利润可达16.71亿元。2) 公司煤炭长协销售盈利稳定, 2022年复垦成本高基数影响, 2023年成本存下降空间, 随着盈利的稳步提升, 公司持续优化债务及融资结构, 有效提高营收效率, 资产负债显著下降, 高分红有望持续。

●**投资建议: 首次覆盖, 买入评级。**考虑到公司产品价格变化以及公司未来发展, 我们预计公司2023-2025年合计收入分别为699/746/813亿元, 归母净利润分别为74/79/88亿元, EPS分别为3.00/3.18/3.56元。参考可比公司估值, 我们给予公司目标价15.92元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

●**风险提示:** 1) 煤炭及化工品价格超预期下行; 2) 全球油价下跌拖累化工品价格; 3) 新项目投产进度不及预期。

股票数据	主要财务数据及预测
总股本(百万股): 2,481.04	2021A 2022A 2023E 2024E 2025E
流通A股(百万股): 2,481.04	营业收入(百万元) 65,526 69,225 69,855 74,645 81,346
52周内股价区间(元): 11.70-15.71	(+/-)YOY(%) 25.1% 5.6% 0.9% 6.9% 9.0%
总市值(百万元): 29,573.97	净利润(百万元) 4,908 7,010 7,438 7,896 8,837
总资产(百万元): 87,024.83	(+/-)YOY(%) 41.5% 42.8% 6.1% 6.2% 11.9%
每股净资产(元): 14.48	全面摊薄EPS(元) 1.98 2.83 3.00 3.18 3.56
资料来源: 公司公告	毛利率(%) 20.0% 23.1% 22.7% 22.8% 23.0%
	净资产收益率(%) 18.0% 21.0% 19.3% 17.9% 17.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 历史悠久，华东焦煤龙头 .....	5
1.1. 省属国企，大股东持股比例高 .....	5
1.2. 煤种齐全，延伸下游 .....	6
1.3. 区域资源优势明显 .....	7
2. 短期增量：产量稳步增长，两大非煤业务起头并进 .....	7
2.1. 信湖煤矿顺利爬坡，焦煤产能持续释放 .....	7
2.2. 乙醇项目年底投产，煤化工再迎增量 .....	8
2.3. 砂石骨料业务稳中求进，收购新矿打造利润可持续 .....	9
3. 长期亮点：陶忽图提供成长，稳健分红高股息 .....	10
3.1. 内蒙陶忽图矿井有望投产，长期增量巨大 .....	10
3.2. 资产负债率不断下降，分红保持稳定 .....	11
4. 盈利预测与估值 .....	14
4.1. 盈利预测 .....	14
4.2. 估值评级 .....	15
5. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：公司发展历程图.....	5
图 2：股权结构图.....	5
图 3：2020-2022 年各地区煤炭产量（万吨）.....	7
图 4：2022 年华东和全国焦煤生铁产量（万吨）.....	7
图 5：2018-2022 年公司商品煤产量.....	7
图 6：2018-2022 年安徽省亳州煤业营收利润情况.....	8
图 7：2020-2022 年焦炭产量（万吨）.....	8
图 8：2020-2022 年甲醇产量（万吨）.....	8
图 9：华东乙醇价格走势.....	9
图 10：2020-2022 年雷鸣科华及雷鸣矿业归母净利润（亿元）.....	10
图 11：内蒙陶忽图股权结构.....	10
图 12：2018-2022 年营业收入.....	11
图 13：2018-2022 年归母净利润.....	11
图 14：2020-2022 年分业务毛利.....	12
图 15：2020-2022 年分行业毛利率.....	12
图 16：淮北矿业焦煤价格（元/吨）.....	12
图 17：淮北矿业吨煤成本.....	12
图 18：2018-2022 年公司资产负债率%.....	13
表 1：主要煤炭生产省份产量变化及 2023 年规划（截止 2022 年年报）.....	6
表 2：煤化工业务投产及预投产产能情况.....	9
表 3：淮北矿业砂石骨料产能情况.....	10
表 4：陶忽图矿井产能情况.....	11
表 5：蒙西部分煤矿产能及利润情况.....	11
表 6：煤炭股息率一览（截止 2022/12/31）.....	13
表 7：《未来三年（2022-2024）股东回报规划》.....	14
表 8：盈利预测.....	15
表 9：可比公司估值（采用 2023/6/12 收盘价）.....	16
表 10：可比公司估值（采用 2023/6/12 收盘价）.....	16

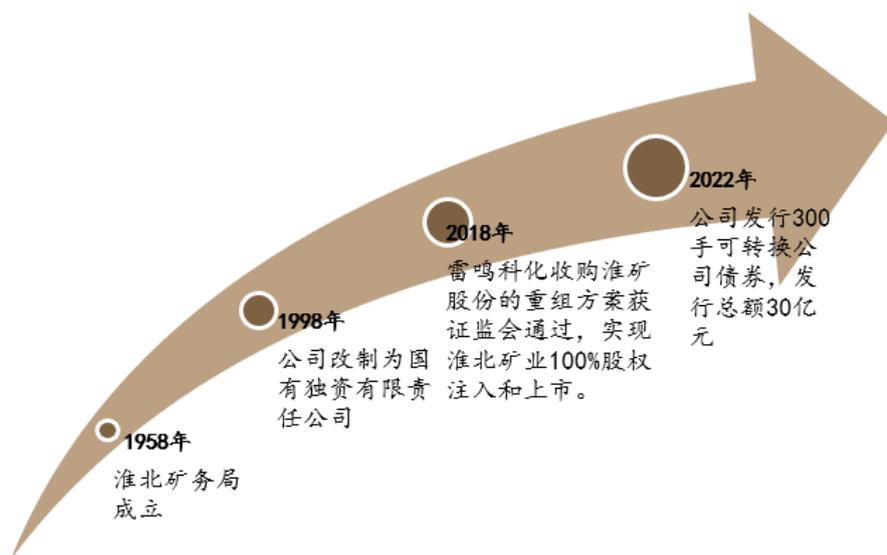
## 1. 历史悠久，华东焦煤龙头

### 1.1. 省属国企，大股东持股比例高

淮北矿业集团始建于 1958 年，坐落于安徽淮北市，前身为淮北矿务局，系原煤炭工业部下属企业。1998 年淮北矿务局改制为国有独资有限责任公司，由原直属煤炭部转为安徽省直属企业。

2018 年淮北矿业通过资产注入雷鸣科化实现借壳上市。雷鸣科化是全国爆破行业上市第一股，2004 年于上海证券交易所挂牌上市，2017 年雷鸣科化拟通过发行股份和支付现金方式，收购淮北矿业股份有限公司。2018 年重组方案获得证监会通过，实现淮北矿业 100% 股权注入和上市，并更名为淮北矿业，主营业务包括煤炭挖掘、洗选加工及煤化工生产销售等。2019 及 2022 年，公司分别发行了两次可转换债券，发行总额分别为 27.5 亿及 30 亿元。

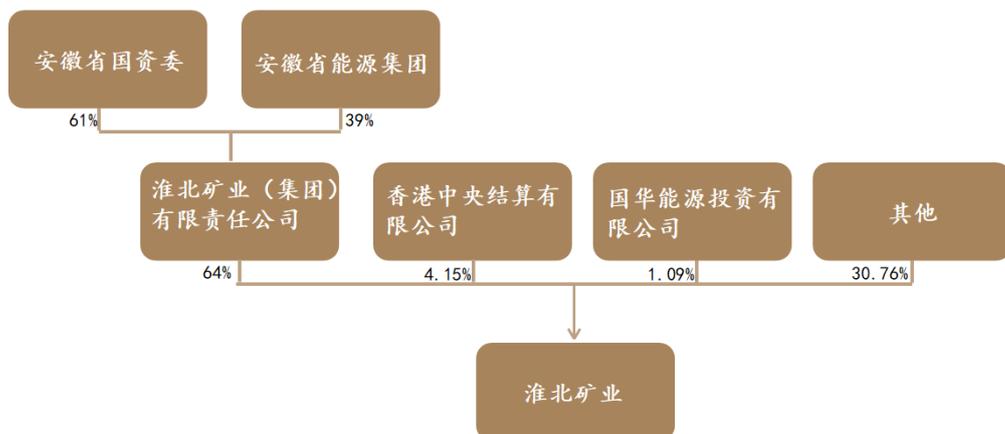
图 1：公司发展历程图



资料来源：公司官网、公司公告等、德邦研究所

截止 2023 年一季度，淮北矿业集团有限责任公司是公司第一大控股股东，持股比例为 64%，同时安徽省国资委控股淮北矿业 61% 股份，为公司实际控制人。

图 2：股权结构图



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

## 1.2. 煤种齐全，延伸下游

淮北矿区是 13 个国家亿吨级大型煤炭基地之一的两淮煤炭基地的重要组成部分。公司是淮北矿区最大的煤炭开采企业，是华东地区最大的炼焦精煤及焦炭生产企业之一。

**各矿区产能优异，信湖煤矿顺利投产。**截止 2022 年末，公司拥有在产矿井 17 对，随着新建信湖煤矿 300 万吨核定产能投产，煤炭核定产能由原来 3225 万吨增加至 3555 万吨。2022 年公司主要产品炼焦煤产量为 1,129.20 万吨，占全国炼焦煤总产量的 2.29%。2021 年，亳州煤业旗下的信湖（花沟）煤矿通过竣工投产验收，实现投产，为公司可持续发展打下坚实基础。下游焦煤、焦炭客户主要以马钢、宝钢、华菱钢铁等国内大型钢铁生产企业为主。

**矿区煤炭资源丰富，煤种齐全。**公司目前合计可采储量 20.3 亿吨，其中 70% 为国内稀有的炼焦煤，适合深加工，综合利用率高，炼焦煤作为稀缺资源，价值较高。安徽省内重点煤炭企业主要有淮南矿业集团、淮北矿业集团和皖北煤电集团，省内淮南矿业的煤炭资源主要为动力煤，与此相比，公司资源优势明显。此外公司拥有气煤、肥煤、焦煤等八大主要煤种，是华东地区唯一煤种齐全的矿区。

表 1：主要煤炭生产省份产量变化及 2023 年规划（截止 2022 年年报）

排名	煤矿名称	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	煤矿名称
1	信湖煤矿	37,117.30	300	焦煤、1/3 焦煤
2	祁南煤矿	23,756.90	260	1/3 焦煤、肥煤、气煤
3	青东煤矿	13,993.00	180	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
4	许疃煤矿	17,113.50	350	1/3 焦煤、肥煤
5	袁店一井煤矿	13,880.00	180	焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤
6	临涣煤矿	16,996.60	260	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
7	邹庄煤矿	11,976.40	240	1/3 焦煤、气煤
8	杨柳煤矿	14,855.60	180	1/3 焦煤、气煤、贫煤
9	孙疃煤矿	9,964.50	270	1/3 焦煤、气煤
10	芦岭煤矿	9,484.70	230	气煤
11	朱仙庄煤矿	8,696.30	240	气煤
12	袁店二井煤矿	6,609.90	150	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
13	桃园煤矿	7,107.90	175	气煤
14	童亭煤矿	5,731.10	150	焦煤、1/3 焦煤、肥煤
15	涡北煤矿	4,083.00	180	焦煤、肥煤
16	朱庄煤矿	1,284.80	160	无烟煤、贫煤、瘦煤
17	海孜煤矿	484.40	50	焦煤、肥煤
	合计	203,135.90	3555	

资料来源：公开发行人转换公司债券募集说明书、德邦研究所

公司依托炼焦煤资源禀赋优势，大力发展煤炭洗选深加工，加工洗选能力居煤炭行业前列。公司现有炼焦煤选煤厂 4 座，其中年入洗能力达 1,600 万吨的临涣选煤厂（综合性选煤厂）处理能力位于国内前列。各炼焦煤选煤厂技术水平居行业前列。领先的炼焦煤洗选工艺能够提高炼焦精煤产率，增加精煤产量，稳定产品质量，为公司实施精煤战略提供了有力保障。

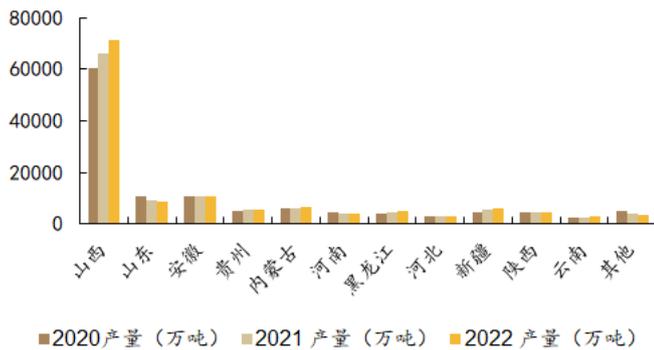
**公司煤化工产品以焦炭为主，甲醇为辅，布局乙醇新业务线。**焦炭具有低硫、冷热强度高的特点，产品质量优良，主要用于钢铁行业；其余煤化工产品如甲醇、粗苯、硫铵、焦油、精苯等，主要用于化工行业。2022 年公司焦炭产量为 368.92 万吨，占全国焦炭总产量的 0.78%，甲醇产量为 37.65 万吨，公司目前已具备生产焦炭、甲醇、焦油、硫铵、粗苯、精苯等较完整的煤化工系列产品的能力，正在全面建设的甲醇综合利用制无水乙醇项目，产能为 60 万吨/年，预计于 2023 年底建成，2024 年开始产出并对外销售。

### 1.3. 区域资源优势明显

公司所处的安徽省是仅次于山西省的第二大焦煤生产省份，2022 年安徽省焦煤产量占全国焦煤总产量的比重为 8.2%。2018 年至 2022 年间，安徽省整体炼焦焦煤产量平稳，均保持在全国前三的水平。

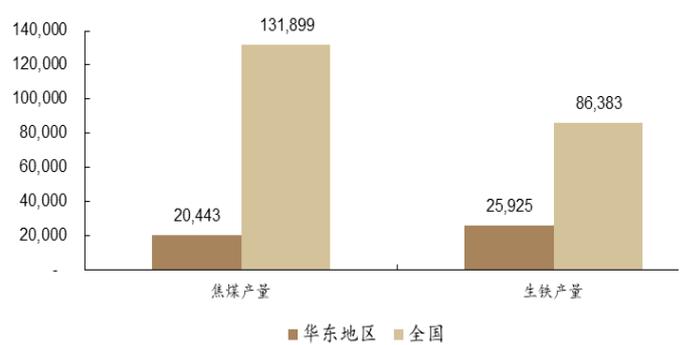
华东焦煤与钢铁产量在全国占比存在差距，地区存在竞争优势。从生铁及焦煤产量占全国比重来看，2022 年华东地区焦煤产量约为 2 亿吨，占全国焦煤产量的 15.5%，而华东地区生铁产量为 2.6 亿吨，占比全国生铁产量的 30%。由于华东地区生铁产量高，成为了我国煤炭消费的主要地区之一。华东发达的下游产业很好地吸收了区域的煤炭产量，因此，公司所在的华东地区区位优势明显。

图 3：2020-2022 年各地区煤炭产量（万吨）



资料来源：煤炭资源网、德邦研究所

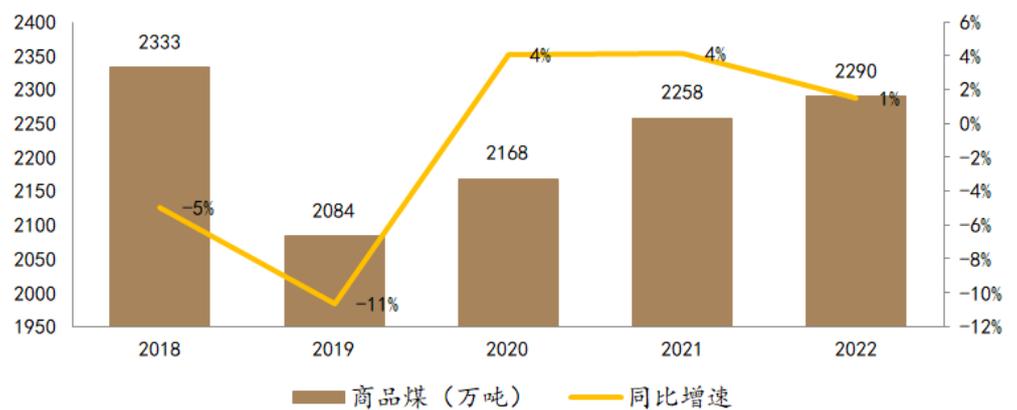
图 4：2022 年华东和全国焦煤生铁产量（万吨）



资料来源：Wind、煤炭资源网、德邦研究所

公司原煤产量占全省总产量较高。2022 年公司在产煤矿商品煤产量为 2290 万吨，销量为 1882 万吨，连续三年产量持续增长，超过安徽省在产煤矿总产能的 17%。在商品煤中约 50% 为炼焦煤。

图 5：2018-2022 年公司商品煤产量



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

## 2. 短期增量：产量稳步增长，两大非煤业务起头并进

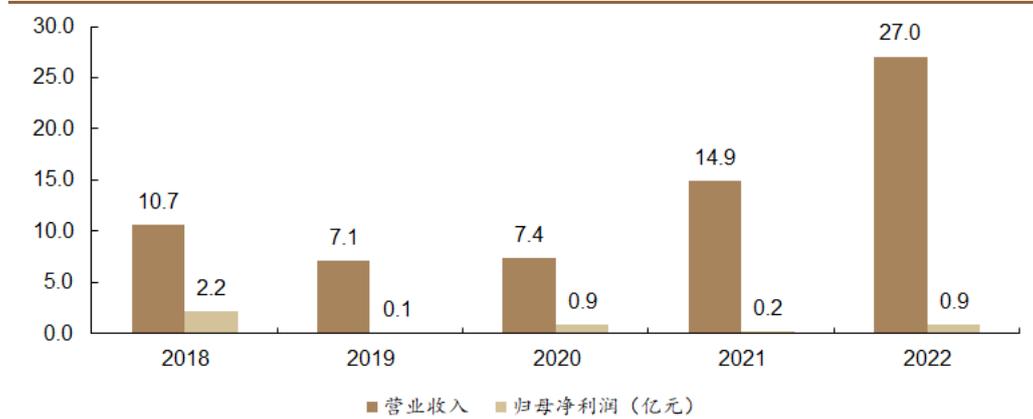
### 2.1. 信湖煤矿顺利爬坡，焦煤产能持续释放

信湖煤矿正式进入生产矿井行列，煤种为稀缺资源主焦煤。信湖煤矿位于安徽省涡阳县境内，信湖煤矿是安徽省“861”计划重点建设项目之一。2021 年 9 月，信湖煤矿通过竣工投产验收，正式投产，2022 年 6 月，信湖矿通过省级智能化示范矿井

评估验收，成为安徽省首批省级智能化示范矿井。

**信湖煤矿逐步投产，公司业绩增长凸显。**信湖煤矿煤种主要为焦煤和 1/3 焦煤，精煤洗出率 50% 以上，属于市场稀缺绿色优质煤种，是国家和华东地区能源保障的重要生产基地之一。截止 2022 年末，信湖煤矿资源量为 7.89 亿吨，可采储量 3.71 亿吨，设计产能为 300 万吨/年。从信湖煤矿所属的安徽省亳州煤业营收来看，2022 年随着信湖逐步投产，营收及归母净利润同比增加 81.2% 和 319%。

图 6：2018-2022 年安徽省亳州煤业营收利润情况



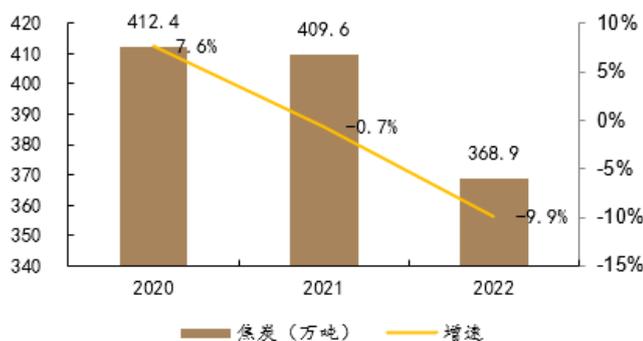
资料来源：公司历年年报、Wind、德邦研究所

根据公司公告，2022 年信湖煤矿产量约为 210 万吨，尚未达到 300 万吨的产能。考虑到新矿投产存在爬坡期，固定成本相对较高，因此其所属的亳州煤业公司尚未完全释放利润，随着未来产量的逐步提升，预计信湖煤矿未来的盈利仍有较大幅度的增长空间。

## 2.2. 乙醇项目年底投产，煤化工再迎增量

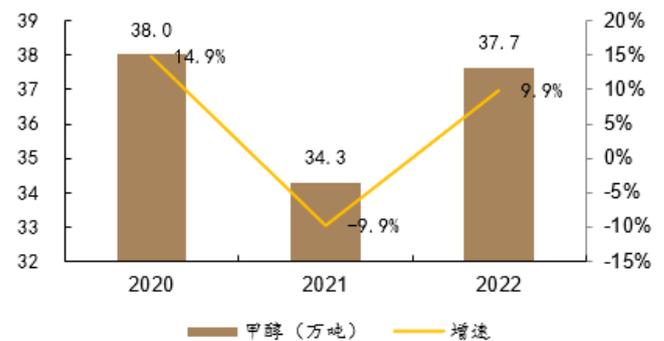
**甲醇再迎扩产，产能尚有增量空间。**公司煤化工业务主要产品为焦炭、甲醇，已具备生产焦炭、甲醇、焦油、硫铵、粗苯、精苯等较完整的煤化工系列产品的能力，2022 年公司焦炭产量为 368.92 万吨，甲醇产量为 37.65 万吨，同比增长 -9.9% 和 9.9%。2022 年 9 月，子公司碳鑫科技负责实施的“焦炉煤气综合利用制甲醇项目”取得安全生产许可证，实现投产。项目将为公司新增 50 万吨/年甲醇生产能力，公司甲醇生产能力由 40 万吨/年增加至 90 万吨/年。新增的甲醇项目是按循环经济模式对临涣焦化一、二期焦炉气制甲醇项目的综合利用和延伸，使煤炭资源更加清洁高效的利用，有利于进一步提升公司整体核心竞争力和产业结构转型升级。2022 年公司生产甲醇 37.7 万吨，其中碳鑫科技项目生产甲醇 5.43 万吨，产量尚有提升空间。

图 7：2020-2022 年焦炭产量 (万吨)



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

图 8：2020-2022 年甲醇产量 (万吨)



资料来源：公司历年年报、德邦研究所

**布局乙醇产业链，核心原料自给自足。**根据 2022 年 9 月公司发布的公告，公司拟使用 12 亿元向公司全资子公司碳鑫科技增资，以推进其甲醇综合利用制乙醇 60 万吨项目。乙醇相比于甲醇售价、毛利水平更高。公司乙醇项目采用中科院大连化物所 DMTE 技术，以甲醇为原料，配套粉煤气化装置产生合成气，并分离出 CO 和 H<sub>2</sub>，经羰基化和加氢反应形成乙醇。项目所需甲醇来源于公司自有 50 万吨/年甲醇装置，且毗邻的公司下属临涣焦化拥有甲醇产能 40 万吨/年，甲醇原料来源可靠，性质稳定。

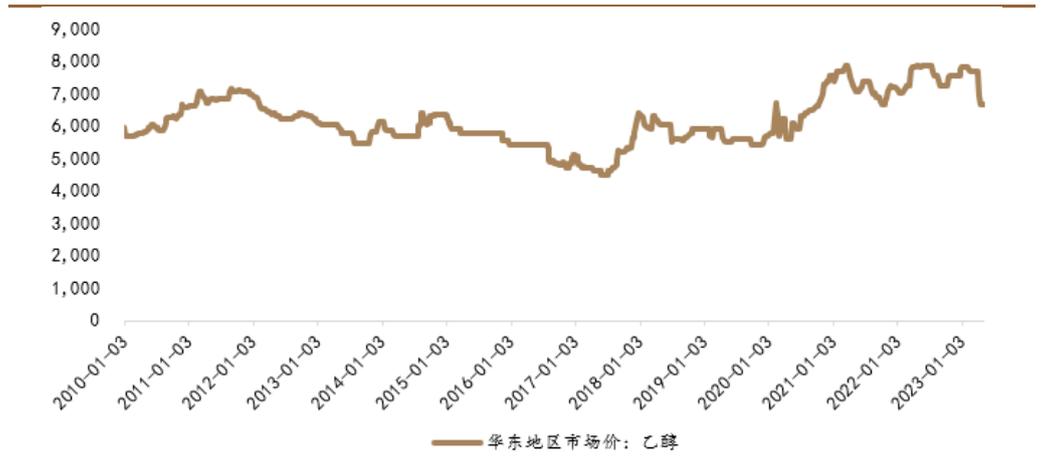
表 2：煤化工业务投产及预投产产能情况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率(%)	在建产能	在建产能已投资额(万元)	在建产能预计完工时间
焦炭	440 万吨/年	83.85	-	-	-
甲醇	90 万吨/年	41.83	-	-	-
甲醇综合利用制乙醇项目	60 万吨/年	/	60 万吨/年	113373.22	2023 年 12 月

资料来源：公司 2022 年年报、德邦研究所

该项目所需动力混煤和焦粉由公司下属单位提供，烟煤通过市场采购，原料供应充足，而项目实施主体安徽碳鑫科技有限公司拥有投煤量为 2000t/d 的煤气化装置，合成气供应稳定。根据公司公告估算，该项目预计平均每年新增不含税销售收入 34.35 亿元，平均每年新增利润总额 6.69 亿元，投资回收期为 6.72 年（税后，含建设期），税后内部收益率 18.25%。

图 9：华东乙醇价格走势（元/吨）

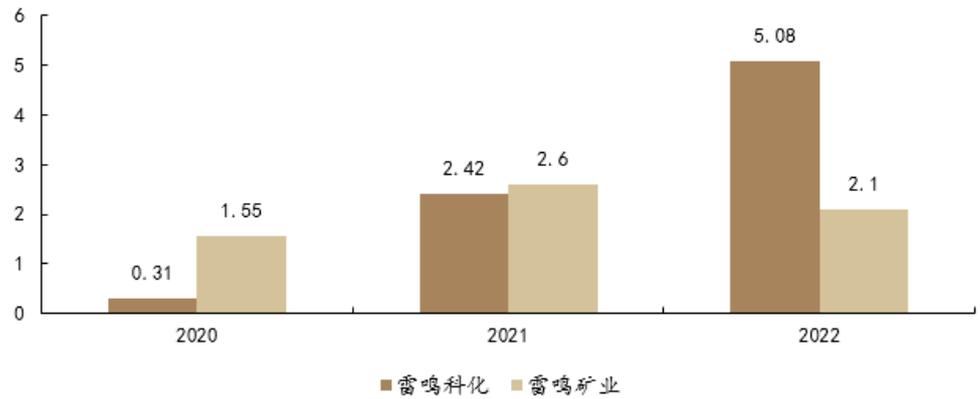


资料来源：Wind、德邦研究所

### 2.3. 砂石骨料业务稳中求进，收购新矿打造利润可持续

全资控股子公司雷鸣科化和孙公司雷鸣矿业主要业务涵盖民用爆破和非煤矿山开采加工销售。公司于 2016 年以 4.35 亿元竞拍获得安徽萧县三处灰岩矿采矿权，正式布局砂石骨料业务。截至 2022 年 9 月，公司投产矿山有 4 座，设计产能为 1048 万吨/年，2022 年雷鸣科化和雷鸣矿业归母净利润分别为 5.08 亿元和 2.1 亿元，同比增长 110%和-19%。

图 10: 2020-2022 年雷鸣科华及雷鸣矿业归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司历年年报、德邦研究所

非煤矿山资源收储步伐加快, 全年收储 1.57 亿吨。2022 年末, 雷鸣科化以 12.9 亿元竞拍获得海南乐东建筑用花岗岩矿采矿权。该矿区资源储量 3540.69 万方, 年生产规模 160 万方, 出让年限 20 年, 新增矿区将对公司砂石骨料利润持续性提供有力保障。

表 3: 淮北矿业砂石骨料产能情况

序号	采矿权人	矿山名称	核定产能
1	淮北矿业	雷鸣矿业瓦子口建筑石料灰岩矿	400 万吨/年
2	淮北矿业	雷鸣矿业所里建筑石料灰岩矿	200 万吨/年
3	淮北矿业	雷鸣矿业王山窝建筑石料灰岩矿	400 万吨/年
4	靖州亿安砂石有限公司	靖州县八姑岩石料生产有限公司建筑石料用灰岩矿	48 万吨/年

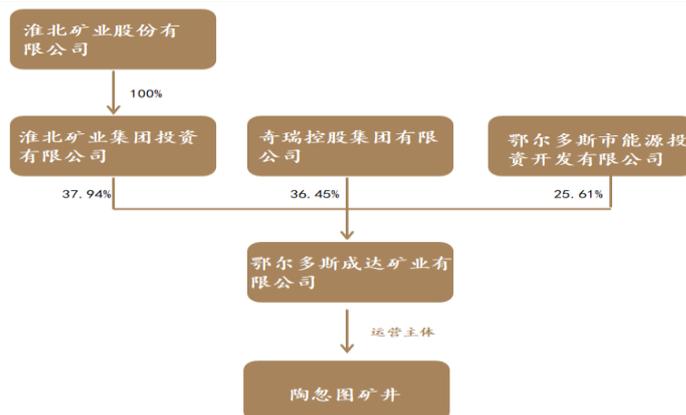
资料来源: 公开发行人可转换公司债券募集说明书、德邦研究所

### 3. 长期亮点: 陶忽图提供成长, 稳健分红高股息

#### 3.1. 内蒙陶忽图矿井有望投产, 长期增量巨大

内蒙陶忽图矿井是公司目前在煤炭资源开发方面的主要储备项目。2010 年, 公司子公司淮北矿业集团投资有限公司向奇瑞汽车股份有限公司收购 51% 股权的成达矿业。2019 年初, 淮北矿业下属成达矿业取得陶忽图井田探矿权证, 2022 年 2 月, 陶忽图项目取得国家发改委核准, 2023 年 3 月成达矿业注册资本由 1 亿元增加至 5 亿元, 增资后股东为准矿股份、奇瑞控股和鄂尔多斯市能源投资开发有限公司, 持股比例分别为 37.94%、36.45%、25.61%, 同年成达矿业取得采矿许可证, 标志着陶忽图煤矿项目建设手续已全部办理完成。

图 11: 内蒙陶忽图股权结构



资料来源：公司公告、德邦研究所

陶忽图矿井属于纳林河矿区，位于东胜煤田西南深部区，行政区划隶属内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗，与陕西省榆林市相邻，井田地质构造简单，具备建设大型现代化矿井的资源条件。陶忽图矿井主要煤种为高热值动力煤，发热量 6000 大卡以上，资源储量 14.29 亿吨，矿井设计产能 800 万吨/年，项目建设周期预计 52 个月。

表 4：陶忽图矿井产能情况

状态	煤矿名称	可采储量	状态	权益占比	煤种
在建	陶忽图矿井	14.29 亿吨	800 万吨/年	37.94%	动力煤

资料来源：公司投资者关系活动记录表、德邦研究所

纳林矿区位于乌审旗境内，矿区煤层赋存条件好，开采条件及开发潜力好，其煤质具有中低硫、特低磷、中高挥发及高热值的特点。煤层厚度适中，瓦斯含量低，地质构造简单。参考同位于蒙西的中煤能源的蒙大煤矿和昊华能源的高家梁煤矿，根据归母净利润及生产能力可得，单位产能利润分别为 2.27 百万元/万吨、1.91 百万元/万吨平均为 2.09 元/吨，按陶忽图 800 万吨/年生产能力测算，陶忽图每年利润可达 16.71 亿元，为公司带来归母净利润 6.34 亿元。

表 5：蒙西部分煤矿产能及利润情况

项目名称	所属公司	地理位置	储量(亿吨)	生产能力	煤种	2022 年归母净利润(亿元)	单位产能利润(百万元/万吨)
陶忽图	淮北矿业	内蒙古鄂尔多斯市	14.29	800	弱粘煤	-	2.09
纳林河二矿(蒙大煤矿)	中煤能源	内蒙古鄂尔多斯市	6.86	800	不粘煤、长焰煤、弱粘煤	18.1	2.27
高家梁煤矿	昊华能源	内蒙古鄂尔多斯市	3.91	850	不粘煤	16.2	1.91

资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所测算

### 3.2. 资产负债率不断下降，分红保持稳定

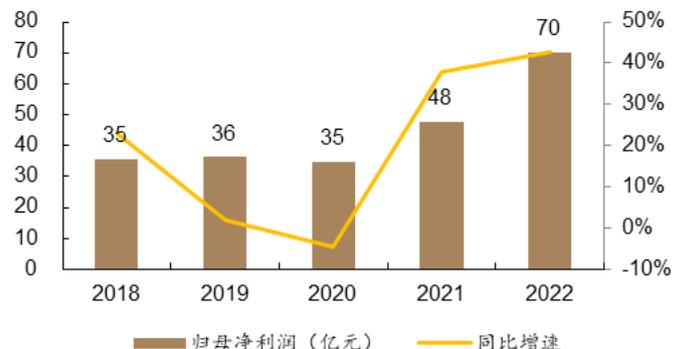
2018-2022 年以来公司营收和利润保持稳中有升。2020 年行业景气下行，公司焦炭及主要化工产品全年销售均价下滑，业绩出现下滑，2021 年起，随着煤炭行业供需紧张、煤炭价格大幅上涨，公司业绩出现回暖，截止 2022 年末，公司实现营业收入为 692.3 亿元，同比增长 5.64%，归母净利润为 70.1 亿元，同比增长 42.83%。

图 12：2018-2022 年营业收入



资料来源：Wind、公司历年年报、德邦研究所

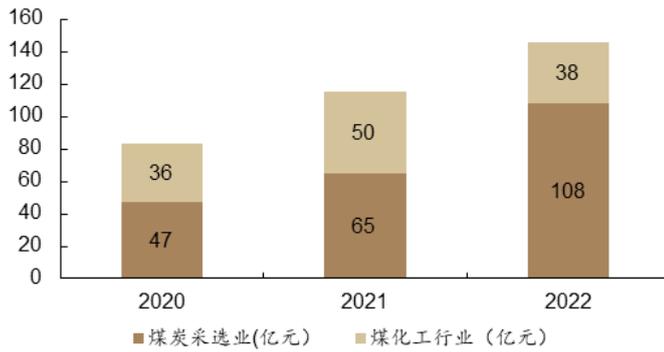
图 13：2018-2022 年归母净利润



资料来源：Wind、公司历年年报、德邦研究所

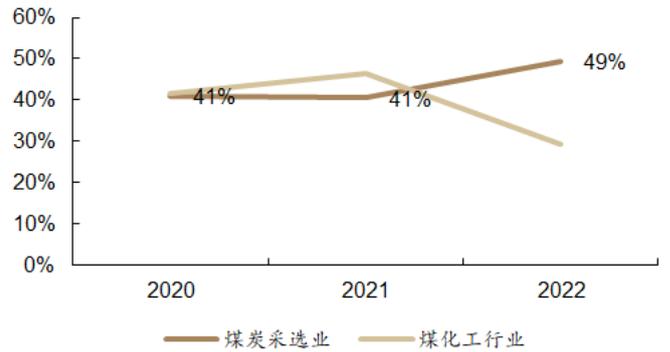
公司毛利主要来自于煤炭采选和煤化工业务。2022 年煤炭采选业务毛利同比增长显著，两大核心业务分别为 108 亿和 38 亿，同比增长 66%和-24%，毛利率为 49.32%和 29.38%，2022 年煤化工产品出现毛利率同比下滑 10.6%，主要由于采购炼焦煤价格增长所致。从行业来看，公司 22 年毛利水平处于整个行业中上水平。

图 14: 2020-2022 年分业务毛利



资料来源: Wind、公司历年年报、德邦研究所

图 15: 2020-2022 年分行业毛利率



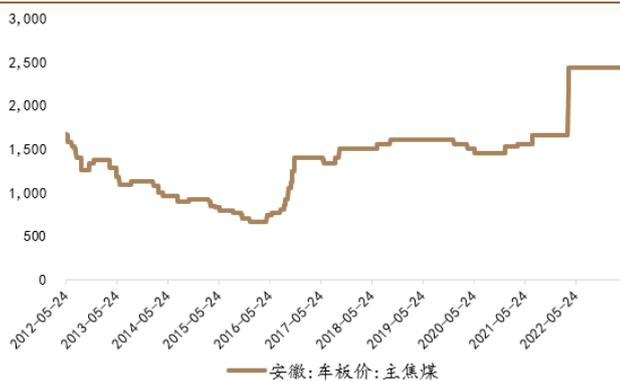
资料来源: Wind、公司历年年报、德邦研究所

**长协销售盈利稳定, 综合成本稳定可控。**2022 年 3 月, 发改委提出煤炭企业长协数量应达到自有资源量的 80% 以上, 公司积极落实国家出台的长协政策。2023 年一季度焦煤长协价为 2440 元/吨, 与 2022 年二三季度持平。遵循长协销售价格将有助于抵御中长期煤价波动带来的风险, 对公司盈利的稳定性提供有力保障。2018-2021 年公司综合成本较稳定, 2022 年商品煤销量为 1882 万吨, 销量同比下滑主要是由公司部分自用所致, 吨煤销售成本为 588 元/吨, 同比上升 24%, 较往年略高, 但总体可控。

本年新增矿山治理及土地复垦义务支出系本公司委托专业机构对生产矿井剩余服务年限期间的矿山治理及土地复垦义务支出进行预测并编制综合治理实施方案, 公司依据实施方案中的未来支出进行折现, 确认预计负债 306,648.16 万元, 对应计入成本 141,785.99 万元和固定资产-弃置费用 164,862.17 万元。

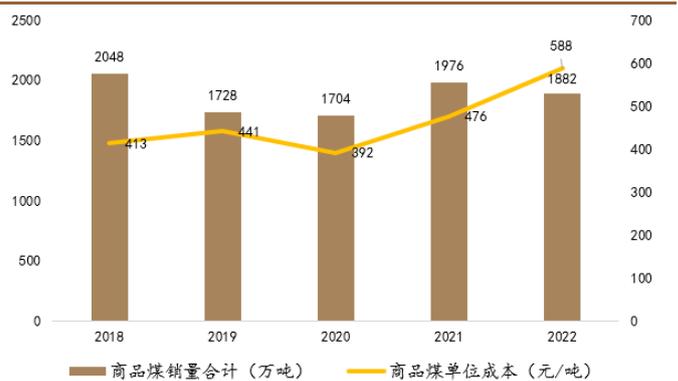
虽然复垦成本导致 2022 年成本相对提升, 但由于该成本一次性计入, 预计 2023 年的单位成本将有所下降。

图 16: 淮北矿业焦煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind、德邦研究所

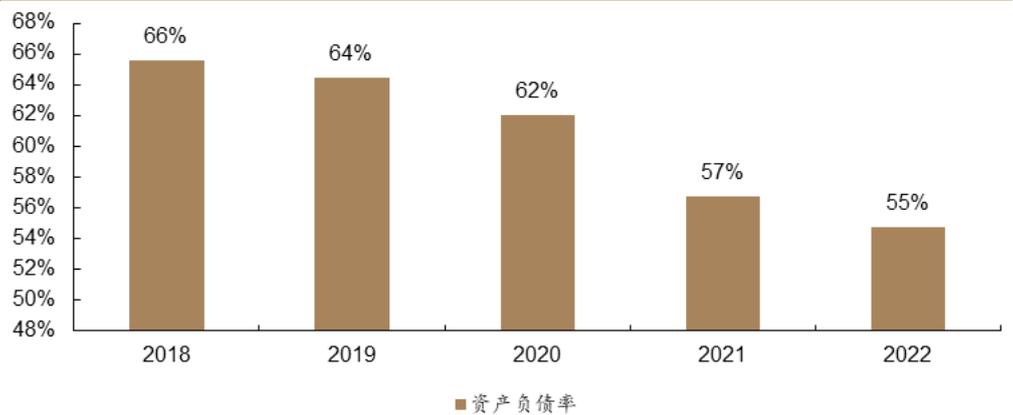
图 17: 淮北矿业吨煤成本



资料来源: 公司历年年报、德邦研究所

**公司负债率连续下降, 资产负债表持续优化。**随着盈利的稳步提升, 公司持续优化债务及融资结构, 有效提高营收效率, 资产负债显著下降, 公司未来将拥有更强的可持续发展性及更高的抗风险能力。

图 18: 2018-2022 年公司资产负债率%



资料来源: Wind、公司历年年报、德邦研究所

**现金分红维持高位，股息率显著提升。**2022 年，公司现金分红为 26 亿元，分红金额同比增长 49%，3 年分红率分别为 42%、36%、37%，整体分红率保持稳定。截至 2022 年 12 月 31 日，公司股价对应股息率 8.20%，处于行业平均水平，同比增幅明显。

表 6: 煤炭股息率一览 (截止 2022/12/31)

证券简称	总市值(亿元)	2022 归母净利润(亿元)	2022 股息率	2022 分红率	2021 分红率	2022 PE
潞安环能	504	141.7	17%	60%	30%	3.6
山煤国际	287	69.8	16%	64%	63%	4.1
兖矿能源	1,428	307.7	13%	69%	61%	4.6
山西焦煤	477	107.2	10%	64%	79%	4.5
陕西煤业	1,801	351.2	12%	60%	62%	5.1
恒源煤电	86	25.1	14%	48%	43%	3.4
平煤股份	250	57.2	8%	35%	60%	4.4
中国神华	5,235	696.3	9%	73%	100%	7.5
开滦股份	108	18.5	9%	50%	40%	5.8
兰花科创	152	32.2	7%	35%	36%	4.7
<b>淮北矿业</b>	<b>318</b>	<b>70.1</b>	<b>8%</b>	<b>37%</b>	<b>36%</b>	4.5
华阳股份	343	70.3	6%	30%	34%	4.9
盘江股份	144	21.9	6%	40%	73%	6.6
晋控煤业	200	30.4	5%	35%	14%	6.6
昊华能源	89	13.4	6%	36%	33%	6.6
上海能源	104	17.4	5%	30%	30%	6.0
中煤能源	1,022	182.4	5%	30%	30%	5.6
甘肃能化	79	31.7	4%	67%	47%	2.5
电投能源	237	39.9	4%	28%	27%	5.9
合计	12,864	2284.6	10%	59%	66%	5.6

资料来源: Wind、公司历年年报、德邦研究所

从分红方案上看，公司于 2021 年发布《未来三年(2022-2024) 股东回报规划》，报告中指出，在符合现金分红条件的情况下，未来三年(2022-2024 年) 公司承诺每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 30%，在实际分红时，公司董事会应当综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素，拟定差异化的现金分红政策，最低比例保持在 20%-80% 的区间范围(若报告期内有不符合现金分红条件的情况发生，分红最低比例小于 30%)，现金分红拥有较好的保障。

**表 7: 《未来三年 (2022-2024) 股东回报规划》**

股东回报规划	具体方案
利润分配的形式	公司可以采取现金、股票或者资本公积金转增股本及其他符合法律、行政法规的合理方式进行利润分配。相对于股票股利，公司优先
利润分配期间间隔	公司原则上按年进行利润分配，公司董事会也可以根据公司的盈利状况和资金状况提议进行中期利润分配。
现金分红条件	(1) 公司上一会计年度盈利且累计可分配利润为正值，且现金流充裕，实施现金分红不会影响公司后续持续经营； (2) 公司在未来 12 个月内不存在影响利润分配的重大投资计划或现金支出事项（募集资金投资项目除外）。
发放股票股利条件	公司注重股本扩张与业绩增长同步，董事会认为公司股票价格与股本规模不匹配可以实施股票股利分配。
现金分红最低比例	在符合现金分红条件的情况下，未来三年（2022-2024 年）公司每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 30%。
差异化现金分红政策	(1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%； (2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%； (3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%；

资料来源：公司公告、德邦研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

公司是华东地区最大的炼焦精煤及焦炭生产企业之一，矿区煤炭资源丰富，煤种齐全，下游客户以国内大型钢铁为主，核心业务涵盖煤炭业务、煤化工业务及以砂石骨料民用爆破为代表的其他业务。

1) 煤炭业务：公司有煤矿井 17 对，合计可采储量为 20.3 亿吨，其中 70% 属于国内稀有的炼焦煤，适合深加工，综合利用率高。目前核定产能 3555 万吨/年，考虑到 2022 年信湖煤矿产量为 210 万吨，较 300 万吨的产能仍有一定爬坡空间，我们预计 2023/2024/2025 年煤炭业务收入分别为 216.3/222.8/232.4 亿元，毛利率为 51.14%/49.35%/48.90%

2) 煤化工业务：公司煤化工产品以焦炭为主，甲醇为辅。2022 年 9 月，子公司碳鑫科技负责实施的“焦炉煤气综合利用制甲醇项目”将为公司新增 50 万吨/年甲醇生产能力，同时，公司采用 DMTE 技术，以甲醇为原料，制无水乙醇项目，产能为 60 万吨/年，预计于 2023 年底建成，2024 年开始产出并对外销售。我们预计 2023/2024/2025 年煤化工业务收入分别为 126.4/153.1/195.4 亿元，毛利率为 26.99%/29.93%/29.73%。

3) 其他业务：公司非煤矿山资源收储步伐加快，全年收储 1.57 亿吨。2022 年末，雷鸣科化以 12.9 亿元竞拍获得海南乐东建筑用花岗岩矿采矿权，新增矿区将对公司砂石骨料利润持续性提供有力保障。我们预计 2023/2024/2025 年其他收入分别为 355.8/370.5/385.6 亿元，毛利率为 4.50%/4.50%/4.50%。

**表 8：盈利预测**

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入合计	64961	69062	69855	74645	81346
成本合计	52120	53074	53998	57620	62661
毛利合计	12841	15988	15857	17025	18686
煤炭收入合计	15921	21834	21629	22282	23247
煤炭收入增速	40.52%	37.14%	-0.94%	3.02%	4.33%
动力煤收入	3272	3724	3729	3757	4209
动力煤销量 (万吨)	648	657	660	665	745
动力煤价格 (元/吨)	505	567	565	565	565
炼焦煤收入	16170	23256	22900	23500	24000
炼焦煤销量 (万吨)	1091	1121	1145	1175	1200
炼焦煤价格 (元/吨)	1481	2074	2000	2000	2000
其他煤种收入 (煤泥、末煤)	1160	1537	1400	1425	1438
其它煤种销量 (万吨)	551	539	560	570	575
其它煤种价格 (元/吨)	211	285	250	250	250
煤炭销售均价 (元/吨)	807	1094	1058	1066	1057
煤化工收入合计	12596	13072	12645	15315	19540
煤化工收入增速	46.52%	3.78%	-3.27%	21.12%	27.59%
焦炭收入	10783	10863	10375	10500	10625
焦炭销量 (万吨)	408	374	415	420	425
焦炭价格 (元/吨)	2646	2901	2500	2500	2500
甲醇收入	778	843	1320	1870	1980
甲醇销量 (万吨)	34	36	60	85	90
甲醇价格 (元/吨)	2259	2330	2200	2200	2200
其他煤化工收入	1034	1366	950	2945	6935
其他收入	36444	34156	35581	37048	38560
其他收入增速	12.66%	-6.28%	4.17%	4.12%	4.08%
煤炭成本合计	9415	11064	10567	11286	11880
煤炭成本增速	40.91%	17.52%	-4.49%	6.80%	5.26%
商品煤销量合计 (万吨)	1976	1882	2045	2090	2200
商品煤单位成本 (元/吨)	476	588	517	540	540
煤化工成本合计	7560	9232	9232	10732	13732
煤化工成本增速	50.52%	22.11%	0.00%	16.25%	7.95%
其他成本合计	35145	32778	34199	35603	37049
其他成本增速	13.11%	-6.74%	4.50%	4.50%	4.50%

资料来源：Wind、公司历年年报、德邦研究所

预计公司 2023-2025 年合计收入分别为 699/746/813 亿元，归母净利润分别为 74/79/88 亿元，EPS 分别为 3.00/3.18/3.56 元。

## 4.2. 估值评级

在相对估值法中，我们选取了与公司业务及规模重合度较高的山西焦煤、平煤股份、盘江股份和冀中能源四家公司作为可比公司。在 PE 估值法下，截止 2023 年 6 月 12 日，公司 2023-2024 预测 PE 为 3.98x、3.75x，低于四家可比公司平均 PE 水平 (5.03x、4.76x)。公司盈利稳健且未来有较大的增长潜力，参考可比公司，按照 2023 年 5.03 倍 PE，对应公司 15.08 元目标价。

**表 9：可比公司估值（采用 2023/6/12 收盘价）**

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
000983.SZ	山西焦煤	10.22	1.96	2.13	5.20	4.80
601666.SH	平煤股份	7.63	2.55	2.75	2.99	2.77
600395.SH	盘江股份	7.08	0.96	1.08	7.36	6.55
000937.SZ	冀中能源	7.42	1.62	1.51	4.57	4.91
	平均				5.03	4.76
600985.SH	淮北矿业	11.92	3.00	3.18	3.98	3.75

资料来源：Wind 一致预期、德邦研究所

在 PB 估值法下，公司 2023-2024 预测 PB 为 0.77x、0.67x，低于四家可比公司平均 PB 水平（1.08x、0.96x）。参考可比公司，按照 2023 年 1.08 倍 PB，对应公司 16.75 元目标价。

**表 10：可比公司估值（采用 2023/6/12 收盘价）**

代码	简称	收盘价 (元)	BVPS (元)		PB (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
000983.SZ	山西焦煤	10.22	7.47	8.71	1.37	1.17
601666.SH	平煤股份	7.63	11.08	13.03	0.69	0.59
600395.SH	盘江股份	7.08	6.14	6.83	1.15	1.04
000937.SZ	冀中能源	7.42	6.68	7.06	1.11	1.05
	平均				1.08	0.96
600985.SH	淮北矿业	11.92	15.51	17.76	0.77	0.67

资料来源：Wind 一致预期、德邦研究所

综上，在相对估值法下，我们给予公司 2023 年 15.92 元目标价。基于末页公司评级说明，我们首次覆盖，给出“买入”投资评级。

## 5. 风险提示

1) 煤炭及化工品价格超预期下行；2) 全球油价下跌拖累化工品价格；3) 新项目投产进度不及预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.83	3.00	3.18	3.56
每股净资产	13.46	15.51	17.76	20.23
每股经营现金流	6.72	3.59	5.19	4.66
每股股利	1.05	0.90	0.80	0.85
价值评估(倍)				
P/E	4.52	3.98	3.75	3.35
P/B	0.95	0.77	0.67	0.59
P/S	0.50	0.50	0.46	0.43
EV/EBITDA	2.76	3.17	2.76	2.43
股息率%	8.2%	7.6%	6.7%	7.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.1%	22.7%	22.8%	23.0%
净利润率	10.3%	11.1%	11.0%	11.3%
净资产收益率	21.0%	19.3%	17.9%	17.6%
资产回报率	8.3%	8.5%	8.2%	8.6%
投资回报率	15.3%	14.6%	14.1%	14.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	5.6%	0.9%	6.9%	9.0%
EBIT 增长率	29.5%	3.9%	5.9%	10.0%
净利润增长率	42.8%	6.1%	6.2%	11.9%
偿债能力指标				
资产负债率	54.8%	50.7%	48.6%	45.9%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.7	9.1	9.0	9.0
存货周转天数	18.0	15.8	16.2	16.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.7

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7,010	7,438	7,896	8,837
少数股东损益	129	310	336	337
非现金支出	4,554	1,954	2,142	2,252
非经营收益	779	528	502	463
营运资金变动	4,197	-1,335	1,989	-321
经营活动现金流	16,669	8,895	12,866	11,568
资产	-6,867	-6,957	-7,457	-7,226
投资	-1,068	-82	-77	-72
其他	87	105	99	114
投资活动现金流	-7,848	-6,934	-7,435	-7,184
债权募资	-2,680	-800	-400	-600
股权募资	84	0	0	0
其他	-2,943	-2,853	-2,779	-3,168
融资活动现金流	-5,539	-3,653	-3,179	-3,768
现金净流量	3,282	-1,692	2,253	616

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 12 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	69,225	69,855	74,645	81,346
营业成本	53,091	53,998	57,620	62,661
毛利率%	23.1%	22.7%	22.8%	23.0%
营业税金及附加	894	768	865	945
营业税金率%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%
营业费用	188	182	200	216
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	4,388	4,052	4,428	4,847
管理费用率%	6.4%	5.8%	5.9%	6.0%
研发费用	1,624	1,677	1,796	1,949
研发费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EBIT	9,253	9,618	10,190	11,213
财务费用	633	278	288	223
财务费用率%	0.9%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-245	-85	-95	-111
投资收益	100	105	99	114
营业利润	8,633	9,194	9,749	10,839
营业外收支	-376	-200	-200	-200
利润总额	8,257	8,994	9,549	10,639
EBITDA	13,574	11,397	12,147	13,263
所得税	1,118	1,246	1,316	1,465
有效所得税率%	13.5%	13.9%	13.8%	13.8%
少数股东损益	129	310	336	337
归属母公司所有者净利润	7,010	7,438	7,896	8,837

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,453	6,760	9,013	9,629
应收账款及应收票据	2,566	3,357	2,720	3,895
存货	2,775	1,909	3,179	2,417
其它流动资产	7,248	7,899	7,619	8,553
流动资产合计	21,041	19,925	22,531	24,495
长期股权投资	1,121	1,203	1,281	1,353
固定资产	39,598	42,304	45,082	47,650
在建工程	2,047	1,647	1,247	848
无形资产	15,737	18,099	20,719	23,286
非流动资产合计	62,995	68,084	73,488	78,551
资产总计	84,035	88,010	96,019	103,045
短期借款	1,960	1,160	760	160
应付票据及应付账款	12,342	11,878	13,754	14,228
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	12,589	12,436	13,041	13,734
流动负债合计	26,891	25,474	27,556	28,123
长期借款	6,079	6,079	6,079	6,079
其它长期负债	13,063	13,063	13,063	13,063
非流动负债合计	19,142	19,142	19,142	19,142
负债总计	46,033	44,615	46,697	47,264
实收资本	2,481	2,481	2,481	2,481
普通股股东权益	33,390	38,472	44,063	50,185
少数股东权益	4,613	4,922	5,259	5,596
负债和所有者权益合计	84,035	88,010	96,019	103,045

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。